

供给侧改革叠加环保督察，炭黑行业强者恒强

公司深度研究

◆ 汽车行业发展带来炭黑需求增长，公司充分受益

炭黑约67.5%用于汽车轮胎，9.5%用于汽车其他部件。2016年，我国汽车保有量已达2亿辆，同时汽车销量持续增加，考虑我国人口众多，未来仍有增长空间。今年2月美国取消对中国出口轮胎的“双反”税，轮胎出口回暖间接带动炭黑需求。公司炭黑90%用于橡胶轮胎，海外市场收入占比约20%，将充分受益于汽车行业发展和出口改善。

◆ 供给侧改革提升行业集中度，公司产能第一，全国布局优势凸显：

2006年-2012年我国炭黑产能迅速增长至620万吨，行业出现产能过剩，整体开工率不足70%。2015年国家推进供给侧改革加速落后产能淘汰，现已累计关停产能76万吨，仍有待淘汰产能70-100万吨，而未来2年新增约40万吨产能，主要为大型企业扩产，行业集中度将进一步提升。公司炭黑生产基地遍布全国，产能106万吨，位居国内第一、全球第四，另有4万吨特种炭黑预计18年投产，同时各生产基地还有合计20万吨可扩产空间，行业龙头地位稳固。

◆ 公司自主工艺高效环保，具有成本优势：

油炉法配合湿法造粒是主流生产工艺，公司在此基础上自主研发一种年产4万吨的炭黑生产装置，形成完整的“炭黑生产-焦油精制-尾气发电”循环经济链，并且通过工艺改进可以使用炭黑油（焦油精制副产物）作为原料替代煤焦油，降低生产成本。同时公司设计的尾气回收装置将生产过程中的CO等污染废气实现发电再利用、节能减排，综合成本优势行业领先。

◆ 盈利预测与投资评级

炭黑产能集中的山东、河北等省份受环保督察影响，近期行业开工率约5成，供给受限推高炭黑价格，据测算炭黑价格每涨500元/吨，公司年化净利增厚约3.2亿。长远看，供给侧改革促进行业供需改善，公司是炭黑龙头未来将长期获得丰厚盈利。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.67、0.78、0.93元，对应PE分别为18、16和13倍，给予“强烈推荐”评级。

◆ 风险提示：炭黑价格下降，煤焦油价格大幅上涨

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4775	4,381	5,914	6,565	7,090
增长率(%)	-22.6	-8.2	35.0	11.0	8.0
净利润(百万元)	16.9	94	488	567	678
增长率(%)	-82.5	455.8	418.5	16.2	19.4
毛利率(%)	15.7	18.2	21.5	21.8	22.3
净利率(%)	0.4	2.1	8.3	8.6	9.6
ROE(%)	1.0	4.7	19.0	18.2	17.9
EPS(摊薄/元)	0.02	0.13	0.67	0.78	0.93
P/E(倍)	521.15	93.8	18.1	15.6	13.0
P/B(倍)	4.52	4.3	3.4	2.8	2.3

资料来源：新时代证券研究所

强烈推荐（首次评级）

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn

联系人

周峰春
zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.09.18

收盘价(元)：12.14
总股本(亿股)：7.27
总市值(亿元)：88.27
近3月换手率：368.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.66	52.86	52.04
绝对	15.84	62.08	70.7

相关研报

投资要件

关键假设

1. 轮胎行业未来保持 3-5% 的增长，炭黑需求稳定
2. 供给侧改革顺利推进，炭黑均价稳定在 6500-7500 元/吨（含税）
3. 煤焦油供应稳定，价格不超 3000 元/吨（含税）

我们区别于市场的观点

1. 公司全国布局受区域竞争以及地方政策影响较小，基本保持满产满销
2. 供给侧改革有望使得行业进入有序发展，价格稳定，公司盈利长期可持续

股价上涨的催化因素

环保督察力度加大，供给侧改革加速淘汰落后产能，炭黑价格上涨。

估值和目标价格

我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.67、0.78、0.93 元，对应 PE 为 18、16、13 倍。长远来看，供给侧改革促进行业供需改善，产品价格将处于合理水平，公司作为行业龙头，产销稳定，未来有望长期获得丰厚盈利；短期上，由于环保督察，炭黑价格继续走高将进一步提升公司利润。给予“强烈推荐”评级。

