

黑猫股份 (002068.SZ) 买入 (首次评级)

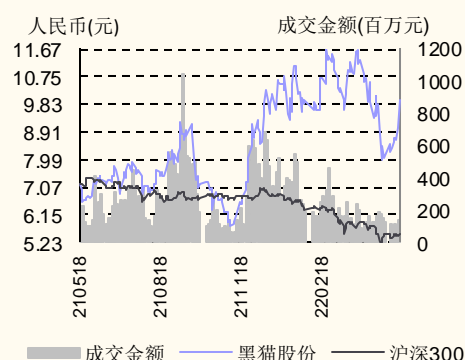
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.97 元

目标价格 (人民币): 12.31 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.48
已上市流通 A 股(亿股)	7.27
总市值(亿元)	74.59
年内股价最高最低(元)	11.70/5.78
沪深 300 指数	4006
深证成指	11230



布局新能源材料，炭黑龙头迎来发展良机

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,560	7,930	10,821	11,294	11,646
营业收入增长率	-15.04%	42.64%	36.45%	4.37%	3.12%
归母净利润(百万元)	97	431	438	538	777
归母净利润增长率	-135.10%	344.71%	1.63%	22.81%	44.25%
摊薄每股收益(元)	0.130	0.577	0.586	0.720	1.038
每股经营性现金流净额	-0.06	0.26	0.32	1.04	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.24%	13.26%	12.24%	13.44%	16.63%
P/E	47.52	18.21	14.71	11.98	8.30
P/B	1.54	2.41	1.80	1.61	1.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

推荐逻辑

- **炭黑生产龙头，优化公司内部治理。**公司是炭黑行业的龙头企业，产能规模位于全国第一，八大炭黑生产基地合计拥有炭黑产能 110 万吨，后续还将新增 16 万吨产能。近年来公司通过国有企业改革对现有内部管理体系进行优化，实行员工股权激励，优化生产成本，提升费用管控，改善盈利能力。
- **把握新能源机遇，重点布局导电剂产品，优化公司现有的产品结构。**公司多年来一直大力进行研发投入，在碳基材料领域具有较好的研究基础，深度开发特种炭黑产品。新能源需求不断提升，带动导电剂需求大幅提升，2021 年我国锂电池导电剂出货量为 1.32 万吨，同比增长 29%，公司把握机遇布局系列锂电导电炭黑产品，在加速进行国产替代的同时满足下游多层次的产品需求，加速推进产品客户认证和放量，同时还延伸布局碳纳米管产品，扩充导电剂产品种类，2023 年预期锂电导电炭黑将贡献超过 15% 的盈利。
- **借助自身优势，延伸精细化工领域布局，助力公司提升发展空间。**公司借助自身在煤焦油产业链的基础及多基地能源综合利用的优势，分别同安徽时联布局济宁基地（持股 35%）和乌海基地（持股 35%），布局间甲酚和间苯二酚等系列产品，未来还将进一步借助酚类产品优势和轮胎客户基础，布局轮胎助剂产品；同时公司和联创合资布局 5 万吨 PVDF 项目，公司持股 20%，也有望受益于下游需求的快速提升。通过多领域精细化工产品的参与布局，预计 23、24 年精细化工产品在公司盈利贡献将超过 10%、30%。
- **传统炭黑产品盈利受到出口需求拉动影响，产品盈利略有提升。**炭黑下游超过八成应用于橡胶领域，近七成应用于轮胎领域，产品盈利跟随下游轮胎领域需求有所波动。而今年受到海外能源供应以及俄乌冲突的影响，欧洲呈现明显的供给缺口，单 3 月份我国出口欧洲炭黑量已经达到了 1 万多吨，较 2021 年全年不足 4000 吨，实现了大幅提升，在炭黑出口需求拉动，供给相对较低的影响下，炭黑盈利情况自 3 月份开始明显回暖。

投资建议

- 传统炭黑受出口拉动盈利回升，仍是公司今年核心的业绩贡献业务，锂电导电炭黑预计四季度开始贡献业绩，23 年全年放量提升，而精细化工产品将在 23 年有大幅业绩贡献，投资收益有望超过 1 亿元，预测公司 2022-2024 年归母净利润为 4.38、5.38、7.77 亿元，EPS 分别为 0.59、0.72、1.04 元，给与公司 2022 年 21 倍 PE 估值，目标价为 12.31 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 炭黑周期波动，导电剂客户突破速度不达预期，新项目建设不达预期风险。

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、深耕炭黑行业，经营持续改善.....	5
1.1、国内炭黑龙头，规模优势显著.....	5
1.2、炭黑行业格局具备优化基础，海内外产业链差异短期提供支撑.....	7
1.3、股权激励落地，公司管理持续优化，形成新的战略发展方向.....	13
二、依托规模优势，改善产品结构，构建现有产业链护城河.....	16
2.1、深度布局特种炭黑领域，改善现有产品结构.....	16
2.2、依托产业链优势及碳基材料基础，深度布局导电剂领域.....	17
2.3、扩展轮胎系列产品种类，提升同下游客户粘性.....	21
三、合力布局精细化工产品，构筑新材料平台.....	22
3.1、把握时机，借助自身优势，参股 PVDF 产业.....	22
3.2、依托产业链优势同安徽时联深度合作，布局精细化工品.....	24
四、盈利预测与投资建议.....	26
4.1、盈利预测.....	27
4.2、投资建议.....	28
五、风险提示.....	28

图表目录

图表 1：公司八大生产基地产能情况.....	5
图表 2：2021 年炭黑产能分布情况.....	5
图表 3：2021 年炭黑产量分布情况.....	5
图表 4：公司营业收入情况（百万元）.....	6
图表 5：公司营业利润情况（百万元）.....	6
图表 6：公司主要产品毛利率情况.....	6
图表 7：公司盈利能力情况.....	6
图表 8：炭黑行业的月度产量及产能利用率.....	6
图表 9：炭黑产品进出口情况（万吨）.....	6
图表 10：公司分季度营收变化情况（百万元）.....	7
图表 11：公司分季度产品盈利变化情况.....	7
图表 12：公司历年营收变化情况（亿元）.....	7
图表 13：公司历年归母净利润变化情况（亿元）.....	7
图表 14：炭黑产品的分类.....	8
图表 15：2021 年我国炭黑产品消费结构.....	8
图表 16：2010-2020 年我国汽车保有量（亿辆）.....	8
图表 17：2010-2021 年我国炭黑表观消费量（万吨）.....	8
图表 18：2021 年国内轮胎产能完成验收及新增计划统计表.....	9
图表 19：我国炭黑产能产量及产能利用率变化（万吨）.....	9
图表 20：2013-2021 年我国炭黑进出口情况（万吨）.....	9

图表 21: 2020 年全球炭黑产量分布情况.....	10
图表 22: 2013-2021 年我国炭黑产能产量情况 (万吨)	10
图表 23: 2013-2021 年我国炭黑生产情况 (万吨)	10
图表 24: 2013-2021 年我国炭黑进出口情况 (万吨)	10
图表 25: 2020 年以来我国相关的行业政策.....	10
图表 26: 我国炭黑生产和海外生产的产业链差异.....	11
图表 27: 炭黑原料价格变动情况.....	11
图表 28: 国内焦炭月产量及同比变化 (万吨)	11
图表 29: 2021 年我国炭黑出口国分布情况.....	12
图表 30: 2020 年全球炭黑产量分布情况.....	12
图表 31: 2022 年 3 月我国炭黑出口国家的占比	12
图表 32: 炭黑行业库存及开工变化.....	13
图表 33: 炭黑、产品价格及盈利变化情况 (元/吨)	13
图表 34: 未来 3 年我国炭黑行业新增产能情况 (万吨)	13
图表 35: 公司股权结构情况.....	14
图表 36: 首次授予及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核目标.....	14
图表 37: 公司资产结构变化情况.....	15
图表 38: 同业公司销售费用率对比.....	15
图表 39: 同业公司管理费用率对比.....	15
图表 40: 同业公司 ROE 对比.....	15
图表 41: 同业公司炭黑产品销量情况 (万吨)	15
图表 42: 同业公司炭黑产品毛利率情况.....	15
图表 43: 我国炭黑进出口产品价格 (美元/吨)	16
图表 44: 黑猫及同行业上市公司的研发投入占比.....	16
图表 45: 安徽黑钰在特炭领域的产品布局.....	17
图表 46: 炭黑产品结构和性能的关系	17
图表 47: 不同种类炭黑产品的价格差异 (元/吨)	17
图表 48: 不同导电剂的优缺点对比.....	18
图表 49: 中国锂电池分终端出货量情况 (GWh)	18
图表 50: 中国动力锂电池出货量情况 (GWh)	18
图表 51: 中国锂电池导电剂的出货量分布 (吨)	19
图表 52: 导电炭黑的主要应用领域.....	19
图表 53: 中国导电炭黑出货量情况 (吨)	20
图表 54: 海外主要的导电炭黑布局企业情况.....	20
图表 55: 2021 年中国碳纳米管导电浆料市场格局.....	21
图表 56: PVDF 下游应用分布比例.....	23
图表 57: PVDF 和原料 R142b 价格 (万元/吨)	23
图表 58: 国内 PVDF 产能及扩建规划情况.....	23
图表 59: 公司与安徽时联的合作情况.....	24

图表 60: 间苯二酚下游应用领域分布.....	25
图表 61: 间苯二酚生产企业情况.....	25
图表 62: 我国间苯二酚每月进口量 (吨)	25
图表 63: 国内间苯二酚现货价格 (元/吨)	25
图表 64: 我国进口间甲酚数量及价格.....	26
图表 65: 我国间甲酚年度进口数量情况 (吨)	26
图表 66: 间甲酚生产企业占比情况.....	26
图表 67: 间甲酚下游应用占比情况.....	26
图表 68: 公司营收及盈利预测.....	27
图表 69: 同行业估值水平比较.....	28

一、深耕炭黑行业，经营持续改善

1.1、国内炭黑龙头，规模优势显著

- **深耕炭黑行业二十余年，构建八大基地、百万吨产能。**1994 年公司第一家炭黑分厂成立，经过不断的产能扩充，2014 年时公司完成了八大炭黑生产基地的产业布局。目前公司共有 110 万吨炭黑产能，同时配套 95 万吨的煤焦油深加工产能，2008 年以来，公司在原有产能建设的基础上，进一步配套尾气综合利用项目，实现能源的充分利用，具备 175 兆瓦的尾气发电产能，在提供其他产品生产用能的基础上，进一步通过发电并网获得相关收益。在现有基地布局的基础上，公司还将进一步优化现有产能，针对不同基地的区域优势和产业配套，进行产能扩充和产品结构升级，根据公司公告，公司将对乌海、朝阳基地率先进行产能升级和扩充，预计将优化扩充 16 万吨产能。

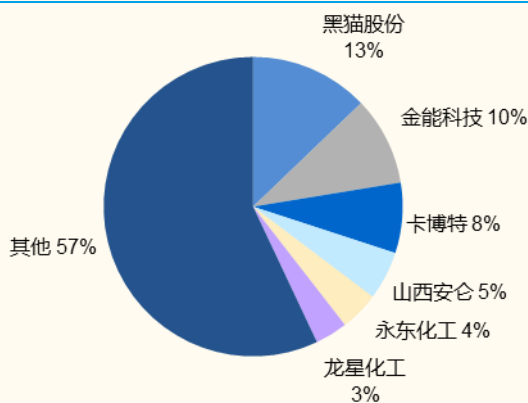
图表 1：公司八大生产基地产能情况

省份	厂商简称	现有产能（万吨）	成立时间	预计新增产能（万吨）
江西	江西黑猫	13	2001 年	
陕西	韩城黑猫	12	2002 年	
辽宁	朝阳黑猫	8	2005 年	4
内蒙	乌海黑猫	16+2（特种）	2008 年	12
河北	邯郸黑猫	16	2010 年	
山西	太原黑猫	11	2011 年	
河北	唐山黑猫	16	2011 年	
山东	济宁黑猫	16	2014 年	
	总计	110		16

来源：公司公告、国金证券研究所

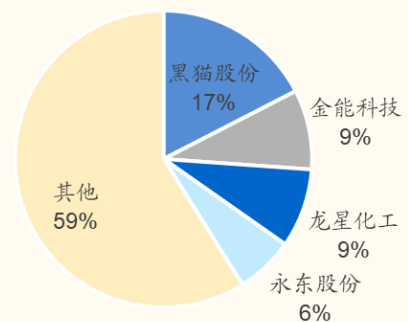
- **国内炭黑行业的绝对龙头，运行稳定远高于行业水平。**截至 2021 年底，国内共有近 80 家厂商，累计 856 万吨炭黑产能，行业产能较为分散，公司产能位居国内首位，名义产能占比约为 13%，而公司有 8 大炭黑生产基地，分别位于 7 个省份，在局部区域受到疫情、政策、环保等因素影响时，公司的整体生产稳定性相对较强。2021 年公司生产了 94.8 万吨炭黑产品，约占全国供给总量的 17%，产能利用率达到 86.2%，远高于整体行业 64% 左右的产能利用率。

图表 2：2021 年炭黑产能分布情况



来源：百川盈孚、国金证券研究所

图表 3：2021 年炭黑产量分布情况

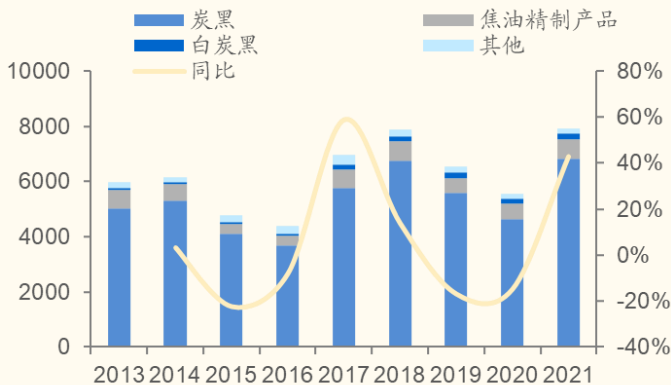


来源：公司公告，百川资讯，国金证券研究所

- **炭黑贡献公司主要业绩，伴随行业供需变化形成一定的盈利波动。**从主营业务的收入利润结构来看，2021 年公司炭黑产品的营收占比为 86.2%，毛利占比高达 94.4%，因而公司整体的毛利率主要跟随炭黑产品的盈利形成波动。过去几年炭黑产品毛利率表现较差，原因是 2018 年下半年以来，在下游需求疲软和炭黑新增产能释放的背景下，行业供需格局恶化，导致

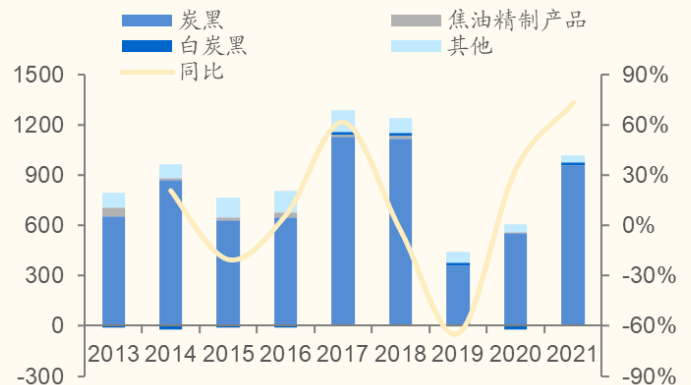
产品价格持续回落。2020 年随着炭黑产品价格的回升，产品盈利能力也开始好转，毛利率从 2019 年的 6.4% 提升至 2021 年的 14%。

