

买入

黑猫股份 (002068.SZ)

传统炭黑利润触底回升，布局锂电炭黑切入新能源赛道

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 橡胶

◆ 投资评级：买入(调高评级)

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn
 证券分析师： 刘子栋 021-60933133 liuzidong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
 执证编码：S0980521020002

事项：

公司公告：2022 年上半年公司实现归母净利润 6000-7500 万元，同比下降 86.96% - 83.70%；推算二季度单季度实现归母净利润 4957-6457 万元，实现扭亏为盈。

国信化工观点：1) 炭黑盈利触底回升，中长期维持较高景气度，公司业绩弹性逐步显现；2) 布局锂电炭黑，市场空间巨大；3) 布局碳纳米管、PVDF 等新能源材料，切入新能源赛道，综合实力不断提升；4) 维持 22-24 年净利润预测 2.83/5.95/8.52 亿，EPS 为 0.38/0.80/1.14 元/股，对应 PE 为 50/24/17x，我们认为随着公司导电炭黑的验证进展逐步清晰，导电炭黑在下半年及明年放量可期，切入新能源赛道以后公司整体估值水平有望提升，因此上调评级至“买入”评级。

风险提示：公司导电炭黑产品送样结果不达预期；公司在建项目不达预期；原材料煤焦油涨价超预期；下游轮胎行业需求复苏不达预期等。

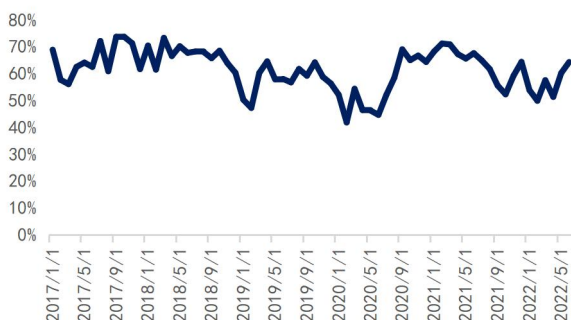
评论：

◆ 炭黑盈利触底回升，中长期维持较高景气度，公司业绩弹性逐步显现

炭黑价格自 3 月份以来不断上行，目前山东市场炭黑主流市场价均已达到 9000-10000 元/吨左右，达到历史新高水平。我们判断，本轮炭黑涨价是受供需多种因素共同作用的结果：1) 供给端，受原材料、疫情等因素影响，炭黑行业开工率下滑，供给端有所收缩；2) 出口端，俄乌紧张局势下，欧洲地区炭黑供应缺口较大，带动国内炭黑出口量增加；3) 需求端，4 月份下游轮胎企业刚需备货下对炭黑库存有所消耗等。

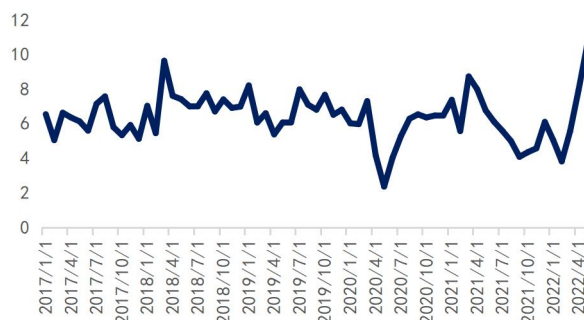
我们判断未来整体供需仍然偏紧，行业有望继续维持较高的景气度。按照 85% 的开工率测算不同煤焦油成本及炭黑价格下的业绩弹性。炭黑价格每涨 1000 元/吨，带动业绩增长约 6 亿元；煤焦油价格每涨 1000 元/吨，带动利润下滑约 11 亿元。预计未来行业平均利润有望维持在 200-300 元的盈利区间。

图1：炭黑行业月度开工率



资料来源：卓创资讯，国信证券研究所整理

图2：炭黑行业月度出口量 (万吨)



资料来源：卓创资讯，国信证券研究所整理

图3：炭黑行业月度库存（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券研究所整理

图4：炭黑价格与价差走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券研究所整理

表1：公司利润弹性测算

理论盈利	炭黑价格（元/吨）							
	5000	6000	7000	8000	9000	10000	11000	12000
煤焦油价格 （元/吨）	2000	-1	5	11	17	24	30	42
	3000	-12	-6	0	7	13	19	31
	4000	-23	-17	-10	-4	2	8	21
	5000	-33	-27	-21	-15	-9	-2	10
	6000	-44	-38	-32	-26	-19	-13	-1

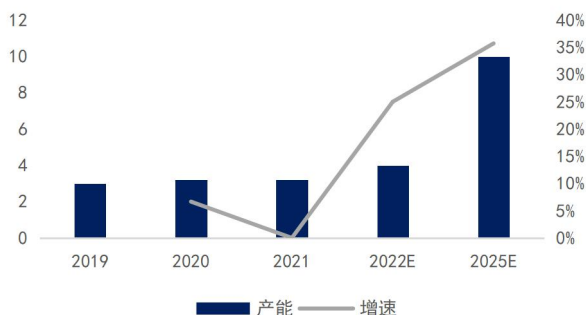
资料来源：Wind，国信证券研究所测算

◆ 布局锂电炭黑，市场空间巨大

公司于 2017 年开始布局特种炭黑，目前具备特种炭黑产能 13 万吨，主要应用在非橡胶特种炭黑领域，包括导电炭黑、涂料炭黑、油墨炭黑等，其中导电炭黑约 1 万吨。公司目前正在大力推进锂电级导电炭黑的研发与推广，正在与国轩高科等电池厂送样测试，若顺利通过测试，则锂电炭黑可进入放量阶段，带动公司盈利大幅提升。

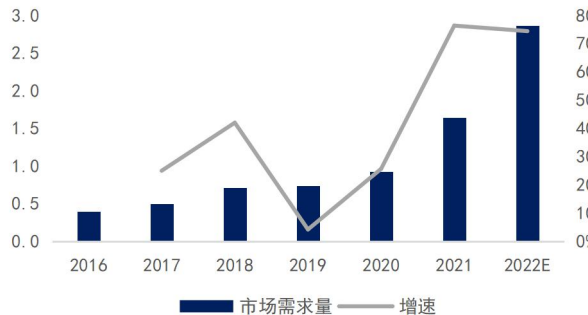
锂电级导电炭黑市场国产替代空间广阔。目前国内中高端锂电炭黑市场基本以法国益瑞石和美国卡博特产品为主，公司产品有望对其形成替代。2021 年全球市场规模约 3 万吨，预计 2025 年增长至 10 万吨左右，未来国产化替代空间巨大。

图5：全球导电炭黑产能及增速（万吨，%）



资料来源：华经情报网，国信证券研究所整理

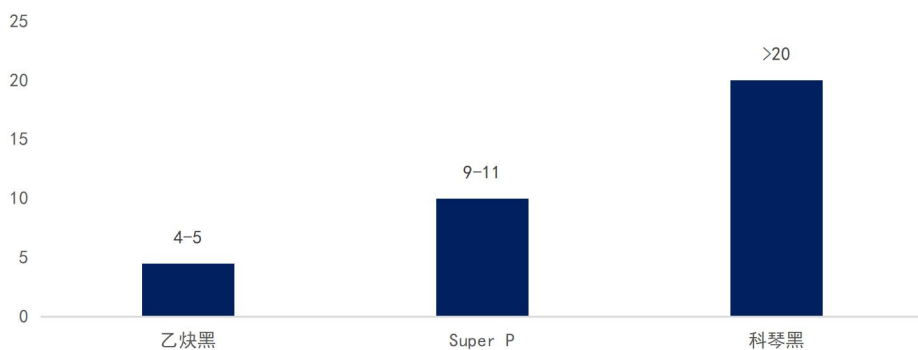
图6：中国导电炭黑行业需求量及增速（万吨，%）



资料来源：华经情报网，国信证券研究所整理

导电炭黑近两年预计维持高盈利。由于外资产品扩产力度有限，国内供需缺口较大，益瑞石 Super P 产品贸易商报价目前已上涨至 15 万/吨左右，高端科琴黑产品价格可达 20 万元/吨以上，我们预计未来随着锂电池需求增长，导电炭黑市场空间巨大，国产化趋势显著。

图7：2021 年底中国导电炭黑各种类市场价格情况（万元/吨）



资料来源：华经情报网，国信证券研究所整理

◆ 布局碳纳米管、PVDF 等新能源材料，切入新能源赛道，综合实力不断提升

公司将以黑猫高材为主体，投资新建“年产 5000 吨碳纳米管粉体及配套产业一体化项目”，项目预计投资总额约 68,000 万元，分三期建设，其中一期建设 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。

公司同联创股份、西南电力、天津电力与乌海市人民政府签署《投资框架协议书》，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。其中 5 万吨/年 PVDF 产业链项目，由公司与联创股份成立合资公司来做。

◆ 投资建议：看好切入新能源赛道带来估值提升，上调评级至“买入”评级

维持 22-24 年净利润预测 2.83/5.95/8.52 亿，EPS 为 0.38/0.80/1.14 元/股，对应 PE 为 50/24/17x，我们认为随着公司导电炭黑的验证进展逐步清晰，导电炭黑在下半年及明年放量可期，切入新能源赛道以后公司整体估值水平有望提升，因此上调评级至“买入”评级。

◆ 风险提示

公司导电炭黑产品送样结果不达预期；公司在建项目不达预期；原材料煤焦油涨价超预期；下游轮胎行业需求复苏不达预期等。

相关研究报告：

- 《黑猫股份（002068.SZ）-炭黑盈利逐步修复，布局新能源上游材料提升综合实力》——2022-05-13
- 《黑猫股份：产销量增长高达 30%，成本上升导致毛利率下降》——2008-02-28
- 《国产设备抵免所得税，贡献 07 年 EPS 约 0.25 元》——2007-11-28
- 《国产设备抵免所得税，贡献 07 年 EPS 约 0.25 元》——2007-11-28
- 《国产设备抵免所得税，贡献 07 年 EPS 约 0.25 元》——2007-11-28

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	305	313	300	731	1412	营业收入	5560	7930	10006	9655	9290
应收款项	1390	1745	1919	1852	1782	营业成本	4973	6916	9186	8503	7861
存货净额	633	964	1104	1017	936	营业税金及附加	43	52	65	63	60
其他流动资产	1137	594	500	483	465	销售费用	77	70	90	87	84
流动资产合计	3486	3615	3823	4083	4595	管理费用	215	224	259	251	242
固定资产	3112	3059	2935	2851	2754	研发费用	6	5	6	6	6
无形资产及其他	225	233	274	315	355	财务费用	101	81	77	58	49
投资性房地产	55	102	102	102	102	投资收益	(1)	(27)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	55	93	103	113	123	资产减值及公允价值变动	38	29	30	30	30
资产总计	6933	7103	7237	7463	7929	其他收入	(76)	(63)	(6)	(6)	(6)
短期借款及交易性金融负债	1486	1637	1043	1000	1000	营业利润	113	527	342	707	1009
应付款项	1612	1375	1717	1582	1456	营业外净收支	(11)	(26)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	263	292	465	429	395	利润总额	102	501	332	697	999
流动负债合计	3360	3305	3225	3011	2852	所得税费用	18	46	33	70	100
长期借款及应付债券	400	300	300	300	300	少数股东损益	(13)	24	16	33	47
其他长期负债	89	100	110	120	130	归属于母公司净利润	97	431	283	595	852
长期负债合计	489	400	410	420	430	现金流量表（百万元）					
负债合计	3849	3705	3635	3432	3282	净利润	97	431	283	595	852
少数股东权益	90	144	150	163	182	资产减值准备	(39)	(9)	1	(1)	(1)
股东权益	2994	3254	3452	3869	4465	折旧摊销	335	346	305	324	338
负债和股东权益总计	6933	7103	7237	7463	7929	公允价值变动损失	(38)	(29)	(30)	(30)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	101	81	77	58	49
2020	2021	2022E	2023E	2024E		营运资本变动	(458)	(395)	362	10	19
每股收益	0.13	0.58	0.38	0.80	1.14	其它	37	18	5	14	20
每股红利	0.11	0.35	0.11	0.24	0.34	经营活动现金流	(66)	363	927	912	1197
每股净资产	4.02	4.35	4.61	5.17	5.97	资本开支	0	(308)	(250)	(250)	(250)
ROIC	4%	12%	7%	14%	20%	其它投资现金流	(21)	21	0	0	0
ROE	3%	13%	8%	15%	19%	投资活动现金流	(43)	(326)	(260)	(260)	(260)
毛利率	11%	13%	8%	12%	15%	权益性融资	(26)	41	0	0	0
EBIT Margin	4%	8%	4%	8%	11%	负债净变化	400	(100)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	13%	7%	11%	15%	支付股利、利息	(81)	(265)	(85)	(178)	(256)
收入增长	-15%	43%	26%	-3%	-4%	其它融资现金流	(997)	658	(594)	(43)	0
净利润增长率	-135%	345%	-34%	110%	43%	融资活动现金流	(383)	(31)	(679)	(221)	(256)
资产负债率	57%	54%	52%	48%	44%	现金净变动	(493)	7	(13)	431	682
息率	0.6%	1.9%	0.6%	1.3%	1.8%	货币资金的期初余额	798	305	313	300	731
P/E	144.6	32.7	49.8	23.7	16.5	货币资金的期末余额	305	313	300	731	1412
P/B	4.7	4.3	4.1	3.6	3.2	企业自由现金流	0	246	777	755	1041
EV/EBITDA	30.7	17.6	25.2	16.4	12.6	权益自由现金流	0	804	113	660	997

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032