投资风险

炭黑价格下降，煤焦油价格大幅上涨

目 录

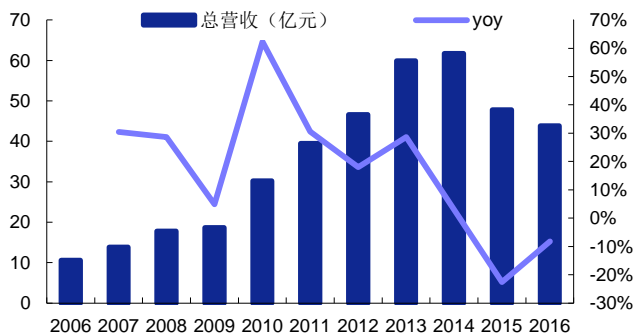
1、 地方国有企业，专注炭黑十余载	4
2、 改革环保双管齐下，炭黑行业供需改善	4
2.1、 汽车产业发展支撑炭黑需求增长	4
2.2、 “双反”结案改善炭黑出口需求	6
2.3、 供给侧改革加速行业集中	6
2.4、 环保督察加码，供给受限推动炭黑价格上涨	8
3、 公司作为炭黑龙头强者恒强	8
3.1、 产能第一，生产基地遍布全国	8
3.2、 自主研发工艺高效环保	9
3.3、 上下游厂商合作紧密，市场占有率持续提升	10
4、 盈利预测与投资评级	11
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13
图表目录	14

1、地方国有企业，专注炭黑十余载

公司成立于2001年7月12日，由景德镇市焦化煤气总厂（现更名为“景德镇市焦化工业集团有限责任公司”）作为主发起人，联合江西亿威数码科技有限责任公司、福建泉州三安集团公司、景德镇陶瓷股份有限公司、景德镇市华意物资公司共同发起设立。2006年9月在深交所上市，景德镇市焦化工业集团是第一大股东。

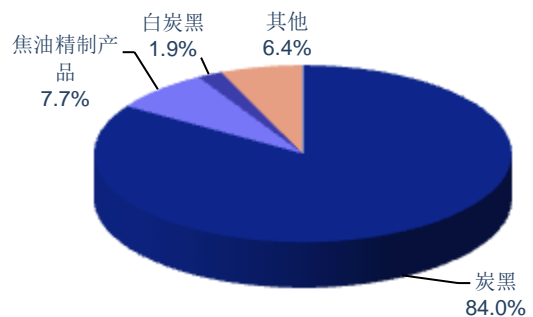
上市以来，公司始终专注于炭黑行业，产能从2005年的20万增长至2016年106万吨，现为产能国内排名第一、全球排名第四的炭黑生产企业。公司近年来新拓展了煤焦油精制和白炭黑业务，其中煤焦油精制所生产的炭黑油可作为炭黑的生产原料，同时丰富了公司产品，两项业务2016年共实现营收4.19亿元，收入占比9.6%。

图表1：2006-2016年公司营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表2：2016年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

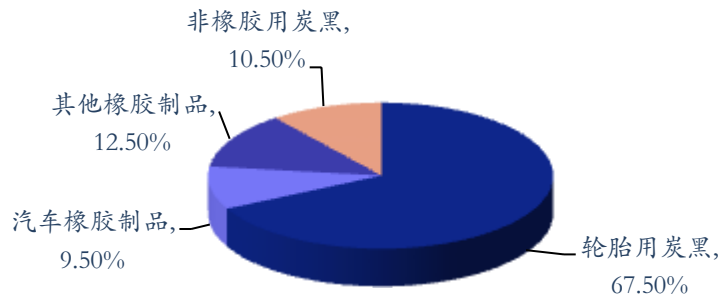
2、改革环保双管齐下，炭黑行业供需改善

2.1、汽车产业发展支撑炭黑需求增长

炭黑 (carbon black)，又名炭黑，是一种无定形碳，表面积非常大，范围10~3000m²/g，粒子尺寸10-100nm，是含碳物质（煤、天然气、重油、燃料油等）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。

炭黑按用途分类可分为橡胶用炭黑，色素用炭黑，导电炭黑和专用炭黑。其中橡胶用炭黑占比近90%，已成为消费量最大的橡胶配合剂，其与生胶配比大约1:2。橡胶用炭黑主要应用于汽车工业，轮胎用炭黑用量占总用量的67.5%，其按填充胶料性能分为硬质炭黑和软质炭黑。硬质炭黑填充胶料硬度较高、强伸性能和耐磨性能较好，多用于胎面胶，故又称为胎面炭黑；软质炭黑填充胶料硬度和生热较低，弹性较好，多用于胎体胶，又称胎体炭黑。

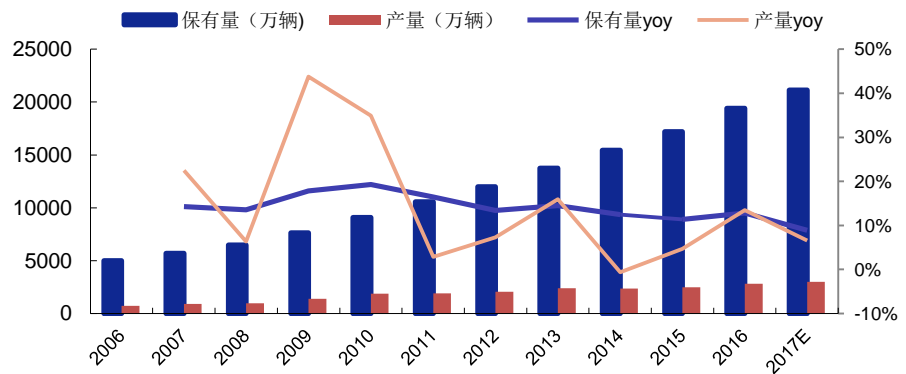
图表3： 炭黑按用途分类



资料来源：中国炭黑年鉴，新时代证券研究所

汽车用橡胶和轮胎用橡胶是炭黑的主要应用领域，我国目前汽车轮胎中四成是替换胎，六成用于新车。随着近年来我国汽车产业的快速发展，汽车保有量大幅上升，对轮胎用橡胶的刚性需求持续增加。

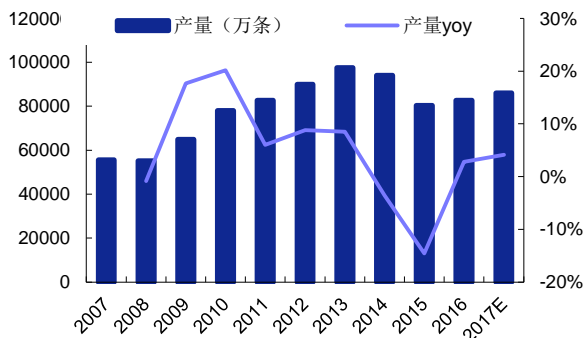
图表4： 中国汽车保有量及产量



资料来源：国家统计局，公安部，wind，新时代证券研究所

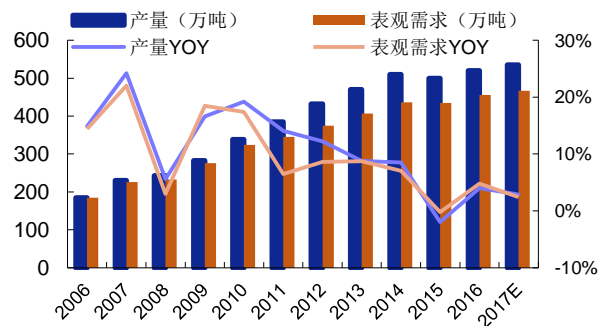
2016年，我国人均汽车保有量约为0.14台，仍低于全球0.16台的平均水平，相对于发达国家人均0.5-0.8台（日本0.59，德国0.57，美国0.8）还有巨大的发展空间。同时汽车产量稳步提升，自2006年以来，复合年增速14.3%。2016年，炭黑国内表观需求量达456万吨，我们预计未来国内需求将保持约3-4%增长速度。

图表5： 中国轮胎产量



资料来源：wind，新时代证券研究所

图表6： 中国炭黑产量、表观需求

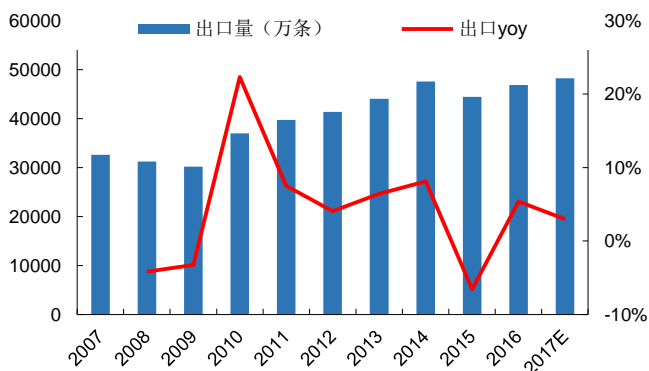


资料来源：百川资讯，产业信息网，新时代证券研究所

2.2、“双反”结案改善炭黑出口需求

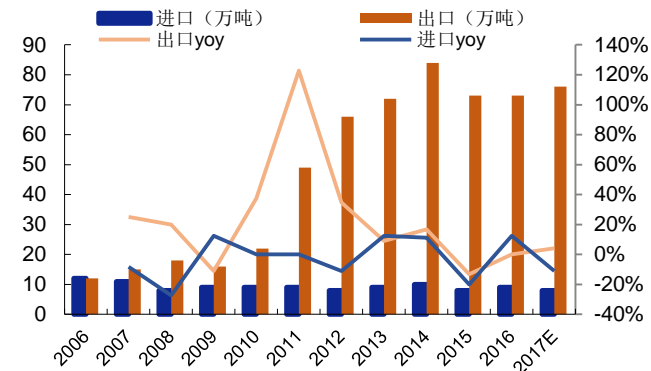
炭黑出口可分为直接出口和间接出口，间接出口主要依靠汽车轮胎。2015年，美国就中国轮胎出口进行“反倾销”、“反补贴”调查，并且对中国企业征收高额的反倾销和反补贴税，直接导致当年中国轮胎出口和产量出现负增长，炭黑出口需求也出现下滑。美国当地时间2017年2月22日，美国国际贸易委员会发布公告，认定自中国进口的卡客车轮胎并未对美国产业构成实质损害或损害威胁。据此，美国海关将不对自中国进口的卡客车轮胎征收反倾销和反补贴（“双反”）税。国际贸易壁垒消除有利于中国企业进一步开拓海外市场，未来出口量有望进一步扩大。

图表7：中国轮胎出口量



资料来源：wind，新时代证券研究所

图表8：炭黑进出口量



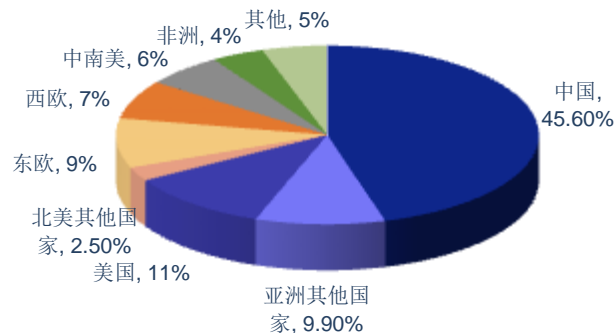
资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

自2007年起，我国首次实现炭黑净出口，此后出口量迅速提升，至2016年，我国炭黑出口量已占总产量14%，由于国内外炭黑生产工艺不同，国外生产工艺上游原材料受国际油价影响，我国主要由煤炭价格决定，近几年国际油价持续保持低位，若未来油价反弹，我国炭黑企业将具备成本优势，届时有望继续扩大出口，抢占海外市场。

2.3、供给侧改革加速行业集中

2005年，中国取代美国成为全球最大的炭黑生产国，之后产能持续快速增长，产能从2006年282万吨增长至2012年620万吨，年复合增速14%。截至2016年，中国产能占全球总产能45.6%。

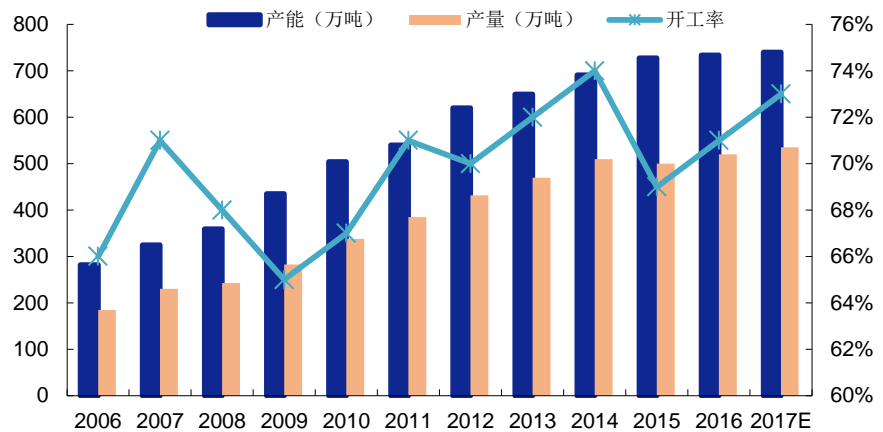
图表9：全球炭黑产能分布



资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

我国产能的快速增长导致了严重的供过于求，大量产能闲置，行业开工率长期维持在70%左右。《橡胶产业十三五发展规划纲要》提出：炭黑行业以淘汰落后、提高产业集中度为重点，具体包括不再新建5万吨以下炭黑厂、不再建设产能在2万吨以下（包括干法造粒和湿法造粒）的炭黑生产装置；限期淘汰总规模在5万吨以下、技术装备落后、能耗高、排放超标、作业环境不好的炭黑厂；立即淘汰规模在1.5万吨以下的干法造粒的生产装置；培育5-7个规模在50万吨左右，可与跨国炭黑公司抗衡的炭黑集团。2015年开始炭黑产能增速明显放缓，行业整体开工率回升。

图表10： 中国炭黑产能、产量、开工率



资料来源：百川资讯，《中国橡胶期刊》，新时代证券研究所

自2015年以来，已有累计超过76万吨中小产能被淘汰，仍有约70-100万吨中小产能还需淘汰。而行业产能新增主要是通过龙头企业扩产实现，两年总计约40万吨产能。行业集中度进一步提升，并且随着中小产能的退出，行业整体供过于求局面将改善，有利于行业龙头市场份额稳步提升。

图表11： 近年退出产能一览

厂商名称	退出产能 (万吨)	退出时间
山东奥纳	5	2017年
盘锦永瑞炭黑厂	3	2016年
天津亿博瑞化工有限公司	5	2016年
天津金秋实化工有限公司	3.5	2016年
天津利华进炭黑有限责任公司	1.5	2016年
山西宏特化工有限公司	12	2016年
福建省南平荣欣化工有限公司	2	2016年
辽宁博拉炭黑有限公司	3.6	2015年
运城华信开发区天宝化工有限公司	6	2015年
山西华青实业有限公司	2	2015年
江西飞虎集团	7.5	2015年
杭州富春江实业有限公司	8	2015年
宁夏嘉特炭黑有限公司	3	2015年
陕西黄河煤化有限公司	4	2015年
重庆星博化工有限公司	10	2015年

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

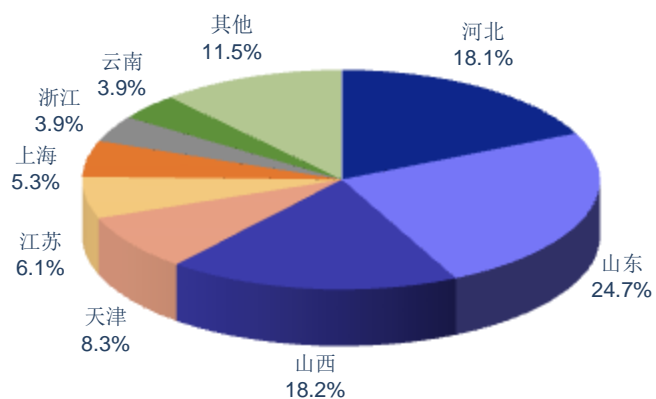
未来新增产能：17 年底预计有 7 万吨产能投产，其中有黑猫股份 2 万吨特种炭黑，18 年预计约 34 万吨，主要有山西安伦化工 19 万吨，宁夏大地（原来不做炭黑）8 万吨，山西三强炭黑 5 万吨，黑猫股份 2 万吨特种炭黑。

2.4、环保督察加码，供给受限推动炭黑价格上涨

炭黑生产过程中主要有粉尘、尾气污染，尾气中含有 CO、氮化物、硫化物。其中尾气 CO 基本回收用作发电，但氮化物、硫化物需要专门的环保设备，中小往往投入不足、生产环保不达标，过去 3-4 年间已有十余家企业因环保问题被关停。

据卓创资讯统计，我国炭黑产量前 3 省份为山东、山西、河北，分别具有 153、113、112 万吨产能，累计占全国产能 61%。

图表12：中国炭黑产能分布



资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

环保部对京津冀地区实施大气污染防治专项督察，并且公布了九月环保督察重点：9 月底前，城市行政区域内所有燃煤过来排放的二氧化硫、氮氧化物和颗粒物大气污染物执行特别排放限值，依法查处超标排放行为。环保压力下，单线 2 万吨以下产能由于环保设备不达标，基本会被淘汰。据隆众资讯监测，17 年 8 月炭黑行业整体开工率已降至 50%，随着炭黑产能集中的北方各省进入冬季，在近年来防治雾霾的环保重压下，炭黑开工率难以回升，供给不足将推高炭黑价格。

3、公司作为炭黑龙头强者恒强

3.1、产能第一，生产基地遍布全国

公司现有产能 106 万吨，国内排名第一。炭黑主要原料煤焦油来源于煤焦化产业，公司在产业基地布局上综合考虑了原料供给与下游需求，率先展开了全国布局，已有八大生产基地，分别位于江西景德镇、辽宁朝阳、陕西韩城、内蒙古乌海、河北邯郸和唐山、山西太原和山东济宁，同时还在青岛与内蒙古设立了两大技术研发公司。其中河北、辽宁、山东、山西是我国钢铁主产能分布地，而山西、山东、陕西、内蒙则有着充足的煤炭资源，确保了公司的原材料供给，同时就近生产和销售，有效的降低了运输成本。

在新增产能方面，公司在各生产基地共有 20 万吨的扩产空间，未来将依据市

场情况决定是否扩产，同时大力发展附加值高的特种炭黑，今明两年内将有 4 万吨特种炭黑投产。

图表13： 公司生产基地布局

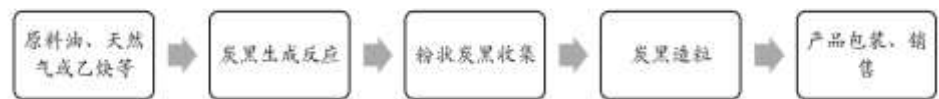


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、自主研发工艺高效环保

炭黑生产中最主要的环节为炭黑生成反应和炭黑造粒过程，主要流程如下：

图表14： 炭黑工艺流程



资料来源：黑猫股份配股说明书，新时代证券研究所

炭黑的生成反应分为热氧化裂解法和热裂解法，区别主要是是否有氧参与反应。根据所使用的原料不同，两种方法又细分为若干种。

图表15： 炭黑生产工艺分类

反应过程	生产工艺	主要原料
热氧化裂解	油炉法	芳烃重油（澄清油、乙烯焦油、煤焦油）
	汽炉法	天然气、煤层气
	灯烟法	芳烃重油
	槽法	天然气
	滚筒法	芳烃重油、载体气（焦炉煤气等）
	混气法	芳烃重油、载体气（焦炉煤气等）
热裂解	热裂法	天然气
	乙炔法	乙炔
	等离子体法	烃类化合物（固液气等）
	热裂解法	废轮胎

