

黑猫股份 (002068)

积极转型碳基新材料的炭黑龙头

行 业：基础化工/橡胶
 投资评级：增持（首次）
 当前价格：8.46 元
 目标价格：9.37 元

投资要点：

2001 年成立以来，公司长期聚焦炭黑单一品种，已发展成为国内最大的炭黑龙头，为走出低端炭黑同质竞争的困境，公司差异化布局导电炭黑、碳纳米管和碳基材料，从单一炭黑企业向碳基新材料平台转型。

➤ 公司已成为国内产能最大的炭黑企业

公司前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂，经过多年布局，现已成为国内最大、全球前四的炭黑生产企业，拥有 8 个国内生产基地，114 万吨/年炭黑产能，乌海基地另有 12 万吨产能规划在建。公司进一步以锂电级导电炭黑为抓手，布局高端化、差异化特种碳材，7 万吨导电炭黑、8 万吨煤系针状焦及 5000 吨碳纳米管规划产能正有序推进。

➤ 炭黑行业集中化、差异化发展存在必要性

炭黑是重要的轮胎增强材料，相较于美日炭黑行业 CR5 超过 90%，我国炭黑产业集中度仅约 40%。供给侧改革推动行业集中度持续向黑猫等头部企业集中。公司作为炭黑行业龙头，基地分布全国且均贴近原料或消费地，凭借稳定的产品质量和配套服务能力，得到普利司通、米其林等众多一流跨国轮胎企业认可。当下我国炭黑产业问题在于供给宽松且规划新增产能仍较多，同质化竞争激烈，公司积极探索炭黑高端化、差异化发展方向。

➤ 打造锂电级导电炭黑等碳基新材料平台

导电炭黑是锂电池中重要导电剂，我国中高端锂电级导电炭黑高度依赖进口，法国益瑞石（2 万吨，计划 2.5 万吨）和美国卡博特（在建 1.5 万吨）居主导地位。公司已具备 1 万吨锂电级产能并实现小批量供货，且开发出应用于快充电池的进阶产品。2022 年公司在内蒙和江西规划 5/2 万吨超导炭黑项目，加速导电炭黑国产替代。进一步地，公司规划了 5000 吨碳纳米管和 8 万吨煤系针状焦项目，打造碳基新材料平台，打开公司成长空间。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-26 年收入分别为 100/103/114 亿元，对应增速分别为 6%/3%/11%，归母净利润分别为 3.2/4.4/5.7 亿元，对应增速分别为 230%/38%/30%，EPS 分别为 0.43/0.59/0.76 元。2024 年可比公司平均 PE 为 17 倍，考虑到公司作为锂电级导电炭黑细分领域的国产替代龙头企业，且传统炭黑主业处于景气低位，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应 2024 年目标价格为 9.37 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：在建项目推进不及预期、传统炭黑景气下滑风险、导电炭黑市场推广不及预期、原材料价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	741.41/734.71
流通 A 股市值(百万元)	6,215.67
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	60.08
一年内最高/最低(元)	14.29/5.88

股价相对走势



作者

分析师：郭荆璞
 执业证书编号：S0590523070003
 邮箱：jgguo@glsc.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.cn
 联系人：李绍程
 邮箱：lishch@glsc.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9893	9451	9993	10265	11423
增长率(%)	24.75%	-4.47%	5.73%	2.72%	11.28%
EBITDA(百万元)	436	211	1272	1482	1698
归母净利润(百万元)	9	-243	316	435	567
增长率(%)	-97.95%	-2,845.40%	229.91%	37.89%	30.23%
EPS(元/股)	0.01	-0.33	0.43	0.59	0.76
市盈率(P/E)	717.2	-26.1	20.1	14.6	11.2
市净率(P/B)	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	26.6	50.1	7.0	5.6	4.5

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 24 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂，长期聚焦炭黑单一品种，已发展成为国内最大的炭黑龙头。当下我国炭黑产业问题在于供给宽松且规划新增产能仍较多，同质化竞争激烈，公司积极探索炭黑高端化、差异化发展方向。

为走出低端炭黑同质竞争的困境，黑猫以锂电级导电炭黑为抓手，布局高端化、差异化特种碳材，7万吨导电炭黑、8万吨煤系针状焦及5000吨碳纳米管规划产能正有序推进，打造碳基新材料平台，打开公司成长空间。

不同于市场的观点

公司基于煤焦油深加工打造碳基新材料平台，相关产品的盈利能力和产品矩阵的扩张能力被市场低估。

核心假设

1) 炭黑业务：乌海2*6万吨炭黑项目2025年投产放量，2024至2026年炭黑销量分别为98/101/110万吨，不含税售价分别7553/7000/7000元/吨，毛利率维稳。

2) 白炭黑和焦油精制业务：营收和利润贡献占比小，且无增量产能，2024至2026年二者销量分别为22/22/22万吨和4.7/4.9/5.2万吨，价格分别为4037/3741/3741元/吨和5000/5000/5000元/吨，二者毛利率均维持薄利。

3) 特种碳材：7万吨导电炭黑规划产能于2024年规模化放量，2024至2026年销量预期分别为3/4.5/6万吨，不含税价格分别为4.3/3.9/3.5万元/吨。碳纳米管、煤系针状焦产能分别于2024年、2025年投产并逐步释放，营收和利润贡献占比较少。

4) 其他业务：基本维稳。

盈利预测、估值与评级

因此，我们预计公司2024-26年收入分别为100/103/114亿元，对应增速分别为6%/3%/11%，归母净利润分别为3.2/4.4/5.7亿元，对应增速分别为230%/38%/30%，EPS分别为0.43/0.59/0.76元。

