

产品盈利能力提升, 上半年利润亮眼

投资要点

● **事件:** 公司发布2024年中报, 2024年上半年营收10.6亿元, 同比+13.4%, 实现归母净利润1.2亿元, 同比增长106.0%, 实现扣非后净利润1.2亿元, 同比增长105.5%, 实现基本每股收益0.61元。单二季度实现营收5.4亿元, 同比+14.4%, 实现归母净利润0.7亿元, 同比+60.6%。

● **产品盈利能力提升, 白炭黑进入产能释放期, 上半年利润亮眼。** 2024年上半年公司利润增幅较大, 主要原因是公司不断提升管理效率和质量, 产品的产销量有所增长, 二氧化硅原料成本下降, 产品盈利能力增长。

原料端看: 根据百川盈孚, 2024年上半年, 炭黑上游主要原料高温煤焦油均价4248.0元/吨, 同比略有下降, 整体处于相对较低位置; 二氧化硅上游原材料纯碱市场均价2086.4元/吨, 同比-17%。受高温煤焦油价格下跌影响, 炭黑价格同比有所回落, 根据百川盈孚, 2024年上半年炭黑均价8608元/吨, 同比-7.7%; 上半年白炭黑均价5508.9元/吨, 与去年基本持平, 但原料价格下跌, 因此白炭黑上半年盈利能力有较大提升, 叠加公司高分散二氧化硅24年进入产能释放期, 公司业绩实现大增。

需求端看: 公司产品下游主要应用于轮胎, 根据同花顺, 2024年二季度以来, 我国半钢胎开工率接近80%, 截至2024年8月23日, 开工率达79%, 处于近十年高位。根据史密瑟斯的预测, 2024年全球市场轮胎总销量将达到27.5亿条, 呈现出稳中有增的态势。2024年中国轮胎出口市场表现抢眼, 根据海关总署的统计, 2024年前7个月, 我国橡胶轮胎出口同比增长4.9%, 出口至美国的轮胎份额不到10%, 但在欧洲市场, 中国轮胎尤其是半钢胎的份额接近60%, 全钢胎和非公胎约占35%。展望全年, 得益于轮胎市场的稳定增长, 对炭黑及白炭黑的需求持续旺盛。

● **突破卡脖子技术, 实现可持续发展。** 公司抓住电网高压化趋势、新能源汽车及配套产业景气发展的机遇, “年产10万吨高压电缆屏蔽料用纳米碳材料项目”项目建设稳步推进, 旨在实现高压电缆屏蔽料用纳米碳材料国产替代。2024年年中, 公司一期5万吨已经投产, 未来随着向下游进一步的验证导入, 将为公司贡献新的增长极。

● **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.25元、1.83元、2.08元, 对应动态PE分别为10倍、7倍、6倍。我们给予公司2025年11倍PE, 对应目标价20.13元, 维持“买入”评级。

● **风险提示:** 项目投产不及预期风险, 下游需求不及预期风险, 原材料价格大幅波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1916.71	2438.23	3180.73	3505.67
增长率	4.45%	27.21%	30.45%	10.22%
归属母公司净利润(百万元)	168.55	253.08	370.95	421.36
增长率	51.27%	50.15%	46.58%	13.59%
每股收益EPS(元)	0.88	1.25	1.83	2.08
净资产收益率ROE	9.66%	12.78%	15.97%	15.55%
PE	19	10	7	6
PB	1.98	1.33	1.13	0.97

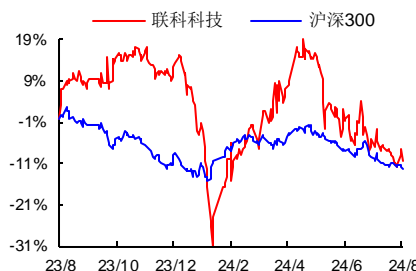
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

分析师: 屈紫荆
执业证号: S1250524070006
电话: 13552905741
邮箱: qzjyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.02
流通A股(亿股)	2.01
52周内股价区间(元)	10.37-17.63
总市值(亿元)	26.35
总资产(亿元)	24.59
每股净资产(元)	8.64

相关研究

- 联科科技(001207): 产品盈利能力提升, 23年业绩超预期 (2024-01-26)
- 联科科技(001207): Q3炭黑价格启动上涨, 利润环比大增 (2023-10-19)
- 联科科技(001207): Q2需求支撑强, 成本下降, 利润环比大增 (2023-09-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023 年年底新增高分散二氧化硅产能 3.4 万吨/年，高分散二氧化硅单价较普通二氧化硅更高，因此假设 2024-2026 年二氧化硅平均单吨价格 5000 元/吨，销量 20 万吨、20 万吨、20 万吨，毛利率 25%、25%、25%；

假设 2：轮胎对炭黑刚需表现较好，预计价格维持稳定，假设 2024-2026 年均价 8510 元/吨、8510 元/吨、8510 元/吨，销量 13.4 万吨、13.5 万吨、13.4 万吨，毛利率 10%、10%、10%；

假设 3：公司“年产 10 万吨高压电缆屏蔽料用纳米碳材料项目”第一期 2024 年 6 月建成投产，一期产能 5 万吨，到 2025 年年底 10 万吨全部扩产完毕，预计 2024 年-2026 年产能利用率分别 35%、60%、80%，根据公司发布的可研报告，新产线导电炭黑均价 15792.2 元/吨，毛利率 24.6%，假设 2024-2026 年销量 1.4 万吨、6 万吨、8 万吨。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
二氧化硅	收入	752.7	1009.7	1006.9	1008.3
	成本	591.2	759.3	757.0	755.9
	毛利	161.5	250.4	249.8	252.4
	毛利率	21.5%	24.8%	24.8%	25.0%
炭黑	收入	1103.9	1137.6	1146.1	1141.7
	成本	996.0	1023.8	1031.4	1027.5
	毛利	107.9	113.8	114.6	114.2
	毛利率	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
高压电缆屏蔽料用 纳米碳材料	收入		221.1	947.5	1263.4
	成本		166.7	714.5	952.7
	毛利		54.4	233.0	310.7
	毛利率		24.6%	24.6%	24.6%
硅酸钠	收入	14.3	17.2	19.7	22.7
	成本	13.5	16.1	18.5	21.3
	毛利	0.8	1.0	1.2	1.4
	毛利率	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
其他	收入	45.8	52.7	60.6	69.6
	成本	28.6	31.6	36.3	41.8
	毛利	17.2	21.1	24.2	27.9
	毛利率	37.5%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	1916.7	2438.2	3180.7	3505.7
	成本	1629.3	1997.6	2557.9	2799.2
	毛利	287.4	440.6	622.8	706.5
	毛利率	15.0%	18.1%	19.6%	20.2%

数据来源：wind，西南证券

我们选取国内炭黑及二氧化硅龙头企业黑猫股份、确成股份作为可比公司，2025 年两家公司平均 PE 为 11 倍。公司持续改善产品结构，发力高压电缆屏蔽料用纳米碳材料，2024-2026 年归母净利润预计 2.53 亿元、3.71 亿元、4.21 亿元。我们给予公司 2025 年 11 倍 PE，对应目标价 20.13 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002068.SZ	黑猫股份	5.80	-0.33	0.36	0.53	0.70	—	15.86	10.87	8.19
605183.SH	确成股份	16.30	0.99	1.22	1.43	1.64	16.47	13.35	11.40	9.96
平均值							16.47	14.61	11.12	9.08
001207.SZ	联科科技	13.02	0.88	1.25	1.83	2.08	14.80	10.00	7.00	6.00

