

导电炭黑国产替代在即，业绩反弹趋势明确

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:	24.25/7.31
目标价格:		总市值(亿)	118.13
最新收盘价:	15.79	自由流通市值(亿)	115.90
		自由流通股数(百万)	734.02

事件概述

2023年1月31日，公司发布业绩预告，2022年公司实现归母净利润700万-1000万元，同比下降97.68%-98.38%；EPS为0.0094-0.0134元。

分析判断：

▶ 原材料价格回落明显，公司业绩反弹趋势确定

2022年，公司主要原材料高温煤焦油价格涨幅较大，超过主营产品炭黑销售价格涨幅，公司利润下降明显。从原料端看，受煤焦油焦化产能增速放缓、焦化利润水平下降和产能利用率下降等因素影响，叠加下游产能基数继续加大，煤焦油市场供不应求，价格大幅上涨。据卓创数据，2022年高温煤焦油均价约5343元/吨，较去年上涨约44%，全年最高价格为12月上旬，升至6419元/吨，较年初最低价4482元/吨涨幅超过43%。从产品端看，公司主营产品炭黑市场波动较大，虽有上游煤焦油成本支撑，但受下游轮胎企业整体开工率、海外出口先升后降等因素影响，炭黑价格分别在4月底、11月两次升高后回落。据卓创数据，2022年炭黑均价约10064元/吨，较去年上涨约19%，远低于煤焦油价格涨幅，对公司利润造成挤压。2023年以来，受下游深加工行业对煤焦油高价抵触影响，高温煤焦油价格大幅回落，卓创显示，截至2023年1月31日，煤焦油价格已回落至4593元/吨，较去年均价跌幅超16%，炭黑价差持续扩大。我们预计，随着焦化置换及新建产能陆续投产，煤焦油价格有进一步下行空间；疫情放开后国内经济恢复，下游轮胎企业需求将逐渐好转，当前公司基本面利空出尽，业绩反弹趋势确定。

▶ 导电炭黑市场空间巨大，炭黑龙头转型进程加速

据华经产业研究院数据，2021年我国动力电池导电剂中导电炭黑占比达60%，为当前主流导电剂，而导电炭黑主要依赖进口，国外厂商包括日本狮王、美国卡博特、法国益瑞石、赢创德固赛等，亟待实现进口替代。据水晶球财经，2021年国内导电炭黑供给98%来自益瑞石，为1.5万吨。由于锂电池产量快速增长，供需未来将严重失衡，经测算2023年全球导电炭黑需求预计超过6万吨。益瑞石现有产能2万吨，其中供给国内仅1.5万吨，新增产能2.5万吨预计2024年6月以后投产；卡博特新增产能1.5万吨预计2024年以后才能投产，因此2023年全球导电炭黑市场空间巨大。公司作为国内炭黑龙头，于2022年7月和10月发布公告，分别在内蒙古乌海和江西乐平新建5万吨、2万吨/年超导炭黑项目，加速向高端产品转型。该产品已向下游客户实现送样，目前正处于测试验证阶段。我们预计，随着下游电池厂商将目光逐渐转向国内更具性价比的导电炭黑，公司项目建成投产将为公司利润提供新的增量，有助于公司在新能源、新材料国产替代浪潮中占领先机。

投资建议

公司我们调整之前的盈利预测，预计2022-2024年公司营业收入分别为90.52/100.06/113.68亿元（此前分别为94.29/101.14/111.19亿元），归母净利润分别为0.1/5.11/7.08亿元（此前分别为0.80/5.07/6.95亿元），EPS分别为0.00/0.68/0.95元（此前为0.11/0.68/0.93元），对应2023年1月31日收盘价15.79元PE分别为13161/23/17倍。公司为炭黑行业龙头，年前原材料煤焦油价格高位导致业绩承压，当前价格已大幅回落，我们预计随着导电炭黑国产替代加速，原材料价格进一步下行及市场景气度回升，我们看好公司未来的成长，维持“增持”评级。

风险提示

煤焦油价格波动加剧，项目投产不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,560	7,930	9,052	10,006	11,368
YoY (%)	-15.0%	42.6%	14.1%	10.5%	13.6%
归母净利润(百万元)	97	431	1	511	708
YoY (%)	135.1%	344.7%	-99.8%	56807.8%	38.6%
毛利率 (%)	10.6%	12.8%	4.5%	9.5%	11.7%
每股收益 (元)	0.13	0.59	0.00	0.68	0.95
ROE	3.2%	13.3%	0.0%	13.6%	15.8%
市盈率	118.37	26.92	13,160.91	23.13	16.68

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,930	9,052	10,006	11,368	净利润	455	1	496	701
YoY (%)	42.6%	14.1%	10.5%	13.6%	折旧和摊销	350	306	315	323
营业成本	6,916	8,645	9,060	10,041	营运资金变动	-784	886	-1,647	1,305
营业税金及附加	52	59	65	80	经营活动现金流	196	1,297	-741	2,468
销售费用	70	54	60	68	资本开支	-180	-223	-225	-250
管理费用	224	226	240	284	投资	-47	-31	-32	-33
财务费用	81	91	68	79	投资活动现金流	-216	-268	-263	-320
研发费用	5	5	6	11	股权募资	41	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	50	200	-300	0
投资收益	-27	-11	-1	-34	筹资活动现金流	-8	107	-390	-79
营业利润	527	1	556	822	现金净流量	-31	1,135	-1,393	2,069
营业外收支	-26	0	-5	-26					
利润总额	501	1	551	797	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	46	0	55	96	成长能力				
净利润	455	1	496	701	营业收入增长率	42.6%	14.1%	10.5%	13.6%
归属于母公司净利润	431	1	511	708	净利润增长率	344.7%	-99.8%	56807.8%	38.6%
YoY (%)	344.7%	-99.8%	56807.8%	38.6%	盈利能力				
每股收益	0.59	0.00	0.68	0.95	毛利率	12.8%	4.5%	9.5%	11.7%
					净利率	5.4%	0.0%	5.1%	6.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	6.1%	0.0%	6.7%	6.7%
货币资金	313	1,448	54	2,123	净资产收益率 ROE	13.3%	0.0%	13.6%	15.8%
预付款项	104	137	141	157	偿债能力				
存货	964	1,082	1,044	1,319	流动比率	1.09	1.07	1.28	1.30
其他流动资产	2,235	2,987	2,951	3,698	速动比率	0.76	0.83	0.90	1.03
流动资产合计	3,615	5,654	4,191	7,298	现金比率	0.09	0.27	0.02	0.38
长期股权投资	93	124	156	189	资产负债率	52.2%	62.6%	48.6%	56.7%
固定资产	2,873	2,768	2,647	2,507	经营效率				
无形资产	233	233	233	235	总资产周转率	1.13	1.12	1.20	1.25
非流动资产合计	3,488	3,440	3,382	3,319	每股指标 (元)				
资产合计	7,103	9,093	7,572	10,616	每股收益	0.59	0.00	0.68	0.95
短期借款	1,236	1,436	1,136	1,136	每股净资产	4.35	4.35	5.03	5.98
应付账款及票据	1,375	3,068	1,341	3,636	每股经营现金流	0.26	1.73	-0.99	3.30
其他流动负债	694	791	801	848	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,305	5,294	3,278	5,620	估值分析				
长期借款	300	300	300	300	PE	26.92	13,160.91	23.13	16.68
其他长期负债	100	100	100	100	PB	2.41	3.63	3.14	2.64
非流动负债合计	400	400	400	400					
负债合计	3,705	5,695	3,678	6,021					
股本	748	748	748	748					
少数股东权益	144	144	129	122					
股东权益合计	3,398	3,399	3,895	4,596					
负债和股东权益合计	7,103	9,093	7,572	10,616					

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。

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。