

# 黑猫股份 (002068)

## 行业格局向好，焦油深加工是发展关键

2017年9月1日

### 买入（首次）

#### 投资要点

■ **技术进步提升装置弹性，多基地协同增强产业竞争力。**公司目前有景德镇、韩城、朝阳、乌海、邯郸、太原、唐山和济宁8个大型炭黑生产基地。其中，江西、乌海、济宁以及唐山都建设有大型焦油深加工装置，总产能106万吨。依靠技术进步，公司的炭黑生产装置操作弹性较大。同时，公司的生产基地覆盖全国主要的焦油深加工基地和炭黑市场，公司可以多基地协同运营，增强综合盈利能力。

■ **供给收缩，格局向好。**随着环保趋严，独立小焦化企业经营承压，化工开工不稳。油价企稳回升，国内以煤焦油为原料的炭黑产业竞争力开始增强。绿色轮胎对炭黑提出更高要求，高性能炭黑和专用炭黑需求增加，普通炭黑需求承压。上述因素叠加，造成炭黑的生产向龙头企业集中。虽然整体开工率不高，但是龙头企业的市占率在稳步提升，对下游的议价能力逐步增强。

■ **发展焦油深加工是增强公司产业竞争力的关键。**炭黑产业是一个典型的两头受压的产业，下游轮胎企业规模较大，炭黑企业对其缺乏议价能力；上游的焦化产业也比较强势。目前，炭黑产业自身以及焦化行业都在逐步从无序走向有序，突出表现为行业集中度在提升。短期，公司直接受益于行业集中度的提升。长期看，公司需要在焦油深加工领域继续拓展，以实现自身的可持续发展。

■ **焦油深加工的产业前景不逊色于炭黑产业。**目前炭黑企业的焦油深加工大多侧重于制备炭黑油，实际上煤焦油里面有大量的高附加值产品，比如精萘、咔唑、中间相碳球、中间相沥青等物质，可以选择将这些组分分类富集提取，这种设想需要以高附加值的沥青加工路线为前提。公司在乌海、青岛的研发基地在煤焦油深加工领域进行了一些探索，并由内蒙古煤焦化工新材料研究院投资建设2万吨/年特种炭黑项目。从流程上看，这是走向深加工的关键的一环，相关领域的进展值得关注。

#### 投资建议

预计公司17-19年净利润为6.07、7.51和8.69亿元，EPS为0.83、1.03和1.20元，PE为15X、12X和10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：高性能炭黑和专用炭黑对炭黑油的品质有严格要求，需要关注相关领域的技术进展；炭黑及原材料价格波动**

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4381	6121	7240	8243
同比(%)	-8%	40%	18%	14%
净利润(百万元)	94	607	751	869
同比(%)	456%	545%	24%	16%
每股收益(元/股)	0.16	0.83	1.03	1.20
P/E	80.2	14.9	12.0	10.4

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

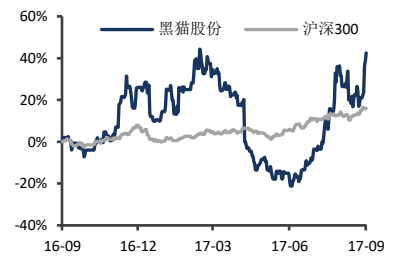
shenxy@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

010-66573567

xiaoyb@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	12.43
一年最低/最高价	6.58/12.43
市净率(倍)	3.11
流通市值(百万元)	7,544.50

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	64.06
总股本(百万股)	727.06
流通股(百万股)	606.96

#### 相关研究

## 目 录

1. 业务概况 .....	4
2. 多基地协同运营和先进的技术水平确保公司的综合竞争力 .....	5
2.1. 依托技术进步实现装置柔性操作 .....	5
2.2. 多基地联动确保综合效益最优.....	6
3. 产业环境稳步向好，公司弹性较大 .....	6
3.1. 独立小焦化生存难度增加，炭黑供给收缩 .....	6
3.2. 油价上行，高温煤焦油路线的国际竞争力变强 .....	7
3.3. 道路超载超限治理带动需求回暖 .....	8
3.4. 行业集中度提升，龙头企业的话语权变强 .....	9
4. 发展焦油深加工是增强黑猫股份的竞争力的必由之路 .....	10
4.1. 无碱焦油加工使得炭黑原料相对宽裕 .....	11
4.2. 发展煤焦油深加工可以一举两得 .....	12
5. 盈利预测与财务分析.....	12
5.1. 核心假设 .....	12
5.2. 盈利预测 .....	12
6. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 公司的股权结构示意.....	4
图表 2: 公司的转债项目的简要情况.....	4
图表 3: 黑猫股份收入与净利润.....	5
图表 4: 黑猫股份收入结构 (百万元) .....	5
图表 5: 黑猫股份毛利结构 (百万元) .....	5
图表 6: 公司炭黑产品毛利率.....	5
图表 7: 国内的炭黑生产的煤焦油单耗.....	6
图表 8: 不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准 (mg/m <sup>3</sup> ) .....	7
图表 9: 炭黑原料对炭黑性能的影响.....	7
图表 10: OPEC: 一揽子原油价格 (美元/桶) .....	8
图表 11: 美国活跃钻井平台数量.....	8
图表 12: 中国炭黑表观消费量 (万吨) .....	9
图表 13: 国内炭黑的下游消费明细.....	9
图表 14: 国内汽车产量大幅回升.....	9
图表 15: 中国轮胎产量稳步增长.....	9
图表 16: 2016 年炭黑企业的开工情况.....	10
图表 17: 山东炭黑价格 (元/吨) .....	10
图表 18: 炭黑企业的吨利润 (元/吨) .....	10
图表 19: 煤焦油的主要消费领域.....	11
图表 20: 炭黑原料对炭黑性能的影响.....	12
图表 21: 主要产品盈利预测.....	13
图表 22: 黑猫股份历史 PE Band.....	13
图表 23: 黑猫股份历史 PB Band .....	13

