

黑猫股份 (002068.SZ) 化学原料行业

评级：增持 维持评级

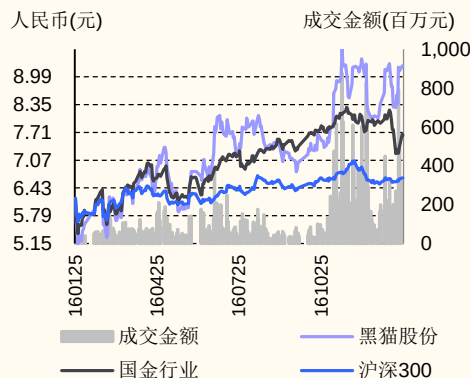
公司点评

市场价格(人民币)：9.06 元
 目标价格(人民币)：10.00-12.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	606.96
总市值(百万元)	5,500.00
年内股价最高最低(元)	9.62/5.15
沪深 300 指数	3364.45
深证成指	9941.55



相关报告

- 1.《炭黑-煤焦油价差修复 业绩维持环比改善-黑猫股份公司点评》，2016.10.27
- 2.《价差改善迎来业绩拐点 中长期持续受益行业议价能力提升-黑猫股...》，2016.8.22

业绩大幅超预期 价差修复带来盈利能力改善

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.201	0.028	0.155	0.496	0.569
每股净资产(元)	2.88	3.22	3.37	3.87	4.44
每股经营性现金流(元)	3.11	-0.51	0.77	1.23	1.27
市盈率(倍)	43.24	313.27	58.43	18.28	15.93
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	59.67	59.67	59.67
净利润增长率(%)	275.50%	-82.47%	455.76%	219.70%	14.70%
净资产收益率(%)	6.99%	0.87%	4.60%	12.81%	12.81%
总股本(百万股)	479.70	607.06	607.06	607.06	607.06

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 黑猫股份发布业绩预告修正公告，2016 年归属上市公司股东净利润由之前预告的 3500-4300 万元上调至 9000-9800 万元，同比增长 431.4%-478.6%，Q4 单季度净利润在 9417.9-10217.9 万元之间（2015 年 Q4 净利润 22.75 万元）。本次业绩上调大幅超出市场预期，我们认为行业议价能力提升，保证炭黑企业对于煤焦油价格敏感度增强，价差修复转化为盈利。

经营分析

- **2016Q4 价差扩大带来行业整体盈利改善：**根据我们之前行业深度报告中所提出的观点，在国内外炭黑原料油比价关系恢复的背景下，受益于集中度提升炭黑行业议价能力持续增强，2016 年三季度以来炭黑提价节奏与煤焦油价格上涨时点相匹配。Q4 各地煤焦油价呈现出一程度的价格上涨，炭黑价格随之上调的同时价差也呈现一定程度的扩大，从而带来行业盈利改善。
- **龙头效应逐步显现 吨盈利能力持续提升：**公司作为国内炭黑行业的龙头企业，拥有 106 万吨产能布局覆盖八个省市。在环保趋严小产能开工逐步受限的大背景下，公司的行业龙头效应逐步显现，2016 上半年开工率与产销率分别为 95%与 99%，远高于行业平均水平。假设按照全年 95%的开工率进行估算，公司 Q4 产量在 25 万吨左右对应吨净利达到 400 元左右，议价能力提升与龙头效应共同驱动公司盈利大幅度改善。
- **近期煤焦油价格维持强势 节后炭黑大概率将提价：**2017 年 1 月份以来，受华北地区雾霾影响，煤焦油主要生产地开工呈现一定程度的下降，山西、河北、山东等省份煤焦油价格上涨幅度在 300-450 之间。通过近期的国内外炭黑原料油比价关系测算，我们认为在目前的行业议价能力没有发生实质性改变的情况下，节后炭黑价格仍有确定的上调空间。按照 1: 1.5 的单耗计算，炭黑价格上调范围将在 450-675 元/吨之间。

