

# 炭黑产能增长夯实地位，发力新材料引领成长

## 龙星化工(002442)

### 投资要点

#### ► 炭黑产能扩张，规模效应有望持续凸显

公司现有河北沙河、河南焦作、山西长治三大生产基地，拥有炭黑产能42万吨，后续有山西20万吨产能投产、拟收购中橡(重庆)股权等，公司炭黑产能持续扩张，规模效应有望进一步释放。公司深耕炭黑行业30余年，拥有良好的客户资源，与风神轮胎、中策集团、米其林、大陆马牌等具有长期合作关系，待中橡(重庆)收购落地，公司将开拓西南市场，完善市场及客户布局。公司注重技术，截至2024年上半年，公司累计获得国家专利授权108项，涵盖炭黑反应炉、炭黑造粒炭黑改性等核心技术领域。公司管理能力优秀，产能利用率常年在100%以上，**盈利能力在行业内处于领先地位**。山西长治拟建设6条年产能40万吨高纯度纳米炭黑生产线，配套建设2套35MW超高温超高压高效蒸汽发电装置，一期20万吨已试生产。山西工厂配备蒸汽发电装置，具有能源优势，进一步降低成本提升盈利空间。

#### ► 布局新材料，引领长期成长

公司致力于碳基材料和硅基材料等先进技术的研发，与复旦大学、中科院等科研院所联合开展先进新材料应用的研究；山西项目建成碳基新材料研发中心，构建碳基新材料循环经济产业链，后续有望成为公司新的盈利增长点。

### 投资建议

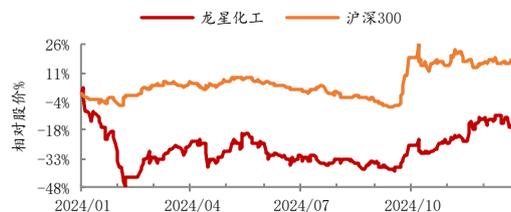
公司是炭黑行业领军企业，扩产收购扩炭黑主业产能，同时积极开拓碳基新材料领域，内生外延成长动力充足。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为43.53/59.17/71.08亿元，归母净利润分别为1.49/2.42/3.06亿元，EPS分别为0.30/0.48/0.61元，对应12月30日5.46元收盘价，PE分别为18/11/9倍。参考可比公司金能科技、永东股份，2024-2026年PE均值为123/19/11倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

产品价格大幅下降的风险，原材料成本剧烈波动的风险，项目建设进度不及预期的风险，收购中橡(重庆)具有不确定性的风险

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	5.46
股票代码:	002442
52周最高价/最低价:	7.15/3.36
总市值(亿)	27.48
自由流通市值(亿)	26.64
自由流通股数(百万)	487.88



#### 分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

#### 分析师: 王丽丽

邮箱: wangll1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120005

联系电话:

#### 相关研究

## 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,560	4,272	4,353	5,917	7,108
YoY (%)	32.6%	-6.3%	1.9%	35.9%	20.1%
归母净利润(百万元)	104	110	149	242	306
YoY (%)	-39.6%	6.5%	34.9%	62.3%	26.8%
毛利率 (%)	8.7%	9.6%	9.8%	10.3%	10.2%
每股收益 (元)	0.22	0.23	0.30	0.48	0.61
ROE	6.5%	6.4%	7.7%	11.1%	12.3%
市盈率	25.37	23.99	18.45	11.37	8.97

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 龙星化工：炭黑行业龙头，收购扩产增效 .....	4
2. 业绩稳中有升，精细化管理 .....	5
3. 炭黑主业扩张，布局新材料引领成长 .....	6
4. 投资建议 .....	9
5. 风险提示 .....	9