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价

风险提示

项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，原材料价格大幅波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1916.71	2438.23	3180.73	3505.67	净利润	170.38	255.92	375.06	426.06
营业成本	1629.31	1997.59	2557.90	2799.18	折旧与摊销	82.51	89.06	102.76	113.51
营业税金及附加	10.32	11.94	16.10	17.55	财务费用	0.42	0.00	0.00	0.00
销售费用	14.78	16.95	21.64	25.08	资产减值损失	-8.24	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.19	48.03	62.66	69.06	经营营运资本变动	-106.02	-66.20	-76.16	-36.07
财务费用	-15.77	0.00	0.00	0.00	其他	6.22	7.66	11.76	12.87
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	145.27	286.44	413.43	516.36
投资收益	-7.01	-8.92	-11.63	-12.82	资本支出	-91.02	-160.20	-169.57	-166.37
公允价值变动损益	-0.58	0.00	0.00	0.00	其他	15.11	-18.37	-11.63	-12.82
其他经营损益	18.33	23.32	30.42	33.52	投资活动现金流净额	-75.91	-178.58	-181.20	-179.19
营业利润	192.06	285.38	414.42	475.79	短期借款	24.31	16.20	18.91	18.01
其他非经营损益	0.47	-0.52	-0.57	-0.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	192.53	284.86	413.86	475.22	股权融资	266.08	1.32	0.00	0.00
所得税	22.15	28.94	38.79	49.16	支付股利	-37.31	-19.99	-29.30	-33.28
净利润	170.38	255.92	375.06	426.06	其他	-9.83	-0.71	0.00	0.00
少数股东损益	1.83	2.84	4.12	4.70	筹资活动现金流净额	243.25	-3.18	-10.40	-15.28
归属母公司股东净利润	168.55	253.08	370.95	421.36	现金流量净额	312.67	105.15	221.83	321.89
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	822.35	927.50	1149.33	1471.22	成长能力				
应收和预付款项	422.10	523.18	687.14	755.00	销售收入增长率	4.45%	27.21%	30.45%	10.22%
存货	120.80	163.04	202.39	223.81	营业利润增长率	59.31%	48.59%	45.22%	14.81%
其他流动资产	9.86	9.86	9.86	9.86	净利润增长率	51.27%	50.15%	46.58%	13.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.76%	40.45%	38.16%	13.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	608.52	654.42	695.24	722.44	毛利率	14.99%	18.07%	19.58%	20.15%
无形资产和开发支出	147.72	172.85	198.71	224.33	三费率	1.73%	2.67%	2.65%	2.69%
其他非流动资产	41.17	50.62	50.62	50.62	净利率	8.89%	10.50%	11.79%	12.15%
资产总计	2353.63	2739.05	3294.12	3788.92	ROE	9.66%	12.78%	15.97%	15.55%
短期借款	24.31	40.51	59.42	77.42	ROA	7.16%	9.24%	11.26%	11.12%
应付和预收款项	506.28	628.93	801.84	878.75	ROIC	9.13%	12.58%	15.63%	15.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.89%	15.34%	16.24%	16.79%
其他负债	66.81	75.66	93.16	100.27	营运能力				
负债合计	597.40	745.11	954.42	1056.44	总资产周转率	0.89	0.96	1.05	0.99
股本	202.36	202.36	202.36	202.36	固定资产周转率	3.84	4.60	5.41	5.58
资本公积	1017.95	1019.27	1019.27	1019.27	应收账款周转率	5.52	5.86	5.98	5.52
留存收益	547.37	780.92	1122.57	1510.64	存货周转率	11.73	14.08	14.00	13.14
归属母公司股东权益	1745.60	1980.46	2322.11	2710.18	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	10.64	13.48	17.60	22.29	资本结构				
股东权益合计	1756.23	1993.94	2339.71	2732.48	资产负债率	25.38%	27.20%	28.97%	27.88%
负债和股东权益合计	2353.63	2739.05	3294.12	3788.92	带息债务/总负债	4.07%	5.44%	6.23%	7.33%
					流动比率	2.66	2.53	2.49	2.67
					速动比率	2.39	2.25	2.22	2.40
					股利支付率	59.30%	7.90%	7.90%	7.90%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.25	1.83	2.08
					每股净资产	8.63	9.79	11.48	13.39
					每股经营现金	0.72	1.42	2.04	2.55
					每股股利	0.50	0.10	0.14	0.16
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	266.23	373.92	516.62	588.73					
PE	19.38	10.41	7.10	6.25					
PB	1.98	1.33	1.13	0.97					
PS	1.80	1.08	0.83	0.75					
EV/EBITDA	9.96	4.67	2.99	2.11					
股息率	2.93%	0.76%	1.11%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