盈利调整

- 鉴于对行业、公司基本面的继续看好以及业绩超预期，我们上调公司盈利预测：2016-2017 年净利润分别为 9200 万、3.01 亿以及 3.45 亿。

投资建议

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别 0.16 元、0.50 元以及 0.57 元，对应当前股价分别为 58 倍、18 倍以及 16 倍，维持对公司的增持评级。

风险提示

- 原油价格大幅下跌 炭黑下游需求低于预期

蒲强

分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
 puqiang@gjzq.com.cn

霍莹

联系人
 huokun@gjzq.com.cn
 (8621)60230248

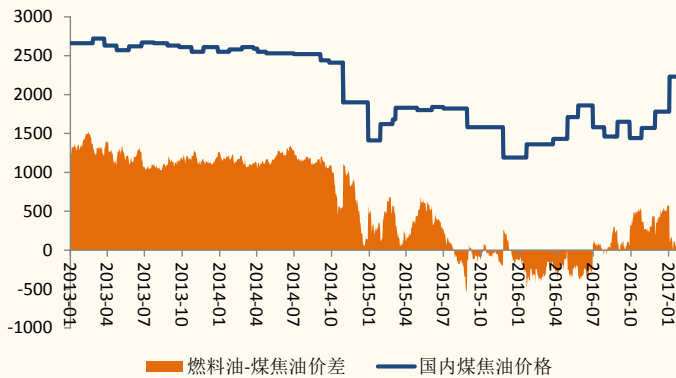
陈煜

联系人
 chenyu1@gjzq.com.cn
 (8621)60230237

公司业绩大幅超出市场预期 继续看好炭黑行业

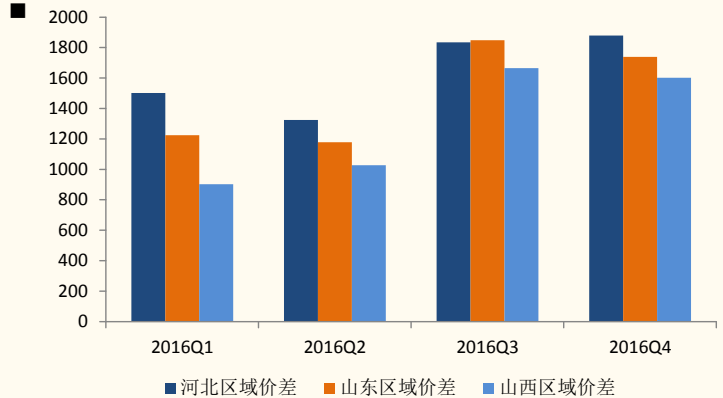
- 根据我们之前行业深度报告中所提出的观点，在国内外炭黑原料油比价关系恢复的背景下，受益于集中度提升炭黑行业议价能力持续增强，2016 年三季度以来炭黑提价节奏与煤焦油价格上涨时点相匹配。Q4 各地煤焦油价呈现出一定程度的价格上涨，炭黑价格随之上调的同时价差也呈现一定程度的扩大，从而带来行业盈利改善。

图表 1：国内外炭黑原料油比价关系持续恢复



来源：百川资讯，国金证券研究所

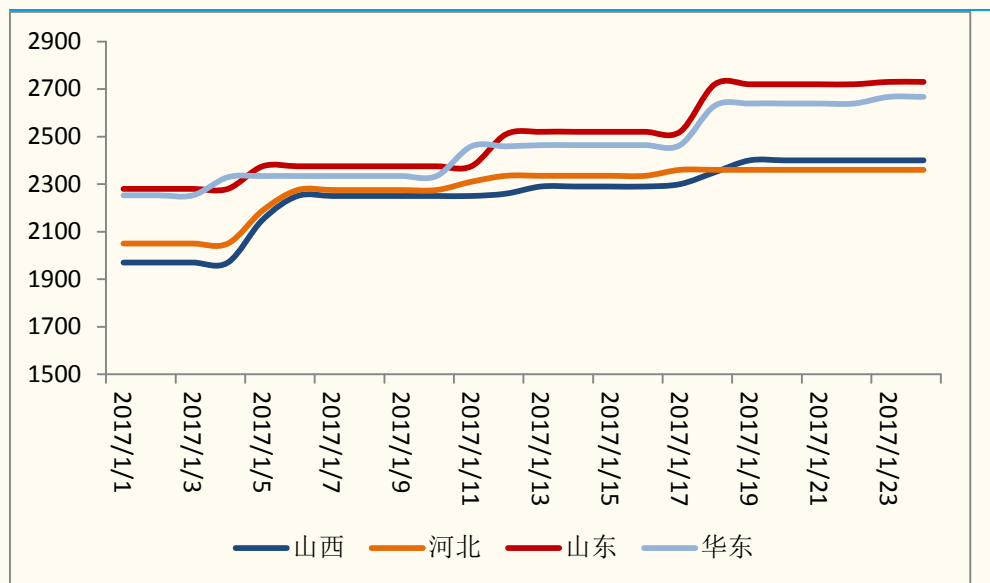
图表 2：华北地区炭黑-煤焦油逐季改善



来源：百川资讯，国金证券研究所

- 公司作为国内炭黑行业的龙头企业，产业布局覆盖八个省市。在环保趋严小产能开工逐步受限的大背景下，公司的行业龙头效应逐步显现，2016 上半年开工率与产销率分别为 95%与 99%，远高于行业平均水平。假设按照全年 95%的开工率进行估算，公司 Q4 产量在 25 万吨左右对应吨净利达到 400 元左右，议价能力提升与龙头效应共同驱动公司盈利大幅度改善。
- 2017 年 1 月份以来，受华北地区雾霾影响，煤焦油主要生产地开工呈现一定程度的下降，山西、河北、山东等省份煤焦油价格上涨幅度在 300-450 之间。通过近期的国内外炭黑原料油比价关系测算，我们认为在目前的行业议价能力没有发生实质性改变的情况下，节后炭黑价格具有确定的上调空间。按照 1: 1.5 的单耗计算，炭黑价格上调范围将在 450-675 元/吨之间。