采用PE估值法，选取电缆级导电炭黑头部企业的联科科技，主营锂电池导电添加剂碳纳米管材料的天奈科技、布局锂电池芳纶隔膜领域新材料的头部企业泰和新材作为可比公司，2024年可比公司平均PE为17倍。考虑到公司作为锂电级导电炭黑细分领域的国产替代龙头企业，且传统炭黑主业处于景气低位，我们给予公司2024年22倍PE，对应2024年目标价格为9.37元，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1. 公司是国产炭黑龙头企业.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司实控人是景德镇国资委.....	5
1.3 业绩受炭黑景气周期影响较大.....	6
2. 炭黑龙头具备向高端化发展的基础.....	7
2.1 轮胎是炭黑主要应用市场.....	7
2.2 炭黑行业的高端化发展存在必要性.....	9
2.3 公司在炭黑市场保持竞争力.....	11
3. 第二曲线瞄准高端导电炭黑国产替代.....	13
3.1 SP 导电炭黑是主流的锂电池导电剂.....	13
3.2 锂电级导电炭黑市场持续较快增长.....	15
3.3 导电炭黑国产替代需求迫切.....	15
3.4 公司积极布局导电炭黑等碳基新材料.....	16
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 估值与投资建议.....	19
5. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 4 月).....	6
图表 3: 2014-2023 年公司营业收入及 YOY.....	7
图表 4: 2014-2023 年公司归母净利润及 YOY.....	7
图表 5: 2014-2023 年公司盈利能力.....	7
图表 6: 2014-2023 年公司期间费用率.....	7
图表 7: 2022 年我国炭黑下游需求结构.....	8
图表 8: 中国炭黑行业的产能及产量情况.....	8
图表 9: 中国轮胎产量及其变动情况.....	8
图表 10: 中国炭黑的表观消费量及出口数量.....	8
图表 11: 炭黑历史价格与价差波动情况.....	9
图表 12: 炭黑行业调控的相关法律法规.....	9
图表 13: 2023 年我国炭黑产能格局.....	10
图表 14: 2023 年 <5 万吨的炭黑企业产能及其占比.....	10
图表 15: 炭黑行业扩产情况.....	10
图表 16: 公司炭黑基地布局.....	11
图表 17: 公司产能利用率始终保持在 80% 以上.....	12
图表 18: 公司的全球营销网络示意图.....	13
图表 19: 锂电池的组成结构.....	14
图表 20: 不同导电剂的优缺点对比.....	14
图表 21: 导电炭黑粉末的相关参数.....	15
图表 22: 2016-2022 年全球和我国锂电级导电炭黑需求量.....	15
图表 23: 2019-2025 年全球和我国锂电池出货量.....	15
图表 24: 国内外主要导电炭黑厂家.....	16
图表 25: 公司超导电炭黑项目.....	17
图表 26: 公司碳纳米管和碳基材料项目.....	17
图表 27: 公司营收测算汇总 (百万元).....	18
图表 28: 可比公司估值对比表.....	19

1. 公司是国产炭黑龙头企业

公司总部位于江西省景德镇，成立于 2001 年，前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂。自成立以来，公司长期聚焦于炭黑单一品种，并于 2006 年登陆深交所上市，成为中国第一家由国资控股、通过市场运作单一炭黑产品上市的公司。

自成为国内最大的炭黑企业后，公司发展的困境在于产品附加值较低和同质化，面临较为激烈的竞争局势。经过多年的研发和布局，2022 年公司开始建设高端导电炭黑项目，同时布局新型碳基材料，将业务延伸至新材料和新能源领域。

1.1 公司发展历程

1) **炭黑**：2001-2014 年为公司快速扩张阶段，公司依此在江西景德镇（总部）、陕西（韩城黑猫）、辽宁（朝阳黑猫）、内蒙古（乌海黑猫）、河北（邯郸黑猫、唐山黑猫）、陕西（太原黑猫）、山东（济宁黑猫）布局八个炭黑生产基地，至 2013 年公司产能布局已基本完成，炭黑年产能规模达百万吨级别。

2015 年后，公司逐渐加大在节能环保和新品研发、产品单耗和资源循环利用方面等的投入，先后设立了多个技术研发平台。

目前，公司炭黑产能已达 116.2 万吨/年，产能居国内第一，世界炭黑排名前 4 位。

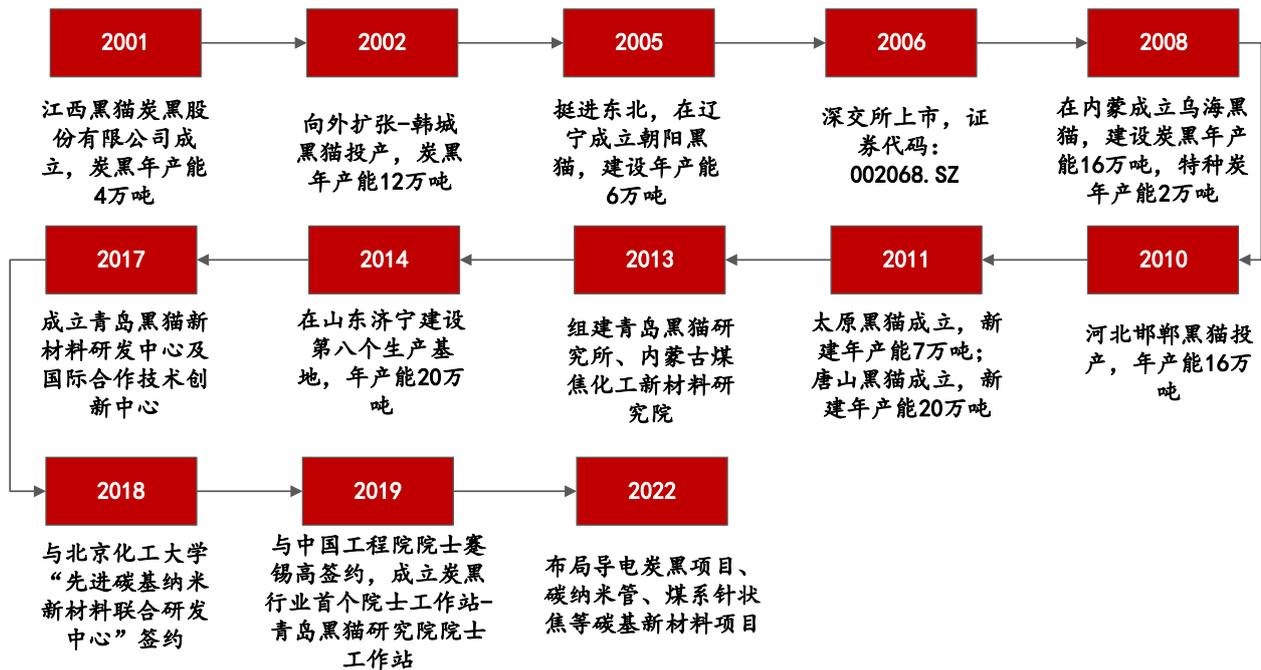
2) **导电炭黑和碳基材料**：近年来，公司逐步转向以技术创新为核心，从传统炭黑逐步向特种炭材转型。

2022 年，公司在江西和内蒙古分别各成立 1 家子公司，在两地建设导电炭黑项目，产能分别为 2 万吨/年和 5 万吨/年。

2022 年，为了持续丰富产品序列构成，公司在江西和内蒙古继续分别各成立 1 家子公司，负责建设“5000 吨碳纳米管项目”和“8 万吨碳基材料项目”。

此外，公司亦有酚醛树脂和参股 PVDF 项目等，但由于目前不是公司重点发力方向，本文暂不做赘述。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

