

2023年11月29日

# 快充之风渐行渐近，导电炭黑有望实现放量

## 黑猫股份(002068)

评级:	增持	股票代码:	002068
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	17.51/8.8
目标价格:		总市值(亿)	87.49
最新收盘价:	11.8	自由流通市值(亿)	86.71
		自由流通股数(百万)	734.83

### 事件概述:

11月28日,据IT之家,在智界S7及华为全场景发布会上,华为常务董事、终端BG CEO、智能汽车解决方案BU董事长余承东介绍称智界S7全系搭载HUAWEI DriveONE 800V碳化硅高压动力平台。

### 分析判断:

#### ▶ 降本和快充大势下刺激导电炭黑国产替代和高端化,公司追加投资彰显信心

据GGII数据显示,2022年中国锂离子电池导电剂(折合为粉体)出货量3.7万吨,同比增长68%,我们预计2023年出货量能达到5.7万吨,同比+55%。目前市场上应用的锂电池导电剂包括以炭黑、导电石墨为代表的常规导电剂和以碳纳米管、石墨烯为代表的新型导电剂,当前常规导电剂(炭黑)仍为主流,占比超过60%。锂电池降本增效为未来趋势,据BloombergNEF数据,2019年全球动力锂电池包价格在156美元/kWh,预计到2024年降至100美元/kWh以下,到2030年进一步降至61美元/kWh。据立鼎产业研究院和财联社,当前国内导电炭黑几乎完全依赖进口,价格较高,全球当前仅有益瑞石2万吨产能,2024年国外仅卡博特1.5万吨投产,届时全球市场总供给仅约3.5万吨,具备较大的产能缺口和国产替代空间。据第一电动网,电池倍率性能能够通过添加导电剂进行提升,因此为实现快充超充目标,需要添加性能更佳的导电剂,导电炭黑亟需高端化。据公司公告,公司于2022年7月和10月在江西和内蒙古共建7万吨超导电炭黑产能,并在今年十月底追加大额投资,最终投资额分别为10.08、6.02亿元。我们认为,随着锂电池降本增效和快充趋势下,公司追加投资充分反映了对市场和自身产品的信心,未来导电炭黑项目投产有望为公司业绩提供巨大弹性。

#### ▶ 炭黑价格逐渐回暖,主业有望实现底部反转

据百川数据,受益于原材料煤焦油价格上涨和下游轮胎厂商需求旺盛,炭黑企三季度以来价格持续上涨,开工率保持上升态势。具体来看今年前三季度炭黑均价为9156元/吨,10月份月均价达10262元/吨,较前三季度均价上涨12%,今年前三季度炭黑价差为2960元/吨,十月月均价差为3375元/吨,上涨14%。从开工率来看,今年十月开工率为64.8%,环比+6.6pct,为今年以来最高水平,11月以来,煤焦油价格有所回落,截至2023年11月27日,炭黑月均价为9500元/吨,环比-7%;价差为3360元/吨,环比-0.4%。据炭黑产业网,上周炭黑巨头卡博特宣布12月1日起,在11月价格的基础上,对目前所有在售的橡胶炭黑价格统一上调,幅度800元/吨。公司今年上半年计提较多库存减值,从利润来看为持续亏损状态。2023年9月以来,炭黑景气度持续上行,价格上涨,对公司业绩形成支撑,今年Q3公司净利润为-0.28亿元,同比+17%,环比减亏80%,实现销售毛利率3.8%,环比+5.9pct。我们认为,随着原料煤焦油价格逐渐企稳,将对炭黑价格形成支撑,公司主业橡胶炭黑业绩预计底部反转。

#### ▶ 多项业务协同布局,助力实现绿色研发企业

除橡胶炭黑和导电炭黑外,当前公司重点项目稳步推进,据投资者问答,年产5000吨碳纳米管粉体及配套产业一体化项目第一期正在建设中;拟建年产8万吨碳基材料项目,打造“煤焦油深加工—软沥青—针状焦”产业链一体化项目。此外2023年6月28日公司公告,将投资新建“年产16万吨碳材/橡胶复合母胶项目”。项目分三期进行建设,共建设8×2万吨/年生产线,其中一期建设1×2万吨/年生产线,二期建设3×2万吨/年生产线,三期建设4×2万吨/年生产线。该项目是将天然橡胶与公司自产炭黑通过湿法混合技术结合,达到显著提高炭黑在天然胶中的分散性和综合性能。通过湿法混炼的方式,使炭黑发挥出纳米材料的特性,显著提高炭黑在橡胶中的分散性以及提升母胶的综合性能,降低滞后损失和滚动阻力,并增强母胶耐磨

性。中橡协材料检测研究中心结果表明，湿法混炼胶与干法混炼胶相比能耗能够下降 30%左右。公司已对下游客户分行业进行开发，主要针对全钢轮胎、特种轮胎、橡胶制品等领域的规模企业进行送样认证推广。我们认为，随着公司向绿色研发企业发展，公司产品结构持续优化，未来成长空间有望进一步打开。

### 投资建议

鉴于今年以来原材料价格波动幅度较大以及宏观环境变动，我们重估盈利预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 85.46/94.22/100.05 亿元（此前分别为 94.39/101.05/108.59 亿元），归母净利润分别为-1.52/4.79/5.89 亿元（此前分别 3.05/7.70/9.92 亿元），EPS 分别为-0.20/0.64/0.79 元（此前 0.41/1.03/1.33 元），对应 2023 年 11 月 29 日收盘价 11.8 元 PE 分别为-61/19/16 倍。公司为炭黑行业龙头，炭黑行业和下游轮胎行业已逐渐回暖，且快充行业发展超预期，我们认为随着公司导电炭黑验证成功并导入下游锂电企业，公司未来业绩弹性巨大，维持“增持”评级。

### 风险提示

原材料价格波动加剧，项目进度不及预期，下游需求不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,930	9,893	8,546	9,422	10,005
YoY (%)	42.6%	24.7%	-13.6%	10.3%	6.2%
归母净利润(百万元)	431	9	-152	479	589
YoY (%)	344.7%	-97.9%	-1812.5%	416.0%	23.1%
毛利率 (%)	12.8%	4.2%	2.1%	10.2%	12.1%
每股收益 (元)	0.59	0.01	-0.20	0.64	0.79
ROE	13.3%	0.3%	-4.8%	13.3%	14.0%
市盈率	21.00	1,239.00	-61.14	19.34	15.72

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：董宇轩

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

邮箱：dongyx1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,893	8,546	9,422	10,005	净利润	12	-171	465	584
YoY (%)	24.7%	-13.6%	10.3%	6.2%	折旧和摊销	339	319	328	339
营业成本	9,475	8,364	8,458	8,798	营运资金变动	-529	794	-1,151	909
营业税金及附加	40	17	61	70	经营活动现金流	-88	1,114	-194	2,036
销售费用	68	51	57	60	资本开支	-159	-314	-322	-349
管理费用	205	171	226	250	投资	-75	-45	-48	-48
财务费用	40	157	140	145	投资活动现金流	-234	-372	-376	-431
研发费用	4	4	6	10	股权募资	8	-1	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	585	200	-300	0
投资收益	-23	-10	-1	-30	筹资活动现金流	497	36	-459	-149
营业利润	53	-190	522	689	现金净流量	228	778	-1,028	1,456
营业外收支	4	0	-5	-26					
利润总额	57	-190	517	663	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	45	-19	52	80	<b>成长能力</b>				
净利润	12	-171	465	584	营业收入增长率	24.7%	-13.6%	10.3%	6.2%
归属于母公司净利润	9	-152	479	589	净利润增长率	-97.9%	-1812.5%	416.0%	23.1%
YoY (%)	-97.9%	-1812.5%	416.0%	23.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.01	-0.20	0.64	0.79	毛利率	4.2%	2.1%	10.2%	12.1%
					净利率	0.1%	-1.8%	5.1%	5.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.1%	-2.0%	5.6%	7.0%
货币资金	527	1,305	277	1,733	净资产收益率 ROE	0.3%	-4.8%	13.3%	14.0%
预付款项	153	132	135	140	<b>偿债能力</b>				
存货	1,378	643	1,416	721	流动比率	1.13	1.10	1.18	1.39
其他流动资产	2,767	1,771	3,075	2,088	速动比率	<b>0.76</b>	<b>0.86</b>	<b>0.80</b>	<b>1.12</b>
流动资产合计	4,826	3,852	4,902	4,681	现金比率	0.12	0.37	0.07	0.51
长期股权投资	150	195	243	291	资产负债率	59.2%	56.4%	56.5%	48.6%
固定资产	2,747	2,639	2,515	2,388	<b>经营效率</b>				
无形资产	227	225	224	221	总资产周转率	1.28	1.08	1.17	1.18
非流动资产合计	3,583	3,627	3,669	3,706	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	8,409	7,479	8,572	8,387	每股收益	0.01	-0.20	0.64	0.79
短期借款	1,881	2,081	1,781	1,781	每股净资产	4.38	4.18	4.82	5.61
应付账款及票据	2,105	1,147	2,081	1,298	每股经营现金流	-0.12	1.49	-0.26	2.72
其他流动负债	288	288	282	297	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,275	3,516	4,144	3,376	<b>估值分析</b>				
长期借款	600	600	600	600	PE	1,239.00	-61.14	19.34	15.72
其他长期负债	100	100	100	100	PB	2.73	2.96	2.57	2.21
非流动负债合计	701	701	701	701					
负债合计	4,975	4,217	4,845	4,076					
股本	748	748	748	748					
少数股东权益	154	134	121	115					
股东权益合计	3,434	3,262	3,727	4,310					
负债和股东权益合计	8,409	7,479	8,572	8,387					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

董宇轩：化学工程与工艺本科，金融硕士，2022年加入华西证券研究所。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。