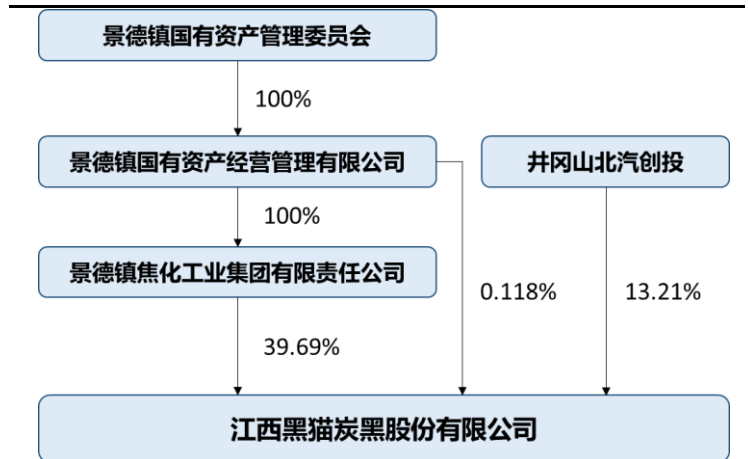
## 1. 业务概况

黑猫股份，总部位于江西景德镇，公司成立于2001年7月，2006年9月在深圳证券交易所上市，是一家从事炭黑、焦油深加工和白炭黑等产品生产与销售的企业。

炭黑是公司的核心业务，2016年公司炭黑产能106万吨，全球第四，国内第一，2016年产量大约102万吨。公司的产能在国内炭黑总产能的占比大约14.7%，但是产量占比占到全国产量的19%。

公司控股股东为景焦集团，持有39.69%的股份。

图表1：公司的股权结构示意



资料来源：wind, 东吴证券研究所

经过多年的发展，公司目前形成了江西景德镇、陕西韩城、辽宁朝阳、内蒙乌海、河北邯郸、山西太原、河北唐山和山东济宁8个大型炭黑生产基地。其中，江西、乌海、济宁以及唐山都建设有大型焦油深加工装置。此外，公司还在山东青岛、内蒙古乌海舍友煤焦化工新材料研发基地，其中乌海基地侧重中上游的领域，青岛侧重下游市场应用。

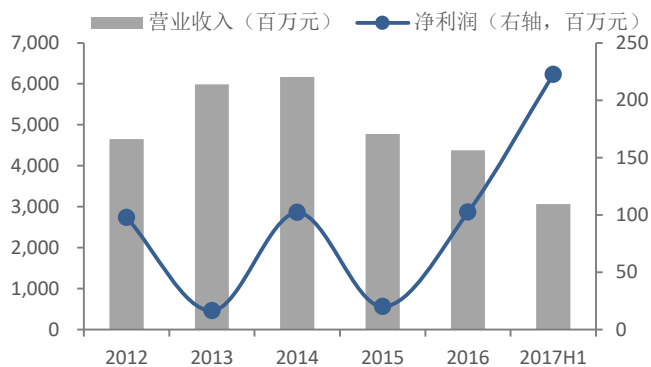
图表2：公司的转债项目的简要情况

黑猫股份	股权	产能	产能明细	备注
韩城基地	96%	12	5条生产线，软硬质炭黑可调，14.5MW发电机组	多余电力直接上网，天然气做燃料
朝阳基地	80%	6	3条线，6万吨，6MW发电机组	多余电力直接上网，正在置换天然气
乌海基地	98%	16	2条硬质，一条软质，一条软硬质炭黑可调节，2*15MW发电机组。江西	多余电力直接上网，焦炉气做燃料
邯郸基地	98%	16	2条硬质，一条软质，一条软硬质炭黑可调节，2*15MW发电机组	多余电力直接上网，焦炉气作燃料
唐山基地	92%	16	2条硬质，一条软质，一条软硬质炭黑可调节，2*15MW发电机组	多余电力直接上网，焦炉气作燃料
太原基地	51%	7	2条生产线，7万吨产能，6MW发电机组，软硬质炭黑可调节	多余电力直接上网，焦炉气作燃料
本部	100%	13	1条1万吨特种线，5条软硬质可调利用大股东焦炉气，低热值废气返给大股东整生产线，沉淀法6.3万吨/年	多余电力直接上网，焦炉气作燃料生产用
济宁基地	100%	28	拟投资建设28万吨/年炭黑生产基地项目(含20万吨/年炭黑项目及8万吨/年高分散性白炭黑项目)，分三期建设，计划2015年底建成	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