图表 3：2017 年 1 月份以来全国各地煤焦油价格普涨



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表4：财务数据与预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,987	6,168	4,775	5,044	5,250	5,616	货币资金	673	702	510	900	967	967
增长率		3.0%	-22.6%	5.6%	4.1%	7.0%	应收款项	2,210	1,692	1,846	2,158	2,120	2,134
主营业务成本	-5,202	-5,222	-4,023	-4,208	-4,140	-4,406	存货	763	771	517	780	743	765
% 销售收入	86.9%	84.7%	84.3%	83.4%	78.9%	78.5%	其他流动资产	166	161	102	65	60	59
毛利	785	946	752	836	1,110	1,210	流动资产	3,812	3,325	2,973	3,903	3,890	3,925
% 销售收入	13.1%	15.3%	15.7%	16.6%	21.1%	21.5%	% 总资产	55.0%	49.0%	47.0%	57.2%	57.7%	57.5%
营业税金及附加	-13	-16	-20	-20	-22	-24	长期投资	22	16	11	12	11	11
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,857	3,189	3,077	2,723	2,650	2,684
营业费用	-377	-398	-332	-341	-347	-382	% 总资产	41.2%	47.0%	48.7%	39.9%	39.3%	39.3%
% 销售收入	6.3%	6.5%	6.9%	6.8%	6.6%	6.8%	无形资产	151	160	177	184	192	200
管理费用	-145	-163	-174	-177	-184	-205	非流动资产	3,116	3,461	3,347	2,921	2,855	2,897
% 销售收入	2.4%	2.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.7%	% 总资产	45.0%	51.0%	53.0%	42.8%	42.3%	42.5%
息税前利润（EBIT）	249	368	226	298	558	599	资产总计	6,929	6,786	6,320	6,824	6,745	6,822
% 销售收入	4.2%	6.0%	4.7%	5.9%	10.6%	10.7%	短期借款	3,336	2,696	2,853	2,911	2,600	2,297
财务费用	-211	-220	-163	-186	-182	-161	应付款项	1,469	1,835	950	1,412	1,342	1,373
% 销售收入	3.5%	3.6%	3.4%	3.7%	3.5%	2.9%	其他流动负债	-18	61	50	38	37	37
资产减值损失	-19	-38	-39	-8	-3	-3	流动负债	4,787	4,591	3,853	4,361	3,979	3,706
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	681	604	292	292	292	293
投资收益	0	-6	-5	-2	-2	-2	其他长期负债	63	92	101	0	0	0
% 税前利润	0.1%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	5,532	5,288	4,246	4,654	4,271	4,000
营业利润	19	105	19	102	371	433	普通股股东权益	1,286	1,382	1,954	2,048	2,349	2,694
营业利润率	0.3%	1.7%	0.4%	2.0%	7.1%	7.7%	少数股东权益	111	116	120	123	126	129
营业外收支	21	23	29	23	24	25	负债股东权益合计	6,929	6,786	6,320	6,824	6,745	6,822
税前利润	40	127	48	125	395	458	比率分析						
利润率	0.7%	2.1%	1.0%	2.5%	7.5%	8.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-23	-25	-28	-27	-91	-110	每股指标						
所得税率	58.3%	20.0%	58.1%	22.0%	23.0%	24.0%	每股收益	0.054	0.201	0.028	0.155	0.496	0.569
净利润	17	102	20	97	304	348	每股净资产	2.680	2.881	3.219	3.373	3.869	4.437
少数股东损益	-9	5	3	3	3	3	每股经营现金净流	-1.377	3.106	-0.507	0.769	1.229	1.270
归属于母公司的净利润	26	97	17	94	301	345	每股股利	0.040	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	0.4%	1.6%	0.4%	1.9%	5.7%	6.1%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	2.00%	6.99%	0.87%	4.60%	12.81%	12.81%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.37%	1.42%	0.27%	1.38%	4.46%	5.06%
净利润	17	102	20	97	304	348	投入资本收益率	1.92%	6.14%	1.82%	4.32%	8.00%	8.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	217	276	301	265	258	272	主营业务收入增长率	28.61%	3.02%	-22.59%	5.64%	4.08%	6.97%
非经营收益	202	191	180	199	179	158	EBIT增长率	-7.35%	48.08%	-38.57%	31.54%	87.48%	7.41%
营运资金变动	-1,096	920	-809	-94	5	-7	净利润增长率	-75.06%	275.50%	-82.47%	455.76%	219.70%	14.70%
经营活动现金净流	-661	1,490	-308	467	746	771	总资产增长率	34.82%	-2.05%	-6.87%	7.98%	-1.16%	1.14%
资本开支	-680	-565	-107	172	-165	-285	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	63.5	67.2	73.2	90.0	85.0	80.0
其他	0	33	13	-2	-2	-2	存货周转天数	51.0	53.6	58.4	68.0	66.0	64.0
投资活动现金净流	-680	-532	-94	169	-167	-287	应付账款周转天数	53.9	53.6	58.7	53.0	52.0	51.0
股权募资	0	0	590	0	0	0	固定资产周转天数	152.0	166.8	222.4	181.2	163.5	148.5
债权募资	1,874	-718	-154	-43	-311	-303	偿债能力						
其他	-371	-87	-231	-202	-201	-181	净负债/股东权益	239.45%	173.35%	127.14%	106.14%	77.84%	57.51%
筹资活动现金净流	1,503	-805	205	-245	-512	-484	EBIT利息保障倍数	1.2	1.7	1.4	1.6	3.1	3.7
现金净流量	162	153	-197	390	67	0	资产负债率	79.84%	77.92%	67.19%	68.20%	63.32%	58.63%

来源：Wind，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-22	增持	7.47	10.00~12.00
2	2016-10-27	增持	7.51	10.00~12.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD