

# 黑猫股份 (002068.SZ)

## 投资建设超导电炭黑及碳基材料，丰富锂电材料布局

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 基础化工 · 橡胶

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002  
 证券分析师： 刘子栋 021-60933133 liuzidong@guosen.com.cn 执证编码：S0980521020002

### 事项：

#### 公司公告：

1) 设立“内蒙古黑猫纳米材料科技有限公司”，投资新建“5万吨/年超导电炭黑项目”，项目预计投资总额为42,094.85万元，分三期建设，其中一期建设年产2万吨超导电炭黑产能；二期建设年产2万吨超导电炭黑产能；三期建设年产1万吨超导电炭黑产能。

2) 设立“内蒙古黑猫碳材料科技有限公司”，投资新建“年产8万吨碳基材料一体化项目”，项目预计投资总额为128,421.40万元，分两期建设，其中一期建设4万吨/年煤系针状焦、3200吨/年精萘、1300吨/年咔唑产能；二期建设4万吨/年煤系针状焦产能。

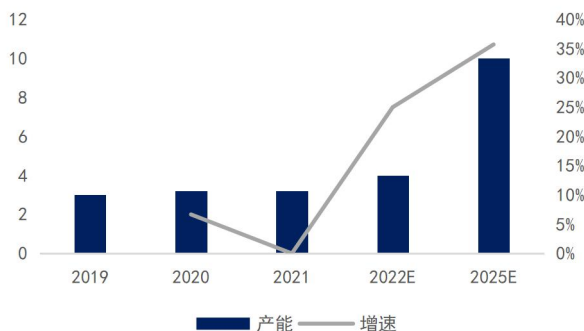
**国信化工观点：**1) 导电炭黑国产替代空间大，是公司在新能源上游材料的重要布局之一；2) 针状焦是石墨电极的主要材料，丰富公司在锂电材料领域的多元化布局；3) 传统炭黑利润有望维持相对合理区间，保障公司稳定发展。维持22-24年净利润预测2.83/5.95/8.52亿，EPS为0.38/0.80/1.14元/股，对应PE为50/24/17x，维持“买入”评级。风险提示：公司在建项目不达预期；原材料煤焦油涨价超预期；下游轮胎行业需求复苏不达预期等

### 评论：

#### ◆ 导电炭黑国产替代空间大，是公司在新能源上游材料的重要布局之一

从全球导电炭黑市场规模来看，2021年市场产能规模约3.2万吨，到2025年随着各大厂商的扩产预计产能将达到10万吨左右。2021年中国导电炭黑行业需求量为1.64万吨，同比增长76.34%，预计2022年中国市场保持高速增长，需求量有望达到2.86万吨。

图1：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2：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

导电炭黑应用于锂离子电池的技术，被外资巨头垄断，当前能够将导电炭黑用于锂离子电池中的有美国的卡博特、法国的益瑞石等，当前我国企业还没有大规模的将导电炭黑用于锂离子电池中。针对国内市场的空缺，国内也有部分企业正处于市场开发阶段，未来国内导电炭黑用于锂离子电池有望迎来突破。

表1：全球主要导电炭黑生产企业

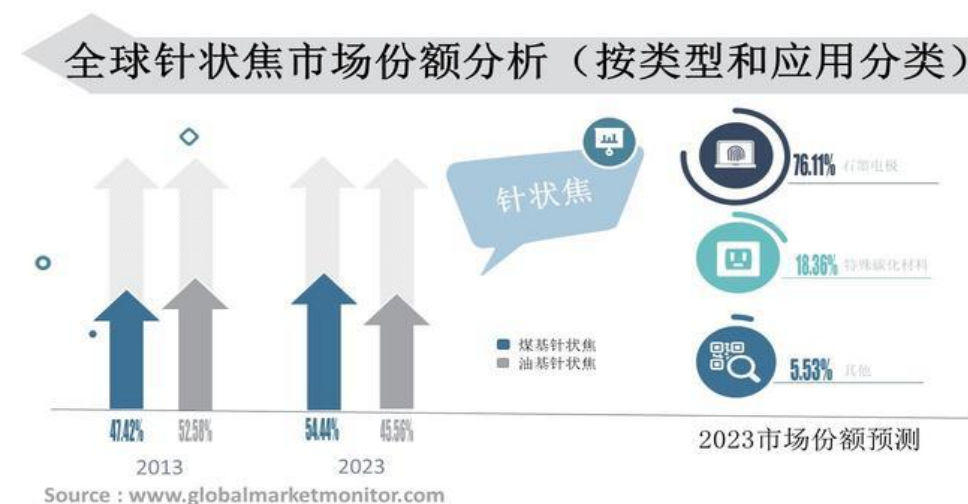
| 分类 | 企业名称        | 主要产品          | 应用领域                 |
|----|-------------|---------------|----------------------|
| 外资 | 卡博特化工       | 导电炭黑，碳纳米管     | 锂离子电池，导电涂料，塑料，橡胶     |
|    | 欧励隆工程炭      | 乙炔黑，炉法炭黑，特种碳黑 | 涂料，油墨，塑料，橡胶          |
|    | 益瑞石集团       | 导电炭黑，导电石墨     | 锂离子电池，导电塑料，橡胶，电缆     |
|    | 三菱化学        | 导电炭黑          | 涂料，油墨，导电塑料           |
|    | 博拉集团        | 导电炭黑          | 涂料，油墨，聚合物，橡胶         |
|    | 国际中橡投资控股    | 导电炭黑          | 塑料                   |
| 国产 | 山西永东        | 导电炭黑          | 电线电缆                 |
|    | 山东耐斯特       | 导电炭黑          | 电线电缆                 |
|    | 无锡东恒        | 导电炭黑          | 锂离子电池                |
|    | 黑猫股份        | 导电炭黑          | 锂离子电池，涂料，导电塑料，橡胶，油墨、 |
|    | 焦作和兴化学工业    | 导电炭黑          | 导电塑料，锂离子电池           |
|    | 中昊黑元化工研究院设计 | 导电炭黑          | 导电橡胶，工业用导电管材         |
|    | 安徽黑钰颜料新材料   | 导电炭黑          | 导电塑料，橡胶，防静电薄膜，导电图层   |

资料来源：炭黑产业网，各公司官网，国信证券研究所整理

#### ◆ 针状焦是石墨电极的主要材料，丰富公司在锂电材料领域的多元化布局

针状焦是一种新型优质的炭素材料，外观为银灰色，具有热膨胀系数低、导电率高、电阻率小、机械强度高、孔隙率低、纯度高及易石墨化等特点。针状焦是电炉中石墨电极的主要材料，可用来制作电弧炉回收废金属的超高功率铝和阴极电极以熔化和精炼钢废料。公司投资针状焦产品将有效实现煤焦油精制产业链延伸，丰富公司的产品序列构成，实现在 PVDF、导电炭黑、碳纳米管等新材料及碳基材料产品的多元化布局，丰富公司盈利增长点。

图3：全球针状焦市场份额

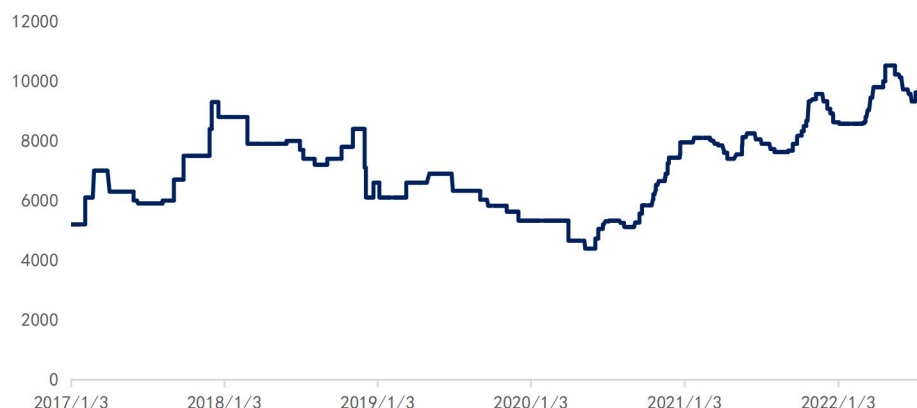


资料来源：贝哲斯咨询，国信证券研究所整理

#### ◆ 传统炭黑利润有望维持相对合理区间，保障公司稳定发展

炭黑价格自3月份以来屡创新高，炭黑市场价高点达到10000元/吨之上，目前在9500元/吨左右。我们预计随着下游需求的逐步修复，以及供给上的趋紧，炭黑产业有望在十四五期间维持比较高的行业景气度，整体利润水平有望维持在合理区间。

图4: 炭黑价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券研究所整理

#### ◆ 维持“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 54/26/18x，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

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）-传统炭黑利润触底回升，布局锂电炭黑切入新能源赛道》——2022-07-15
- 《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

## 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           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3486</b> | <b>3615</b> | <b>3823</b> | <b>4083</b> | <b>4595</b> | 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           |
| <b>资产总计</b>      | <b>6933</b> | <b>7103</b> | <b>7237</b> | <b>7463</b> | <b>7929</b> | 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         | <b>利润总额</b>      | <b>102</b>   | <b>501</b>   | <b>332</b>   | <b>697</b>   | <b>999</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3360</b> | <b>3305</b> | <b>3225</b> | <b>3011</b> | <b>2852</b> | 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         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>97</b>    | <b>431</b>   | <b>283</b>   | <b>595</b>   | <b>852</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>489</b>  | <b>400</b>  | <b>410</b>  | <b>420</b>  | <b>430</b>  | 现金流量表（百万元）       |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>3849</b> | <b>3705</b> | <b>3635</b> | <b>3432</b> | <b>3282</b> | 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          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6933</b> | <b>7103</b> | <b>7237</b> | <b>7463</b> | <b>7929</b> | 公允价值变动损失         | (38)         | (29)         | (30)         | (30)         | (30)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 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        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(66)</b>  | <b>363</b>   | <b>927</b>   | <b>912</b>   | <b>1197</b>  |
| 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%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(43)</b>  | <b>(326)</b> | <b>(260)</b> | <b>(260)</b> | <b>(260)</b> |
| 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%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(383)</b> | <b>(31)</b>  | <b>(679)</b> | <b>(221)</b> | <b>(256)</b> |
| 资产负债率            | 57%         | 54%         | 52%         | 48%         | 44%         | <b>现金净变动</b>     | <b>(493)</b> | <b>7</b>     | <b>(13)</b>  | <b>431</b>   | <b>682</b>   |
| 息率               | 0.5%        | 1.7%        | 0.6%        | 1.2%        | 1.7%        | 货币资金的期初余额        | 798          | 305          | 313          | 300          | 731          |
| P/E              | 156.3       | 35.3        | 53.8        | 25.6        | 17.9        | 货币资金的期末余额        | 305          | 313          | 300          | 731          | 1412         |
| P/B              | 5.1         | 4.7         | 4.4         | 3.9         | 3.4         | 企业自由现金流          | 0            | 246          | 777          | 755          | 1041         |
| EV/EBITDA        | 32.7        | 18.7        | 26.8        | 17.4        | 13.5        | 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<br>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<br>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