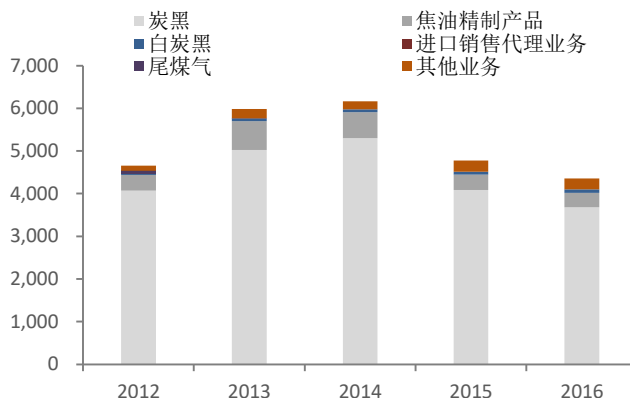
公司盈利受炭黑价格水平波动较大。2012-2016 年公司营业收入在 43 亿元至 62 亿元之间，净利润在 1600 万元-1 亿元之间。2015 年炭黑价格下行导致净利润大幅下降，2016 年下半年，炭黑价格开始反弹，盈利开始好转。2017 年上半年，炭黑行业整体利润率较高，公司发布的半年报显示营业收入 30.7 亿元，同比增长 57.4%；净利润 2.2 亿元，同比大增 477.0%，半年净利已超过 2016 年全年净利的 2 倍。

图表3：黑猫股份收入与净利润



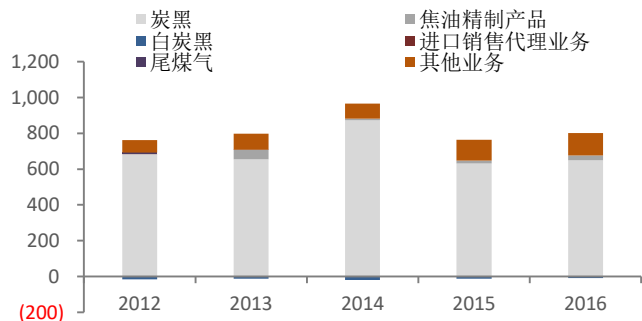
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表4：黑猫股份收入结构 (百万元)



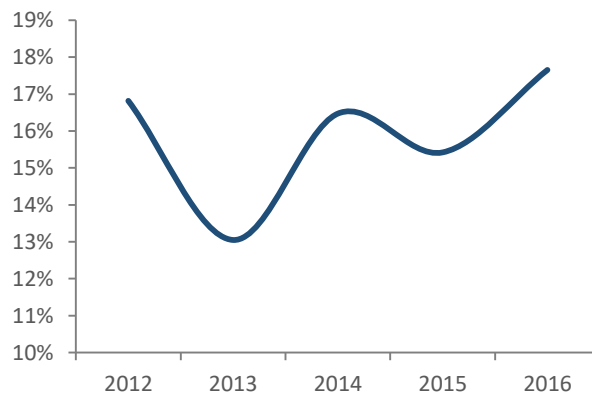
资料来源：wind，东吴证券研究所

图表5：黑猫股份毛利结构 (百万元)



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表6：公司炭黑产品毛利率



资料来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 多基地协同运营和先进的技术水平确保公司的综合竞争力

炭黑是一种无定形炭，主要是有有机物在空气不足的条件下经不完全燃烧或受热分解而得的产物。

炭黑原料来源多种，加工工艺多样，产品也有比较宽的应用范围，可以优化的角度比较多。

### 2.1. 依托技术进步实现装置柔性操作

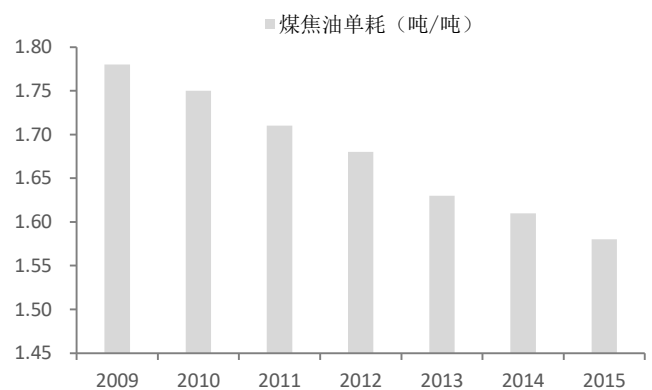
黑猫股份的装置有较强的柔性和弹性。

装置的进料适应性强。炭黑生产的原料可以是蒽油、煤焦油或者炭黑油，其中以

炭黑油的生产难度最大。中国是焦化生产大国，但是焦油深加工水平比较粗放，导致不同地区的不同的焦油组分价格差异较大。依托技术进步，公司成功解决了炭黑油使用过程中技术问题，装置进料的适应性强，原材料采购优势非常明显。

产能也有很大的弹性。国内的炭黑生产比较粗放，公司一直是国内先进炭黑生产技术的引领者，炭黑尾气余热发电基本是公司的标准配置，空预器的温度从 650°C 提高到 800~950°C，燃烧段的温度已经从 1900°C 提高到 2000~2100°C，上述措施使得公司的原料油耗不断降低，目前平均油耗约在 1.5 吨左右，最先进的生产装置的油耗可以控制在 1.4 吨左右。不仅如此，装置的产出率也大大增强，目前唐山基地的实际产能可以做到 20-22 万吨左右，比设计能力高出 25%。