图表 4：公司营业收入情况（百万元）



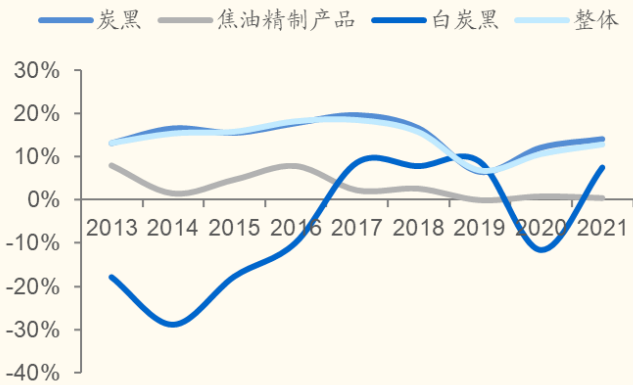
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司营业利润情况（百万元）



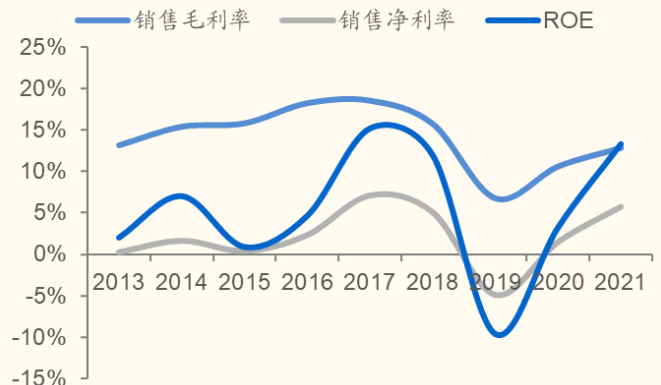
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司主要产品毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

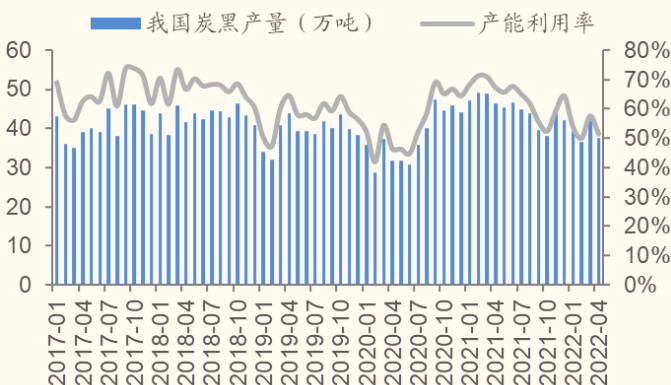
图表 7：公司盈利能力情况



来源：Wind，国金证券研究所

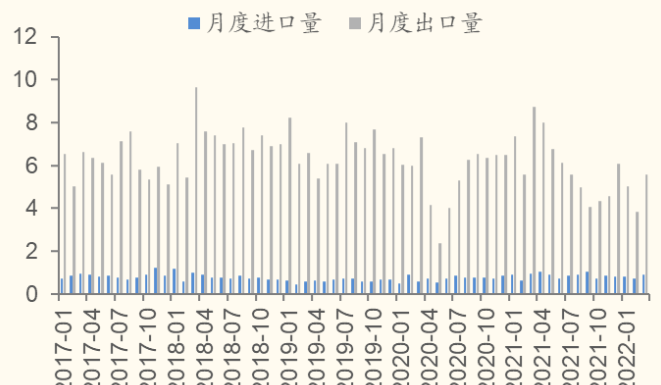
- 2019 年以前，行业持续有新增产能释放，带动行业供给逐步提升，但伴随着 2018 年后期下游需求，尤其是橡胶领域需求逐步疲软，需求支撑不足，行业的产能利用率呈现明显下行，产品的盈利受到较大程度压制，因而公司的整体盈利在 2019 年呈现出较大程度的下行，至 2020 年上半年，受国内外疫情的影响，行业整体盈利能力都相对较低。

图表 8：炭黑行业的月度产量及产能利用率



来源：卓创资讯，国金证券研究所

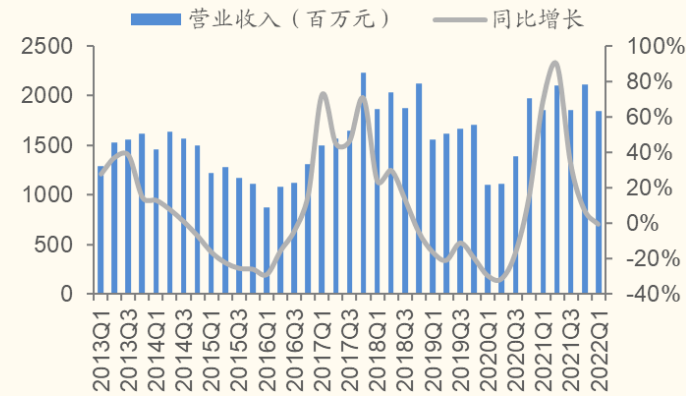
图表 9：炭黑产品进出口情况（万吨）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

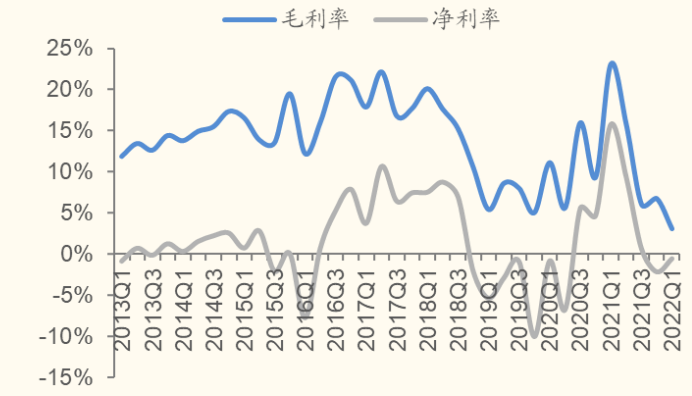
- 2020年下半年以来，炭黑行业先后受到海外供给不足、需求回暖以及国内供给受到环保等因素的影响，炭黑行业的盈利开始逐步回升，带动公司整体的盈利水平逐步提升，而进入2021年3季度，行业供给充裕，但下游需求支撑不足，带动产品盈利再次回落。

图表 10: 公司分季度营收变化情况 (百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

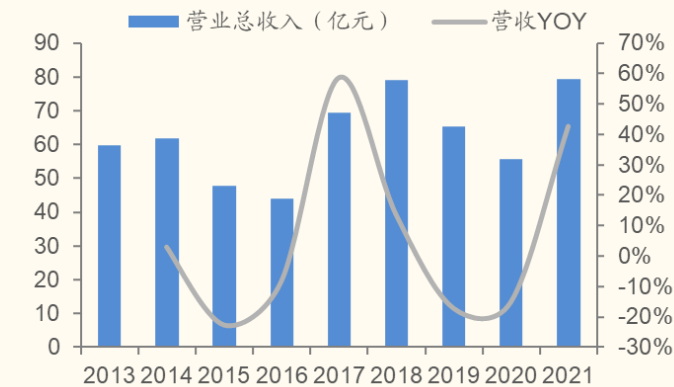
图表 11: 公司分季度产品盈利变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 降低单一产品的盈利波动，公司开启新的发展策略。此前公司主要的营收及盈利贡献来自于普通炭黑产品，因而产品的自身周期波动带动了公司整体盈利呈现巨大变化，为了避免单一产品的波动风险，公司近几年来，开始进行内部结构优化、外部延伸发展的管理：内部进行产品种类的扩充，产品结构的升级，降低单一下游应用领域对于盈利的影响，同时提升高附加值产品比例；外部借助公司自身的产业链和区位优势，延伸至精细化工、新能源材料等领域，通过多线布局，大幅提升公司的发展空间，同时降低盈利波动风险。

图表 12: 公司历年营收变化情况 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 公司历年归母净利润变化情况 (亿元)

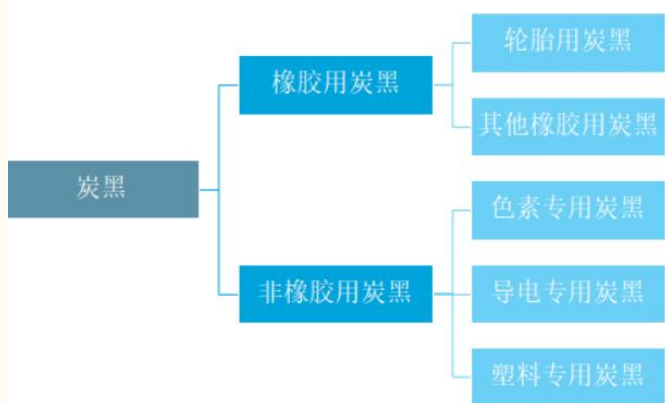


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、炭黑行业格局具备优化基础，海内外产业链差异短期提供支撑

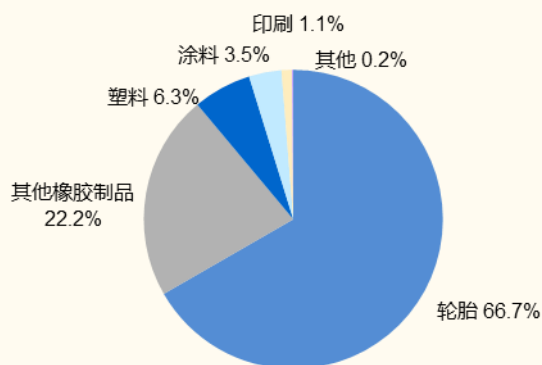
- 炭黑主要应用于橡胶类产品，受到下游轮胎行业的影响较大。炭黑是含碳物质在空气不足的条件下经不完全燃烧或受热分解而得的产物，以无定形碳的形式存在，常规的能源气、油、煤都能进行炭黑生产。在炭黑下游应用中，通常分为橡胶用炭黑和非橡胶用炭黑，2021年我国炭黑总消费量为540万吨，橡胶用炭黑的消费占比高达89%。细分品种来看，橡胶用炭黑分为轮胎用炭黑和其他橡胶用炭黑，非橡胶用炭黑则包含色素专用炭黑、导电专用炭黑和塑料专用炭黑等产品，其中轮胎用炭黑的消费占比最高，2021年国内消费量为360万吨，占总消费量的67%。

图表 14: 炭黑产品的分类



来源: 产业信息网、国金证券研究所

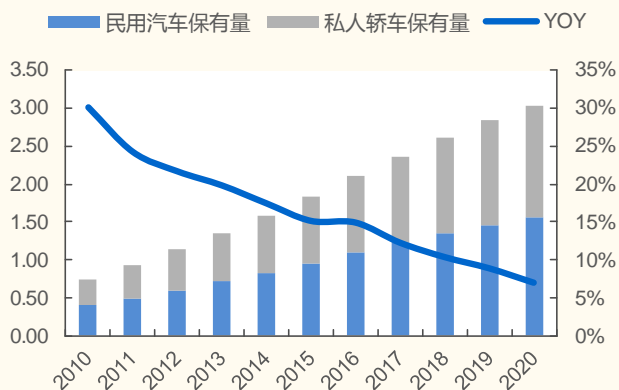
图表 15: 2021 年我国炭黑产品消费结构



来源: 百川资讯、国金证券研究所

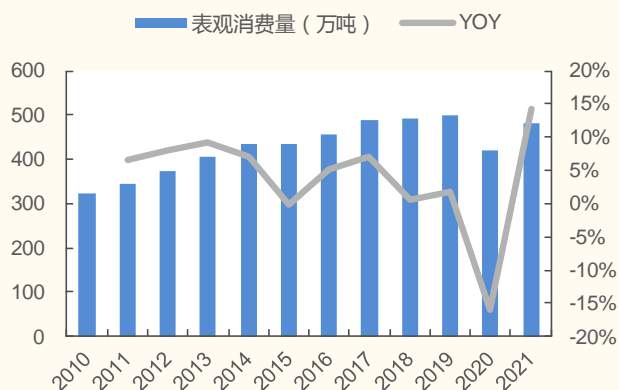
- 我国汽车保有量在 2018 年前持续维持在 10%以上的高行业增速, 带动了我国炭黑的需求持续提升, 2010-2018 年, 我国炭黑表观需求的复合增速可以达到 5.4%, 但伴随着我国轮胎产量的逐步下滑, 以及国内新车销售数量的逐步放缓, 炭黑行业发展逐步进入相对成熟阶段, 2020 年, 疫情先后在国内外爆发, 导致下游轮胎需求呈现出大幅下行后回升状态, 带动国内炭黑需求形成波动。2021 年我国全年轮胎产量同比提升 11.3%达到 9 亿条, 当年我国的炭黑消费增速回升显著, 2021 年全年炭黑表观消费量同比增长 14.3%达到 481.8 万吨。

图表 16: 2010-2020 年我国汽车保有量 (亿辆)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2010-2021 年我国炭黑表观消费量 (万吨)



来源: 中国橡胶工业协会、百川盈孚、海关总署、国金证券研究所

- 整体来看, 国内普炭领域发展逐步进入相对成熟阶段。前期伴随国内轮胎企业扩展, 以及我国汽车保有量的快速提升, 炭黑在轮胎领域的需求呈现出一定的增长。国内轮胎行业经历了长期的无序竞争, 近几年国家政策在不断推动落后产能出清, 虽然当前行业仍处于产能过剩的状态, 但头部轮胎企业为了快速抢占市占率依旧在进行产能扩充, 预期行业整体的需求量会略有提升, 但整体增幅相对有限, 行业需求增速预期将逐步回落。

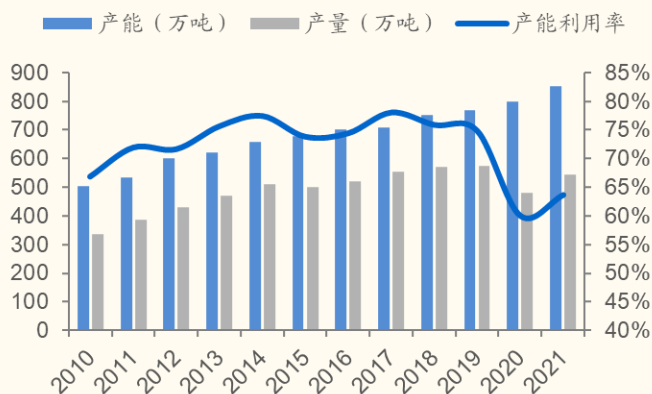
图表 18: 2021 年国内轮胎产能完成验收及新增计划统计表

企业名称	拟投建项目	项目进度
玲珑轮胎	拟新上年产 120 万套全钢载重子午线轮项目, 用于退出的斜交产能置换	2021 年 2 月公示
	一期工程年产 1000 万套半钢子午线轮胎和 100 万套全钢子午线轮胎	2021 年上半年建设完工
	年产 1200 万套半钢子午线轮胎、300 万套全钢子午线轮胎、10 万套航空胎 (含 6 万套翻新胎)、10 万套特种胎、50 万套翻新汽车胎和 100 万套内胎及垫带项目	2021 年 6 月公示
	项目一期年产 120 万条全钢子午线轮胎, 2020 年 8 月开工建设	2021 年 12 月 14 日全钢一期首条轮胎下线
	年产 1460 万套超高性能自愈合及智能子午线轮胎项目	2021 年 12 月开工
赛轮轮胎	非公路胎 3.7 万吨; 300 万条全钢胎和 650 万条半钢胎扩产; 120 万条全钢胎, 240 万条半钢胎新建	预计 2021 年完工
浦林成山	项目设计年产能为 1000 万条半钢子午胎, 200 万条全钢载重子午胎, 15 万条全钢工程子午胎	2021 年上半年获得备案
通用股份	计划建设年产 1020 万条高性能子午线轮胎项目。项目内容包括 120 万条全钢子午胎和 900 万条半钢子午胎	2021 年 9 月发布公告
双星集团	年产能为 100 万条全钢胎、500 万条半钢胎的一期项目	2021 年 8 月验收
米其林	米其林沈阳 600 万条高性能子午线轮胎扩建项目	2021 年 5 月已建设完成
安基轮胎	200 万套高性能全钢子午线轮胎项目一期	2021 年 6 月建成并成功投产
佳顺轮胎	一期项目年产 300 万套全钢子午线轮胎, 二期项目年产 600 万套半钢子午线轮胎	2021 年 10 月计划建成

来源: 公司公告等, 国金证券研究所

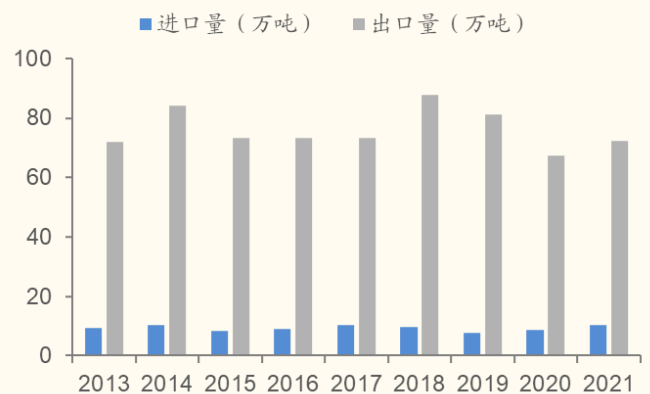
- 受前期产能投放影响, 我国炭黑行业产能利用率相对较低, 存在大量的小规模企业。炭黑在我国主要以煤焦油作为原料进行生产, 因而有较多的小规模企业配套建设在焦化厂周边, 行业进入壁垒相对较小, 因而行业内的小规模企业相对较多。受过去的产能建设的影响, 我国炭黑的产能相对充足, 产能不断提升, 但企业规模差距较大, 行业整体的产能利用处于偏低状态, 近两年产能利用率一直不足 70%。
- 现阶段我国已经成为全球第一大炭黑生产国, 根据日本炭黑协会出版的 2021 年版《Carbon Black 年鉴》数据显示, 2020 年全球炭黑总产量为 1235.3 万吨, 其中我国产量占比高达 46%, 产品不仅满足国内需求, 伴随着东南亚的轮胎产能的逐步提升, 我国的供给还需要辐射至周边国家和地区, 基本上我国需要每年供给海外约 70 万吨的炭黑产品。

图表 19: 我国炭黑产能产量及产能利用率变化 (万吨)



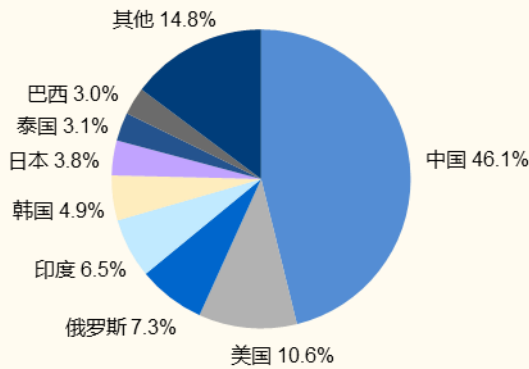
来源: 中国橡胶工业协会, 百川资讯, 国金证券研究所

图表 20: 2013-2021 年我国炭黑进出口情况 (万吨)



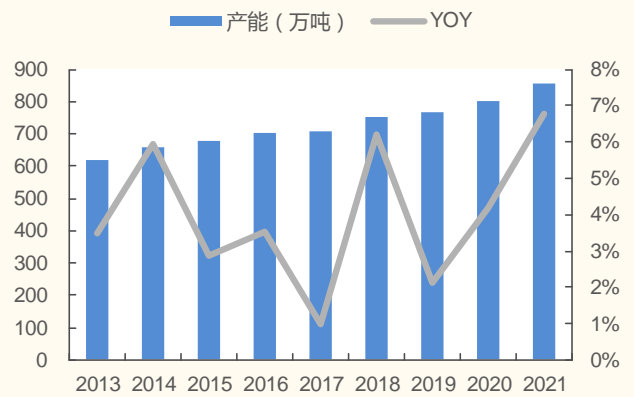
来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 21: 2020 年全球炭黑产量分布情况



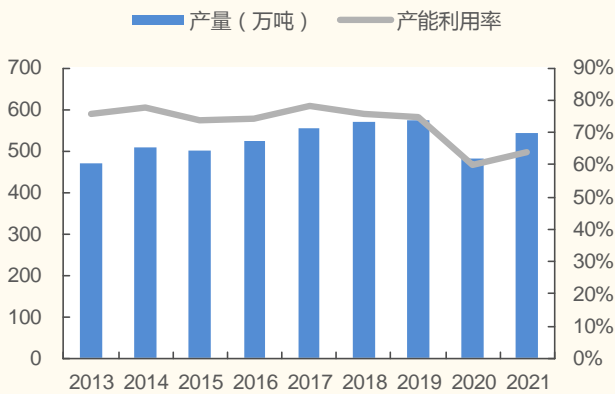
来源: 日本炭黑协会、国金证券研究所

图表 22: 2013-2021 年我国炭黑产能产量情况 (万吨)



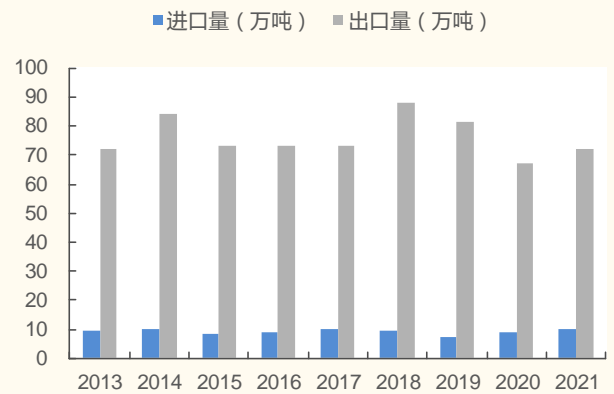
来源: 中国橡胶工业协会、百川资讯、国金证券研究所

图表 23: 2013-2021 年我国炭黑生产情况 (万吨)



来源: 中国橡胶工业协会、百川资讯、国金证券研究所

图表 24: 2013-2021 年我国炭黑进出口情况 (万吨)



来源: 海关总署、国金证券研究所

- 我国炭黑行业存在较多的小规模生产企业。在我国有超过 80 家的炭黑生产企业，我国前 5 家炭黑企业的产能占比接近 4 成，行业集中度相比于美国、日本等国家明显较低，国内有大量的小规模企业无法实现稳定生产，同时过多的小规模企业进行价格竞争，使得行业整体的盈利能力受到较大压制。但也正因为小规模企业较多，炭黑行业内生产成本的管控差异较大，不同企业之间的盈利能力具有极大的差异。在生产运行中，开工稳定性、稳定的原料采购、能源的综合利用、生产工艺的改进等都将极大程度上影响本身盈利水平并不丰厚的利润空间。
- 伴随着我国双碳政策的逐步有序开展，行业尾部企业有望逐步进行产能清退。炭黑生产企业行业分散度相对较大，小规模企业需要稳定上游煤焦油供应，但对下游厂家又不具有议价权，而小规模、普炭生产厂原料单耗、能耗以及综合利用等领域明显落后，在对于行业碳排放以及上游进行格局优化的过程中，有望逐步进行产能出清，在长期维度上实现格局优化。

图表 25: 2020 年以来我国相关的行业政策

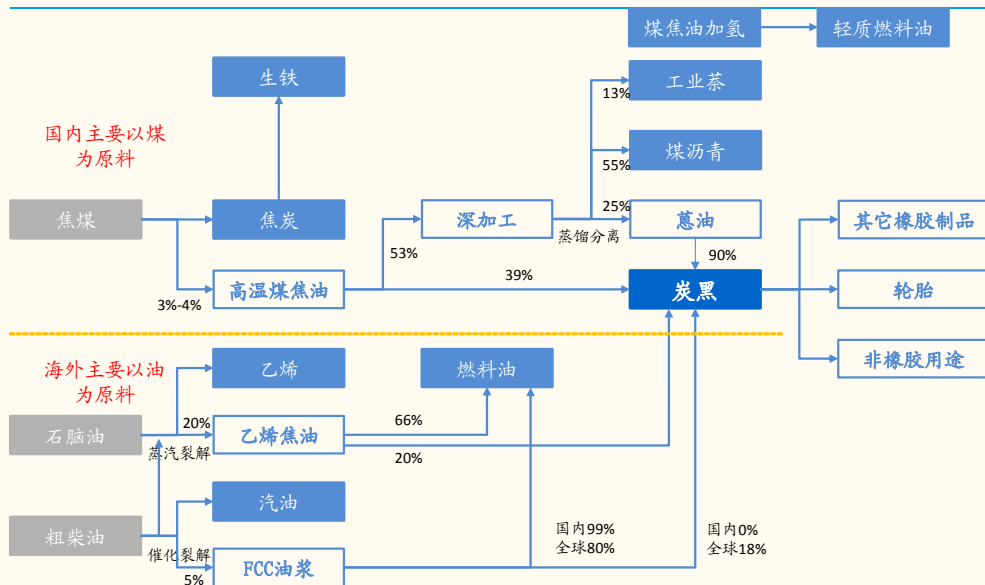
发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2020 年 1 月	工信部	《2020 年工业节能监察重点工作计划》	对于重点高耗能行业能耗、阶梯电价政策和重点用能产品设备能效提升执行专项监察
2020 年 3 月	生态环境部	《煤炭加工-合成气和液体燃料生产等 10 项排污许可申请与核发技术规范》	结合行业特点，规定了以主要典型产品类别命名的生产线单元、公用单元的产排污情况和许可管理要求，将炭黑、木材热解产品等排污单位的主要生产工序的废气排放口为主要排放口以及木材水解产品等为主要排放口
2021 年 2 月	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发	推进工业绿色升级、壮大绿色环保产业和构建绿色供

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
		《展经济体系的指导意见》	应链，加快实施钢铁、石化、化工、有色、建材、纺织、造纸、皮革等行业绿色化改造
2021年12月	国务院	《“十四五”节能减碳综合工作方案》	优化完善能耗双控制度；健全污染物排放总量控制制度；坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展；壮大节能减碳人才队伍等

来源：国务院、工信部、生态环境部、国金证券研究所

- **海内外的原料差异形成国内外成本优势变化。**由于不同国家和地区的能源分布差异，炭黑的生产工艺在海内外具有显著不同，我国煤炭资源丰富，国内绝大部分的炭黑生产以煤焦油为原料，属于煤焦油的延伸产品，而在海外，由于炼油过程中可以副产乙烯焦油、FCC油，因而海外主要采用油头工艺布局产能。而国内外生产工艺的差异使得原料价格处于不同的运行阶段，具有不同的成本优势。

图表 26：我国炭黑生产和海外生产的产业链差异



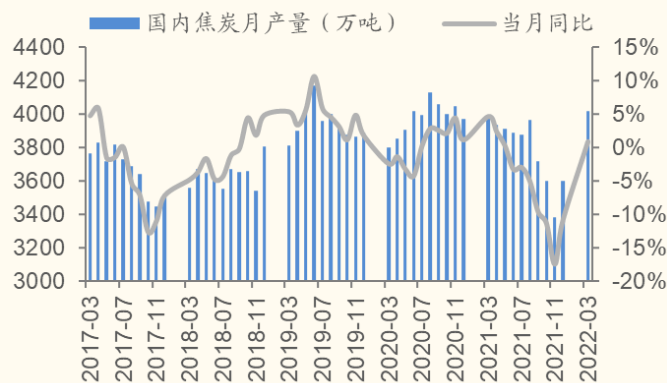
来源：CNKI，国金证券研究所

- **2021年受到国内下游轮胎需求的拉动效应，国内的炭黑生产大幅提升，而作为炭黑的主要原料煤焦油是国内炼焦副产品，焦炭行业受到国家双碳政策的影响，焦炭产量在2021年下半年呈现逐步下行状态，需求相对旺盛，原料供给不足，煤焦油价格一路上行至高位，相比之下海外的成本变动相对较小。然而进入2022年，海外受到供给不足以及俄乌战争的影响，原油价格大幅提升，部分欧洲的原料供应短缺，导致海外的原料油价格随之提升，国内煤焦油的成本优势有所提升。**

图表 27：炭黑原料价格变动情况



图表 28：国内焦炭月产量及同比变化（万吨）

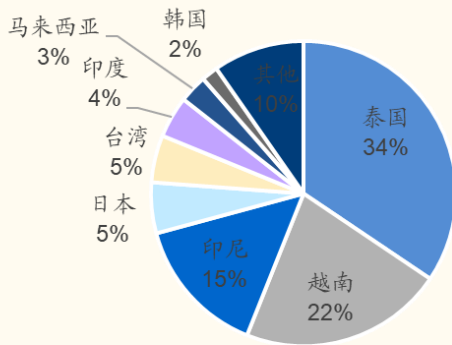


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

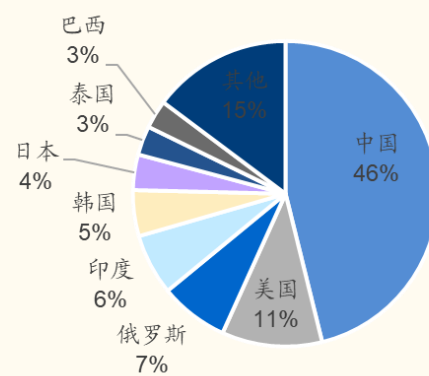
- **俄乌战争导致欧洲炭黑供给缺口，出口订单提升国内炭黑景气度。**炭黑产品具有一定的特殊性，由于其产品价值量相对较低，应用又主要集中在橡胶领域，因而全球炭黑产能分布形成相对独立的区域格局，中国产品出口逐步集中分布于亚洲尤其是东南亚地区，较少有更多的产品远距离运输。然而在全球炭黑生产中，俄罗斯由于具有资源优势，占据了全球 7% 左右的炭黑供给，约达到 90 万吨，而同时俄罗斯通过原油以及天然气等能源供给欧洲进一步保证欧洲的炭黑产能正常运行。而此次的俄乌战争导致俄罗斯供给欧洲的产能呈现较大的缺口，一方面会带动部分其他地区的炭黑货源供给欧洲，另一方面或将带动下游轮胎等供给的区域性转移，东南亚等轮胎主要的生产地区等有望承接部分订单需求。

图表 29：2021 年我国炭黑出口国分布情况



来源：百川资讯，国金证券研究所

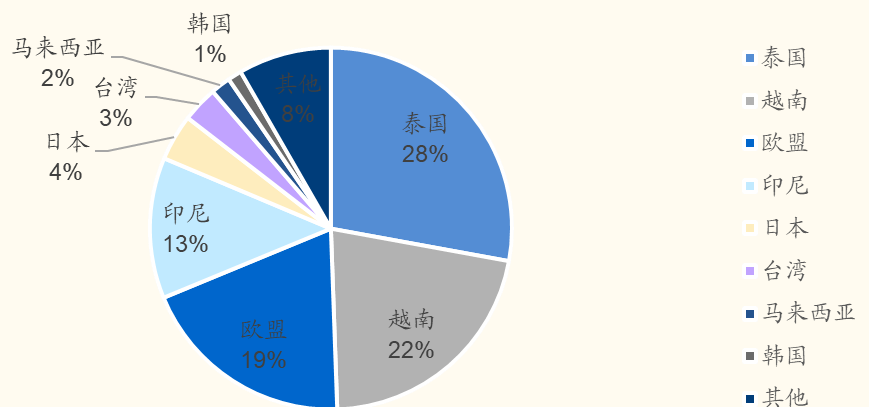
图表 30：2020 年全球炭黑产量分布情况



来源：日本炭黑协会，国金证券研究所

- 受欧盟对于俄罗斯炭黑制裁等影响，3 月欧盟从中国炭黑进口量明显大幅提升，2021 年我国出口欧盟炭黑产量不足 4000 吨，而 3 月份由于欧盟本地的能源价格大幅上行，自产以及俄罗斯的供给都受到影响，因而波兰、德国、匈牙利、荷兰等国家大幅增加了炭黑进口量，仅 2022 年 3 月 1 个月，我国出口欧盟的炭黑量已经超过 1 万吨，约占 3 月整体我国整体炭黑出口量的近 2 成。

图表 31：2022 年 3 月我国炭黑出口国家的占比

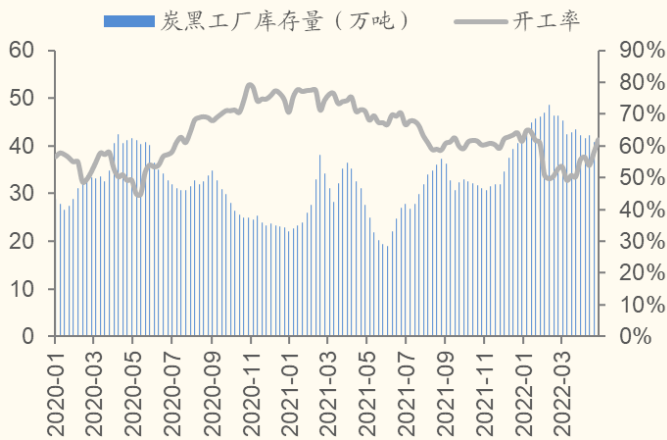


来源：百川资讯，国金证券研究所

- **短期内行业供给减弱，库存消化，带动炭黑产品盈利逐步提升。**2021 年下半年开始，高开工带来的库存不断累积，原料价格持续上行但由于库存压力以及供给充裕，成本未能有效向下游传导，叠加后期下游低迷，需求支撑力度有限，带动炭黑产品在今年年底以及今年 1、2 月份明显盈利承压，而伴随 2 月份开始，炭黑工厂开始降低开工负荷，炭黑供给减弱，高库存

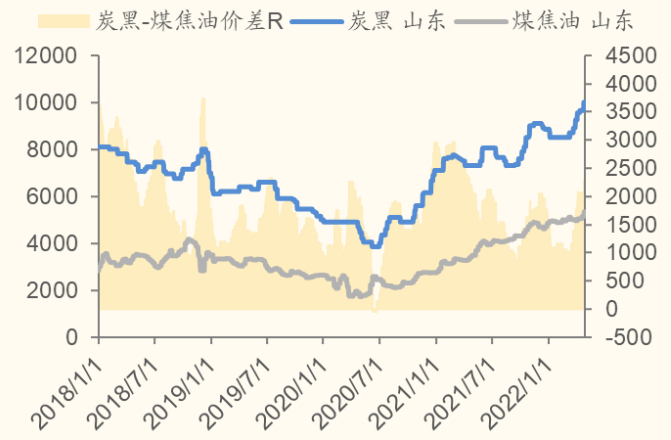
开始逐步有所消化，带动炭黑产品价差开始回归，产品盈利环比大幅提升。目前来看，炭黑行业格局优化需要时间，但短期炭黑产品盈利有所回升。

图表 32: 炭黑行业库存及开工变化



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 33: 炭黑、产品价格及盈利变化情况 (元/吨)



来源: 百川资讯, Wind, 国金证券研究所

- 在政策和利润的双重压力下新增产能释放节奏预计偏缓。虽然未来 3 年我国炭黑行业的新增产能高达 177.5 万吨，但是从具体企业来看，主要是头部炭黑企业的扩产和部分橡胶类企业为了完善产业链做的储备，考虑到能耗政策以及环保方面的限制，预计能完全顺利释放的产能会相对有限。从企业的盈利角度来看，尽管 2020 年以来炭黑价格一直呈现出上升的态势，但由于原料价格涨幅更大，2021 年 3 季度和今年 1 季度炭黑整体行业的毛利润仍然为负。对比历史情况可以发现，头部企业依托规模优势和产业经验相对整体行业具备更强的盈利能力，行业整体的盈利能力将出现两极分化。

图表 34: 未来 3 年我国炭黑行业新增产能情况 (万吨)

企业	现有产能	新增产能		
		2022E	2023E	2024E
三强炭黑	30	10		30
江西黑豹	9	5		
奥瑟亚建阳	8	8		
中策橡胶	0	8		
美锦华盛化工	0	15		
贵州轮胎	0	5		
黑猫股份	110		16	
山西安仑	45		20	
济宁博拉	12		12	
石家庄新星化炭	14		15	
中橡鞍山	7		4	
茂名环星炭黑	6		4	
无锡双诚炭黑	6		9	
山东新大陆	4		3	
欧励隆工程炭	0		7.5	
晨发化工	0		6	
合计	251	51	96.5	30

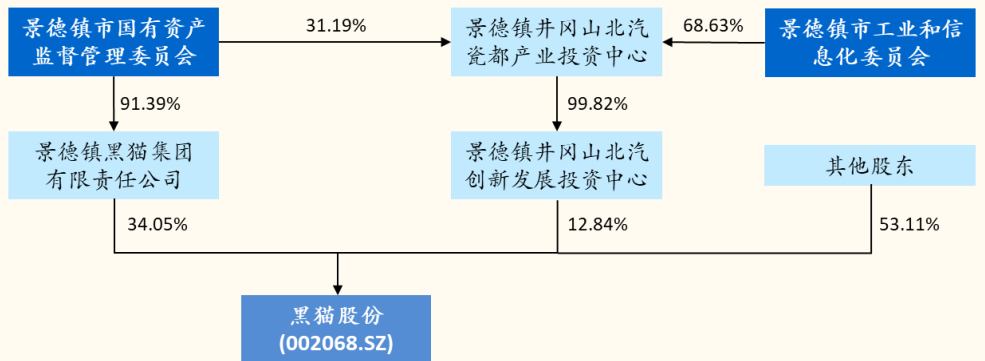
来源: 公司公告、百川盈孚、国金证券研究所

1.3、股权激励落地，公司管理持续优化，形成新的战略发展方向

- 公司实控人为景德镇市国资委，股权结构较为稳定。从股权结构来看，公司属于国企，景德镇市国资委通过持有黑猫集团 91.39% 的股份实现对黑猫

股份的间接持股，同时还通过北汽投资中心持有一部分股份，合计持股比例达到 35%；此外，景德镇工信部也通过北汽投资中心实现了间接持股，其他股东的持股为 53%。公司作为国资企业，股权结构一直比较稳定，为后续的业务发展奠定了较好的内部基础。

图表 35: 公司股权结构情况



来源: WIND、国金证券研究所

- **股票激励计划彰显发展信心，业绩有望继续维持增长态势。**公司在 2020 年 7 月发布了 2020 年限制性股票激励计划，一方面通过股权激励的方式推动公司的管理改革，另一方面颁布的激励方案细则也彰显了公司对未来业务发展具备较强的发展信心。本次激励计划首次授予的激励对象不超过 126 人，包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员及核心骨干员工，拟授予的限制性股票数量为 2168 万股，锁定期为 36 个月，对于净利润方面的行权条件是以 2017-2019 年净利润均值为基数（1.92 亿元），2021-2023 年净利润增长率分别不低于 10%、50%、125%，对应的净利润水平分别为 2.12、2.89、4.33 亿元。

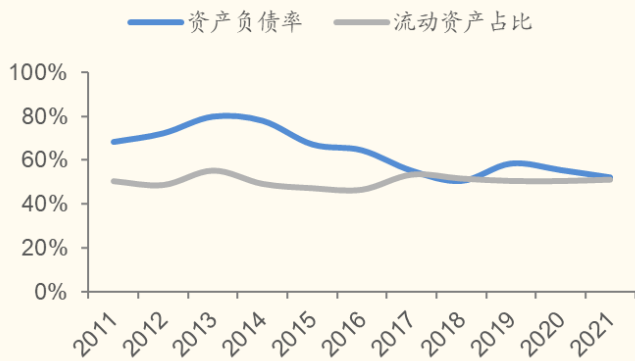
图表 36: 首次授予及预留授予的限制性股票解除限售业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予及预留授予第一个解除限售期	2021 年净资产收益率不低于 6.2%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
首次授予及预留授予第二个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 7%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2022 年净利润增长率不低于 50%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
首次授予及预留授予第三个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 9%；且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2017-2019 年净利润均值为基数，2023 年净利润增长率不低于 125%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2023 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。

来源: 公司公告、国金证券研究所

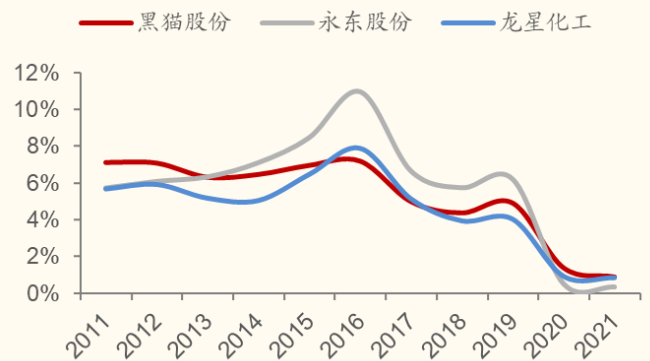
- **资产结构优化，费用管控趋严，盈利能力提升。**在公司治理结构和激励机制逐渐完善的背景下，公司的资产结构开始优化，截至 2021 年前三季度，资产负债率从最高时的 80%降低至了 51%。在管理优化的背景下，公司通过提升工业信息化水平加强过程管理、降耗增效，销售费用率和管理费用率相对同业一直维持在较低的水平。此外，通过改善内部激励机制和绩效考核机制等多项举措，实现生产及运营成本的降低从而提升综合盈利水平，2020 年以来公司的 ROE 快速回升，从 2019 年的-9.6%提升至 2021 年前三季度的 13.8%，2011 年以来首次高出另外两家同类企业。

图表 37: 公司资产结构变化情况



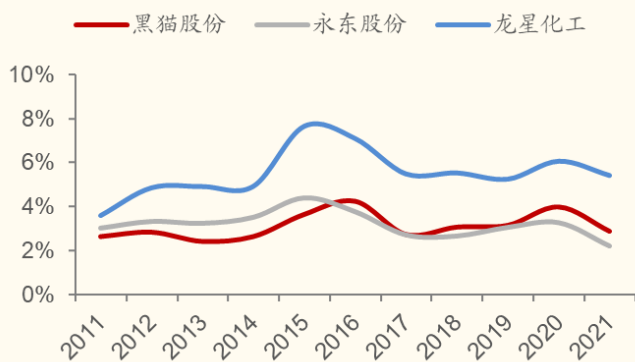
来源: WIND、国金证券研究所

图表 38: 同行业公司销售费用率对比



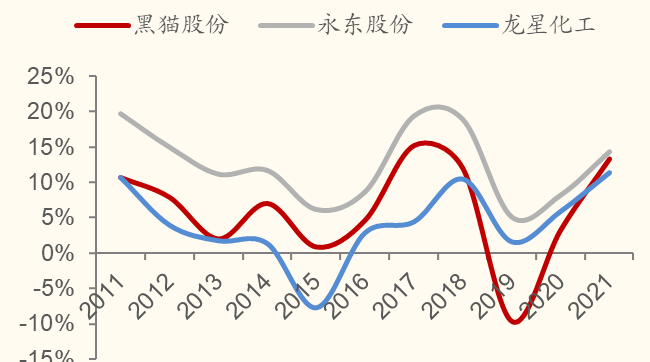
来源: WIND、国金证券研究所

图表 39: 同行业公司管理费用率对比



来源: WIND、国金证券研究所

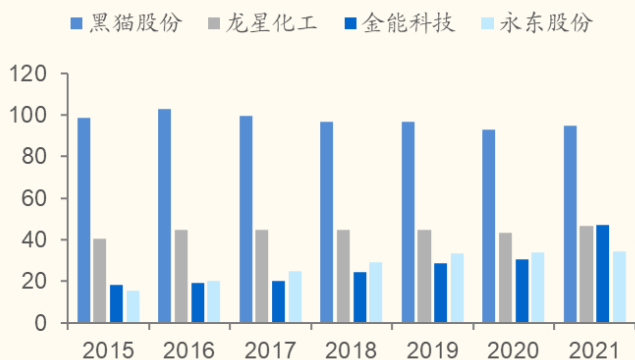
图表 40: 同行业公司 ROE 对比



来源: WIND、国金证券研究所

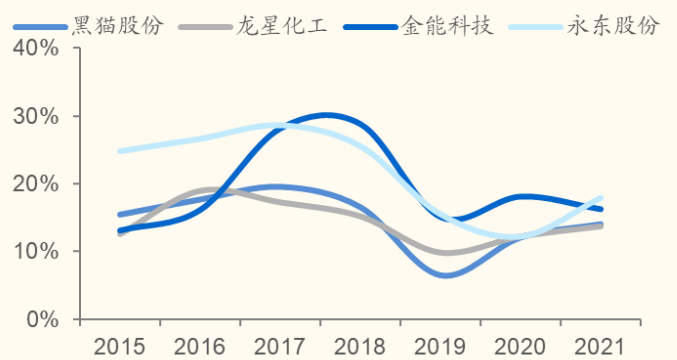
- 对比同类企业, 公司产销规模最大, 利润改善较为明显。作为炭黑行业的龙头企业, 公司 2020 年全年一共生产了 92.8 万吨炭黑产品, 占全国总产量的 19.3%, 销售量为 93.1 万吨, 产销规模量遥遥领先于其他同类企业。虽然公司整体规模最大, 但由于基地分散且高附加值产品较少, 过去一直呈现出大而不强的状态, 对比同类企业毛利率也偏低, 近几年通过提升高附加值产品产销规模和加强管理的方式推动公司的核心产品盈利能力回归至同业平均水平。

图表 41: 同行业公司炭黑产品销量情况 (万吨)



来源: WIND、国金证券研究所

图表 42: 同行业公司炭黑产品毛利率情况



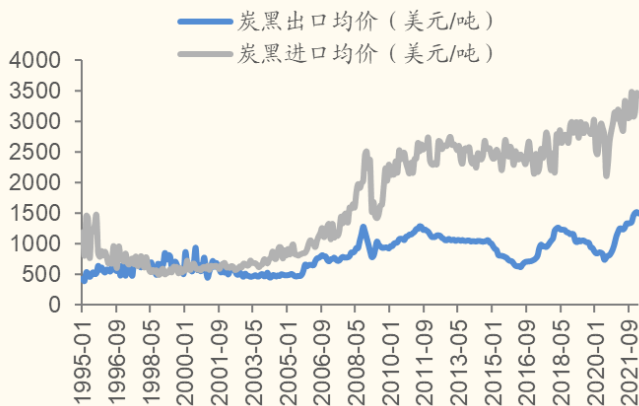
来源: WIND、国金证券研究所

二、依托规模优势，改善产品结构，构建现有产业链护城河

2.1、深度布局特种炭黑领域，改善现有产品结构

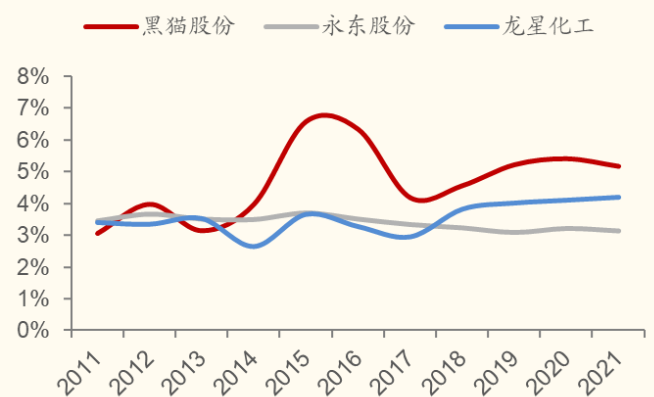
- **转变发展策略，炭黑规模和基础构建完成，进一步升级产品结构。**公司自1994年成立开始先后在江西、韩城、朝阳、乌海、邯郸、太原、唐山等地布局，形成8大基地的炭黑产线基础，规模和区域布局基本完成。而伴随着公司持续的发展，在规模扩充的基础上，需要进一步提升产品品质，2013年公司连同青岛科技大学共同组建青岛黑猫研究所，和内蒙古自治区政府共同出资组建内蒙古煤焦化工新材料研究院，对现有产品进行进一步的研发改进。
- **进入特种炭黑领域，加大产品研发布局。**伴随着我国的工业体系逐步完整，产业链构架逐步完善，我国对于炭黑的需求已经不仅仅局限于橡胶炭黑产品领域，对于其他色素、导电等领域的需求不断提升，然而国内在特炭领域积淀不足，多数化工产品都需要高度依赖产品进口，尤其是在中高端产品领域，难以形成自给，因而相比之下，我国虽然具有充足的炭黑产能，但是依然需要进口中高端特种炭黑产品，而进口价格远远高于我国产品出口价格。同时相比于普通炭黑产品，特种炭黑的下游要求相对较高，价格敏感度相对较低，产品具有较高的技术和生产要求，因而产品价格相对稳定，盈利空间更大。而公司布局炭黑产业以来，在投入比例和规模上都远高于行业水平。

图表 43：我国炭黑进出口产品价格（美元/吨）



来源：海关总署，国金证券研究所

图表 44：黑猫及同行业上市公司的研发投入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **内伸外延，携手安徽黑钰，拓展特种炭黑品类。**公司2017年开始布局特种炭黑，青岛研究院重点开发特种炭黑产品，2018年2万吨/年特种炭黑项目在内蒙古乌海投产，公司初步具备特种炭黑产品基础。目前公司具备特种炭黑产能13万吨，其中导电炭黑约1万吨。为了继续拓展特种炭黑的品类，公司2021年11月与安徽黑钰颜料新材料投资设立了安徽黑猫新材料有限公司，公司认缴出资6000万元，占合资公司注册资本的60%。安徽黑钰成立于2013年，是专业生产特种炭黑的国家级高新技术企业，公司成立后子公司购买了安徽黑钰的4条特种炭黑生产线，设计产能规模为2.5万吨/年，现有产能1.5万吨/年，同时将拥有安徽黑钰的无形资产，借助安徽黑钰在特种炭黑领域多年深耕的经验，可以丰富公司的产品型号，同时加速公司在特炭领域的渠道布局和技术研发，加速实现公司从普通炭黑向特种炭黑延伸发展的战略布局。

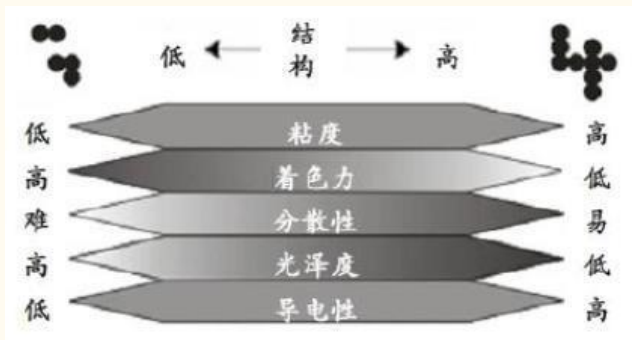
图表 45: 安徽黑钰在特炭领域的产品布局

产品分类	细分领域	用途
涂料领域	汽车涂料、木器漆等高端工业涂料领域用炭黑	
	效应颜料体系用炭黑	
	汽车及高档工业涂料用炭黑	汽车面漆、高档工业涂料
	通用型用炭黑	工业涂料、木器漆、塑胶着色、印刷油墨、纸张着色、陶瓷
油墨领域	调色用炭黑	工业涂料、装饰涂料、色母粒
塑胶领域	印刷油墨用炭黑	
	纺丝用高纯炭黑	PET、PE、PA、PP 色母粒
导电领域	环保型炭黑	符合食品接触条例 FDA 的炭黑
	超导电用炭黑	导电塑胶、导电橡胶、抗静电材料、导电涂层、导电胶黏剂或密封胶
密封胶领域	导电用炭黑	能够广泛应用于导体、半导体、静电薄膜以及导电涂层等领域
	密封胶用炭黑	挡风玻璃胶粘剂、聚氨酯胶粘剂、聚氨酯底涂、聚硫及聚异丁烯密封胶、环氧密封胶、PVC 和 PMMA 密封速溶胶
其他	水溶性炭黑	水性涂料、色浆、造纸、建筑水泥

来源: 安徽黑钰颜料新材料公司官网, 国金证券研究所

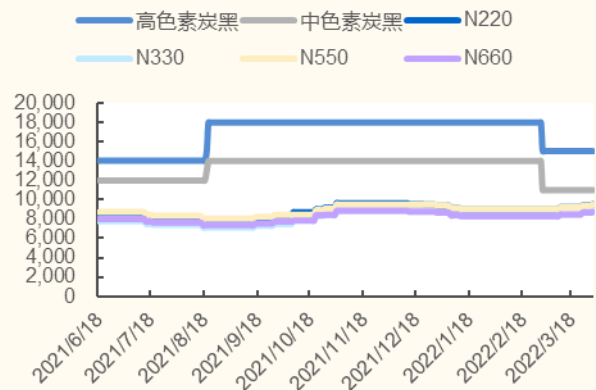
- **布局高附加值的特种炭黑产品, 降低普通炭黑盈利波动的影响。** 相比于普通炭黑产品, 特种炭黑的规模相对较小, 但由于具有特殊的应用要求和结构形态, 因而产品的价格相对更高, 且具有更高的产品盈利空间。2021 年我国特种炭黑消费量合计为 60 万吨, 仅占炭黑总消费量的 11%, 在中高端产品领域基本需要依赖产品进口。在产业和消费升级的背景下, 下游塑料、涂料、印刷和导电等方面的需求预计将持续增长, 特种炭黑产品具有较好的国产替代空间。目前国内高色素特种炭黑市场价格为 15000 元/吨, 普通炭黑价格基本在 10000 元/吨以下, 海外高端的特种炭黑售价甚至可以达到十几万元/吨。

图表 46: 炭黑产品结构和性能的关系



来源: 联科科技招股说明书, 国金证券研究所

图表 47: 不同种类炭黑产品的价格差异 (元/吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

2.2、依托产业链优势及碳基材料基础, 深度布局导电剂领域

导电炭黑和碳纳米管是主要的导电剂产品。 在锂离子电池充放电过程中, 需要电池正负极的电子和锂离子同时参与, 但一般的正负极的导电性能不佳, 难以满足电池的充放电性能, 因而在锂电池生产中, 往往需要在电池电极上添加导电剂, 来提升整体电池的充放电性能和速率。在不断的发展过程中, 电池导电剂也形成粒状、纤维状等多种导电剂种类, 各类品种的导电剂各有优缺点, 而在综合考量之下, 目前导电炭黑以及碳纳米管成为应用最为广泛的两类产品。

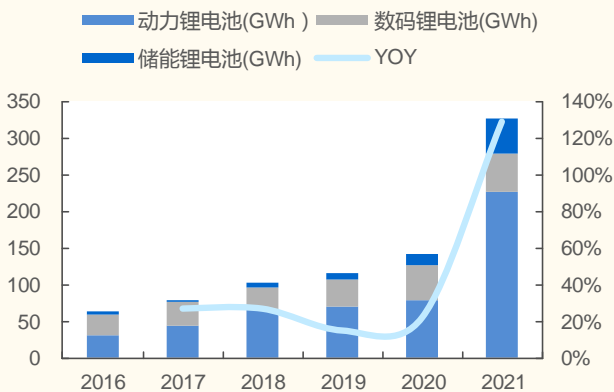
图表 48: 不同导电剂的优缺点对比

导电剂种类		优点	缺点
碳纳米管导电剂		导电性能优异, 添加量小, 提升电池能量密度, 提升电池循环寿命性能	需要预分散, 价格较高
炭黑类导电剂	SP	价格便宜, 经济性高	导电性能相对较差, 添加量大, 降低正极活性物质占比, 全依赖进口
	科琴黑	添加量较小, 适用于高倍率、高容量型锂电池	价格贵, 分散难、全依赖进口
	乙炔黑	吸液性较好, 有助提升循环寿命	价格较贵, 影响极片压实性能, 主要依赖进口
导电石墨类导电剂		颗粒度较大, 有利于提升极片压实性能	添加量较大, 主要依赖进口
VGCF (气相生长碳纤维)		导电性优异	分散困难、价格高、全依赖进口
石墨烯导电剂		导电性优异, 比表面积大, 可提升极片压实性能	分散性能较差, 需要复合使用, 使用相对局限 (主要用于磷酸铁锂电池)

来源: 天奈科技, 国金证券研究所

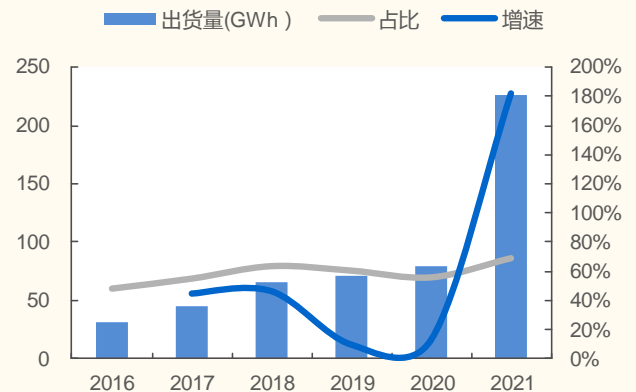
- 我国锂电池产业处于高速发展期, 导电剂产品行业将同步受益, 需求有望持续增长。在动力电池行业长期景气的背景下, 带动整体锂电池出货量呈现出高速增长的态势, 2021 年我国锂电池的出货量为 327GW, 同比增长 130%; 其中动力电池出货量为 226GW, 同比增长 183%, 占比为 69%。根据 GGII 的保守估计, 到 2025 年全球动力电池出货量将达到 1550GWh, 2030 年有望达到 3000GWh, 而我国在动力电池领域的市场份额稳定在 50% 以上, 是全球最为主要的动力电池需求市场。随着我国动力电池行业持续快速发展, 我国的锂电产业链的上游材料需求也将获得快速的提升, 导电剂的需求将获得快速增长。

图表 49: 中国锂电池分终端出货量情况 (GWh)



来源: GGII、国金证券研究所

图表 50: 中国动力电池出货量情况 (GWh)



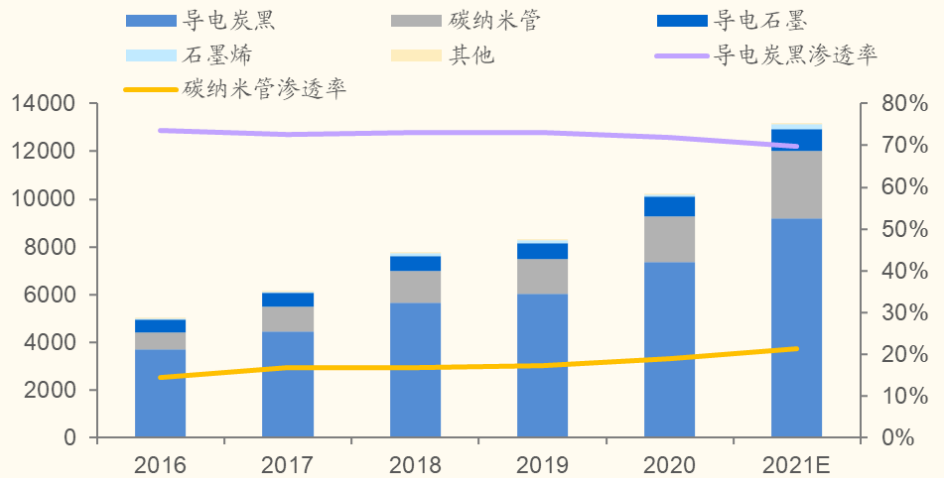
来源: GGII、国金证券研究所

伴随国内产业链基础的逐步完善, 产业链国产化将给国内关键材料供应商提供良好的产业发展机遇。在电池产业链发展前期, 国内相关产品的需求相对较小, 布局的企业相对较少, 技术壁垒较高的产品需要依赖产品进口才能满足要求, 而逐步伴随着国内的新能源行业的快速发展, 需求大幅提升加速了整个行业的产业链协同和研发布局节奏, 经过不断的累积, 国内的企业可以逐步在细分产品上对海外企业进行替代, 一方面可以进一步通过国内企业良好的成本管控能力和规模化扩张降低产品生产成本, 另一方面, 建立国内供应体系也是对整体供应链安全的有效保障。因而国内企业获得了良好的产业布局机会, 一方面将有望持续享受整体行业增长带来的巨大的发展空间, 另一方面也将不断提升国内的市场份额, 形成弯道超车的机会。

把握机会加速推进导电剂业务, 导电炭黑、碳纳米管双线布局。公司长期在碳基材料领域进行布局和发展, 具有产业链基础和研发基础, 因而公司结合自身优势, 加速切入到导电剂领域, 布局导电炭黑以及碳纳米管材料, 形成组合式的产品供应能力和产业链协同的竞争优势。目前在锂电池导电剂领域, 导电炭黑以其较高的性价比优势成为主流的应用产品, 而同时碳纳

米管借助他优异的导电性能，加入进行掺混使用，因而整体来看，导电炭黑和碳纳米管是行业内主要的导电剂产品，将伴随下游新能源行业的发展获得较大的市场空间的提升。

图表 51：中国锂电池导电剂的出货量分布（吨）



来源：GGII，国金证券研究所

- **导电炭黑行业壁垒较高，下游应用广泛。**特种炭黑主要有塑料、涂料和导电三大应用领域，其中导电炭黑特点为粒径小、结构高、表面洁净（化合物少）等，可以赋予材料更好的强度、韧性等技术指标，电阻系数比一般炭黑小得多，加入绝缘聚合物（塑料、橡胶）形成的导电网络，使原本为绝缘物的塑料、橡胶体积电阻率显著下降，可赋予制品导电或防静电作用，因而产品制备的难度也相对更高。导电炭黑在航空航天、国防军工、电动汽车、无线通讯、消费电子等领域均有相关的应用。

图表 52：导电炭黑的主要应用领域

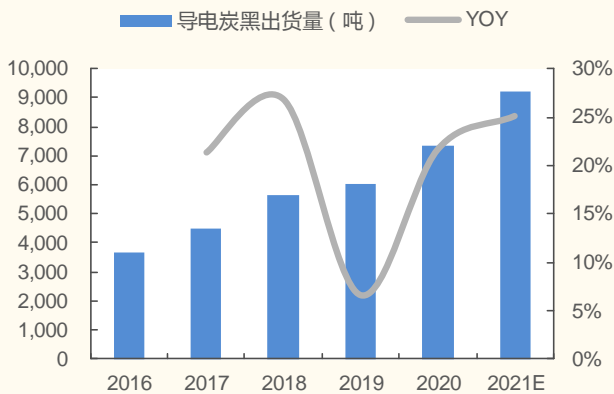
应用领域	主要性能及作用
电力电缆	电力电缆的屏蔽材料
锂离子电池	导电炭黑是锂离子电池正极极片的重要添加剂，其作用是提高正极电活性材料涂层与集电体之间的电子传输，降低电极的界面接触电阻，起到去极化的作用。
超级电容器电极	电容器是一种储蓄电能的器件，它可以避免电子仪器与设备因电源瞬间切断或电压偶尔降低而产生错误动作，超级电容器是采用具有高比表面积的多孔炭材料。
电磁屏蔽材料	电磁环境污染被称为第四大公害，电磁干扰影响各种电子设备的正常运行。导电炭黑用于电磁屏蔽材料中起到屏蔽电磁干扰的作用。
高效吸附材料	具有活性炭、碳纤维的功能
纺织品	抗静电
微生物水处理系统	导电炭黑为载体，起固定化酶的作用

来源：联科科技招股说明书、国金证券研究所

- **导电炭黑性价比较高，为当前的主流导电剂产品，受到下游新能源电池的需求拉动，具有较高的成长空间。**导电剂作为锂电池生产中的一种关键辅材，可以增加活性物质之间的导电接触，提升锂电池中电子在电极中的传输速率，从而提升锂电池的倍率性能和改善循环寿命。目前锂电池常用的导电剂主要包括炭黑类、石墨类和碳纳米管等，导电炭黑相对其他导电剂的经济性最高，且制造难度相对更低，因而是当前运用最广泛的导电剂产品，出货量占比一直在 70%左右，预计 2021 年我国锂电池导电剂出货量为 1.32 万吨，同比增长 29%；其中导电炭黑的出货量预计可达到 9200 吨，同比增长 25%。考虑到炭黑的性价比优势，且可以与其他材料掺混使用，因而在未来很长一段时期内仍将为主流的导电剂。
- **导电炭黑以外资供应为主，供给缺口导致产品价格不断上行。**我国导电炭黑产品发展相对较晚，而锂电级别的导电炭黑不仅对结构值、比表等参数

要求较高，还要能够满足电性能要求，下游企业需要对产品进行基础参数的检测等，还需要进行循环测试，因而在导电炭黑供应体系中，不仅仅技术要求极高，而且还需要较长的时间进行认证和合作。目前在锂电领域的导电炭黑供应中，主要以益瑞石的 Super P 系列为主要产品，卡博特、Denka、狮王的产品有部分应用，多数炭黑企业难以做到特种炭黑的生产，少量企业能够生产导电炭黑，但是多数难以应用在锂电领域。因而伴随着全球动力电池需求的快速提升，导电炭黑的需求也在快速增长，长期未有新增产能扩产的行业中，形成了明显的供给缺口，产品价格大幅提升。

图表 53: 中国导电炭黑出货量情况 (吨)



来源: GII、天奈科技招股说明书、国金证券研究所

图表 54: 海外主要的导电炭黑布局企业情况

企业名称	国家	主要产品	应用领域
卡博特	美国	导电炭黑, 碳纳米管	锂离子电池, 导电涂料, 塑料, 橡胶
欧励隆	德国	乙炔黑, 炉法炭黑, 特种炭黑	涂料, 油墨, 塑料, 橡胶
益瑞石	法国	导电炭黑, 导电石墨	锂离子电池, 导电塑料, 橡胶, 电缆
Denka	日本	乙炔黑	高性能电车和塑料
三菱化学	日本	导电炭黑	涂料, 油墨, 导电塑料
博拉集团	印度	导电炭黑	涂料, 油墨, 聚合物, 橡胶
国际中橡投资控股	中国台湾	导电炭黑	塑料

来源: 卡博特等、国金证券研究所

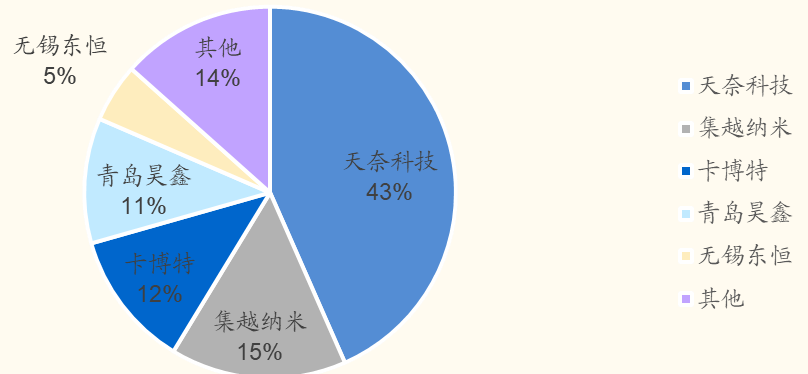
- **公司布局多层次的锂电用导电炭黑产品, 把握机遇积极进行产品国产替代。** 伴随着新能源领域的高速发展, 在经历了初期政策等多方的支持后, 产品继续高速发展则需要加大对成本的有效控制, 因而下游客户针对不同应用领域形成不同的产品需求, 公司针对不同的需求多层次布局导电炭黑产品。公司长期从事导电炭黑领域, 已经拥有 1 万吨导电炭黑产能, 主要应用于电缆屏蔽料、导电色母等领域, 具有一定的导电炭黑的技术和产线基础。而针对锂电用导电炭黑产品, 公司一直做着相关研究, 一方面通过青岛研究院聚焦于通过后处理的方式生产出高端特种炭黑, 对标到高端导电炭黑产品; 另一方面是通过股份公司专家委员会研发的新型油炉法工艺生产导电炭黑, 并且不断优化工艺技术从而尽快实现产业化的落地, 实现中端导电炭黑产品的国产替代。而公司原有的导电炭黑可以在金属离子等方面进行优化后进行初级产品的切入布局。
- 目前公司也在积极进行产品的参数调整和设备优化, 一旦通过客户的参数要求和认证, 有望快速通过对现有产线进行技改形成快速的产能释放。
- **布局碳纳米管粉体材料, 丰富导电剂的产品种类, 打造组合供应优势。** 相比于导电炭黑, 碳纳米管的导电性能更好, 但价格更贵, 且需要分散, 因而目前行业主要以导电炭黑掺混碳纳米管材料为主, 而由于下游多数同时需要多种材料掺混使用, 因而能够进行组合供应的企业有望充分享受渠道优势。近期公司发布公告, 拟投资 6.8 亿元在江西景德镇布局 5000 吨碳纳米管粉体及配套产业化项目, 一期建设 500 吨/年碳纳米管粉体产能, 预计 2022 年底建成投产; 二期建设 2500 吨/年碳纳米管粉体产能, 预计 2024 年底建成投产; 三期建设 2000 吨/年碳纳米管粉体产能, 预计 2026 年底建成投产。

碳纳米管导电性能优异, 有望受益于大倍率充放电需求的提升。 伴随动力电池快充等性能要求的提升, 锂电领域的导电剂使用量不断提升, 而碳纳米管具有更为优良的导电性能, 可以通过掺混结合其他材料来满足多种应用场景的需求。同时伴随快充性能要求的提升以及硅负极的使用, 将推动碳纳米管在导电剂领域的渗透率和使用量的进一步提升。

碳纳米管行业技术壁垒相对较高, 布局企业相对集中。 在碳纳米管的生产过程, 需要精确控制碳纳米管的管径和管长, 同时还需要严格控制材料纯度, 在生产过程中催化剂选择和使用, 反应提纯等都具有极高的产品要求。因而

能够参与碳纳米管的供应企业相对较少，目前国内仅有天奈科技、集越纳米、卡博特、青岛昊鑫、无锡东恒几家企业。公司借助自身在碳基材料领域的理解和积淀，通过产学研等多方交流合作，引入合作团队参与碳纳米管的布局当中。

图表 55: 2021 年中国碳纳米管导电浆料市场格局



来源: GGII, 天奈科技, 国金证券研究所

借助公司基地产业链优势，有望在产业突破后逐步强化成本管控。公司以传统炭黑发展起家，为了进行成本优化和能源综合利用，在基地配套能源一体化项目，可以利用炭黑尾气进行热电供应。同时公司作为传统的化工生产企业，在景德镇基地配有炭黑、白炭黑等产品的生产，配有综合三废处理的相关设施，因而公司在景德镇基地建设相关项目有望对碳纳米管粉体的生产进行一体化配套的成本节约。根据行业内企业的生产成本来看，碳纳米管的生产过程中需要大量耗电，同时需要进行废水处理，公司结合自身的产业链配套有望实现综合成本的不断优化。

2.3、扩展轮胎系列产品种类，提升同下游客户粘性

- **加强产品研发，布局湿法混炼胶产品。**公司作为国内最大的炭黑生产企业，同下游轮胎客户具有多年的合作基础，是国内外大型轮胎企业的主要炭黑供应商。而伴随着轮胎产品不断升级，对于滚阻、耐磨、节能等要求不断提升，公司结合下游产业链的发展技术，联动产学研进行产品研发，布局湿法混炼环节，为下游客户提供更为优质的原料。公司下属青岛研究院研发的“炭黑/橡胶纳米复合母胶技术”，主要采用液相复合技术制备高耐磨低生热的填料/橡胶复合材料，生产满足轮胎滚动阻力和耐磨性平衡要求的炭黑/橡胶纳米复合母胶。
- **结合自身的能源优势和产业链布局优势，分享多环节的利润空间。**通过该产品的提供，公司在下游炭黑供给的基础上，进一步延伸一个环节，借助公司自身的副产热电的优势，帮助下游客户减少生产环节，降低生产成本，提升生产效率，同时深度绑定下游客户，提升合作粘性，进一步降低单一环节的炭黑生产产生的盈利波动。目前公司已开始寄送大样给下游轮胎客户，后续将根据相关数据对产品工艺优化，完成论证后推进项目产业化尽快落地。
- **结合自身的苯酚类系列产品优势，延伸酚醛树脂，扩充产品的盈利空间。**公司传统业务属于煤焦油深加工产业链，在煤焦油副产物酚类产品领域具有原料布局优势，同时公司通过精细化工领域参与苯酚系列产品生产，在乌海基地具有合资公司的间苯二酚等原材料，借助原材料布局优势，公司计划投资 6500 万元，建设 1.5 万吨的酚醛树脂项目，其中一期建设年产 7000 吨间苯二酚树脂产能，二期建设年产 8000 吨苯酚改性树脂产能。通过参股公司的原料布局，公司基本可以实现核心原材料间苯二酚和苯酚的有效供给，形成一体化的产业链优势，同时公司的产品主要专注于增粘系

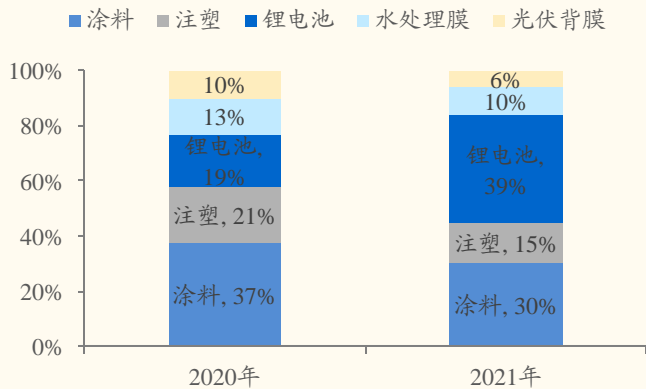
列酚醛树脂（主要应用于轮胎胎面胶、内面胶、胎肩垫胶）、补强系列酚醛树脂（主要应用于三角胶、胎面胶、胎边胶）、粘合系列酚醛树脂（主要应用于钢丝带束层及钢丝胎体），产品主要应用于轮胎领域，同现有的公司产业链形成协同优势，有望进一步丰富公司的产品种类，提升产品的盈利空间。

三、合力布局精细化工产品，构筑新材料平台

3.1、把握时机，借助自身优势，参股 PVDF 产业

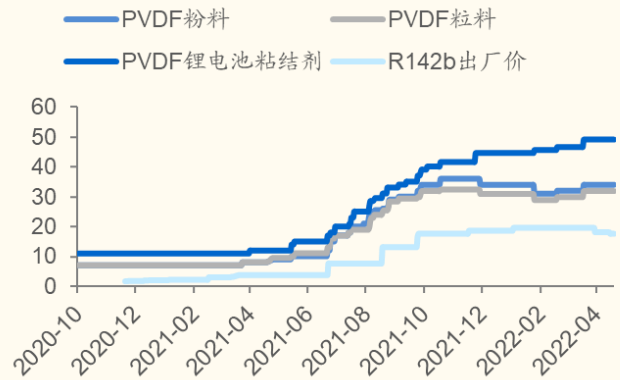
- **结合自身优势，布局快速成长赛道，提升公司发展空间。**公司长期从事炭黑产品生产，在碳基材料领域具有一定的布局，但相比之下传统领域的行业需求增速逐步转稳，因而能够延伸布局成长性赛道是带动公司进一步获得持续发展的关键。公司在生产炭黑过程中，尾气综合利用可以用于进一步热电供应，因而借助公司自身的能源供应优势和产业布局基础，公司可以通过合资方式切入成长赛道获得发展。
- **与联创股份合资建设 PVDF 产业链项目，参与新能源材料产业布局。**同一般行业相比，新能源行业正处于快速成长期，下游需求的持续提升带动了上游众多新能源材料产品的快速增长，而相比于一般的新能源上游材料，PVDF 的技术要求相对较高，具有较强的产品生产壁垒，因而在新能源加速发展的初期，行业内 PVDF 供给严重不足，具有较好的投资价值。公司结合自身产业链优势，与山东联创股份共同出资在内蒙古乌海市设立合资公司，公司认缴出资额为 1 亿元，持有 20% 股权。
- **公司和联创股份、西南电力、天津电力与乌海市人民政府签署投资框架协议，拟在乌海市高新技术产业开发区低碳产业园投资建设 5 万吨/年 PVDF 产业链及 0.6GW 配套绿电项目，投资总额约 72 亿元。**随着能耗管控越来越严格，能耗使用和指标是新建项目和项目未来稳定发展的关键因素之一，PVDF 生产企业需要把握下游需求快速释放的市场机遇，同时也需要寻找满足产业链供给基础和可持续发展的区域布局。
- **PVDF 项目结合公司和联创双方优势，有望加速推进项目落地，同时提升项目竞争力。**公司在乌海具有良好的产业基础，利用公司乌海基地的存量能耗指标，按照减量替代的模式支持项目立项所需能耗指标并及时完成相关能评手续，加速项目落地，同时在乌海基地生产原料供给充足，项目生产所需原料如电石、氯气、蒸汽等在当地及周边区域能以具备市场竞争力的价格获取，有利于 PVDF 项目快速落地，同时也有利于未来长期项目生产过程中，具有良好的成本优势，保证产品稳定供货。而联创股份多年来在氟化工领域深度布局，建立了完善的氟化工产业链，在 PVDF 链条中，自萤石和无水氟化氢等基础原材料开始，沿 R152a-R142b 直到 PVDF，具有全产业链配套基础。双方结合各自优势，加速推进 PVDF 项目落地。
- **PVDF，聚偏氟乙烯，是以 VDF（偏氟乙烯）聚合形成的含氟树脂。**PVDF 兼具通用树脂和含氟树脂的特性，具有良好的耐化学腐蚀性、耐高温性、抗氧化性等性能，还有压电性、热电性等特殊的性能，因而除了在传统的化工医药、建筑领域、金属冶炼等领域外，在新能源锂电池粘结剂领域应用快速提升。2021 年我国 PVDF 的需求量约为 4.89 万吨，相比于此前涂料产品作为 PVDF 的主要下游应用领域，锂电池领域的运用伴随下游需求快速提升，在 PVDF 里面的应用占比也已经由 19% 提升至 39%，成为 PVDF 领域里面需求增速最快的需求板块，预计伴随着下游新能源电池的持续发展，锂电池和光伏领域将成为 PVDF 消费量增长的核心驱动力。

图表 56: PVDF 下游应用分布比例



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

图表 57: PVDF 和原料 R142b 价格 (万元/吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- **新增产能释放需要相对较长周期, PVDF 行业预计在中期维度上维持高景气。**从供给端来看, 目前国内 PVDF 共有约 7.45 万吨产能, 但由于生产满足锂电级别的 PVDF 产品技术及参数调整相对较难, 并非所有企业都能够达到锂电级别要求, 因而在正常状态下锂电级别的产品售价也要高于常规粒料及粉料。由于 PVDF 下游需求增速较快, 较多企业都计划进行产能扩充和建设, 但由于 PVDF 的技术壁垒相对较强, 产能扩产周期相对较长, 因而从规划到进行审批, 再到项目建设就需要相对较长的时间, 同时也需要具有相对良好的产业技术和工艺基础, 而从产线建成到产线稳定运行, 还需要经历参数调整, 试生产以及客户认证等多个环节, 因而目前 PVDF 扩产规划虽然较多, 但 PVDF 的产能建设需要周期, 同时技术能否落地仍有不确定性, 叠加锂电级产品的难度相对较高, 因而伴随下游需求的快速提升, PVDF 产品预计仍将在中期维度维持较高景气。

图表 58: 国内 PVDF 产能及扩建规划情况

公司	现有产能 (万吨)	扩建产能 (万吨)	原料配套
阿科玛	1.45	0.5 技改	-
东岳集团	1	1 在建+0.5 办理+3 规划	√
三爱富	1	1.5 办理+1.3 办理	√
常熟苏威	0.8		-
日本株式会社吴羽	0.5	1.5 办理	-
乳源东阳光	0.5	1 办理+1 规划	√
中化蓝天	0.5	1.5 在建+3 规划	√
巨化股份	0.35	0.65 在建+2.35 规划	√
浙江孚诺林	0.3	2.5 在建	-
联创股份	0.3	0.5 在建+0.6 办理+5 规划	√
昊华科技	0.25		√
宁夏氟峰新材料		1 办理	
宁夏天霖新材料		1 在建	
永和股份		1 办理	
中创环保		1 规划	
理文化工		2 规划	
深圳新星		1 规划	
其他	0.5		
合计	7.45	7.45 现有+7.65 在建+6.9 办理+18.35 规划	

来源: 百川资讯, 公司公告等, 国金证券研究所 (办理指已经开始走手续审批, 规划产能或有早晚)

- 公司的合作方联创股份目前 PVDF 在运营产能 3000 吨/年, 有 5000 吨/年在建产能, 以及 6000 吨/年 PVDF 及配套 11000 吨/年 HCFC-142b 联产

30000 吨/年 HFC-152a 改建项目在项目手续办理中。而公司投产的 3000 吨产能已经达到稳定运行状态，产品通过宁德时代供应商准入审核，子公司华安新材正式纳入宁德时代供应链体系，主要为宁德时代及其关联公司（青海时代、溧阳时代、时代上汽、四川时代等）提供锂电池级 PVDF 产品。公司已经掌握锂电级产品的生产能力，3000 吨产线，现有产能利用率已经达到 8 成以上。

- **合作方已经具备产业基础技术，未来产能扩充具有产业基础和客户基础，将有利于产线的快速建设。**联创股份已经能够供给锂电级产品，具有产线和技术工艺，产品通过下游客户认证，具有客户基础，公司同联创进行合作，项目落地的概率相对较大，有利于项目推进和未来产品销售。而公司、联创同乌海政府签订了投资框架协议，在建设 5 万吨 PVDF 的项目基础上，还将配套 0.6GW 的绿电建设，项目分两期建设，在获得土地后 18 月首期投产。当地政府将全力配合项目建设，协调能耗指标、用水指标、排放指标、绿电指标，配套绿电由项目直接使用，余电全部上网。而在项目布局的园区公司可以就近获取热电、电石、氯气、蒸汽等原材料及能源，有利于项目合理管控成本，在长期竞争中，形成竞争优势。

3.2、依托产业链优势同安徽时联深度合作，布局精细化工品

- **依托原有产业链优势，合作安徽时联快速布局酚类产品。**公司多年来在煤焦化领域具有持续的研发积淀，作为主要的炭黑生产原料，公司配有煤焦油深加工产能 95 万吨，在利用原料的基础上，进一步针对提炼生产的含酚钠盐废水进行综合利用。安徽时联拥有自主研发的专有技术，主要从事高纯特种溶剂及精细化工产品的研究、开发与生产，拥有完全处理高浓度含酚、含盐污水能力，处理完成后的污水能够实现达标排放；以粗酚为原料进行全分离并纯化，生产高品质的苯酚、邻甲酚、间对甲酚、间甲酚、对甲酚、二甲酚等高纯酚系列产品以及多种酚系衍生物及抗氧化剂系列产品。公司自身用于酚钠盐副产，同时在相关的基地配有尾气综合利用项目，能够有效供能，因而公司结合自身的产业链优势、能源优势以及安徽时联的技术优势和产业基础，进行精细化工产品的延伸合作。

图表 59：公司与安徽时联的合作情况

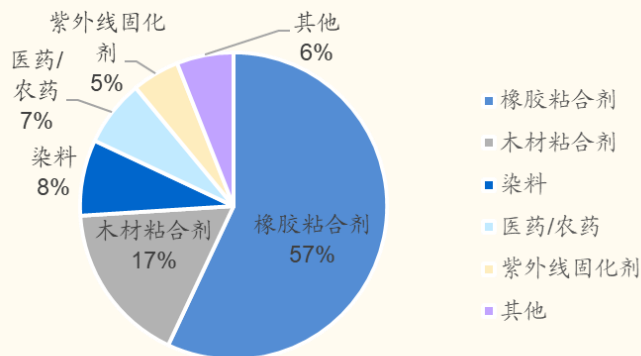
名称	持股比例	项目	进度
乌海时联环保科技	35%	一期：乌海三兴重整，在酚精制的基础上新增投入和技术改造，建设年产 1 万吨间苯二酚	建成
		二期：1.2 万吨/年轮胎用高端树脂、6 万吨/年酚钠盐、3000 吨/年高纯溶剂、1000 吨/年对苯基苯酚、3000 吨/年抗氧化剂项目等	规划
山东时联黑猫新材料	35%	一期：12 万吨/年中性酚钠盐深度加工处理资源综合利用：混合酚（1.92 万吨/年）和混合甲酚（0.53 万吨/年），同时副产高温酚油（0.56 万吨/年）和硫酸钠（2.60 万吨/年）	建成
		二期：5 万吨/年粗（混）酚分离精制资源综合利用项目：苯酚（1.87 万吨/年）、邻甲酚（0.64 万吨/年）、间甲酚（1.09 万吨/年）、对甲酚（0.54 万吨/年）、2,4-二甲酚（1808 吨/年）、2,5-二甲酚（800 吨/年）、2,6-二甲酚（248 吨/年）、3,4-二甲酚（427 吨/年）、3,5-二甲酚（2832 吨/年）、乙基酚（521 吨/年）以及精制混合酚（187 吨/年）、高温酚油（2074 吨/年）	规划

来源：公司公告，国金证券研究所

- **乌海基地整合周边产能，布局间苯二酚产品，延伸发展高端树脂、酚钠盐产业链。**公司同安徽时联先后在公司乌海和济宁基地布局了两个精细化工基地，乌海时联公司出资 1.11 亿元，持股 34.84%。乌海时联先对周边企业乌海三兴进行重整后，建成了 1 万吨间苯二酚的产能，2020 年，已经实现净利润正向贡献，2021 年公司仍在持续进行产线技术优化，有望进一步降低产品的生产成本，优化盈利能力。在一期项目建成的基础上，公司通过增资，将在 2022 年开启二期项目，布局做下游树脂延伸和酚钠盐项目，同时借助时联在前期高纯酚系列产品的技术积淀，布局相关的苯基苯酚、高纯溶剂以及抗氧化剂等产品。

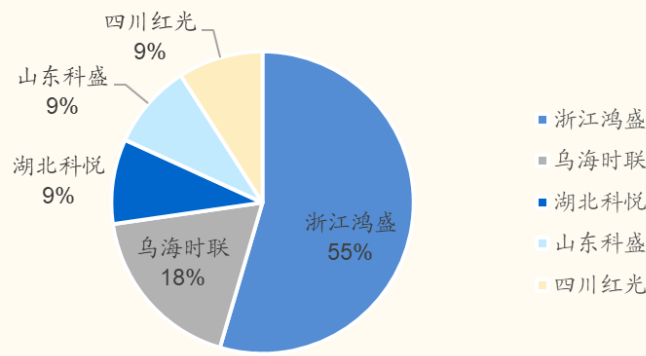
- 间苯二酚作为重要的有机物中间体，下游涉及到橡胶、塑料、医药、农药、燃料等多个领域。间苯二酚我国年需求量约为 2 万多吨，主要作为精细化工产品的中间体在粘合剂领域应用十分广泛，其中橡胶、木材粘合剂占据了行业近四分之三的产品需求。国内间苯二酚生产企业相对集中，乌海时联产能投产后产能位居行业第二位。由于间苯二酚生产环节涉及到较强的环保处理和副产物消化等问题，小规模企业的处理能力有所不足，因而行业内的供给成本差异相对较大，行业整体的产能利用率也仅能维持 5-6 成，但头部企业的开工远高于行业水平。

图表 60：间苯二酚下游应用领域分布



来源：百川资讯，国金证券研究所

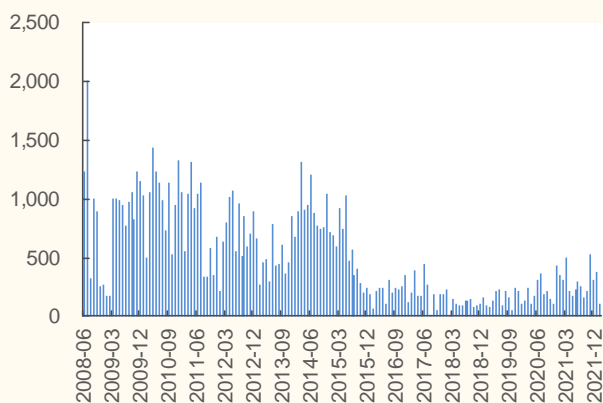
图表 61：间苯二酚生产企业情况



来源：国金证券研究所

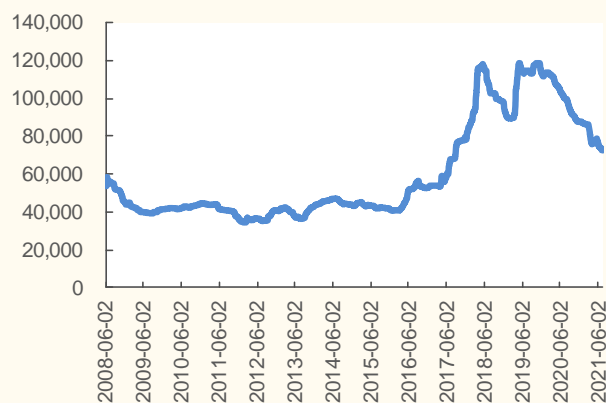
- 反倾销政策下，国内间苯二酚行情相对较好。2013 年商务部开始对原产于日本和美国的进口间苯二酚征收反倾销税，在 2018 年时对其进行复审调查后决定从 2019 年开始继续征收反倾销税，征收反倾销税税率为 30.1%-40.5%，实施期限 5 年。在税收政策的影响下国内间苯二酚的进口数量持续下降，行业供需情况改善后产品价格也显著回升。
- 乌海时联 2020 年 8 月投产的 1 万吨产能，经过 2021 年的不断的产线优化和改善，预计今后的开工率和产品质量都将有进一步的提升。伴随着乌海基地的一期、二期项目相继投产和优化，公司有望在精细化工领域进一步丰富现有产品品类，获得更高的产品附加值。而作为间苯二酚的重要下游高端树脂产品，公司可以通过原料向下游轮胎领域进一步延伸扩充品类，借助公司自身的渠道优势，加强同客户的协同性。

图表 62：我国间苯二酚每月进口量（吨）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 63：国内间苯二酚现货价格（元/吨）



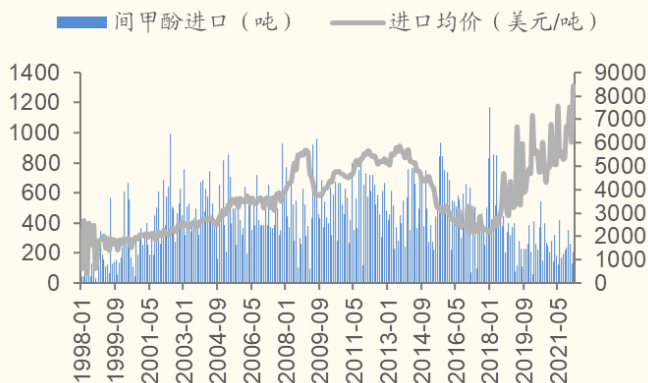
来源：WIND、国金证券研究所

- 山东基地布局间甲酚产业链生产，生产企业集中，产品盈利相对较好。间甲酚的生产工艺包括提取法和合成法，但是无论哪一种方法，生产的产品都有副产物，且由于甲酚具有三种异构体，间甲酚和对甲酚的沸点接近，分离难度极大，因而间甲酚的生产不仅需要解决生产工艺的问题，还需要同时解决纯化、副产物利用处理的问题，进入壁垒相对较高。间甲酚早期

主要由海外企业供应，我国产品也需要大量进口，国内企业规模相对较小，技术并不成熟，同海外企业的竞争优势相对较差，在价格竞争过程中，国内部分小规模企业或退出，或转产，存留企业相对较少。

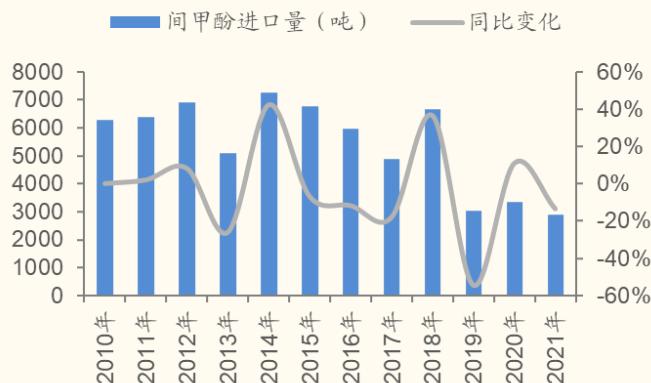
- **间甲酚开启反倾销，国内间甲酚供给格局有所好转。**2019年7月，商务部决定对原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查，2020年11月初步认定原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚存在倾销，2021年1月开始征收反倾销税。相应的我国2019年以来进口间甲酚数量大幅减少，进口均价也伴随国内供给相对有序而有所提升。