## 图表目录

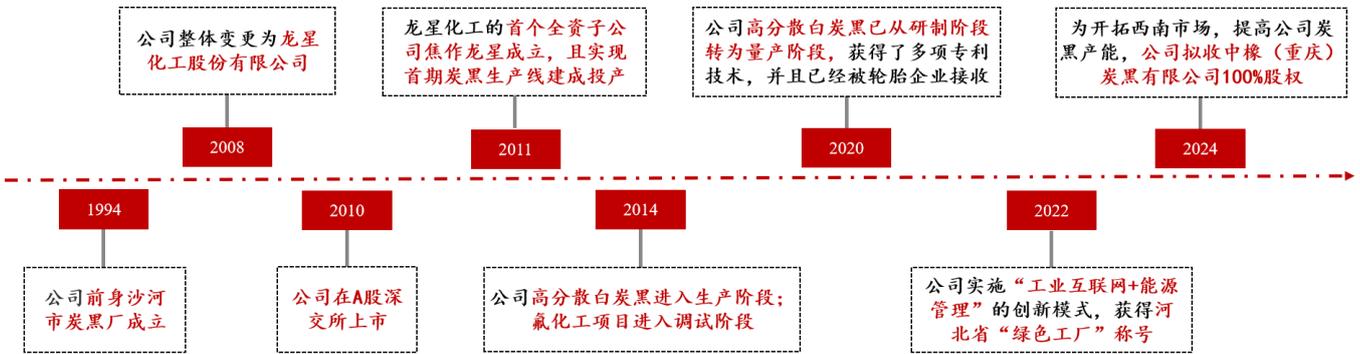
图 1 公司发展历程 .....	4
图 2 公司股权结构 .....	4
图 3 炭黑是公司营收的主要来源（亿元） .....	5
图 4 公司毛利主要来源于炭黑、白炭黑和电及蒸汽（亿元） .....	5
图 5 2019-2023 年，公司营收 CAGR 为 11.08% .....	6
图 6 2019-2023 年，公司归母净利润 CAGR 为 54.81% .....	6
图 7 2022 年起公司毛利率、净利率逐年上升 .....	6
图 8 公司期间费用率总体下降 .....	6
图 9 2023 年，我国轮胎外胎产量同比增长 36.15% .....	7
图 10 我国汽车产量逐年攀升 .....	7
图 11 公司深耕炭黑行业，积累了大量优质客户 .....	7
图 12 公司毛利率领先于同行业公司 .....	8
图 13 公司净利润领先于同行业公司 .....	8
表 1 公司产能情况（截至 2024H1，单位：万吨） .....	8
表 2 可比公司估值 .....	9

## 1. 龙星化工：炭黑行业龙头，收购扩产增效

公司深耕炭黑行业近 30 年，是炭黑行业领先企业。公司主营业务为高品质纳米级炭黑、白炭黑，连续多年被评为国内十强炭黑企业。1994 年，公司的前身沙河市炭黑厂成立，具有产能 6000 吨/年；随后，公司在 2008 年整体变更为龙星化工股份有限公司，并于 2010 年在深交所完成上市；2011 年，公司的首个全资子公司焦作龙星化工有限责任公司成立，且一期工程年产 7 万吨炭黑生产线建成投产；2014 年，公司高分散白炭黑进入生产阶段；2020 年，公司的高分散白炭黑已从研制阶段转到量产阶段，得到轮胎企业的认可；2022 年，公司进行绿色化、数字化转型，实施“工业互联网+能源管理”的创新模式，坚持清洁生产和节能减排，获得河北省“绿色工厂”的称号，并于 2023 年被授予国家级“绿色工厂”称号。

2024 年，公司加速炭黑主业产能扩张。公司拟收购中橡（重庆）炭黑有限公司 100% 股权，该公司位于重庆，助力西南市场开拓；同年，山西基地 20 万吨/年炭黑已开始试生产。

图 1 公司发展历程

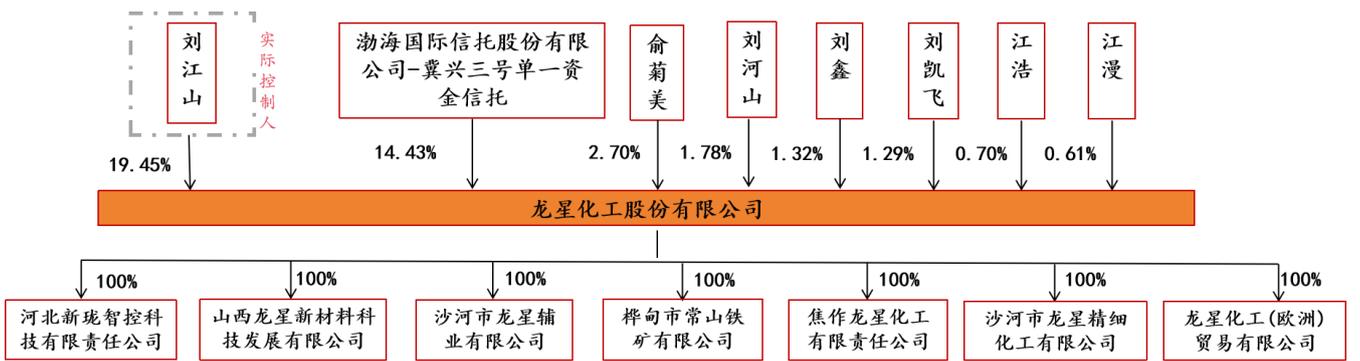


资料来源：公司公告，iFinD，公司官网，华西证券研究所

公司股权结构稳定，管理层从业经验丰富。截至 2024 年 12 月，公司实控人为刘江山，持股比例为 19.45%。

公司实际控制人刘江山先生于 1994 年创办沙河市炭黑厂，后任河北省沙河市炭黑厂厂长，随着公司改制，刘江山先生又依次担任河北龙星化工集团有限责任公司董事长、龙星化工股份有限公司董事长，行业经验丰富。

图 2 公司股权结构

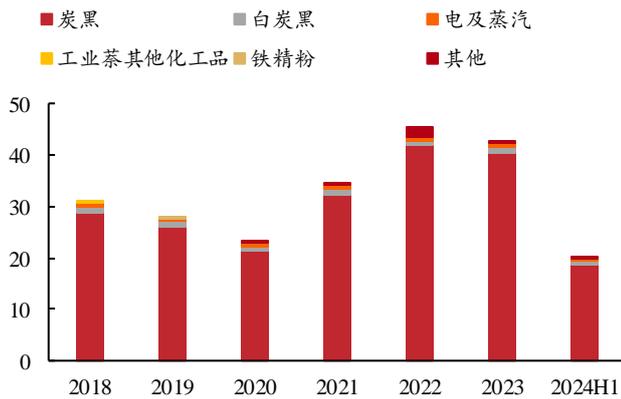


请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所，截至 2024 年 12 月

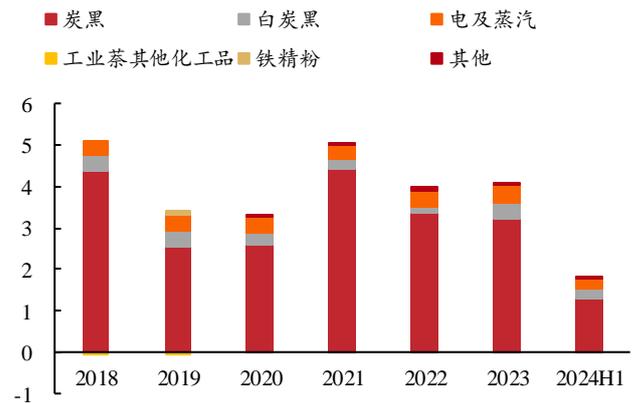
公司业务结构较为稳定，主要产品为炭黑、白炭黑、电及蒸汽等，炭黑为营收及利润主要来源。2024 年上半年，炭黑/白炭黑/电及蒸汽/其他的营收分别为 18.82/0.74/0.40/0.39 亿元，毛利分别为 1.31/0.24/0.24/0.03 亿元。

图 3 炭黑是公司营收的主要来源（亿元）



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 4 公司毛利主要来源于炭黑、白炭黑和电及蒸汽（亿元）



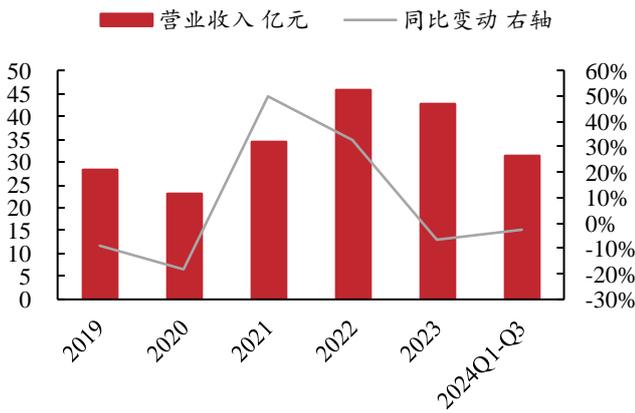
资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

## 2. 业绩稳中有升，精细化管理

2019-2023 年，公司营收增加，增速放缓。2021 年起，炭黑市场需求增长，收入和盈利水平大幅提升，2021 年公司实现营收 34.39 亿元，同比增长 49.78%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比增长 121.57%；2023 年，公司实现营收 42.72 亿元，同比下降 6.31%，实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 6.47%。

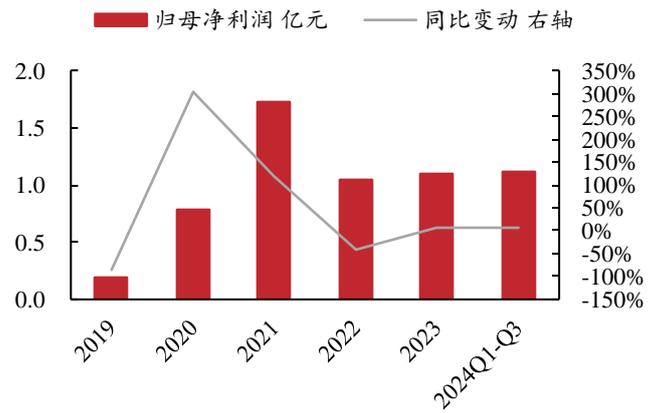
2024 年前三季度营收小幅下降，归母净利润有所上涨，Q3 单季度业绩逐渐恢复。2024 前三季度实现营业收入 31.23 亿元，同比下降 2.32%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比上升 7.95%。2024 年 Q3 单季度实现营业收入 10.88 亿元，同比增长 4.45%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比增长 5.15%。

图 5 2019-2023 年，公司营收 CAGR 为 11.08%



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 6 2019-2023 年，公司归母净利润 CAGR 为 54.81%

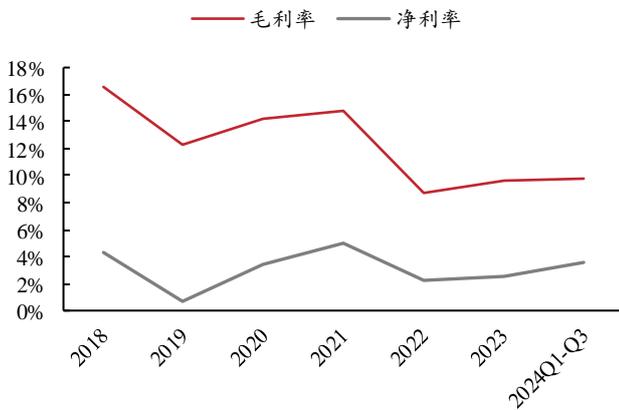


资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

自 2022 年起，公司毛利率、净利率逐年上升。2024 年前三季度，毛利率为 9.80%，同比上升 0.33pct，净利率为 3.59%，同比上升 0.34pct。

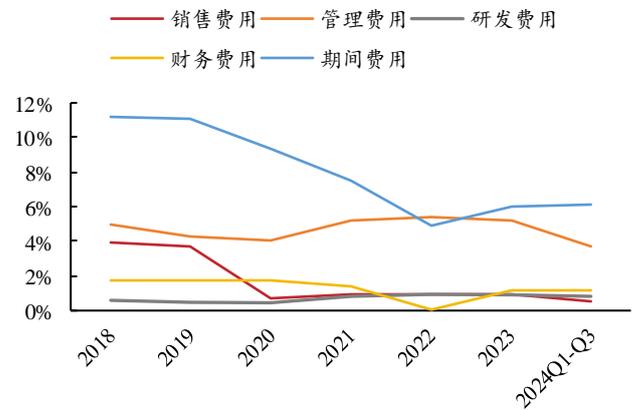
公司期间费用率呈现下降趋势，精细化管理有所成效。期间费用率由 2018 年的 11.19% 下降至 2023 年的 5.99%，2024 年前三季度期间费用率为 6.15%。

图 7 2022 年起公司毛利率、净利率逐年上升



资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

图 8 公司期间费用率总体下降

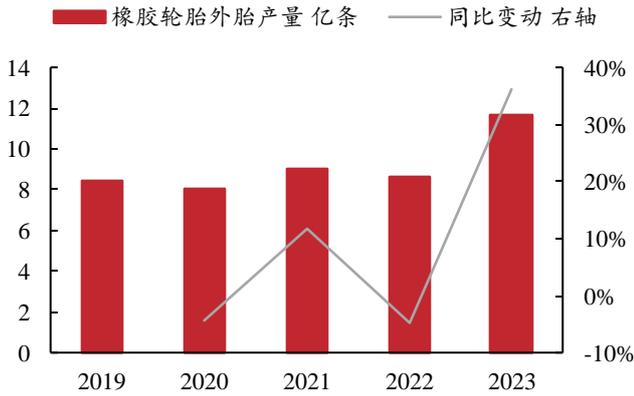


资料来源：公司公告，iFinD，华西证券研究所

### 3. 炭黑主业扩张，布局新材料引领成长

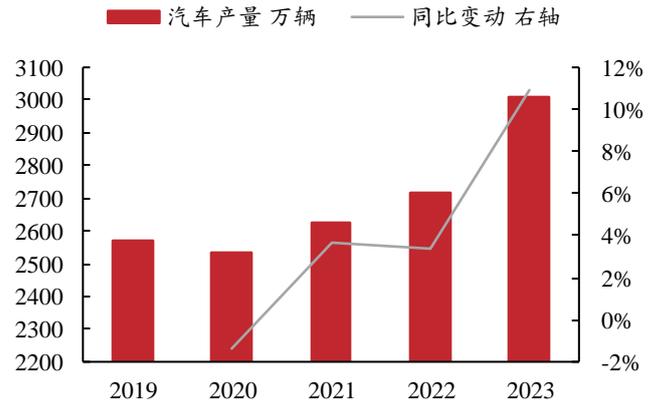
2023 年，我国轮胎和汽车产量大幅增长，拉动上游炭黑需求增加。2023 年，我国轮胎外胎产量为 11.7 亿条，同比增长 36.15%；汽车产量为 3009.1 万辆，同比增长 10.92%。轮胎和汽车产量显著增长，拉动上游炭黑需求增加。

图 9 2023 年，我国轮胎外胎产量同比增长 36.15%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

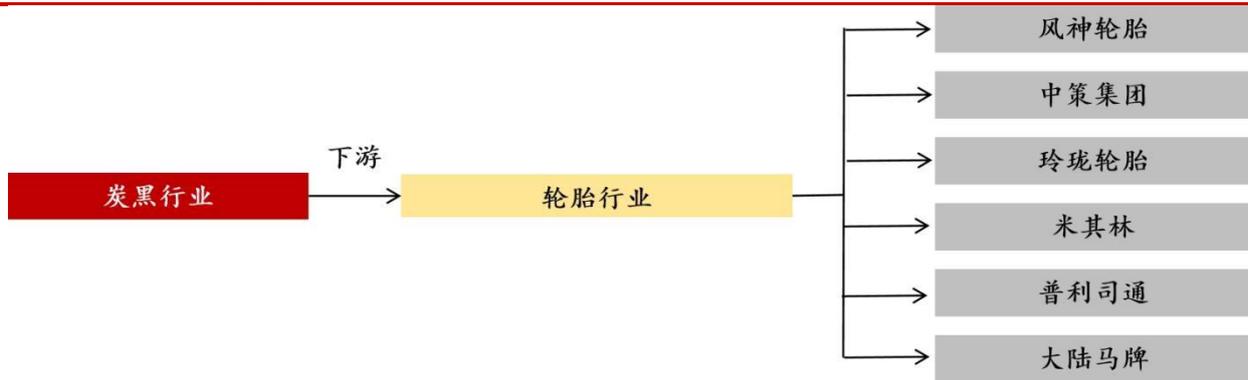
图 10 我国汽车产量逐年攀升



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

公司深耕炭黑行业近 30 年，积累了大量优质客户，铸就了良好的市场口碑。公司产品主要应用于橡胶用炭黑，尤其是轮胎用炭黑，已与国内外众多知名轮胎企业如风神轮胎、中策集团、米其林、大陆马牌等建立了长期稳定的合作关系，是橡胶行业协会指定的“协会推荐品牌”。

图 11 公司深耕炭黑行业，积累了大量优质客户

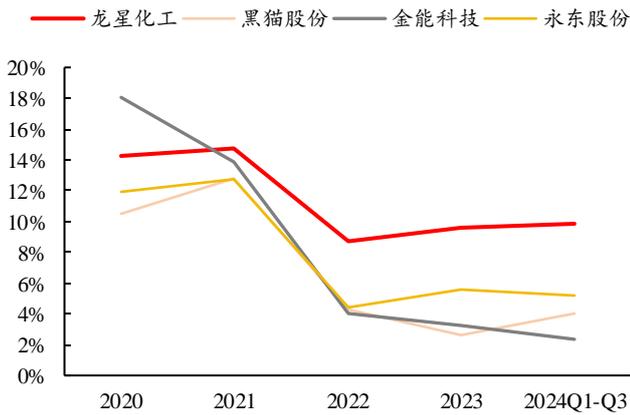


资料来源：公司公告，iFind，华西证券研究所

公司盈利能力在行业内处于领先地位。2023 年，龙星化工/黑猫股份/金能科技/永东股份毛利率分别为 9.58%/2.62%/3.31%/5.56%，净利率分别为 2.58%/-2.73%/0.94%/2.22%，公司处于领先地位，且自 2022 年起，公司的毛利率和净利率均高于同行企业。

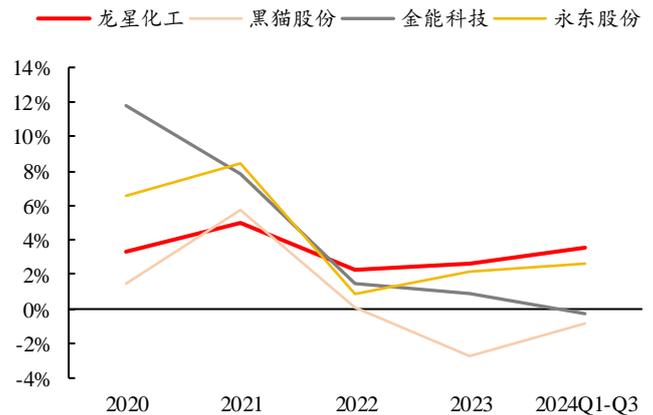
2024 年前三季度龙星化工/黑猫股份/金能科技/永东股份毛利率分别为 9.80%/4.04%/2.35%/5.23%，净利率分别为 3.59%/-0.83%/-0.27%/2.59%。

图 12 公司毛利率领先于同行业公司



资料来源：公司公告，iFind，华西证券研究所

图 13 公司净利润领先于同行业公司



资料来源：公司公告，iFind，华西证券研究所

公司炭黑产能处于国内领先地位，未来几年产能投放加速和市场拓展。公司主要产品为炭黑和白炭黑，截至 2024 年中报，公司拥有产能炭黑 42 万吨/年，白炭黑 3.5 万吨/年。未来几年，公司产能加速投放。2024 年 11 月，公司公告拟收购中橡（重庆）炭黑有限公司。目前公司的主要生产基地位于河北邢台和河南焦作，且持续处于满产状态，若后续收购成功，公司有望提升西南市场的覆盖力度。

山西项目配备蒸汽发电装置，具有能源优势，进一步降低成本提升盈利空间。根据长治市政府官网，2022 年公司在山西长治拟建设 6 条年产能 40 万吨高纯度纳米炭黑生产线，配套建设 2 套 35MW 超高温超高压高效蒸汽发电装置。项目分两期建设：一期投资 16 亿，建设 20 万吨高纯度纳米炭黑生产线、科技研发和智慧控制中心、蒸汽发电装置、公共及辅助设施等；二期投资 15 亿元，建设 20 万吨高纯度纳米炭黑生产线、蒸汽发电装置及辅助设施、原料改性和新资源利用开发设施、绿色降碳循环开发设施等。据 2024 年 10 月 15 日互动问答、2024 年中报，山西龙星碳基新材料循环经济产业项目(一期)炭黑设计产能 20 万吨，已开始试生产。

表 1 公司产能情况（截至 2024H1，单位：万吨）

产品名称	厂区	现有产能	规划产能
炭黑	河北沙河	30	
	河南焦作	12	
	山西长治		40
	重庆		待定
小计		42	
白炭黑	河北沙河	3.5	

资料来源：公司公告，iFind，互动问答，环评公告，华西证券研究所

公司炭黑产能及技术领先，截至 2023 年年底，拥有 13 条具有国际先进水平的新工艺湿法造粒炭黑生产线。山西项目布局不同种类橡胶用炭黑 16 万吨、导电炭黑产能 1 万吨、色素炭黑 1 万吨等，弥补了我国炭黑行业在这些专用炭黑品种上产能与技术的不足。

**加快碳基新材料领域开拓。**公司与复旦大学、中科院等科研院校联合开展先进新材料应用的研究，致力于碳基材料和硅基材料等先进技术的研发；山西项目建成碳基新材料研发中心，以煤焦油为原料，周围企业生产过程中伴生的焦炉煤气为燃料，实现对炭黑尾气的回收利用，构建了碳基新材料循环经济产业链，布局新材料，打开公司新的成长空间。同时，为满足不同市场及客户的需求，强化高端产品和个性化产品的研发，公司通过不断的技术创新和工艺改进，在 2024 年上半年集中攻克 11 项重要研发项目，累计投入研发经费 5017 万元。截至 2024 年上半年，公司累计获得国家专利授权 108 项，涵盖炭黑反应炉、炭黑造粒炭黑改性等核心技术领域。

## 4. 投资建议

公司是炭黑行业领军企业，扩产收购扩炭黑主业产能，同时积极开拓碳基新材料领域，内生外延成长动力充足。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 43.53/59.17/71.08 亿元，归母净利润分别为 1.49/2.42/3.06 亿元，EPS 分别为 0.30/0.48/0.61 元，对应 12 月 30 日 5.46 元收盘价，PE 分别为 18/11/9 倍。参考可比公司金能科技、永东股份，2024-2026 年 PE 均值为 123/19/11 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 2 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603113.SH	金能科技	5.72	0.03	0.21	0.37	225.59	27.40	15.29
002753.SZ	永东股份	6.41	0.30	0.60	0.93	20.89	10.63	6.79
	<b>均值</b>		<b>0.17</b>	<b>0.41</b>	<b>0.65</b>	<b>123.24</b>	<b>19.02</b>	<b>11.04</b>

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：金能科技、永东股份相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2024 年 12 月 30 日收盘价计算

## 5. 风险提示

产品价格大幅下降的风险，原材料成本剧烈波动的风险，项目建设进度不及预期的风险，收购中橡(重庆)具有不确定性的风险

**产品价格大幅下降的风险：**若产品供需恶化，价格大幅下降，将影响公司业绩；

**原材料成本剧烈波动的风险：**若原材料价格剧烈波动，或影响公司产品盈利水平；

**项目建设进度不及预期的风险：**若项目建设及投产不及预期，或将影响公司业绩释放

**收购中橡(重庆)具有不确定性的风险：**收购尚未完成，具有不确定性

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,272	4,353	5,917	7,108	净利润	110	149	242	306
YoY (%)	-6.3%	1.9%	35.9%	20.1%	折旧和摊销	97	65	61	60
营业成本	3,863	3,927	5,309	6,385	营运资金变动	-159	115	-501	-384
营业税金及附加	25	32	54	62	经营活动现金流	128	384	-137	46
销售费用	29	22	34	44	资本开支	-413	-239	-273	-290
管理费用	161	150	177	191	投资	0	0	0	0
财务费用	37	33	33	40	投资活动现金流	-413	-209	-278	-295
研发费用	28	28	48	60	股权募资	0	35	0	0
资产减值损失	-23	-8	-7	-8	债务募资	528	164	147	138
投资收益	-3	0	-6	-4	筹资活动现金流	379	195	107	94
营业利润	135	176	280	354	现金净流量	94	370	-309	-155
营业外收支	-8	-8	-7	-8					
利润总额	126	168	273	346	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	16	19	31	40	<b>成长能力</b>				
净利润	110	149	242	306	营业收入增长率	-6.3%	1.9%	35.9%	20.1%
归属于母公司净利润	110	149	242	306	净利润增长率	6.5%	34.9%	62.3%	26.8%
YoY (%)	6.5%	34.9%	62.3%	26.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.23	0.30	0.48	0.61	毛利率	9.6%	9.8%	10.3%	10.2%
					净利率	2.6%	3.4%	4.1%	4.3%
					总资产收益率 ROA	2.9%	3.4%	4.9%	5.5%
					净资产收益率 ROE	6.4%	7.7%	11.1%	12.3%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.44	1.42	1.37	1.37
					速动比率	<b>1.14</b>	<b>1.11</b>	<b>1.04</b>	<b>1.01</b>
					现金比率	0.24	0.39	0.20	0.12
					资产负债率	54.7%	55.1%	55.6%	54.9%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.19	1.07	1.28	1.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.23	0.30	0.48	0.61
					每股净资产	3.51	3.86	4.34	4.95
					每股经营现金流	0.26	0.76	-0.27	0.09
					每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	23.99	18.45	11.37	8.97
					PB	1.96	1.42	1.26	1.10

资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	402	772	463	309
预付款项	31	36	46	56
存货	417	535	694	823
其他流动资产	1,554	1,455	1,983	2,396
流动资产合计	2,404	2,798	3,188	3,583
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	772	713	659	605
无形资产	252	323	404	491
非流动资产合计	1,400	1,527	1,724	1,939
资产合计	3,804	4,325	4,912	5,522
短期借款	833	963	1,110	1,249
应付账款及票据	446	560	736	869
其他流动负债	394	453	474	507
流动负债合计	1,673	1,976	2,320	2,624
长期借款	375	375	375	375
其他长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	409	409	409	409
负债合计	2,082	2,385	2,729	3,033
股本	491	503	503	503
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,722	1,941	2,183	2,489
负债和股东权益合计	3,804	4,325	4,912	5,522

资料来源:公司公告, 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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。