

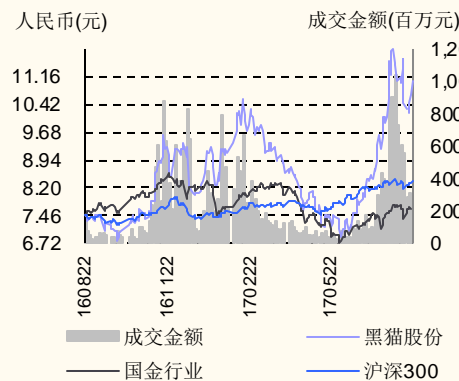
市场价格(人民币): 11.03元

## 价差修复引导盈利改善 行业龙头效应显著

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)	8,019.51
年内股价最高最低(元)	11.88/6.80
沪深300指数	3740.99
深证成指	10689.77



## 相关报告

- 《半年报业绩大超预期-黑猫股份公司点评》, 2017.7.17
- 《业绩大幅超预期 价差修复带来盈利能力改善-黑猫股份公司点评》, 2017.1.25
- 《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
- 《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

霍堃 联系人  
huokun@gjzq.com.cn

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

郭一凡 分析师 SAC 执业编号: S1130517050005  
(8621)60230247  
guoyf@gjzq.com.cn

陈铖 联系人  
chencheng2@gjzq.com.cn

何雄 联系人  
hexiong@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.028	0.155	0.694	0.766	0.862
每股净资产(元)	3.22	3.36	4.18	5.08	6.11
每股经营性现金流(元)	-0.51	0.81	0.94	1.46	1.68
市盈率(倍)	313.27	54.04	15.90	14.40	12.80
行业优化市盈率(倍)	64.36	65.74	70.83	70.83	70.83
净利润增长率(%)	-82.47%	455.80%	435.85%	10.44%	12.49%
净资产收益率(%)	0.87%	4.62%	19.90%	18.05%	16.91%
总股本(百万股)	607.06	607.06	727.06	727.06	727.06

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 业绩简评

- 黑猫股份发布半年度报告, 公司上半年实现营业收入 30.69 亿元, 同比增长 57.39%, 实现归属上市公司股东净利润 2.15 亿元, 同比增长 477.04%, 企业盈利大幅修复的主要原因来自于行业供需格局的逐步改善以及由此带来的整体议价能力提升。公司预告前三季度净利润区间在 3.15-3.35 亿元, 整体盈利中枢仍维持在较高水平。

## 经营分析

- 炭黑产销两旺 盈利能力持续回升:** 公司上半年生产炭黑 49.4 万吨, 销售炭黑 49.8 万吨, 产销率超 100%的同时整体开工率水平也维持 95%以上。公司炭黑产品上半年毛利率达到 21.62%, 较去年同期提升 8.79 个百分点。主要子公司韩城、乌海、邯郸、唐山、济宁、太原等子公司净利润分别同比增长 1691.75%、291.05%、200.9%、5044.1%、376.44%, 受行业供给侧改革以及环保趋严等影响, 公司盈利能力持续回升。公司自筹资金计划新建 2 万吨/年的特种炭黑项目, 对于减少下游需求周期性波动的同时进一步提升公司整体的盈利水平。
- 行业价差持续改善 近期各地炭黑报价开始上涨:** 根据我们跟踪的炭黑主产地价差来看, 今年二季度河北、山西、山东、华东等地价差都呈现出不同程度的扩大, 平均扩大幅度在 200-500 元之间。进入三季度以来上游煤焦油价格有所上涨, 但炭黑价格受到需求淡季影响维持平稳价差小幅收窄, 但近期随着轮胎行业旺季的到来, 山东等地 N330 价格报价已小幅上涨 200 元左右, 预计三季度整体盈利中枢仍维持较高水平。
- 供给端逐步出清 企业龙头效应逐步显现:** 受环保、供给侧改革影响行业产能出清明显, 小厂供给持续性问题凸显, 公司作为行业龙头效应逐步显现。公司产品质量以及供货的稳定性, 使得下游轮胎厂商对于公司的采购粘性显著提升, 也在一定程度上提高公司对于下游企业的议价能力。公司近年来资产负债率持续下降, 资产负债表修复过程中也有望加大公司业绩弹性。

## 投资建议

- 考虑到公司作为国内炭黑行业的龙头企业低位, 以及行业盈利处于上行修复阶段, 我们预计公司 2017-2019 的 EPS 分别为 0.69、0.77 以及 0.86, 对应当前股价的 PE 分别为 16、14、13 倍, 维持对公司的增持评级。