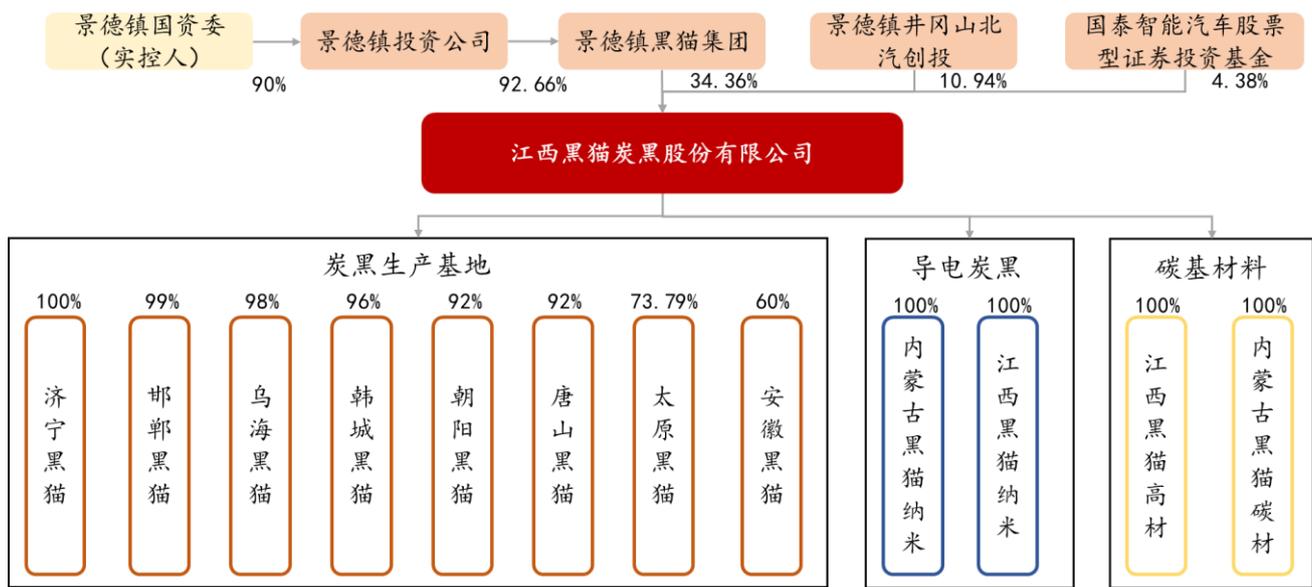
1.2 公司实控人是景德镇国资委

公司控股股东是景德镇黑猫集团，持有公司 34.36%股份，黑猫集团系景德镇市国资运营投资控股集团控股子公司，实际控制人是景德镇国资委。

公司股东行列有多个产业投资基金，其中中国农业银行旗下国泰智能汽车股票型证券投资基金持股 4.38%。

公司下游子公司业务清晰，邯郸黑猫、朝阳黑猫、济宁黑猫、乌海黑猫、唐山黑猫、韩城黑猫、太原黑猫为公司传统炭黑生产基地，而安徽黑猫系与安徽黑钰合资建设的特种炭黑生产基地，新成立的江西黑猫纳米和内蒙古黑猫纳米主要是承载公司导电炭黑项目，江西黑猫高材负责公司碳纳米管项目，内蒙古黑猫碳材则负责碳基材料项目。

图表2：公司股权结构（截至2024年4月）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 业绩受炭黑景气周期影响较大

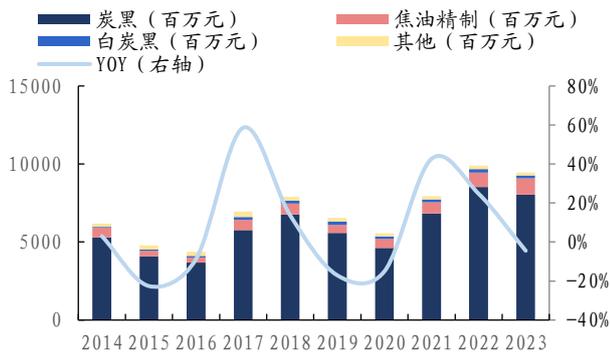
炭黑主业周期性较强。2016年至2018年，由于炭黑需求端景气及供给侧改革推进，公司营收连续上涨，由2016年的43.81亿元增长至2018年的78.93亿元，归母净利润亦大幅增长，2017年公司归母净利润达4.8亿元。自2019-2020年起，下游需求下滑叠加疫情冲击，炭黑行业整体营收偏低，公司盈利情况亦明显下行。

2020年下半年以来，疫情冲击减弱，需求回升叠加国内外供给下行，公司盈利能力逐步回升，2021年公司营收79.3亿元，同比增长42.64%，归母净利润为4.31亿元，同比上涨344.71%。

2021年下半年以来，煤焦油等原料成本持续上涨，下游产业需求不振，公司盈利能力下行，2022年实现归母净利润884.91万元，同比下滑98%。

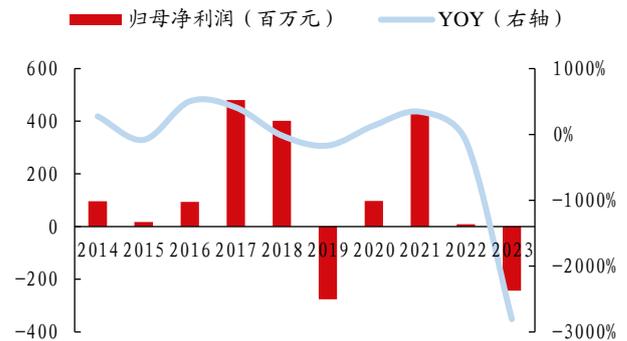
2023年，受到原材料价格高位运行的影响，公司实现营业收入94.5亿元，同比下滑4%，实现归母净利润-2.4亿元，同比下滑2807%。但分季度看，公司单四季度归母净利润已扭亏为盈，盈利能力有望持续修复。

图表3：2014-2023 年公司营业收入及 YOY



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4：2014-2023 年公司归母净利润及 YOY



资料来源: Wind, 国联证券研究所

受行业周期性影响,公司毛利率水平上下浮动,2017 年景气高点毛利率达 18.5%, 2023 年毛利率跌至低谷 2.62%, 但单四季度毛利率已提升至 7.13%。

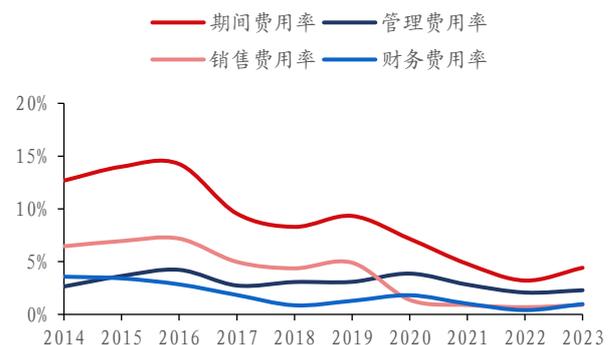
得益于销售费用率的下降, 公司期间费用率持续改善, 2023 年仅为 4%。

图表5：2014-2023 年公司盈利能力



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6：2014-2023 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 炭黑龙头具备向高端化发展的基础

我国是全球炭黑的主要生产国,在环保政策调控之下,炭黑行业集中度有望逐渐提升。但当下我国炭黑产业存在更大的问题在于,低端产能占据主导,且未来规划产能仍较多,行业面临激烈的同质化竞争,企业亟需走高端化路线。

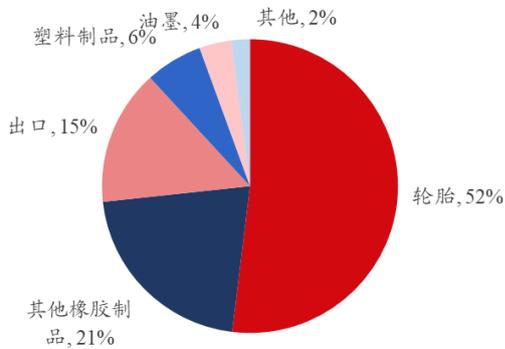
炭黑产业属于充分竞争的产业,资源、成本以及品牌是产业的三大关键点。公司已成为国内炭黑产能最大的企业,且常年开工率远高于行业平均,竞争优势明显。

2.1 轮胎是炭黑主要应用市场

据炭黑产业网数据,2022 年全球炭黑总产量为 1359.0 万吨,我国总产量为 594.8 万吨,约占全球总产量的 43.8%。我国出口规模约 81 万吨,炭黑以供给国内为主,出口为辅。

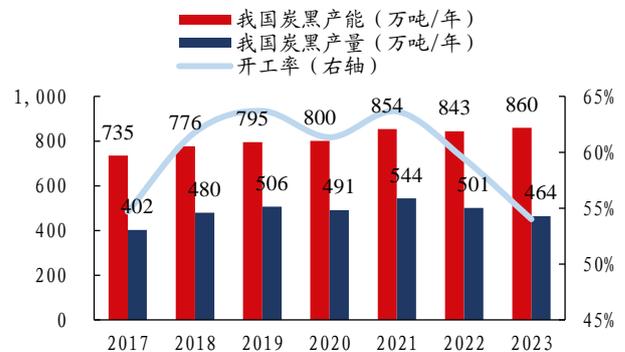
轮胎行业为炭黑的主要下游需求。据百川盈孚数据，2022 年中国炭黑表观消费量约为 430.3 万吨，其中约 52%用于汽车轮胎，21%用于其他橡胶制品。对于传统炭黑而言，汽车市场的产销很大程度影响着炭黑市场的发展情况。

图表7：2022 年我国炭黑下游需求结构



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

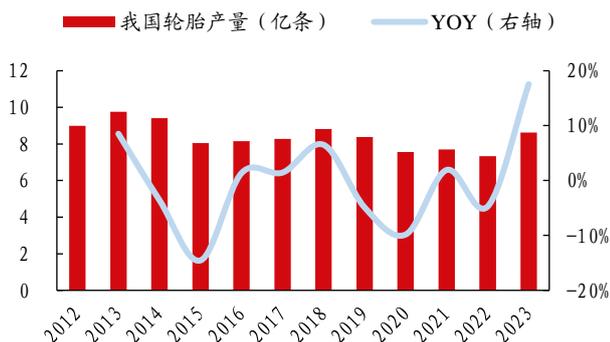
图表8：中国炭黑行业的产能及产量情况



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

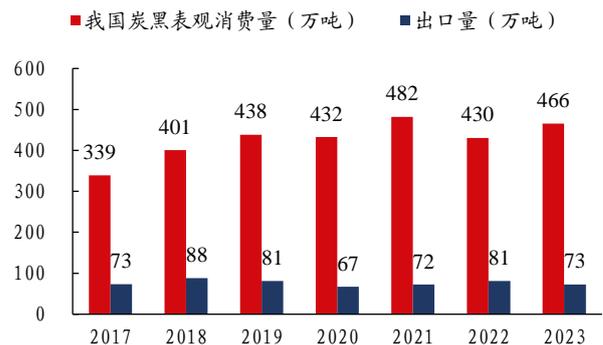
炭黑需求与轮胎产量密切相关，2019-2020 年，中国轮胎产量从 8.38 亿条下滑至 7.55 亿条，炭黑需求不振，叠加新冠疫情的冲击，2020 年我国炭黑表观消费量下滑至 432 万吨，当年炭黑产量也下降至 491 万吨。随着疫情消退与经济复苏，2021 年我国轮胎产量提升至 7.7 亿吨，同比增长 5%。虽然 2022 年有所回调，但 2023 年轮胎产量已超过 2022 年全年，2023 年炭黑的表观消费量随之大幅提升至 465.5 万吨，同比增长 8%。

图表9：中国轮胎产量及其变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：中国炭黑的表观消费量及出口数量



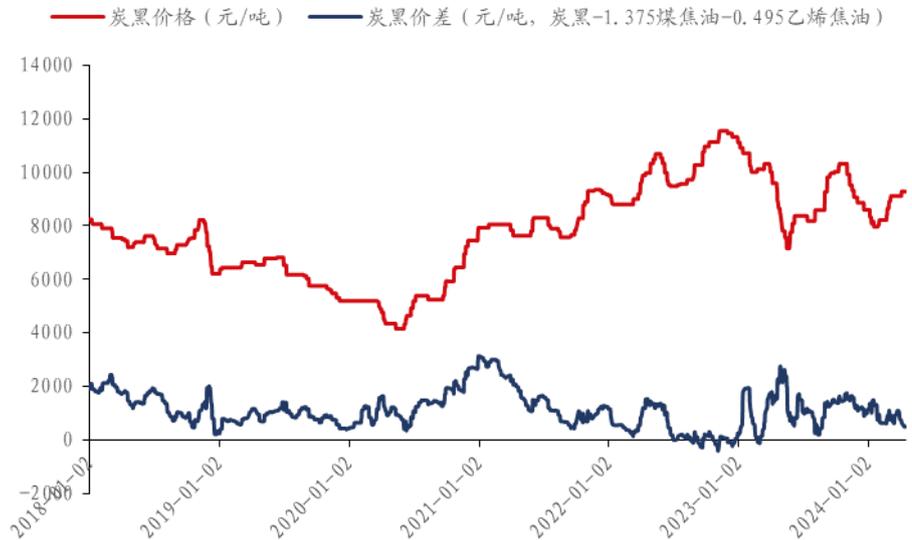
资料来源：百川盈孚，海关总署，国联证券研究所

近 5 年（2018 年-至今）炭黑价格在 4149 元/吨至 11526 元/吨之间浮动，而价差则在 -397 元/吨至 3154 元/吨波动，炭黑价格均值为 7790/吨，价差均值为 1131 元/吨。炭黑价格变动基本跟随原料价格，受原油、煤焦油价格影响较大。

2024 年 1 月底以来，炭黑及原料价格皆呈现上涨态势。据百川盈孚数据，2024 年 4 月 15 日，炭黑价格价差分别为 9266 元/吨和 509 元/吨，分别处于近 5 年 78%和 17%分位数。

展望 2024 年, 炭黑行业由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 供给端增量有限, 下游轮胎需求较为刚性, 同时在国家环保和能耗双控产业政策执行下, 原料高温煤焦油供应或持续呈现紧张格局, 成本端支撑较为强劲, 炭黑价格存在上行空间。

图表11: 炭黑历史价格与价差波动情况



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

2.2 炭黑行业的高端化发展存在必要性

从全球来看, 全球前四大炭黑企业占了全球产能的 40%左右, 市场相对集中。

在国内, 炭黑属于国家发改委明确规定的高耗能行业, 其扩产受发改委严格控制。《橡胶行业“十二五”规划纲要》中已明确指出, 炭黑行业以淘汰落后、提高产业集中度为重点, 《炭黑行业准入技术规范》、《产业结构调整指导目录》等一系列法规的出台进一步加速了落后产能的淘汰, 推动炭黑行业的集中度持续提升。

图表12: 炭黑行业调控的相关法律法规

法规与政策	实施时间	发布单位	相关内容
《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》	2020/11/1	中国橡胶工业协会	炭黑年产量达 608 万吨, 白炭黑 175 万吨; 80%企业能耗达标; 在尾气处理、耐火材料等关键技术、反应炉等核心设备上加强研发与应用, 实现炭黑核心技术专利 2-3 项。
《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	2019/10/1	发改委	将“1.5 万吨/年及以下的干法造粒炭黑 (特种炭黑和半补强炭黑除外)”列为落后生产工艺装备需淘汰项。
《炭黑行业准入技术规范》	2016/12/1	中国橡胶工业协会	对炭黑生产企业提出了安全生产、环境保护、生产设备及能源消耗、产品质量、技术进步等方面的准入要求, 以推动炭黑行业产业结构优化升级。

《橡胶行业“十二五”发展规划 2011/8/1 中国橡胶工业协会 指导纲要》

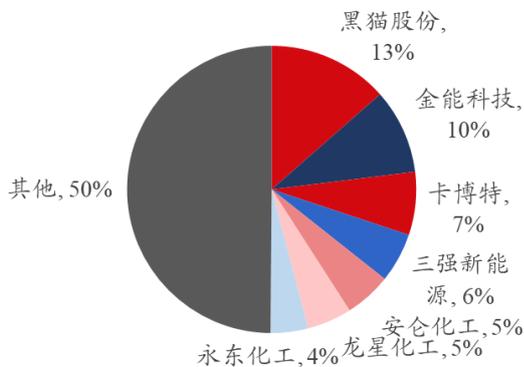
不再新建规模在 5 万吨以下的炭黑厂；不再建设产能在 2 万吨以下（包括干法造粒和湿法造粒）的炭黑生产装置。同时，主管部门还将限期淘汰总规模在 5 万吨以下、技术装备落后、能耗高、排放超标、作业环境不好的炭黑厂；立即淘汰规模在 1.5 万吨以下的干法造粒的生产装置。同时，将培育 5-7 个规模在 50 万吨左右、可与跨国炭黑公司抗衡的炭黑集团

资料来源：联科科技招股说明书，中国橡胶工业协会，国联证券研究所

根据《我国炭黑工业发展现状及产品消费需求趋势》及百川盈孚数据，2015 年我国炭黑企业产能集中度 Cr5 约为 32%，至 2023 年炭黑企业产能集中度 Cr5 提升至 41%。但与与美国和日本前五家炭黑企业产能占本土产能 90% 以上的情况相比，集中度仍有较大提升空间。我国头部企业分别为黑猫股份（116 万吨）、金能科技（82 万吨）、卡博特（61 万吨）、三强炭黑（48 万吨）、安仑化工（45 万吨）。

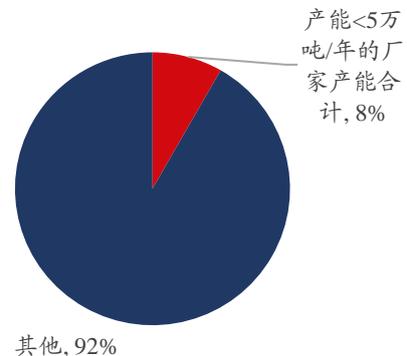
在头部企业规模优势的压力及能耗双控监管驱动的供给侧改革下，未来国内小产能将持续面临出清压力。目前，产能规模不及 5 万吨/年的炭黑企业产能合计尚有 71 万吨，占总产能的 8%，随着这部分中小产能的逐步退出，未来炭黑市场集中度有望进一步提升，行业对下游客户的议价能力亦将有所提升。

图表 13：2023 年我国炭黑产能格局



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 14：2023 年 <5 万吨的炭黑企业产能及其占比



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

虽然政策对炭黑扩产施加限制，但未来行业规划产能仍较多。根据百川盈孚数据，目前仍有 152 万吨/年的炭黑在建/规划产能，其中约 89 万吨预计将于 2024 年投产。总体而言，行业未来仍将呈现激烈竞争的态势，因此发展高端炭黑成为企业成长的必由之路。

图表 15：炭黑行业扩产情况

企业	省份	产能 (万吨/年)	预计投产时间
山西龙星新材料科技发展有限公司	山西省	20	2024-01
江西德孚环保科技发展有限公司	江西省	10	2024-01
原平市新星炭黑有限公司	山西省	10	2024-02

新疆峻宇新材料科技有限公司	新疆维吾尔自治区	3	2024-02
贵州前进新材料有限责任公司	贵州省	5	2024-03
江西省黑豹炭黑有限公司	江西省	5	2024-04
河津市正帆科技有限公司	山西省	7	2024-07
宁夏大地循环发展股份有限公司	宁夏回族自治区	4	2024-07
中化泉州石化有限公司	福建省	7	2024-08
内蒙古金猫炭材料有限公司	内蒙古自治区	6	2024-11
无锡双诚炭黑科技股份有限公司	江苏省	9	2024-12
山东新大陆橡胶科技有限公司	山东省	3	2024-12
新疆聚力新材料有限公司	新疆维吾尔自治区	12	2025-01
济宁博拉碳材料有限公司	山东省	12	2025-07
山东奥瑟亚建阳炭黑有限公司	山东省	8	2025-07
原平市新星炭黑有限公司	山西省	5	2025-07
河津市正帆科技有限公司	山西省	6	2025-12
山西龙星新材料科技发展有限公司	山西省	20	2026-01
合计		152	

资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

2.3 公司在炭黑市场保持竞争力

炭黑产业属于充分竞争的产业，资源、成本以及品牌是产业的三大关键点。

公司产业布局合理，兼顾采购与销售半径。炭黑产业的发展过程中，一直存在应该贴近原料基地还是应该贴近市场发展的争论，公司选择兼顾采购与销售半径。山东市场是全国轮胎行业主产区，约占全国轮胎产能的 5 成，也是我国最主要的炭黑消费区域，邯郸基地能够以更为廉价的运输成本覆盖山东市场，唐山黑猫能够借助唐山港的海运优势，提升公司产品在海外市场的竞争力，乌海黑猫和太原黑猫更加贴近原料基地，重点强化公司对国内煤焦油主产区的控制力，为原料的供应安全提供了保障。

技术进步为公司提供成本优势。成本的竞争主要依靠技术进步和成本节约。公司目前的综合技术水平达到国际先进水平，在国内技术处于领先地位：目前公司的炭黑单台反应炉的产能已经从起初的 2 万吨提高到 4 万吨（乌海基地新建项目单线规模已达 6 万吨/年），燃烧段的温度已经从 1900℃ 提高到 2037℃。公司炭黑生产线均配备了余热利用、工业废水循环利用系统，在各个基地均配置了尾气发电机组，充分实现了资源的高效、清洁、循环利用，进而降低炭黑生产综合成本。

图表 16：公司炭黑基地布局

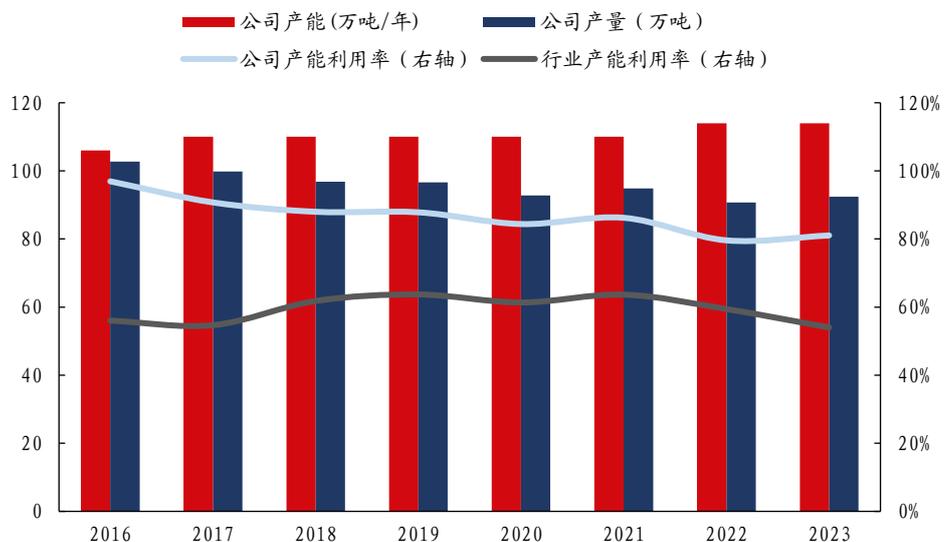
生产基地	现有炭黑产能 (万吨/年)	具体内容	在建产能
韩城基地	12	4*2.5 硬质+1*2 软质炭黑生产线，14.5MW 发电机组	

朝阳基地	12	2*2 万吨/年软硬质炭黑可调节, 2*4 万吨/年硬质炭黑生产线, 1*6MW+1*15MW 尾气发电机组;
乌海基地	16	4*4 万吨/年炭黑生产线, 2*15MW 尾气发电机组, 2 万吨/年特种炭黑, 2*6 万吨 30 万吨/年煤焦油深加工能力 产线
邯郸基地	16	3*4 万吨/年新工艺湿法硬质炭黑生产线、1*4 万吨/年新工艺湿法软 质炭黑生产线和 2×15MW 尾气发电装置
唐山基地	16	2*4 万吨/年硬质, 1*4 万吨/年软质, 1*4 万吨/年软硬质炭黑可调节, 2*15MW 发电机组
太原基地	10	3 条炭黑湿法生产线, 年产能 10 万吨, 配套 2 台 6MW 尾气发电机组
本部	12	1*1 万吨特种线, 5 条软硬质可调整生产线, 沉淀法白炭黑 6 万吨/年
济宁基地	20	5*4 万吨/年新工艺炭黑生产线, 1*6MW+1*15MW 余热尾气发电机组

资料来源: 公司官网, 公司公告, 国联证券研究所

随着国家对化工行业的环境指标控制日趋严格, 公司的资源综合利用持续发展优势日益明显。在环保压力、能耗控制、完全竞争的炭黑行业, 公司凭借出色的生产循环工艺、规模与技术成本优势拥有着相当的竞争力, 并始终保持着较高的产能利用率水平。

图表17: 公司产能利用率始终保持在 80%以上



资料来源: 公司官网, 公司公告, 百川盈孚, 国联证券研究所
注: 产能单位为万吨/年, 产量单位为万吨

同时, 公司凭借稳定的产品质量和配套服务能力, 得到普利司通、米其林、固特异、住友、横滨、韩泰、锦湖等众多一流跨国轮胎企业认可, 成为其在中国大陆为数不多的全球供应商。在多年的生产经营过程中, “黑猫”炭黑凭借高等级、稳定的产品质量, 已经成为国内炭黑行业最知名的品牌之一。

图表18: 公司的全球营销网络示意图



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

3. 第二曲线瞄准高端导电炭黑国产替代

锂电池出货量的增加将持续拉动导电炭黑的需求, 按照 40% 的复合增长率计算, 则 2025 年全球和我国的导电炭黑市场规模将达到 55 亿元和 47 亿元。

SP 导电炭黑是目前主流的锂电池导电剂, 全球市场被益瑞石等外企掌握, 且目前我国导电炭黑完全依赖进口, 国产替代需求迫切。

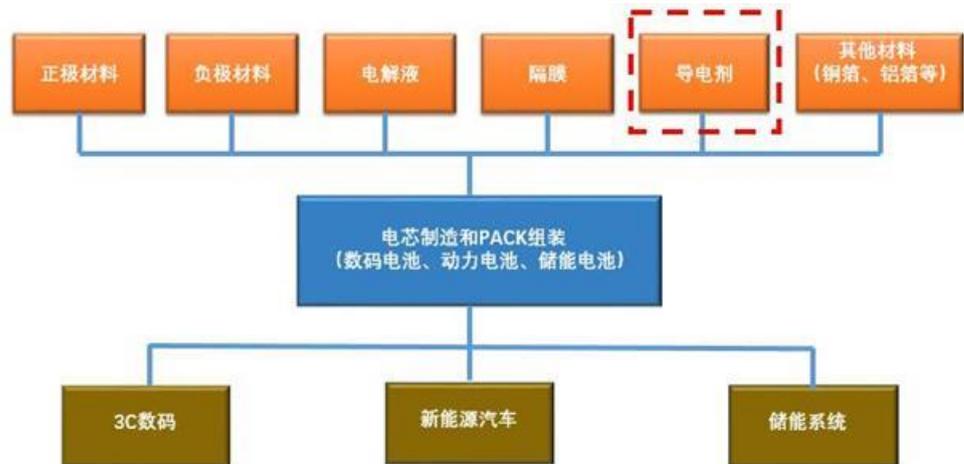
公司锂电级导电炭黑已具备 1 万吨/年产能, 并开始小批量供货, 且开发出应用于快充电池的产品也在下游客户测试中。2022 年, 公司在江西和内蒙古分别建设 2 万吨和 5 万吨导电炭黑项目, 有望打破国外垄断, 助力高端导电炭黑国产化。

3.1 SP 导电炭黑是主流的锂电池导电剂

锂电池的主要材料包括正极材料、负极材料、电解液和隔膜。但是电极材料特别是正极材料一般存在电导率不良的痛点。

导电剂作为一种关键辅材, 通过添加于电极中, 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。

图表19：锂电池的组成结构



资料来源：天奈科技招股说明书，国联证券研究所

锂电池目前常用的导电剂主要包括炭黑类、导电石墨类、VGCF（气相生长碳纤维）、碳纳米管以及石墨烯等。

其中，炭黑类、导电石墨类和 VGCF 属于传统的导电剂，其在活性物质之间各形成点、面或线接触式的导电网络；碳纳米管和石墨烯属于新型导电剂材料，其中碳纳米管在活性物质之间形成线接触式导电网络，石墨烯在活性物质间形成面接触式导电网络。

不同类型导电剂由于空间结构、产品形貌、接触面积不同，其导电性能和对锂电池能量密度、倍率性能、寿命性能和高低温性能影响不同，各有优劣。

根据思瀚研究院数据，2022 年国内动力锂电池市场以炭黑类导电剂为主，市场份额占比超过 60%，而碳纳米管导电剂的占比约为 24%。

图表20：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	SurperP	价格便宜，经济性高
	科琴黑	添加量较小，适用于高倍率、高容量型锂电池
	乙炔黑	吸液性较好，有助提升循环寿命
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）

资料来源：天奈科技招股说明书，国联证券研究所

可进一步将导电炭黑分为乙炔黑、SP、科琴黑三类。从关键的电导率和可分散性指标上分析，科琴黑导电性能最优，属于前沿的超级导电炭黑，但可分散性较差且成本较高。而SP综合性能更佳，是目前更为主流的导电炭黑。

图表21：导电炭黑粉末的相关参数

	比表面积/ (m ² /g)	粒径 D ₅₀ /nm	OAN/mL	电导率	可分散性	2020年粉体 价格(万元/ 吨)
乙炔黑	80	40	250	★★	★★★	1-3
SP	60	40	290	★★★★	★★★	5-6.5
科琴黑	1270	30	495	★★★★★	★	9-11

资料来源：《锂离子电池导电剂的研究进展》(陈志金)，锂电产业通，国联证券研究所

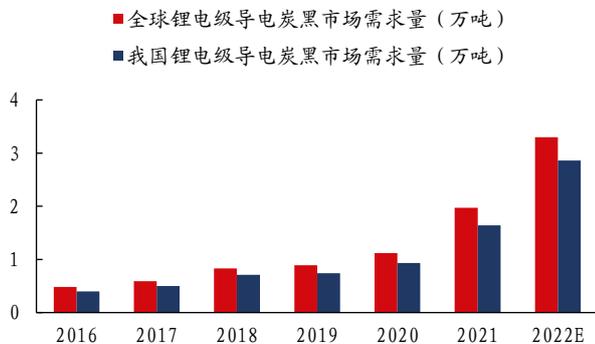
3.2 锂电级导电炭黑市场持续较快增长

据华经产业研究院数据，2022年全球和我国锂电级导电炭黑的需求量分别约为3.3万吨和2.86万吨。按照6万元/吨的单价计算，2022年全球和我国的锂电级导电炭黑市场规模约为20亿元和17亿元。

GGII数据显示，2022年，中国和全球锂电池出货量分别达到658GWh和920GWh，预计到2025年，将分别达到1805GWh和2497GWh，年复合增长率分别为39.99%和39.49%。

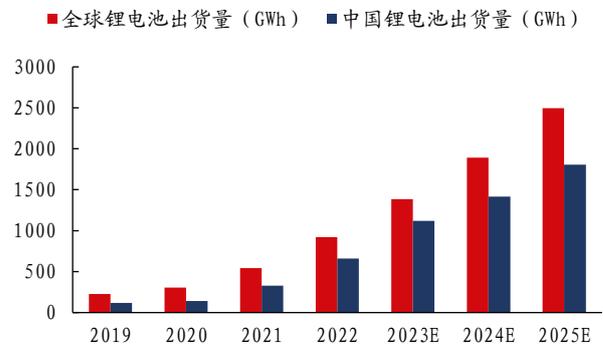
锂电池出货量的增加将持续拉动导电炭黑的需求，按照40%的复合增长率计算，2025年全球和我国锂电级导电炭黑市场需求量分别为9.1万吨和7.8万吨，市场规模将分别达到55亿元和47亿元。

图表22：2016-2022年全球和我国锂电级导电炭黑需求量



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

图表23：2019-2025年全球和我国锂电池出货量



资料来源：GGII，国联证券研究所

3.3 导电炭黑国产替代需求迫切

目前我国锂电级导电炭黑完全依赖进口(低端的乙炔黑品种有小部分自供)，主

要企业包括法国益瑞石、美国卡博特、日本狮王、日本电化等。据水晶球财经数据，2021年国内导电炭黑供给98%来自益瑞石。在全球锂电行业高速发展的背景下，导电炭黑有望出现供需失衡的局面，国产替代需求迫切。

1) 外资企业

益瑞石主要供应 SP 品种，现有产能 2 万吨，受到环保因素的影响，原计划 2024 年投产的 2.5 万吨产能计划被推迟。

卡博特 22 年收购了东海炭素（天津），23 年 3 月天津 1.5 万吨导电炭黑项目开工，预计 24 年 Q1 投产。

日本狮王则主打科琴黑高端品种，日本电化是全球主要乙炔黑供应商。

2) 内资企业

无锡东恒由无锡东恒纺织和复旦大学团队进行产学研合作转型而成，22 年拟于四川自贡扩产 4.8 万吨导电炭黑，用于匹配宁德时代宜宾工厂、蜂巢能源遂宁工厂等客户订单需求，2023 年 4 月已开工。

永东股份在电缆用导电炭黑市场实现了国产替代，正在布局锂电级导电炭黑。

焦作和兴是国内乙炔黑主要厂家，目前年产能 2.4 万吨，计划扩建 1.9 万吨。

图表24：国内外主要导电炭黑厂家

企业	导电炭黑级别	具体情况
法国益瑞石	SP	几乎垄断 SP 市场，2.5 万吨项目投产计划推迟
美国卡博特	SP	22 年收购日本东海碳素天津工厂，24 年投产 1.5 万吨
日本狮王	科琴黑	主打自主研发的科琴黑品种
日本电化	乙炔黑	全球乙炔黑主要厂家之一
黑猫股份	乙炔黑/SP	内蒙古/江西规划 5/2 万吨导电炭黑
焦作和兴	乙炔黑	国内乙炔黑主要厂家，年产能 2.4 万吨，计划扩建 1.9 万吨
永东股份	乙炔黑/SP	已有导电炭黑用于电线电缆屏蔽料，计划布局锂电级导电炭黑
无锡东恒	乙炔黑/SP	22 年获宁德时代投资入股，四川规划 4.8 万吨导电炭黑项目

资料来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所

3.4 公司积极布局导电炭黑等碳基新材料

根据黑猫股份 2023 年 8 月投资者问答，公司目前锂电级导电炭黑产品已具备 1 万吨/年产能，已开始小批量供货。此外，公司已开发出应用于快充电池的产品，下游客户正在测试中。

2022年7月29日和10月27日，公司发布公告，拟在内蒙古和江西分别建设5万吨和2万吨超导电炭黑项目。

2023年10月30日，公司对内蒙古和江西的超导电炭黑项目追加投资，进一步加快项目建设进度、抢抓市场发展机遇。

随着公司超导电炭黑项目的落地，将助力我国高端导电炭黑的国产化进程，并加速公司向新能源和新材料领域的布局。

图表25：公司超导电炭黑项目

项目名称	子公司	起始总投资(亿元)	追加总投资(亿元)	合计(亿元)	备注
5万吨/年超导电炭黑项目	内蒙古黑猫纳米	4.21	5.87	10.08	一期1万吨，二期2万吨，三期2万吨
年产2万吨超导电炭黑项目	江西黑猫纳米	2.60	3.42	6.02	

资料来源：公司公告，国联证券研究所

此外，为了现有产业的升级，丰富产品序列构成，打造新的盈利增长点，2022年公司投资建设了“5000吨碳纳米管项目”和“8万吨碳基材料项目”。

碳纳米管作为新型导电剂材料，其在锂电池领域的使用亦将不断扩大，特别是与导电炭黑复合后得到的复合导电剂存在较好的发展前景。

针状焦是生产高功率、超高功率石墨电极和锂电负极材料的重要原料，随着下游新能源汽车和储能行业的快速发展，对原料针状焦的需求也高速增长。

图表26：公司碳纳米管和碳基材料项目

项目	子公司	地点	投资额(亿元)	产能
年产5000吨碳纳米管粉体及配套产业一体化项目	黑猫高材	江西景德镇	6.8	一期建设500吨/年，预计2022年底建成投产；二期建设2500吨/年，预计2024年底建成投产；三期建设2000吨/年，预计2026年底建成投产
年产8万吨碳基材料一体化项目	黑猫碳材	内蒙古乌海	12.84	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

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

1) 炭黑业务：乌海 2*6 万吨炭黑项目 2025 年投产放量，2024 至 2026 年炭黑销量分别为 98/101/110 万吨，不含税售价分别 7553/7000/7000 元/吨，毛利率维稳。

2) 白炭黑和焦油精制业务：营收和利润贡献占比小，且无增量产能，2024 至 2026 年二者销量分别为 22/22/22 万吨和 4.7/4.9/5.2 万吨，价格分别为 4037/3741/3741 元/吨和 5000/5000/5000 元/吨，二者毛利率均维持薄利。

3) 特种碳材：7 万吨导电炭黑规划产能于 2024 年规模化放量，2024 至 2026 年销量预期分别为 3/4.5/6 万吨，不含税价格分别为 4.3/3.9/3.5 万元/吨。碳纳米管、煤系针状焦产能分别于 2024 年、2025 年投产并逐步释放，营收和利润贡献占比较少。

4) 其他业务：基本维稳。

因此，我们预计公司 2024-26 年收入分别为 100/103/114 亿元，对应增速分别为 6%/3%/11%，归母净利润分别为 3.2/4.4/5.7 亿元，对应增速分别为 230%/38%/30%，EPS 分别为 0.43/0.59/0.76 元。

图表27：公司营收测算汇总（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	9,451	9,993	10,265	11,423
同比增长率	-4%	6%	3%	11%
毛利润	248	1,015	1,182	1,366
毛利率	3%	10%	12%	12%
炭黑				
营业收入	8,044	7,365	7,091	7,700
毛利润	210	368	355	385
毛利率	3%	5%	5%	5%
焦油精制				
营业收入	1,029	888	823	823
毛利润	-4	9	8	8
毛利率	0%	1%	1%	1%
白炭黑				
营业收入	190	235	247	259
毛利润		18	19	20
毛利率		8%	8%	8%
特种碳材				
营业收入		1317	1917	2453
毛利润		593	775	927

毛利率		45%	40%	38%
其他业务				
营业收入	188	188	188	188
毛利润		60	60	60
毛利率		32%	32%	32%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

采用 PE 估值法, 选取电缆级导电炭黑头部企业的联科科技, 主营锂电池导电添加剂碳纳米管材料的天奈科技、布局锂电池芳纶隔膜领域新材料的头部企业泰和新材作为可比公司, 2024 年可比公司平均 PE 为 17 倍。考虑到公司作为锂电级导电炭黑细分领域的国产替代龙头企业, 且传统炭黑主业处于景气低位, 我们给予公司 2024 年 22 倍 PE, 对应 2024 年目标价格为 9.37 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表28: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS (元)			PE (X)		
				2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E
001207	联科科技	30.88	15.26	0.83	1.12	1.78	18.39	13.62	8.58
688116	天奈科技	89.59	26	0.85	1.13	1.48	30.59	23.06	17.57
002254	泰和新材	95.19	11.02	0.45	0.77	1.10	24.50	14.30	10.00
平均值							24.49	17.00	12.05
002068	黑猫股份	63.46	8.56	-0.33	0.43	0.59	-	19.91	14.51

资料来源: Wind, 国联证券研究所, 股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价; 可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1) 在建项目推进不及预期

公司有 7 万吨导电炭黑产能正在推进建设, 且后续进一步规划 5000 吨碳纳米管和 8 万吨煤系针状焦项目, 如果项目推进不及预期, 将对公司未来业绩产生不利影响。

2) 传统炭黑景气下滑风险

传统炭黑盈利能力具有较强的周期性, 如果下游轮胎需求不及预期, 或行业扩张产能快速落地等因素, 导致行业景气下滑, 会对公司传统主业业绩产生不利影响。

3) 产品市场推广不及预期

导电炭黑等特种炭材产品附加值较高, 下游客户认证要求也相对更高, 如果下游验证推进不及预期, 或下游客户需求放量不及预期, 会对公司业绩产生较大影响。

4) 原材料价格波动风险

公司主要原料为煤焦油等产品，与煤炭价格关联性较强，若煤炭价格大幅波动将对公司原料成本造成较大影响，从而给公司业绩带来不确定性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