图表 64：我国进口间甲酚数量及价格



来源：Wind，国金证券研究所

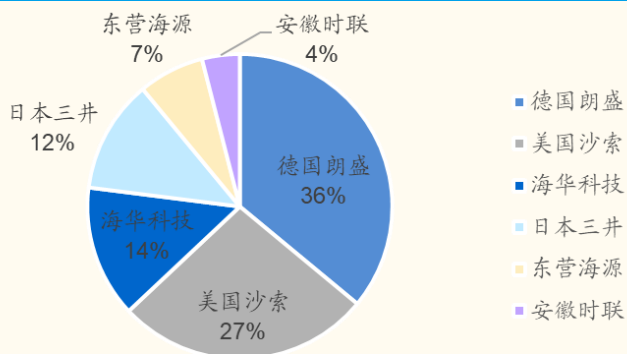
图表 65：我国间甲酚年度进口数量情况 (吨)



来源：Wind，国金证券研究所

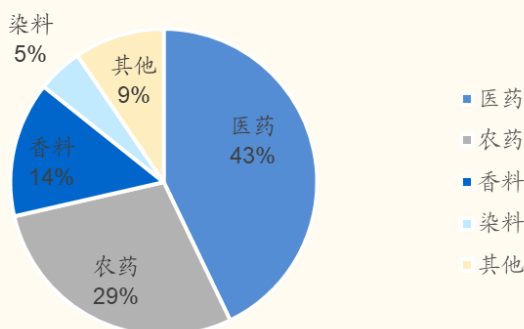
- 山东时联公司出资 2380 万元，持股 35%，布局建设 12 万吨的酚钠盐深加工项目（生产出粗酚初步供应安徽时联）和 5 万吨粗酚精制项目（对应 1.1 万吨间甲酚），目前一期项目公司在今年基本完成，预计二期项目将在下半年启动，通过项目建设公司将获得 1.1 万吨间甲酚产能，以及其他临、对甲酚等产品。
- **间甲酚下游需求向好，间甲酚价格短期仍将表现景气。**间甲酚主要用于精细化工医药、农药、香料等领域产品的中间体，伴随着国内农药承接海外订单的提升，下游香料薄荷醇将加大间甲酚的需求，因而短期国内间甲酚运行仍将保持相对景气，中长期，伴随行业海华科技（1 万吨间甲酚预计 2022 年下半年投产，配套下游薄荷醇产能）、山东时联（1.1 万吨间甲酚建设），行业盈利情况将有所回落，但受益于反倾销以及供应格局的良好基础，预期间甲酚仍将获得较好盈利水平。

图表 66：间甲酚生产企业占比情况



来源：化工市场信息，国金证券研究所

图表 67：间甲酚下游应用占比情况



来源：化工市场信息，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

- **炭黑产品：**炭黑行业整体相对分散，一季度下游受到疫情等因素的影响，短期需求支撑不足，但从 3 月份开始，国内的炭黑市场受到出口需求带动实现整体营收的好转，预计海外供给不足的状态将有望在下半年持续，因而预期今年炭黑的产品盈利将维持现阶段的盈利水平，2023-2024 年预期疫情好转将有望带动行业回归正常的需求状态。
 - **产品销量：**公司拥有 110 万吨产能，后期还将有 16 万吨的产能扩产，产能相对充足，预期此后的普通炭黑产品将维持相对平稳的运行状态，产量略有小幅提升；
 - **产品盈利：**预期今年后期炭黑受到国内需求恢复以及海外供给缺口的影响，整体盈利有望维持较好水平。
- **煤焦油深加工及白炭黑：**公司煤焦油深加工业务主要为炭黑产品生产进行布局，实现能源综合利用，白炭黑产品贡献相对较小，预期将维持相对平稳态势；
- **导电炭黑：**公司深度布局导电炭黑，2021 年开始加速突破，预计今年公司有望实现少量产品销售，2023-2024 年公司布局的导电炭黑产线有望伴随着行业需求进一步放大，产品销售实现快速提升，预测公司 2022-2024 年，导电炭黑产品销量约为 1200、4000、6500 吨。
- **精细化工（参股）：**公司同安徽时联合作的乌海、济宁两大项目有望在 2022-2023 年逐步走向正轨，产能利用率不断提升，项目基础将构建完成，因而有望开始逐步贡献投资收益；公司同联创股份合作的 PVDF 项目有望在明年开始少量贡献业绩，三个项目收益逐步提升将有望带动公司的投资收益进入放量阶段，22 年公司的投资收益相对较小，23 年有望超过 1 亿元，24 年将达到 2 亿元以上。

图表 68：公司营收及盈利预测

产品		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
炭黑	产品销量（万吨）	96	93	94	97	100	101
	产品价格（元/吨）	5793	4968	7294	9450	9361	9361
	产品收入（百万元）	5579	4626	6836	9147	9391	9473
	同比增速	-17.6%	-17.1%	47.8%	33.8%	2.7%	0.9%
	产品毛利润（百万元）	359	556	957	1014	962	970
	毛利率	6.4%	12.0%	14.0%	11.1%	10.2%	10.2%
焦油精制产品	产品销量（万吨）	19	26	22	25	25	26
	产品价格（元/吨）	2774	2202	3248	4820	4820	4820
	产品收入（百万元）	520	562	1405	1205	1205	1253
	同比增速	-24.3%	8.2%	150.0%	-14.2%	0.0%	4.0%
	产品毛利润（百万元）	-1	4	3	2	2	2
	毛利率	-0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
白炭黑	产品收入（百万元）	218	174	182	203	203	203
	同比增速	14.2%	-20.0%	4.5%	11.7%	0.0%	0.0%
	产品毛利润（百万元）	19	-20	14	14	14	14
	毛利率	8.8%	-11.6%	7.4%	6.9%	6.9%	6.9%
导电炭黑	产品收入（百万元）				66	195	316

		同比增速				195.7%	62.5%
	产品毛利润 (百万元)				36	103	173
	毛利率				54.4%	52.7%	54.8%
其他业务	产品收入 (百万元)	228	198	205	200	300	400
	同比增速	-8.4%	-13.2%	3.9%	-2.6%	50.0%	33.3%
	产品毛利润 (百万元)	63	46	41	40	95	130
	毛利率	27.5%	23.4%	19.9%	20.0%	31.7%	32.5%
总计	营业收入 (百万元)	6544	5560	8629	10821	11294	11646
	同比增速	-17.1%	-15.0%	55.2%	25.4%	4.4%	3.1%
	毛利润 (百万元)	440	587	1014	1105	1175	1289
	毛利率	6.7%	10.6%	11.8%	10.2%	10.4%	11.1%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 综合以上，预测公司 2022-2024 年实现营业收入约为 108、113、116 亿元，同比增长 25%、4%、3%，营业利润分别为 11.1、11.8、12.9 亿元，归母净利润为 4.38、5.38、7.77 亿元。

4.2、投资建议

- 公司整体业务兼具炭黑等传统化工板块、导电剂等新能源材料板块以及参股的精细化工板块，参考行业向新能源、新材料领域布局的企业的估值水平，给予公司 2022 年综合 PE 估值 21 倍，目标价为 12.31 元，给与“买入”评级。

图表 69：同行业估值水平比较

公司	代码	当前股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022	2023	2024	2022	2023	2024
联泓新科	003022.SZ	21.67	289.42	1.00	1.26	1.48	21.7	17.2	14.6
合盛硅业	603260.SH	84.48	907.46	8.62	9.57	11.10	9.8	8.8	7.6
联创股份	300343.SZ	11.95	137.30	1.11	1.29	1.30	10.8	9.3	9.2
天奈科技	688116.SH	135.18	313.93	2.71	4.68	6.90	49.9	28.9	19.6
彤程新材	603650.SH	27.06	161.59	0.83	1.24	1.52	32.6	21.8	17.8
行业均值							25.0	17.2	13.8
行业中位数							21.7	17.2	14.6
黑猫股份	002068.SZ	9.97	74.59	0.59	0.72	1.04	17.0	13.8	9.6

来源：Wind，国金证券研究所（股价以 5 月 17 日为准）

五、风险提示

- **传统炭黑价格波动风险：**我国炭黑行业产能充足，若新增产能扩张过快或者下游需求释放不及预期，可能导致行业供需格局恶化，产品盈利受到压缩，进一步影响公司的经营情况。
- **导电剂等产品下游客户认证风险：**公司在布局的导电炭黑以及未来的碳纳米管产品具有较高的技术要求，产品还需要通过下游客户较长时间的认证，若下游客户认证时间过长，可能影响产品放量速度。
- **原料价格大幅波动风险：**炭黑生产所用的主要原材料包括乙烯焦油、蒽油、煤焦油等均为大宗原材料，在我国生产成本受到煤焦油价格影响极大，若原材料价格大幅波动会影响传统炭黑产品的盈利空间。

- **新建项目产能投放不及预期风险：**公司参股的精细化工项目酚类产品以及 PVDF 项目将在今明两年集中投产，为公司贡献投资收益，若项目建设进入不及预期，将影响公司 2023-2024 年的盈利情况；同时公司全资布局的碳纳米管、酚醛树脂、湿法混炼胶等项目也将在未来 1-2 年相继落地，若项目建设不及预期将会影响公司的业绩情况。公司的投资收益较大程度上受到新建项目的影晌。
- **环保等政策变动风险：**公司的原材主要来自于煤焦化，部分生产基地位于 2+26 区域内，若由于环保等政策导致行业开工受到影晌，预计将带动公司的产品销量受到一定的影晌。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,544	5,560	7,930	10,821	11,294	11,646	货币资金	798	305	313	595	720	734
增长率	-15.0%	42.6%	36.5%	4.4%	3.1%		应收账款	2,049	2,402	2,187	3,136	3,273	3,375
主营业务成本	-6,104	-4,973	-6,916	-9,716	-10,119	-10,357	存货	601	633	964	1,251	1,303	1,334
%销售收入	93.3%	89.4%	87.2%	89.8%	89.6%	88.9%	其他流动资产	168	145	152	181	197	207
毛利	440	587	1,014	1,105	1,175	1,289	流动资产	3,617	3,486	3,615	5,163	5,493	5,650
%销售收入	6.7%	10.6%	12.8%	10.2%	10.4%	11.1%	%总资产	50.3%	50.3%	50.9%	58.7%	57.5%	56.4%
营业税金及附加	-37	-43	-52	-76	-79	-82	长期投资	53	55	93	193	299	349
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	3,221	3,112	3,059	3,100	3,425	3,675
销售费用	-321	-77	-70	-108	-113	-116	%总资产	44.8%	44.9%	43.1%	35.2%	35.8%	36.7%
%销售收入	4.9%	1.4%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	236	226	241	246	251	257
管理费用	-202	-215	-224	-325	-339	-349	非流动资产	3,569	3,447	3,488	3,633	4,068	4,373
%销售收入	3.1%	3.9%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	49.7%	49.7%	49.1%	41.3%	42.5%	43.6%
研发费用	-4	-6	-5	-6	-7	-7	资产总计	7,186	6,933	7,103	8,796	9,561	10,023
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	2,136	1,486	1,637	2,395	2,741	2,440
息税前利润 (EBIT)	-124	247	664	590	638	735	应付款项	1,887	1,775	1,541	2,137	2,087	2,136
%销售收入	n.a	4.4%	8.4%	5.5%	5.6%	6.3%	其他流动负债	82	99	127	122	134	156
财务费用	-84	-101	-81	-80	-100	-103	流动负债	4,106	3,360	3,305	4,655	4,963	4,732
%销售收入	1.3%	1.8%	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	长期贷款	0	400	300	300	300	300
资产减值损失	-88	-63	-57	0	0	0	其他长期负债	96	89	100	92	93	89
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	4,202	3,849	3,705	5,047	5,356	5,122
投资收益	-10	2	-27	11	101	276	普通股股东权益	2,876	2,994	3,254	3,581	4,007	4,671
%税前利润	n.a	1.6%	n.a	2.2%	16.1%	30.8%	其中：股本	727	745	748	748	748	748
营业利润	-287	113	527	521	639	908	未分配利润	581	669	897	1,223	1,649	2,314
营业利润率	n.a	2.0%	6.6%	4.8%	5.7%	7.8%	少数股东权益	108	90	144	169	199	231
营业外收支	-12	-11	-26	-9	-11	-14	负债股东权益合计	7,186	6,933	7,103	8,796	9,561	10,023
税前利润	-300	102	501	512	628	894	比率分析						
利润率	n.a	1.8%	6.3%	4.7%	5.6%	7.7%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-19	-18	-46	-49	-60	-85	每股指标						
所得税率	n.a	17.6%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%	每股收益	-0.380	0.130	0.577	0.586	0.720	1.038
净利润	-318	84	455	463	568	809	每股净资产	3.956	4.020	4.350	4.786	5.356	6.244
少数股东损益	-42	-13	24	25	30	32	每股经营现金净流	0.691	-0.059	0.262	0.321	1.038	1.464
归属于母公司的净利润	-276	97	431	438	538	777	每股股利	0.000	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	n.a	1.7%	5.4%	4.1%	4.8%	6.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-9.61%	3.24%	13.26%	12.24%	13.44%	16.63%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	-3.85%	1.40%	6.07%	4.98%	5.63%	7.75%
净利润	-318	84	455	463	568	809	投入资本收益率	-2.57%	4.10%	11.30%	8.29%	7.96%	8.70%
少数股东损益	-42	-13	24	25	30	32	增长率						
非现金支出	401	398	407	365	431	505	主营业务收入增长率	-17.09%	-15.04%	42.64%	36.45%	4.37%	3.12%
非经营收益	93	115	118	85	20	-147	EBIT增长率	N/A	-299.5%	168.6%	-11.10%	8.04%	15.28%
营运资金变动	327	-641	-784	-674	-243	-72	净利润增长率	-168.9%	-135.1%	344.7%	1.63%	22.81%	44.25%
经营活动现金净流	502	-44	196	240	777	1,095	总资产增长率	0.58%	-3.53%	2.45%	23.84%	8.69%	4.84%
资本开支	-140	-133	-180	-421	-771	-774	资产管理能力						
投资	-106	44	-47	-100	-106	-50	应收账款周转天数	68.8	84.9	71.8	72.0	72.0	72.0
其他	2	3	10	11	101	276	存货周转天数	39.0	45.3	42.1	47.0	47.0	47.0
投资活动现金净流	-244	-85	-216	-510	-775	-548	应付账款周转天数	41.4	47.4	35.5	35.0	30.0	30.0
股权募资	0	44	41	0	0	0	固定资产周转天数	166.5	198.3	132.2	101.7	104.7	106.2
债权募资	105	-250	50	756	350	-302	偿债能力						
其他	-326	-81	-99	-198	-223	-227	净负债/股东权益	44.83%	50.59%	47.82%	56.03%	55.21%	40.92%
筹资活动现金净流	-221	-286	-8	557	127	-529	EBIT利息保障倍数	-1.5	2.5	8.2	7.4	6.4	7.1
现金净流量	53	-442	-31	287	129	17	资产负债率	58.47%	55.52%	52.16%	57.38%	56.01%	51.10%

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	1	3	6	7	9
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402