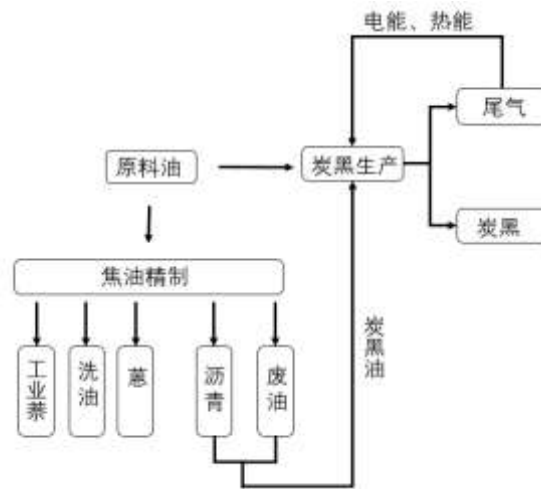
资料来源：炭黑应用手册，新时代证券研究所

在其众多工艺方法中，热氧化裂解的油炉法工艺可调节方法多，热能利用率高，能耗小成本较低，是全球炭黑的主流制造工艺，占总产能 95%。油炉法工艺主要原料为原料油，原料油成本占总成本 80%，原料油主要有煤焦油，蒽油，乙烯焦油或澄清油。煤焦油是煤炼焦产业的副产物，蒽油来源于煤焦油精制，乙烯焦油由乙烯焦化而来，澄清油是由原油催化裂解得到。目前，国外主要原料为澄清油，由于我国多煤少油的国情，我国炭黑产业依靠中国特有的煤炼焦产业，主要以煤焦油混合蒽油等焦油精制产品作为原料油，其中煤焦油占比约 70%。

炭黑造粒工艺分为干法造粒和湿法造粒。干法造粒是采用干法造粒机，使粉状炭黑在滚动中，利用分子间作用力形成球状颗粒。这种粒子硬度低，包装和运输后破损较为严重。湿法造粒是把粉状炭黑和适量的水及黏合剂在造粒机中混合、搅拌形成球状颗粒，再经干燥除去水分得到最终的球状颗粒。湿法造粒后的单个粒子硬度相对较高，使得炭黑粒子在运输和储藏过程中的破碎大幅度减少。使用前可以保持炭黑细粉含量较低，有效地解决了炭黑使用过程中粉尘对环境污染。湿法造粒符合我国炭黑生产新工艺化、生产装置环保化发展的要求。根据炭黑行业协会的统计数据，截至 2013 年，我国湿法造粒炭黑的产量占炭黑总产量的 97%，干法造粒装置（除了少数生产特种炭黑装置以外）已基本被淘汰。

公司在现有的成熟工艺基础上，进一步自主研发了一种年产 4 万吨炭黑生产装置，并建成了完整的“炭黑生产-焦油精制-尾气发电”循环经济链，整体资源综合利用率高，节能环保，产品质量高，一致性好。公司炭黑原材料是煤焦油，并且通过工艺改进，可以使用炭黑油（焦油精制的副产物）作为原料替代煤焦油，进一步降低成本。

图表16：“炭黑生产-焦油精制-尾气发电”循环经济产业链



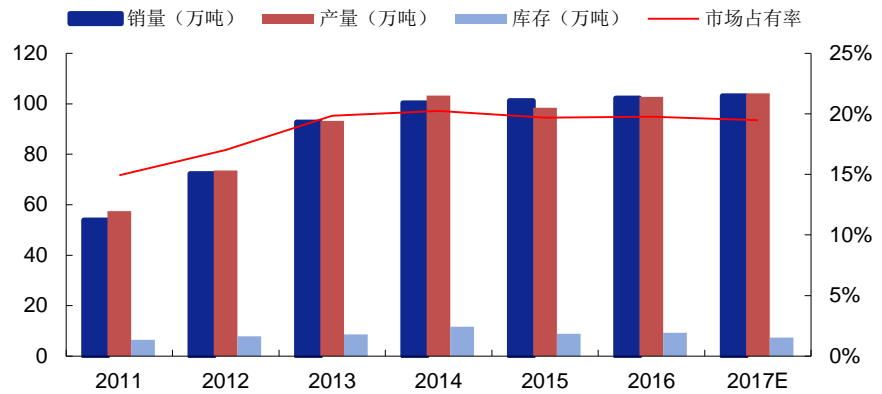
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3、上下游厂商合作紧密，市场占有率持续提升

公司原材料主要由当地焦化厂以及控股股东景德镇市焦化工业集团提供，通过战略合作，保障了原材料的供给。公司作为国内行业龙头，凭借多年产业积累，掌握了众多优质客户资源，产品得到普利司通、米其林、固特异、住友、横滨、韩泰、锦湖等众多一流跨国轮胎企业认可，成为其在中国大陆为数不多的全球供应商。公司炭黑 90%用于汽车轮胎，海外市场收入占比 20%，充分受益于国内汽车行业发展以及出口改善。近几年，在行业整体供过于求的情况下公司依然基本保持了满产满销，开工率远高于行业平均水平，市场占有率稳步提升。公司龙头受益行业集中

度提升，强者恒强，未来发展前景广阔。

图表17： 黑猫股份产销量变化

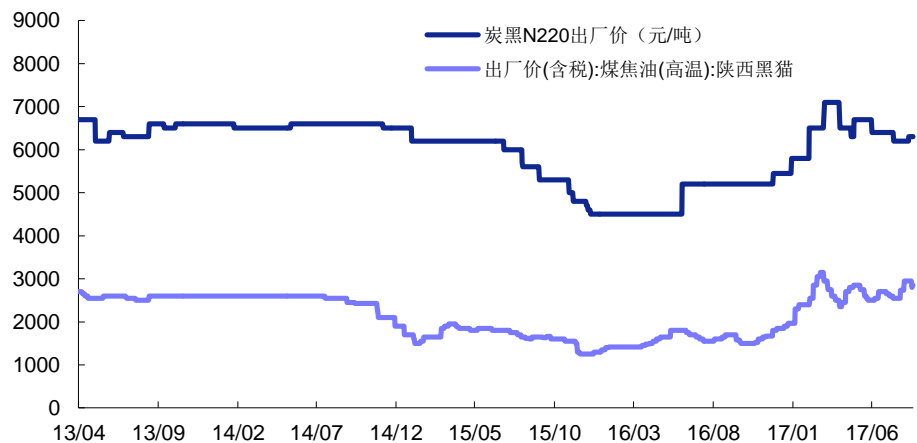


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、 盈利预测与投资评级

2017年上半年，公司实现炭黑产量49.4万吨，销量49.8万吨，产销率100.68%，营收30.69亿元，同比增长57.39%；归属上市公司股东净利润2.15亿，同比增长477.04%。原因是公司炭黑产品（以N220型炭黑为例，含税价）上半年均价上涨至6467元/吨，较去年同期4588元/吨涨幅达41%。近几年国家供给侧改革已初具成效，炭黑总产能增速已明显放缓，未来落后中小产能将进一步淘汰，供需格局持续改善。近期炭黑主要产地山西、山东、河北等省受环保督察影响，8月炭黑行业开工率约为5成，炭黑价格已上涨至7000元/吨，短期来看，金九银十需求旺季将进一步加剧行业供应不足，支撑价格向上。

图表18： 炭黑与煤焦油价格走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

以公司炭黑产销量100万吨/年来计算，炭黑价格每上涨500元/吨（含税），公司年化净利增厚约3.2亿。此外，公司白炭黑和焦油精炼业务2016年营收占比16%，我们预计未来这两项业务保持稳定，年贡献净利约1000万，公司业绩弹性如下：

图表19：黑猫股份炭黑价格弹性测算

市场价 (元/吨, 含税)	6000	6200	6400	6600	6800	7000
吨毛利 (元)	947	1118	1289	1460	1631	1801
毛利率	18.5%	21.1%	23.6%	25.9%	28.1%	30.1%
吨净利 (元)	238	366	494	622	750	879
公司年化净利 (亿元)	2.48	3.76	5.04	6.32	7.60	8.89

资料来源：新时代证券研究所，备注：煤焦油价格按 17 年上半年均价 2611 元/吨计算

目前，公司在各生产基地共有 20 万吨的扩产空间，未来将依据市场情况决定是否扩产，同时公司未来两年计划投产 4 万吨特种炭黑，发展高附加值的特种炭黑产品，优化升级产品结构；焦油精炼业务将继续增加产品种类，提升盈利水平；白炭黑业务未来有望减亏。

图表20：黑猫股份分产品业绩拆分

类别	2016A	2017E	2018E	2019E
炭黑销量 (万吨)	102.3	103.1	109.3	110.5
炭黑营收 (亿元)	36.81	50.43	56.25	60.38
炭黑毛利率	17.7%	22.0%	22.4%	22.8%
焦油精制销量 (万吨)	16.7	18.3	19.5	20.7
焦油精制营收 (亿元)	3.35	4.81	5.3	6.32
焦油精制毛利率	7.8%	8.0%	10.0%	12.0%
白炭黑销量 (万吨)	2	2	2	2
白炭黑营收 (亿元)	0.84	1.1	1.3	1.4
白炭黑毛利率	-9.9%	-5.0%	0.0%	5.0%
其他营收 (亿元)	2.8	2.8	2.8	2.8
营业收入 (亿元)	43.80	59.14	65.65	70.90
净利润 (亿元)	0.94	4.88	5.67	6.78

资料来源：新时代证券研究所

长远来看，供给侧改革促进行业供需改善，产品价格将趋于合理水平，公司作为行业龙头，产售稳定，未来有望长期获得丰厚盈利；短期上，由于环保督察，炭黑价格继续走高将进一步提升公司业绩。我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 0.67、0.78、0.93 元，对应 PE 为 18、16、13 倍，给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

炭黑价格下降，煤焦油价格大幅上涨

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2973	2866	4692	4671	5538	营业收入	4775	4381	5914	6565	7090
现金	510	461	1169	1410	1462	营业成本	4023	3585	4643	5134	5509
应收账款	789	916	1365	1208	1549	营业税金及附加	20	30	24	26	34
其他应收款	8	9	15	12	17	营业费用	332	315	305	335	358
预付账款	45	70	111	73	126	管理费用	174	185	133	144	149
存货	517	586	842	737	957	财务费用	163	125	164	170	139
其他流动资产	1105	824	1189	1230	1425	资产减值损失	39	51	0	0	0
非流动资产	3347	3314	3425	3371	3263	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	11	10	5	0	-4	投资净收益	-5	-1	-3	-4	-3
固定资产	2910	2896	3020	2999	2931	营业利润	19	89	643	752	898
无形资产	176	234	248	267	285	营业外收入	30	41	31	32	34
其他非流动资产	249	174	151	105	52	营业外支出	1	2	2	2	2
资产总计	6320	6179	8116	8042	8801	利润总额	48	128	671	782	929
流动负债	3853	3804	5119	4459	4524	所得税	28	26	136	159	189
短期借款	2591	2464	3498	3049	2693	净利润	20	102	535	623	741
应付账款	526	485	825	624	931	少数股东损益	3	8	47	56	63
其他流动负债	736	855	796	786	900	归属母公司净利润	17	94	488	567	678
非流动负债	393	183	181	157	129	EBITDA	471	538	1057	1192	1326
长期借款	292	70	68	45	17	EPS(元)	0.02	0.13	0.67	0.78	0.93
其他非流动负债	101	112	112	112	112						
负债合计	4246	3987	5299	4616	4653	主要财务比率					
少数股东权益	120	155	201	257	321	成长能力					
股本	607	607	727	727	727	营业收入(%)	(22.6)	-8.2	35.0	11.0	8.0
资本公积	850	845	845	845	845	营业利润(%)	(81.8)	368.8	621.4	17.0	19.4
留存收益	497	584	1015	1486	2019	归属于母公司净利润(%)	(82.5)	455.8	418.5	16.2	19.4
归属母公司股东权益	1954	2038	2616	3168	3828	获利能力					
负债和股东权益	6320	6179	8116	8042	8801	毛利率(%)	15.7	18.2	21.5	21.8	22.3
						净利率(%)	0.4	2.1	8.3	8.6	9.6
						ROE(%)	1.0	4.7	19.0	18.2	17.9
						ROIC(%)	1.7	4.4	10.5	11.8	12.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	67.2	64.5	65.3	57.4	52.9
						净负债比率(%)	127.1	104.7	85.7	49.7	30.5
						流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
						速动比率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	5.0	5.1	5.2	5.1	5.1
						应付账款周转率	6.2	7.1	7.1	7.1	7.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.02	0.13	0.67	0.78	0.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.93	0.41	1.51	1.04
						每股净资产(最新摊薄)	2.69	2.80	3.60	4.36	5.26
						估值比率					
						P/E	521.15	93.77	18.08	15.56	13.03
						P/B	4.52	4.33	3.37	2.79	2.31
						EV/EBITDA	24.79	21.2	10.9	9.1	7.9

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-308	490	298	1097	753
净利润	20	102	535	623	741
折旧摊销	262	270	228	249	264
财务费用	163	125	164	170	139
投资损失	5	1	3	4	3
营运资金变动	-835	-2	-632	51	-394
其他经营现金流	76	-7	0	0	0
投资活动现金流	-94	-75	-342	-199	-160
资本支出	111	95	116	-48	-103
长期投资	0	0	4	4	5
其他投资现金流	17	20	-222	-243	-258
筹资活动现金流	211	-494	-282	-208	-185
短期借款	159	-126	0	0	0
长期借款	-312	-222	-2	-23	(28)
普通股增加	127	0	120	0	0
资本公积增加	439	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-204	-141	-400	-184	-157
现金净增加额	-197	-67	-326	690	408

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 2006-2016 年公司营收及增速.....	4
图表 2: 2016 年公司各业务收入占比.....	4
图表 3: 炭黑按用途分类.....	5
图表 4: 中国汽车保有量及产量.....	5
图表 5: 中国轮胎产量.....	5
图表 6: 中国炭黑产量、表观需求.....	5
图表 7: 中国轮胎出口量.....	6
图表 8: 炭黑进出口量.....	6
图表 9: 全球炭黑产能分布.....	6
图表 10: 中国炭黑产能、产量、开工率.....	7
图表 11: 近年退出产能一览.....	7
图表 12: 中国炭黑产能分布.....	8
图表 13: 公司生产基地布局.....	9
图表 14: 炭黑工艺流程.....	9
图表 15: 炭黑生产工艺分类.....	9
图表 16: “炭黑生产-焦油精制-尾气发电”循环经济产业链.....	10
图表 17: 黑猫股份产销量变化.....	11
图表 18: 炭黑与煤焦油价格走势.....	11
图表 19: 黑猫股份炭黑价格弹性测算.....	12
图表 20: 黑猫股份分产品业绩拆分.....	12

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>