民生证券 MINSHENG SECURITIES

黑猫股份（002068）

公司研究/简评报告

炭黑价格上涨，公司业绩弹性大

—黑猫股份（002068）点评报告

简评报告/基础化工　　2017 年 10 月 10 日

一、事件概述

根据百川资讯和卓创资讯数据显示，10 月初国内炭黑厂家陆续上调炭黑价格 400-700 元/吨，目前江西黑猫浙江地区 N220 报价 8200 元/吨，N330 价格 7700 元/吨，较 9 月中下旬价格上涨 300-350 元/吨，目前国内山西地区 N220 主流价格为 7300 元/吨，N330 主流价格 6800 元/吨，河北地区 N220 主流价格为 7550 元/吨，N330 主流价格 7050 元/吨。

二、分析与判断

➢ 看好四季度炭黑价格继续上涨

国内炭黑厂家于 9、10 月份分别两次上调炭黑价格 400-600 元/吨，目前国内主产区河北地区 N220 平均价格为 6950 元/吨，较年初上涨了 27.52%，N330 平均价格为 6450 元/吨，较年初上涨了 30.30%，目前处于年内价格较高位。进入四季度后，国内大气污染治理“2+26”城市地区和京津冀重点区域将对辖区内的焦化炭黑企业进行限产，其中邢台地区取暖季内将对包括龙星化工和卡博特等在内的炭黑企业限产 50%，我们预计将影响产能 20 万吨左右，目前各市和地区正将限产指标分解下放，预计近期将有更多的炭黑企业在取暖季内限产，同时焦化企业面临限产和延长焦化时间，预计四季度内煤焦油价格将出现上涨，间接推动炭黑价格的上涨。此外，国内轮胎开工率近期持续回升，社会库存持续下降，四季度的汽车销售旺季将利好炭黑价格的上涨。公司作为国内行业龙头，在全国范围内具备 8 个生产基地和 106 万吨产能，常年开工率在 90%以上，因此公司的规模和产能分布优势显著。据我们测算，炭黑价格每上涨 1000 元/吨，EPS 将增厚 0.33 元，业绩弹性巨大。

➢ 非公开发行完成，彰显公司坚定信心

2017 年 7 月 27 日公司以 5.74 元/股的价格完成非公开发行股票 12,000 万股，景德镇井冈山北汽创新发展投资中心全额现金认购，其中黑猫股份的控股股东景焦集团持有该投资中心 19.97%的股权，景德镇工业转型发展有限责任公司持股 54.92%，景德镇产业升级孵化器有限责任公司持股 24.96%，景焦集团和景德镇工业转型发展有限责任公司的实际控制人都是景德镇国资委，景德镇产业升级孵化器有限责任公司的实际控制人是景德镇工信委，所以本次定增参与者主要是大股东、实际控制人和工信委，彰显了大股东和实际控制人对公司未来发展的坚定信心。此外，公司下属内蒙古煤焦化工新材料研究院有限公司自筹资金投资建设新建 2 万吨/年特种炭黑项目，将有效丰富公司司现有产品序列，并提升炭黑产品的整体盈利水平，减少公司对单一下游行业的依赖，进而弱化公司业绩随下游轮胎行业周期波动的影响，将进一步提升公司综合竞争力。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 4.95 亿元、5.64 亿元和 6.05 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.78 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 19.2X、16.7X 和 15.7X，我们看好公司在国内炭黑行业的龙头地位，以及未来炭黑行业的优胜劣汰整合，同时炭黑价格上涨，公司业绩弹性巨大，上调为“强烈推荐”的评级。

四、风险提示：

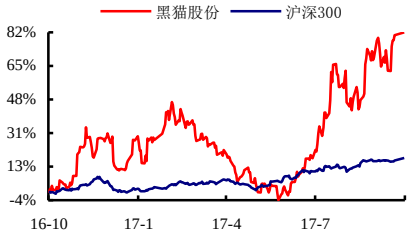
炭黑价格大幅下跌的风险；下游轮胎行业需求低迷的风险。

强烈推荐　上调评级

合理估值：　14—16 元

交易数据	2017-10-9
收盘价（元）	13.04
近 12 个月最高/最低	13.04/6.88
总股本（百万股）	607
流通股本（百万股）	607
流通股比例（%）	99.98
总市值（亿元）	79
流通市值（亿元）	79

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨林

执业证号：　S0100517050001
电话：　13621397096
邮箱：　yanglin@mszq.com

分析师：范劲松

执业证号：　S0100513080006
电话：　0755-22662087
邮箱：　fanjinsong@mszq.com

相关研究

1.黑猫股份(002068):炭黑价格上涨，中报业绩大幅增长

2.黑猫股份(002068):非公开发行获批，看好未来炭黑价格

3.黑猫股份（002068）公司点评：行业供给格局改善，大股东参与定增彰显信

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,381	7,097	8,304	9,633
增长率（%）	-8.2%	62.0%	17.0%	16.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	94	495	564	605
增长率（%）	455.8%	426.3%	13.8%	7.2%
每股收益（元）	0.16	0.68	0.78	0.83
PE（现价）	81.5	19.2	16.7	15.7
PB	3.8	3.6	3.0	2.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,381	7,097	8,304	9,633
营业成本	3,585	5,536	6,560	7,706
营业税金及附加	30	43	50	58
销售费用	315	426	498	578
管理费用	185	199	233	270
EBIT	266	894	963	1,021
财务费用	125	117	93	67
资产减值损失	51	85	78	101
投资收益	(1)	0	0	0
营业利润	89	693	792	853
营业外收支	39	0	0	0
利润总额	128	729	829	889
所得税	26	182	207	222
净利润	102	546	622	667
归属于母公司净利润	94	495	564	605
EBITDA	536	1,162	1,232	1,289

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	461	75	132	127
应收账款及票据	1696	2799	3263	3840
预付款项	70	92	115	133
存货	586	906	1099	1329
其他流动资产	44	44	44	44
流动资产合计	2866	3846	4508	5230
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	2896	2896	2896	2896
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3314	3045	2777	2508
资产合计	6179	6891	7285	7738
短期借款	2464	2076	1568	1062
应付账款及票据	878	1360	1623	1902
其他流动负债	6	6	6	6
流动负债合计	3804	4026	3854	3686
长期借款	70	50	30	20
其他长期负债	112	112	112	112
非流动负债合计	183	163	143	133
负债合计	3987	4189	3997	3819
股本	607	727	727	727
少数股东权益	155	206	264	326
股东权益合计	2192	2703	3288	3919
负债和股东权益合计	6179	6891	7285	7738

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-8.2%	62.0%	17.0%	16.0%
EBIT 增长率	17.7%	235.9%	7.7%	6.0%
净利润增长率	455.8%	426.3%	13.8%	7.2%
盈利能力				
毛利率	18.2%	22.0%	21.0%	20.0%
净利润率	2.1%	7.0%	6.8%	6.3%
总资产收益率 ROA	1.5%	7.1%	7.6%	7.7%
净资产收益率 ROE	4.6%	18.9%	17.9%	16.3%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.1
现金比率	0.1	0.0	0.0	0.0
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	71.0	71.7	71.5	71.6
存货周转天数	56.1	56.9	56.6	56.7
总资产周转率	0.7	1.1	1.2	1.3
每股指标（元）				
每股收益	0.2	0.7	0.8	0.8
每股净资产	3.4	3.6	4.3	5.1
每股经营现金流	0.8	0.1	0.9	0.8
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	81.5	19.2	16.7	15.7
PB	3.8	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.0	12.2	9.3	7.6
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	102	546	622	667
折旧和摊销	321	353	346	369
营运资金变动	(50)	(877)	(347)	(489)
经营活动现金流	490	103	678	578
资本开支	93	(36)	(37)	(37)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(75)	36	37	37
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(389)	(20)	(20)	(10)
筹资活动现金流	(494)	(525)	(658)	(619)
现金净流量	(80)	(386)	57	(5)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。