## 风险提示

- 原材料价格大幅上涨 轮胎行业需求低于预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,168	4,775	4,381	6,651	6,965	7,218	货币资金	702	510	461	500	650	600
增长率		-22.6%	-8.2%	51.8%	4.7%	3.6%	应收款项	1,692	1,846	1,705	2,434	2,496	2,424
主营业务成本	-5,222	-4,023	-3,585	-5,056	-5,290	-5,489	存货	771	517	586	786	819	819
%销售收入	84.7%	84.3%	81.8%	76.0%	75.9%	76.0%	其他流动资产	161	102	114	78	81	84
毛利	946	752	796	1,595	1,675	1,729	流动资产	3,325	2,973	2,866	3,798	4,047	3,927
%销售收入	15.3%	15.7%	18.2%	24.0%	24.1%	24.0%	%总资产	49.0%	47.0%	46.4%	56.3%	59.8%	61.4%
营业税金及附加	-16	-20	-30	-47	-49	-43	长期投资	16	11	10	11	10	10
%销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	固定资产	3,189	3,077	3,035	2,693	2,455	2,202
营业费用	-398	-332	-315	-466	-488	-505	%总资产	47.0%	48.7%	49.1%	39.9%	36.3%	34.4%
%销售收入	6.5%	6.9%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	160	177	234	241	248	256
管理费用	-163	-174	-185	-266	-279	-289	非流动资产	3,461	3,347	3,314	2,947	2,715	2,469
%销售收入	2.6%	3.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	51.0%	53.0%	53.6%	43.7%	40.2%	38.6%
息税前利润 (EBIT)	368	226	266	817	860	892	资产总计	6,786	6,320	6,179	6,745	6,762	6,397
%销售收入	6.0%	4.7%	6.1%	12.3%	12.4%	12.4%	短期借款	2,696	2,853	2,686	2,319	1,726	737
财务费用	-220	-163	-125	-152	-126	-73	应付款项	1,835	950	1,056	1,572	1,624	1,615
%销售收入	3.6%	3.4%	2.8%	2.3%	1.8%	1.0%	其他流动负债	61	50	62	88	89	95
资产减值损失	-38	-39	-51	-55	-58	-56	流动负债	4,591	3,853	3,804	3,979	3,439	2,446
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	604	292	70	70	70	71
投资收益	-6	-5	-1	-2	-2	-2	其他长期负债	92	101	112	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	5,288	4,246	3,987	4,050	3,509	2,518
营业利润	105	19	89	608	674	761	普通股股东权益	1,382	1,954	2,038	2,535	3,086	3,706
营业利润率	1.7%	0.4%	2.0%	9.1%	9.7%	10.5%	少数股东权益	116	120	155	161	167	173
营业外收支	23	29	39	30	30	30	负债股东权益合计	6,786	6,320	6,179	6,745	6,762	6,397
税前利润	127	48	128	638	704	791							
利润率	2.1%	1.0%	2.9%	9.6%	10.1%	11.0%	比率分析						
所得税	-25	-28	-26	-128	-141	-158		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	20.0%	58.1%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	102	20	102	510	563	633	每股收益	0.201	0.028	0.155	0.694	0.766	0.862
少数股东损益	5	3	8	6	6	6	每股净资产	2.881	3.219	3.357	4.176	5.083	6.105
归属于母公司的净利润	97	17	94	504	557	627	每股经营现金净流	3.106	-0.507	0.807	0.941	1.462	1.684
净利率	1.6%	0.4%	2.1%	7.6%	8.0%	8.7%	每股股利	0.020	0.010	0.050	0.010	0.010	0.010
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.99%	0.87%	4.62%	19.90%	18.05%	16.91%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	1.42%	0.27%	1.52%	7.48%	8.24%	9.80%
净利润	102	20	102	510	563	633	投入资本收益率	6.14%	1.82%	4.29%	12.85%	13.63%	15.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	276	301	321	316	320	322	主营业务收入增长率	3.02%	-22.59%	-8.24%	51.81%	4.72%	3.63%
非经营收益	191	180	117	155	110	58	EBIT 增长率	48.08%	-38.57%	17.69%	206.88%	5.28%	3.68%
营运资金变动	920	-809	-50	-410	-105	10	净利润增长率	275.50%	-82.47%	455.80%	435.85%	10.44%	12.49%
经营活动现金净流	1,490	-308	490	571	888	1,022	总资产增长率	-2.05%	-6.87%	-2.22%	9.15%	0.25%	-5.40%
资本开支	-565	-107	-93	114	1	10	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	67.2	73.2	71.0	70.0	70.0	68.0
其他	33	13	17	-2	-2	-2	存货周转天数	53.6	58.4	56.1	57.0	57.0	55.0
投资活动现金净流	-532	-94	-75	111	-1	8	应付账款周转天数	53.6	58.7	51.5	53.0	52.0	51.0
股权募资	0	590	0	0	0	0	固定资产周转天数	166.8	222.4	241.3	142.0	124.7	109.5
债权募资	-718	-154	-389	-480	-593	-988	偿债能力						
其他	-87	-231	-92	-164	-144	-92	净负债/股东权益	173.35%	127.14%	104.71%	70.11%	35.26%	5.37%
筹资活动现金净流	-805	205	-481	-643	-737	-1,080	EBIT 利息保障倍数	1.7	1.4	2.1	5.4	6.8	12.2
现金净流量	153	-197	-67	39	150	-50	资产负债率	77.92%	67.19%	64.52%	60.04%	51.90%	39.36%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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	5	8	8	9
增持	0	1	5	5	5
中性	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.60	1.60	1.56

来源：朝阳永续

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

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
3	2017-01-25	增持	9.24	10.00~12.00
4	2017-07-17	增持	9.59	N/A

来源：国金证券研究所



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作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