

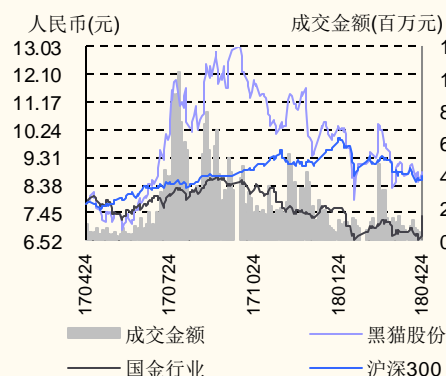
黑猫股份 (002068.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.81 元

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)	6,405.43
年内股价最高最低 (元)	13.04/6.88
沪深 300 指数	3843.49
深证成指	10556.82



行业供需结构改善, 公司盈利能力显著提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.155	0.661	0.791	0.842	0.897
每股净资产 (元)	3.36	4.37	4.91	5.51	6.16
每股经营性现金流 (元)	0.81	0.15	0.54	0.78	0.94
市盈率 (倍)	118.79	27.86	17.84	16.76	15.73
行业优化市盈率 (倍)	23.45	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率 (%)	455.80%	410.74%	19.61%	6.48%	6.53%
净资产收益率 (%)	4.62%	15.14%	16.12%	15.29%	14.56%
总股本 (百万股)	607.06	727.06	727.06	727.06	727.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 黑猫股份发布年报, 17 年实现营收 69.47 亿元, 同比增长 58.58%, 实现归母净利润 4.81 亿元, 同比增长 410.74%, 其中扣非净利润 4.74 亿元, 同比增长 457.21%, 对应 EPS 为 0.66 元。
- 公司公告 18 年一季报, 报告期内实现营收 18.6 亿元, 同比增长 23.90%, 实现归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 156.32%, 对应 EPS 为 0.19 元。同时公司预计 2018 年 1~6 月净利润为 2.15~2.65 亿元, 变动幅度为 0~22.99%。

经营分析

- **行业供需格局不断优化, 公司盈利能力增强:** 受国家供给侧改革、环保高压等宏观政策的影响, 国内炭黑产能供给收缩显著, 市场进一步龙头企业集中。加之炭黑下游需求相对稳定, 行业供需格局得到进一步改善, 公司主营业务盈利能力大幅提升, 2017 年公司毛利率为 17.48%, 较上年同期上升了 1.20%。公司 8 个生产基地, 除了朝阳基地外均产销两旺。
- **2018 年一季度公司产品盈利同比显著改善:** 2017 年 11 月中旬起, 主要原材料煤焦油价格出现大幅上涨, 推高炭黑价格, 进入 2018 年一季度原材料价格显著回落, 产品价格反应相对滞后, 毛利率较去年同期上升了 2.23%, 我们估计一季度公司产品单吨净利润超过 500 元。朝阳基地的搬迁也已完成, 开始试生产工作。
- **提升产品机构, 巩固行业龙头地位:** 报告期内, 公司以 5.74 元/股的价格完成 6.8 亿元的定向增发, 将显著改善公司的资产负债情况; 同时公司将在乌海基地投资建设 2 万吨/年的特种炭黑项目, 并在青岛设立全资孙公司致力公司产品结构的优化升级, 不断巩固炭黑行业龙头地位。

投资建议

- 公司作为国内炭黑行业的绝对龙头, 将充分受益本轮炭黑景气度的提升我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.84 元、0.90 元, 对应当前股价的 PE 分别为 17 倍、16 倍以及 15 倍, 维持对公司的增持评级。

风险提示

- 宏观经济大幅下滑, 原材料价格大幅上涨

相关报告

1. 《炭黑行业维持高景气度 Q4 盈利有望创新高-黑猫股份公司点评》, 2017.10.25
2. 《价差修复引导盈利改善 行业龙头效应显著-黑猫股份公司点评》, 2017.8.22
3. 《半年报业绩大超预期-黑猫股份公司点评》, 2017.7.17