图表7：国内的炭黑生产的煤焦油单耗



资料来源：产业信息网，东吴证券研究所

## 2.2. 多基地联动确保综合效益最优

由于油价低迷，不同地区的煤焦油深加工水平层次不齐，炭黑的原料蒞油、煤焦油和炭黑油的价格差别较大。

黑猫股份的生产基地较多，装置操作弹性较大，生产经营过程中，可以根据原料价格、产成品价格，综合调配各个基地的生产情况，以确保总体效益最大化。

具体到每一个生产基地，重点考核油耗等物耗指标。

## 3. 产业环境稳步向好，公司弹性较大

首先，独立焦化企业因为副产焦炉气，更倾向于发展炭黑业务。近年来，随着环保加强，独立小焦化企业的生产不稳，冲击明显。

其次，随着油价企稳回升，国内以煤焦油为原料的炭黑产业竞争力开始增强。

最后，目前炭黑企业的集中度在不断提升，虽然整体开工率不高，但是龙头企业的市占率在稳步提升，对下游的议价能力逐步增强。

### 3.1. 独立小焦化生存难度增加，炭黑供给收缩

由于特有的中国国情，独立焦化在中国一直占据比较重要的地位，目前独立焦化企业生产了 2/3 的焦炭。企业副产焦油、焦炉气，炭黑是首选的焦油深加工产品。正因为如此，炭黑行业一直格局分散，竞争无序。

不过，相比联合焦化，独立焦化有一些先天不足。和联合焦化装置相比，小型独立焦化企业水力熄焦的废水处置难度较大，实施干熄焦也有技术上的难点要克服。近年来，随着雾霾日趋严重，部分地区要求延长结焦时间，结焦时间延长意味着副产焦炉气产量下降，化产业务必然受到干扰。

我们注意到，本届政府开始用环保，而不是行政的手段来进行供给侧改革，这对独立焦化企业而言，冲击较大。

根据中国炼焦行业协会的数据显示，截至 2014 年年底，全国焦化行业 2000 多台焦炉真正能达到《炼焦化学工业污染物排放标准》第二时段标准（二氧化硫 50 毫克/立方米、烟尘 30 毫克/立方米、氮氧化物 500 毫克/立方米）的不足一成。

**图表8：不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准（mg/m<sup>3</sup>）**

标准类型	颗粒物	SO <sub>2</sub>	NO <sub>x</sub>	备注
GB16171-1996	250	400	-	
国标				2012 年 10 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日现有焦化企业执行
GB16171-2012, 第一时段标准	50	100	800	
国标				2015 年 1 月 1 日起，现有焦化企业执行
GB16171-2012, 第二时段标准	30	50	500	
DB61/941-2014	15	30	150	关中地区重点行业大气污染物排放限值

资料来源：环保部，东吴证券研究所

轮胎工业的发展也对独立小焦化提出挑战，独立小焦化的原料油组分复杂，难以满足轮胎，尤其是绿色轮胎产业发展的要求。

因此，未来焦化产能，尤其是独立焦化产能仍将继续收缩。一方面，供暖季要求焦化企业延长结焦时间，导致在役产能产出受限；另一方面，随着对炼焦污染物的排放要求日益严格，独立小焦化企业实施干熄焦存在较大技术和经济难点。虽然国家并无法规要求强制淘汰 4.3 米以下的焦炉，但已经有很多企业主动淘汰 4.3 以下的焦炉，焦化产能将进一步收缩，进而影响炭黑的供给。

### 3.2. 油价上行，高温煤焦油路线的国际竞争力变强

由于资源禀赋不同，不同的国家和地区的炭黑原料油较大的差别。

欧美国家的炭黑原料主要是乙烯焦油、澄清油。

中国由于有大量的焦化企业，因此煤焦油是主要的炭黑原料油，近年来随着煤焦油深加工的推进，葱油+煤焦油，葱油+煤沥青调和成的炭黑油的比重也在稳步上升。

**图表9：炭黑原料对炭黑性能的影响**

原料油	优点	缺点
乙烯焦油	稳定性好，轻馏分高，杂质少，炭黑质量好	产量低，收率低，价格高
澄清油	稳定性好，轻馏分高，杂质少，炭黑质量好，商品化	产量低，收率低，价格高
煤焦油	产量大，收率高，价格低，采购方便	稳定性差，种类繁多，杂质多，炭黑质量一般
葱油	稳定性好，馏分集中，杂质少，炭黑质量好	油源少，价格高
炭黑油	稳定性好，产量大，收率高，价格低	重馏分多，杂质多，炭黑质量一般

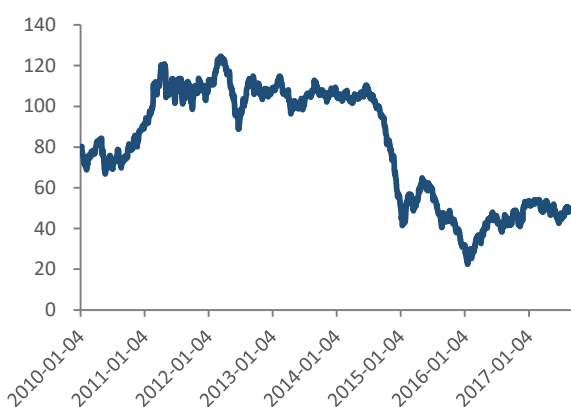
资料来源：cnki，东吴证券研究所

油价低迷，导致乙烯焦油和煤焦油的价差收窄，炭黑出口承压。

未来原油价格缓步向上是一个大概率事件。从供给侧来看，目前北美油服公司工作量和日费水平预示着北美的页岩油基本见顶。油价长时间的低迷使得石油公司面临巨大的成本压力，而随着钻探的增加，油田服务和设备的供应将会吃紧，生产成本提升。以钻机租价为例，全球最大陆地钻机承包公司纳伯斯工业（Nabors Industries）去年报价为 1.7 万美元/日，今年已经上涨至 2 万美元/日。根据贝克休斯统计数据，当前美国活跃钻井平台数量增速已经放缓，对页岩油的投资也更加谨慎。

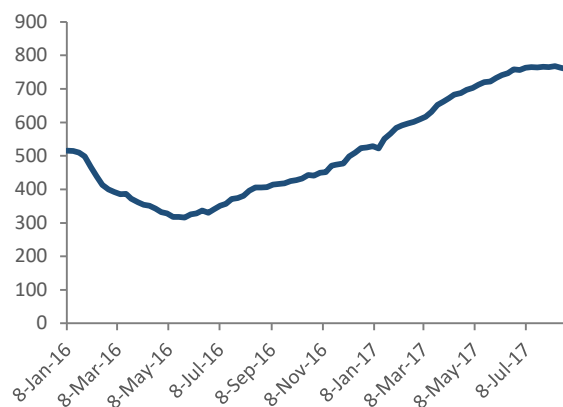
从需求侧来看，全球经济增长恢复势头，原油需求增长仍有上行空间。OPEC 最新发布的月报将 2017 年全球原油需求增长预期由 127 万桶/日上调至 137 万桶/日；并将 2018 年全球原油需求增长预期由 126 万桶/日上调至 128 万桶/日。

图表10: OPEC: 一揽子原油价格 (美元/桶)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表11: 美国活跃钻井平台数量



资料来源: Baker Hughes, 东吴证券研究所

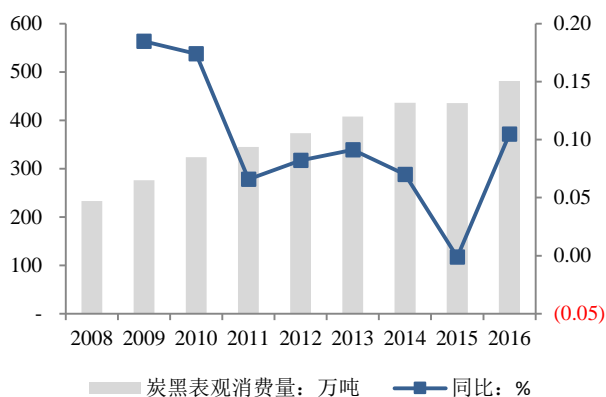
目前市场对油价走势仍有分歧，如果油价可以继续上行，则对国内煤焦油为主要原料的炭黑生产企业而言，可以进一步提升竞争力。

### 3.3. 道路超载超限治理带动需求回暖

按照应用，炭黑可以分为色素用炭黑、橡胶用炭黑、导电炭黑和专用炭黑等。目前，全球炭黑产能大约 1400 万吨，需求大约 1100 万吨。国内炭黑产能大约 720 万吨，产量大约 520 万吨左右。

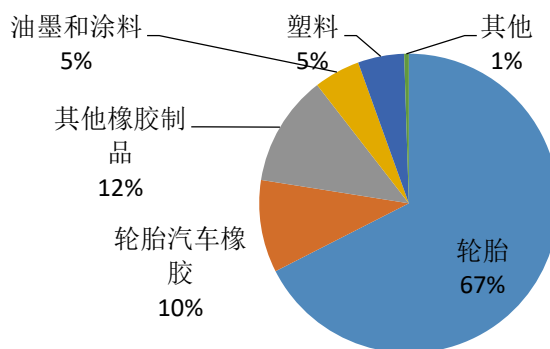
全球炭黑大约 90% 用于橡胶工业，其中约 70% 用于汽车轮胎，30% 用于其他橡胶制品。其余不到 10% 则用于塑料添加剂、染料、印刷油墨等工业。对于普通炭黑而言，汽车市场的产销直接决定了炭黑市场的发展情况。

图表12: 中国炭黑表观消费量(万吨)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

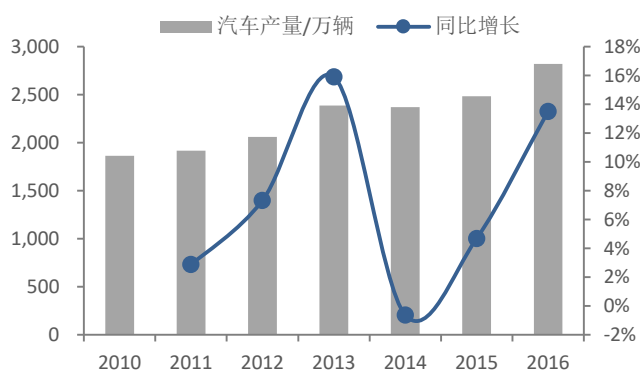
图表13: 国内炭黑的下游消费明细



资料来源: 国际橡胶协会、东吴证券研究所

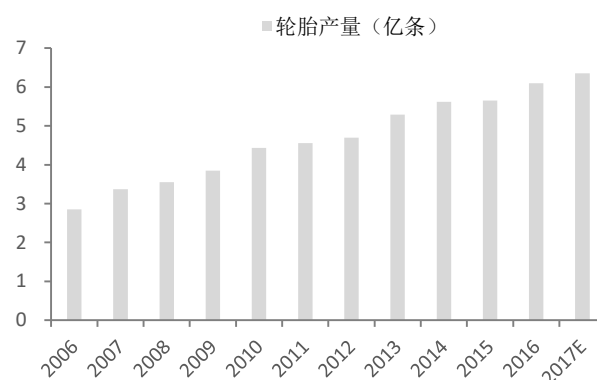
全球轮胎市场的产量增速大约在 3-5%，我们预计未来世界轮胎产量仍可保持这一增速。去年开始的重卡超载超限治理使得重卡行业景气提升，短期带动国内的轮胎需求，进而利好炭黑的下游需求。

图表14: 国内汽车产量大幅回升



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表15: 中国轮胎产量稳步增长



资料来源: 中国橡胶工业协会、东吴证券研究所

### 3.4. 行业集中度提升, 龙头企业的话语权变强

目前, 全国炭黑产能约 720 万吨, 产量大约维持在 520 万吨, 行业开工率大约 70%, 整体看产能过剩明显。

进一步的分析发现, 炭黑的产能过剩是典型的结构性过剩, 龙头企业基本是满产、满销, 中小型企业因为环保投入不足, 环保监管趋严, 平均开工只有 60% 左右。

图表16: 2016年炭黑企业的开工情况

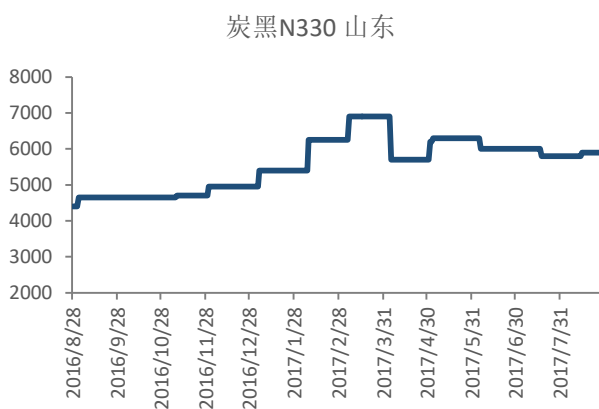
	16年产能, 万吨	16年产量	产能占比, %	开工率, %
黑猫股份	106	102.73	19.7	97
卡博特	61	56	10.7	92
龙欣化工	46.5	44.94	8.6	97
苏宝化	27	19.44	3.7	72
其他	479.5	296.89	57.3	62
合计	720	520		72

资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

由于环保监管不断加码, 很多企业, 尤其是独立小焦化企业, 生产不稳定, 产品质量良莠不齐, 无法满足现代橡胶制品工业发展的要求, 不得不选择退出相关领域。2015年行业退出产能45万吨, 2016年行业退出产能27万吨, 其中包括一些技术较为先进的产能, 比如曲靖众一、山西宏特等, 去产能的过程实际上也是产能向龙头企业集中的一个过程。

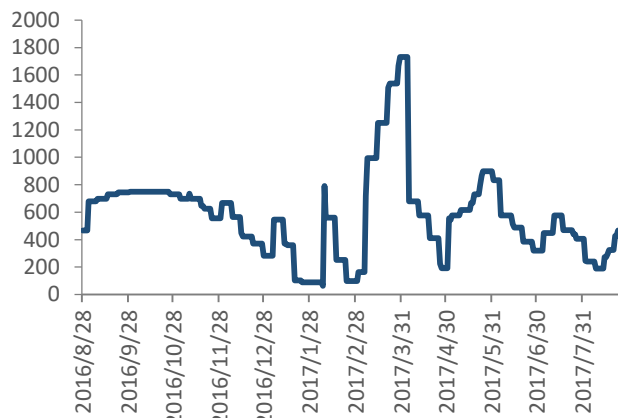
龙头企业相对下游用户的议价能力逐步变强。目前来看, 2011年至2017年我国大于10万吨的炭黑企业比重在增加, 大于20万吨企业产能比重在近三年也得到了一定程度的增加。

图表17: 山东炭黑价格(元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图表18: 炭黑企业的吨利润(元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

长期看, 在环保趋严的大背景下, 行业去产能将持续有效, 龙头公司的盈利有望持续改善; 短期看, 2+26环保限产直接影响炭黑供应, 导致需求有所前移, 四季度传统旺季来临, 需求端可对下半年炭黑需求形成有效支撑, 价格有望维持高位。

#### 4. 发展焦油深加工是增强黑猫股份的竞争力的必由之路

炭黑产业是一个典型的两头受压的产业, 下游轮胎企业规模较大, 炭黑企业对其缺乏议价能力, 上游的焦化产业也比较强势。

目前, 炭黑产业自身以及焦化行业都在逐步从无序走向有序, 突出表现为行业集中度在提升。

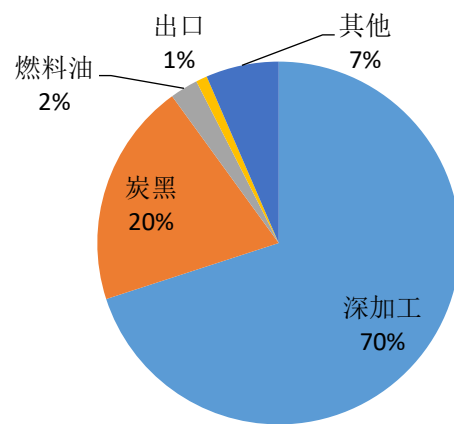
短期，公司直接受益于行业集中度的提升。长期看，公司需要在焦油深加工领域有所作为，以实现自身的可持续发展。

#### 4.1. 无碱焦油加工使得炭黑原料相对宽裕

受政策面影响，我国的高温煤焦油市场将会长期处于收紧态势，产量基本稳定在1700~1800万吨左右，2016年我国高温煤焦油的产量约在1750万吨左右。

高温煤焦油的消费市场可分为三部分，一是用于深加工制取工业萘，洗油，蒽油和煤沥青等产品；二是将粗煤油作为替代中油的燃料，用于玻璃，陶瓷等热能行业，三是作为炭黑的原料。

图表19：煤焦油的主要消费领域



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

2016年，我国高温煤焦油深加工消耗煤焦油约1200万吨左右，大约占国内煤焦油产量的70%。炭黑消耗煤焦油大约350万吨左右，约占煤焦油消费量的20%。

传统的高温煤焦油加工工艺一般都是需要加碱，这部分钠离子会残留在煤沥青中，导致沥青质量不能满足炭黑工业生产的需要，从而割裂开煤焦油深加工和炭黑加工之间的关系。

随着无碱精馏工艺取得突破，炭黑油开始显示出一定的竞争力，但是炭黑油雾化效果不好，容易导致DBP下降，灰分增加，用于制备轮胎炭黑需要一定的技巧。

图表20：炭黑原料对炭黑性能的影响

组分	特点
水分	水分增加，油量波动，碘值波动，腐蚀加剧，损坏仪表和炉体 水分
密度	密度增加，沥青杂质增加，结焦、堵管、雾化不好，炭黑质量下降 密度
灰分	灰分增加，炭黑灰分增加，质量性能下降，损坏炉体，影响 DBP 灰分
杂质	杂质增加，结焦、堵管、雾化不好，筛余物增加，炭黑、质量性能下降
粘度	粘度增加，雾化不好，输送困难，结焦，筛余物增加，炭黑性能、质量下降
沥青质	沥青质增加，结焦、堵管、雾化不好，筛余物增加，炭黑性能、质量下降
钾钠	钾钠离子增加，DBP 下降，灰分增加，质量下降
馏程	轻质馏分下降，会导致炭黑性能、质量下降

资料来源：cnki，东吴证券研究所

#### 4.2. 发展煤焦油深加工可以一举两得

如前所述，加碱工艺是煤焦油组分油难以调和炭黑油的主要原因。

换一个角度，煤焦油中的轻油、洗油附加值高，也不是合适的炭黑原料油，如果能够分离出来，将会极大限度提升炭黑产业的附加值，也能促使炭黑和煤焦油深加工产业融合。

煤焦油里面有大量的高附加值产品，比如精萘、咔唑等物质，提取这些物质需要分离萘油和沥青组分，但再次调和炭黑油的时候会有 50% 的沥青富余，这种设想可能需要以高附加值沥青的利用为前提。

高温煤焦油的沥青质占到 55~60%，下游相对大宗的应用领域主要是中温沥青、改质沥青，中温沥青主要应用于做碳素材料的浸渍剂，国内的市场容量大约 50 万吨左右。改质沥青主要应用于电解铝产业的粘结剂，国内的市场容量大约 200 万吨左右，进一步的精制后的沥青可以用于发展针状焦，这些产品都是在国内大有可为的业务。

从这个角度看，上策是把煤焦油的组分进行分类富集，集中处置，这要以高附加值的沥青加工路线为前提，中策是简单提取一些高附加值的轻油、洗油以后直接出炭黑油，无论哪种路线，都需要两个前提，萘油不要去加氢，煤沥青的钾、钠离子含量可控。

2017 年 4 月，公司发布公告，决定由内蒙古煤焦化工新材料研究院有限公司投资建设 2 万吨/年特种炭黑项目，项目总投资预计 18,977.75 万元。从流程分析看，这是走向深加工的比较关键的一环，相关领域的进展值得关注。

## 5. 盈利预测与财务分析

### 5.1. 核心假设

公司的炭黑产能每年扩张 2 两条生产线，约 10 万吨的产能。

### 5.2. 盈利预测

预计公司 17-19 年净利润为 6.07、7.51 和 8.69 亿元，EPS 为 0.83、1.03 和 1.20 元，PE 为 15X、12X 和 10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表21：主要产品盈利预测

		2017E	2018E	2019E	2020E
炭黑产品	收入	5,366.67	6,418.13	7,361.78	8,147.04
	同比	42%	11%	4%	5%
	毛利率	26%	26%	27%	25%
焦油精制产品	收入	379.29	452.30	517.38	592.63
	同比	13%	19%	14%	15%
	毛利率	6%	7%	7%	7%

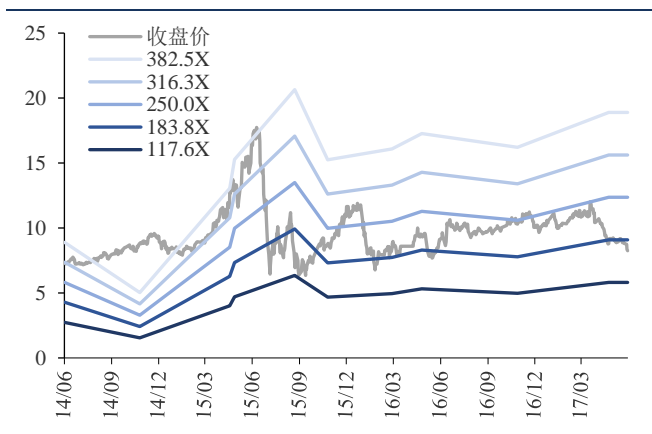
资料来源：东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**高性能炭黑品质要求更加严格，需要关注相关工艺进展。** 炭黑生成机理表明，炭黑生成的前驱体主要是多环芳烃，炭黑原料油中含有较高的多环芳烃会更加有利于炭黑生产，但是炭黑中也必然会残留一些多环芳烃。炭黑中的多环芳烃很难脱附，只能在甲苯、丙酮一类的溶剂作用下才能提取出，利用溶剂脱附经济性不现实。只能从工艺调整入手，但是工艺涉及到风油比、原料油雾化好坏、高温区停留时间等很多因素，非常难调节。

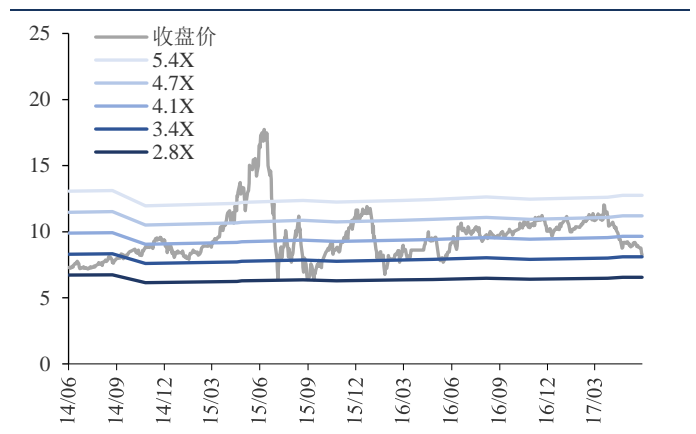
**炭黑及原材料产品及原料价格波动风险。** 炭黑产业格局正在优化，但目前产能仍然过剩。另外，炭黑及其原材料价格受原油价格、大宗产品价格波动影响较大，存在价格大幅波动的风险。

图表22：黑猫股份历史 PE Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

图表23：黑猫股份历史 PB Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

## 资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2973	2866	3691	4352	5068
现金	510	461	445	521	710
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1048	780	1090	1289	1468
应收款项	789	916	1252	1481	1686
其它应收款	8	9	13	15	18
存货	517	586	741	868	985
其他	102	114	151	178	202
<b>非流动资产</b>	3347	3314	3127	2957	2803
长期股权投资	11	10	10	10	10
固定资产	2910	2896	2733	2584	2449
无形资产	176	234	210	189	170
其他	249	174	174	174	174
<b>资产总计</b>	<b>6320</b>	<b>6179</b>	<b>6818</b>	<b>7310</b>	<b>7871</b>
<b>流动负债</b>	3853	3804	3526	3383	3226
短期借款	2591	2464	2130	1769	1413
应付账款	526	485	622	728	826
预收账款	65	104	134	157	178
其他	671	750	641	729	809
<b>长期负债</b>	393	183	183	183	183
长期借款	292	70	70	70	70
其他	101	112	112	112	112
<b>负债合计</b>	<b>4246</b>	<b>3987</b>	<b>3709</b>	<b>3566</b>	<b>3408</b>
股本	607	607	727	727	727
资本公积金	850	845	1286	1286	1286
留存收益	497	584	888	1456	2100
少数股东权益	120	155	207	272	348
归属于母公司所有者权益	1954	2038	2902	3471	4115
<b>负债及权益合计</b>	<b>6320</b>	<b>6179</b>	<b>6818</b>	<b>7310</b>	<b>7871</b>

## 现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(308)	490	384	721	872
净利润	17	94	607	751	869
折旧摊销	262	270	288	270	255
财务费用	166	118	0	0	0
投资收益	5	1	1	1	1
营运资金变动	(770)	1	(573)	(373)	(334)
其它	13	6	61	71	81
<b>投资活动现金流</b>	(94)	(75)	(101)	(101)	(101)
资本支出	(111)	(95)	(100)	(100)	(100)
其他投资	17	20	(1)	(1)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	211	(494)	(299)	(542)	(582)
借款变动	38	(73)	(557)	(360)	(357)
普通股增加	127	0	120	0	0
资本公积增加	439	(4)	441	0	0
股利分配	(240)	(304)	(304)	(182)	(225)
其他	(154)	(113)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(191)</b>	<b>(80)</b>	<b>(16)</b>	<b>77</b>	<b>189</b>

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4775	4381	6121	7240	8243
营业成本	4023	3585	4594	5383	6105
营业税金及附加	20	30	42	50	57
营业费用	332	315	440	520	592
管理费用	174	185	258	304	346
财务费用	163	125	0	0	0
资产减值损失	39	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(5)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>营业利润</b>	19	89	785	981	1141
营业外收入	30	41	41	41	41
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	48	128	825	1020	1181
所得税	28	26	165	204	236
<b>净利润</b>	20	102	659	816	944
少数股东损益	3	8	53	65	75
<b>归属于母公司净利润</b>	17	94	607	751	869
<b>EPS (元)</b>	0.03	0.16	0.83	1.03	1.20

## 主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-23%	-8%	40%	18%	14%
营业利润	-82%	369%	782%	25%	16%
净利润	-82%	456%	545%	24%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.7%	18.2%	25.0%	25.6%	25.9%
净利率	0.4%	2.1%	9.9%	10.4%	10.5%
ROE	0.9%	4.6%	20.9%	21.6%	21.1%
ROIC	1.7%	3.5%	11.8%	14.1%	15.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.2%	64.5%	54.4%	48.8%	43.3%
净负债比率	49.8%	44.6%	32.3%	25.2%	18.8%
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	6.2	6.5	6.9	6.7	6.6
应收帐款周转率	5.0	5.1	5.6	5.3	5.2
应付帐款周转率	6.2	7.1	8.3	8.0	7.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.03	0.16	0.83	1.03	1.20
每股经营现金	-0.51	0.81	0.53	0.99	1.20
每股净资产	3.22	3.36	3.99	4.77	5.66
每股股利	0.50	0.50	0.25	0.31	0.36
<b>估值比率</b>					
PE	445.5	80.2	14.9	12.0	10.4
PB	3.9	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	27.9	25.7	11.5	9.8	8.8

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>