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

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

何雄 联系人
hexiong@gjzq.com.cn

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,775	4,381	6,947	7,000	7,175	7,350	货币资金	510	461	621	500	500	500
增长率		-8.2%	58.6%	0.8%	2.5%	2.4%	应收账款	1,846	1,705	2,300	2,856	3,329	3,822
主营业务成本	-4,023	-3,585	-5,664	-5,635	-5,754	-5,880	存货	517	586	873	957	1,009	1,063
%销售收入	84.3%	81.8%	81.5%	80.5%	80.2%	80.0%	其他流动资产	102	114	176	176	179	182
毛利	752	796	1,284	1,365	1,421	1,470	流动资产	2,973	2,866	3,970	4,489	5,017	5,567
%销售收入	15.7%	18.2%	18.5%	19.5%	19.8%	20.0%	%总资产	47.0%	46.4%	53.2%	55.9%	59.0%	62.4%
营业税金及附加	-20	-30	-47	-48	-49	-50	长期投资	11	10	11	11	11	11
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	3,077	3,035	3,213	3,267	3,208	3,087
营业费用	-332	-315	-346	-350	-359	-368	%总资产	48.7%	49.1%	43.0%	40.7%	37.7%	34.6%
%销售收入	6.9%	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	177	234	225	222	219	216
管理费用	-174	-185	-190	-182	-179	-176	非流动资产	3,347	3,314	3,495	3,547	3,485	3,361
%销售收入	3.6%	4.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	%总资产	53.0%	53.6%	46.8%	44.1%	41.0%	37.6%
息税前利润 (EBIT)	226	266	700	785	834	876	资产总计	6,320	6,179	7,465	8,036	8,502	8,929
%销售收入	4.7%	6.1%	10.1%	11.2%	11.6%	11.9%	短期借款	2,853	2,686	2,054	2,194	2,177	1,998
财务费用	-163	-125	-128	-116	-120	-115	应付款项	950	1,056	1,574	1,612	1,646	1,682
%销售收入	3.4%	2.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	其他流动负债	50	62	74	64	66	145
资产减值损失	-39	-51	-42	0	0	0	流动负债	3,853	3,804	3,702	3,871	3,889	3,826
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	292	70	308	308	308	308
投资收益	-5	-1	1	1	1	1	其他长期负债	101	112	112	110	110	110
%税前利润	n.a	n.a	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	负债	4,246	3,987	4,122	4,289	4,307	4,244
营业利润	19	89	567	670	715	762	普通股股东权益	1,954	2,038	3,175	3,568	4,004	4,479
营业利润率	0.4%	2.0%	8.2%	9.6%	10.0%	10.4%	少数股东权益	120	155	169	179	191	206
营业外收支	29	39	-2	2	3	5	负债股东权益合计	6,320	6,179	7,465	8,036	8,502	8,929
税前利润	48	128	565	672	718	767	比率分析						
利润率	1.0%	2.9%	8.1%	9.6%	10.0%	10.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-28	-26	-71	-87	-93	-100	每股指标						
所得税率	58.1%	20.3%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.028	0.155	0.661	0.791	0.842	0.897
净利润	20	102	494	585	624	667	每股净资产	3.219	3.357	4.367	4.908	5.507	6.161
少数股东损益	3	8	13	10	12	15	每股经营现金净流	-0.507	0.807	0.148	0.535	0.784	0.943
归属于母公司的净利润	17	94	481	575	612	652	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.250	0.250	0.250
净利率	0.4%	2.1%	6.9%	8.2%	8.5%	8.9%	回报率						
							净资产收益率	0.87%	4.62%	15.14%	16.12%	15.29%	14.56%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.27%	1.52%	6.44%	7.16%	7.20%	7.31%
净利润	20	102	494	585	624	667	投入资本收益率	1.82%	4.29%	10.73%	10.93%	10.86%	10.90%
少数股东损益	3	8	13	10	12	15	增长率						
非现金支出	301	321	323	292	312	333	主营业务收入增长率	-22.59%	-8.24%	58.58%	0.76%	2.50%	2.44%
非经营收益	180	117	116	123	127	120	EBIT增长率	-38.57%	17.69%	163.10%	12.12%	6.15%	5.08%
营运资金变动	-809	-50	-825	-610	-492	-435	净利润增长率	-82.47%	455.80%	410.74%	19.61%	6.48%	6.53%
经营活动现金净流	-308	490	108	389	570	685	总资产增长率	-6.87%	-2.22%	20.81%	7.64%	5.80%	5.02%
资本开支	-107	-93	-92	-339	-247	-205	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	73.2	71.0	58.2	75.0	77.0	79.0
其他	13	17	7	1	1	1	存货周转天数	58.4	56.1	47.0	62.0	64.0	66.0
投资活动现金净流	-94	-75	-85	-339	-246	-204	应付账款周转天数	58.7	51.5	39.7	55.0	55.0	55.0
股权募资	590	0	682	0	5	5	固定资产周转天数	222.4	241.3	159.6	150.6	138.9	127.1
债权募资	-154	-389	-395	139	-17	-179	偿债能力						
其他	-231	-92	-161	-310	-312	-307	净负债/股东权益	127.14%	104.71%	52.06%	53.44%	47.32%	38.54%
筹资活动现金净流	205	-481	126	-171	-325	-482	EBIT利息保障倍数	1.4	2.1	5.5	6.8	6.9	7.6
现金净流量	-197	-67	148	-121	0	0	资产负债率	67.19%	64.52%	55.21%	53.37%	50.66%	47.53%

来源：公司年报、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	5
增持	0	0	0	0	4
中性	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	3.00	3.00	3.00	1.73

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。

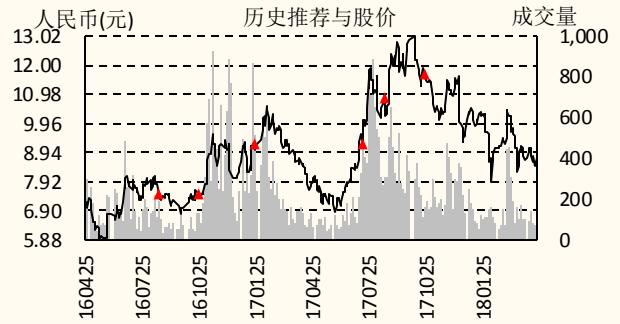
最终评分与平均投资建议对照：

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
5	2017-08-22	增持	11.03	N/A
6	2017-10-25	增持	11.84	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH