

证券研究报告

橡胶

2022年08月25日



黑猫股份（002068）2022年中报点评： 二季度盈利环比回升，新材料领域加速布局

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

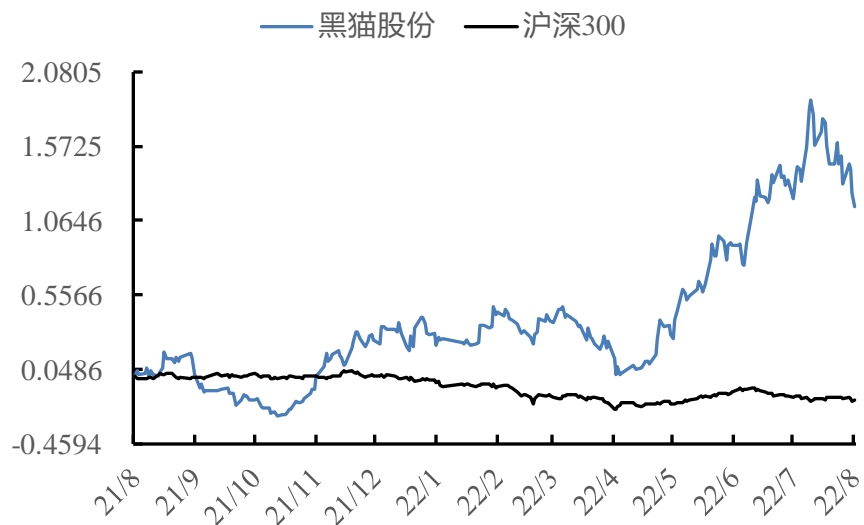
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/25

表现	1M	3M	12M
黑猫股份	-2.5%	71.2%	115.8%
沪深300	-2.3%	3.3%	-16.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7930	9680	11437	12854
增长率(%)	43	22	18	12
归母净利润 (百万元)	431	239	587	862
增长率(%)	345	-44	145	47
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.32	0.78	1.15
ROE(%)	13	7	14	17
P/E	17.90	53.39	21.79	14.83
P/B	2.41	3.64	3.10	2.55
P/S	0.99	1.32	1.12	0.99
EV/EBITDA	9.65	19.09	11.89	8.78

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《黑猫股份 (002068) 深度报告: 炭黑景气回升, 锂电级导电炭黑布局打开成长空间 (买入)*橡胶*董伯骏, 李永磊》——2022-08-06

《——黑猫股份 (002068) 点评报告: 拟投资建设“5万吨/年超导电炭黑项目”及“年产8万吨碳基材料一体化项目” (买入)*橡胶*李永磊, 董伯骏》——2022-07-29

二季度盈利环比回升，新材料领域加速布局

事件：2022年8月24日，黑猫股份发布2022年中报：实现营业收入46.55亿元，同比+17.60%；实现归属于上市公司股东的净利润0.68亿元，同比-85.17%；摊薄净资产收益率为2.04%，同比减少11.53个百分点。销售毛利率6.46%，同比减少12.74个百分点；销售净利率1.58%，同比减少10.77个百分点。

其中，2022年Q2实现营收28.07亿元，环比+51.82%；实现归母净利润0.79亿元，环比+854.27%；摊薄净资产收益率为2.39%，环比增加2.71个百分点。销售毛利率8.72%，环比增加5.69个百分点；销售净利率3.00%，环比增加3.58个百分点。

点评：

上半年原料上涨致业绩承压，二季度出口拉动下盈利能力环比回升

公司上半年实现营业收入46.55亿元，同比+17.60%；实现归母净利润0.68万元，同比-85.17%。主要系一季度，由于受到北方地区限产影响，炭黑及下游轮胎开工率均较低，公司产销下滑。二季度，在对欧供应链替代及东南亚需求旺盛的背景下，出口业务大幅增加，公司盈利能力逐步回升。尽管上游原材料煤焦油在国家对焦化、钢铁限产的背景下，价格持续高位，但我们认为，随着炭黑行业中小企业产能加速出清，竞争格局持续优化，行业整体盈利能力有望逐步提升，公司作为炭黑龙头将充分受益，基本盘普通炭黑盈利能力有所保障。

分业务板块来看，2022年上半年炭黑实现营收40.06亿元，同比+15.29%；毛利率为6.19%，同比下滑14.73个百分点；焦油精制产品实现营收4.21亿元，同比+32.58%，毛利率2.42%，同比上升2.42个百分点；白炭黑实现营收1.22亿元，同比+126.88%，毛利率达14.98%，同比上升15.84个百分点。

期间费用率方面，公司2022年上半年销售/管理/财务费用率分别达0.86%/2.79%/1.00%，同比-0.28/-0.35/-0.63个百分点，财务费用大幅下滑主要系本报告期内汇率波动产生汇兑收益所致。

紧抓新能源发展契机，新材料领域多点布局

公司顺应新能源发展趋势，多点布局新材料领域。在当前导电炭黑供需严重失衡背景下，国产替代迎来发展良机，公司凭借行业多年积累，自主研发突破技术壁垒，成功制出锂电级导电炭黑，目前正寄送至下游锂电池企业进行测试。公司在1万吨导电炭黑产能基础上，加速布局5万吨/年超导电炭黑新增产能，抢占国产化市场先机，如进展顺利，有望引领国产替代，成为公司新的利润增长点。另外，公司紧抓当前新能源高速发展的契机，在当前煤焦油深加工处理能力95万吨/年的基础上，将产业链延伸至煤系针状焦碳基材料。通过PVDF、导电炭黑、碳纳米管、针状焦的协同布局，实现产业链长度与宽度的拓展，进一步提升公司业务的盈利能力。

绿色轮胎高景气，带动白炭黑盈利能力大幅提升

高分散白炭黑是绿色轮胎配套专用材料，而绿色轮胎凭借其优异的低阻力技术，在经济性、安全性和有效节约能源方面均有优异表现。新能源车追求高续航，对轮胎的负载能力要求更高，高分散白炭黑能够有效降低滚动阻力，据工信部，2022年上半年，我国新能源汽车产销累计分别完成266万辆和260万辆，同比均增长1.2倍，对白炭黑需求形成有效支撑。据百川盈孚，2022年上半年，沉淀法白炭黑均价维持6400元/吨高位。公司白炭黑在2022H1盈利能力大幅提升，实现营收1.22亿元，同比+126.88%，毛利率达14.98%，同比上升15.84个百分点。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为2.39、5.87、8.62亿元，EPS为0.32、0.78、1.15元/股，对应PE为53、22、15倍，维持“买入”评级。

风险提示：新产能建设进度不达预期、导电炭黑认证不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7930	9680	11437	12854
增长率(%)	43	22	18	12
归母净利润（百万元）	431	239	587	862
增长率(%)	345	-44	145	47
摊薄每股收益（元）	0.59	0.32	0.78	1.15
ROE(%)	13	7	14	17
P/E	17.90	53.39	21.79	14.83
P/B	2.41	3.64	3.10	2.55
P/S	0.99	1.32	1.12	0.99
EV/EBITDA	9.65	19.09	11.89	8.78

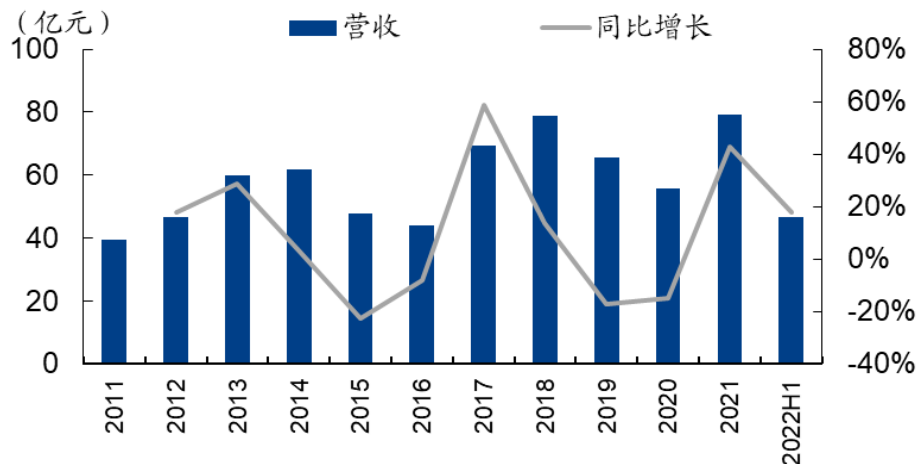
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：黑猫股份业务经营数据

		2020	2021	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H1 同比	2022H1 环比
普通炭黑	营业收入 (亿元)	46.26	68.36	17.87	28.39	34.75	44.55	40.06	15.28%	-10.09%
	毛利润 (亿元)	5.56	9.57	1.59	3.98	7.27	2.30	2.48	-65.89%	7.83%
	毛利率 (%)	12.03%	14.00%	8.90%	14.02%	20.92%	6.84%	6.19%	-14.73%	-0.65%
焦油精制产品	营业收入 (亿元)	5.62	7.07	2.66	2.96	3.18	3.89	4.21	32.39%	8.29%
	毛利润 (亿元)	0.04	0.03	-0.01	0.05	0.00	0.03	0.10	19900.00%	277.36%
	毛利率 (%)	0.76%	0.37%	-0.38%	1.69%	0.00%	0.68%	2.42%	2.42%	1.74%
白炭黑	营业收入 (亿元)	1.74	1.82	0.64	1.10	0.54	1.28	1.22	125.93%	-4.67%
	毛利润 (亿元)	-0.20	0.14	-0.01	-0.19	0.00	0.14	0.18	4013.04%	28.57%
	毛利率 (%)	-11.58%	7.44%	-1.56%	-17.27%	-0.86%	10.94%	14.98%	15.84%	4.04%
总营收 (亿元)		55.60	79.30	22.04	55.6	39.59	79.3	46.55	17.60%	-41.30%
总营业成本 (亿元)		49.73	69.16	20.21	49.73	31.99	69.16	43.55	36.14%	-37.03%
销售毛利润 (亿元)		5.87	10.14	1.83	5.87	7.60	10.14	3.00	-60.53%	-70.41%
毛利率 (%)		10.56%	12.79%	8.30%	10.56%	19.20%	12.79%	6.46%	-12.74%	-6.34%
销售净利润 (亿元)		0.84	4.55	-0.84	0.84	4.89	4.55	0.74	-84.87%	-83.74%
净利率 (%)		1.51%	5.74%	-3.81%	1.51%	12.35%	5.74%	1.58%	-10.77%	-4.15%

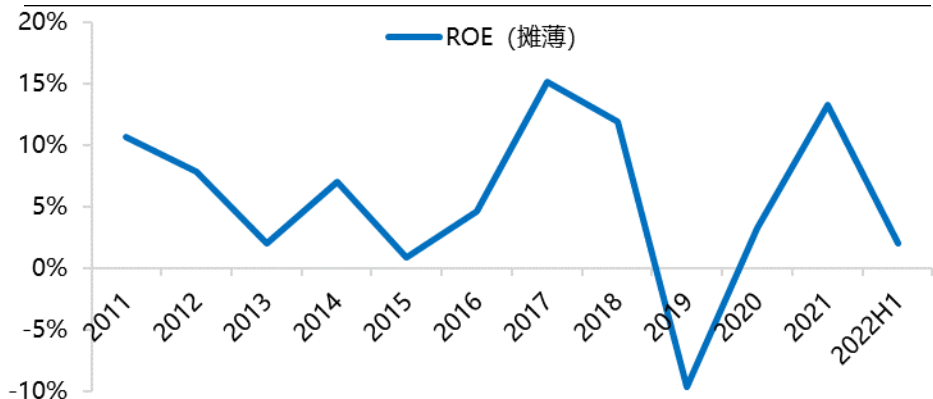
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：2022H1营收同比增长17.60%



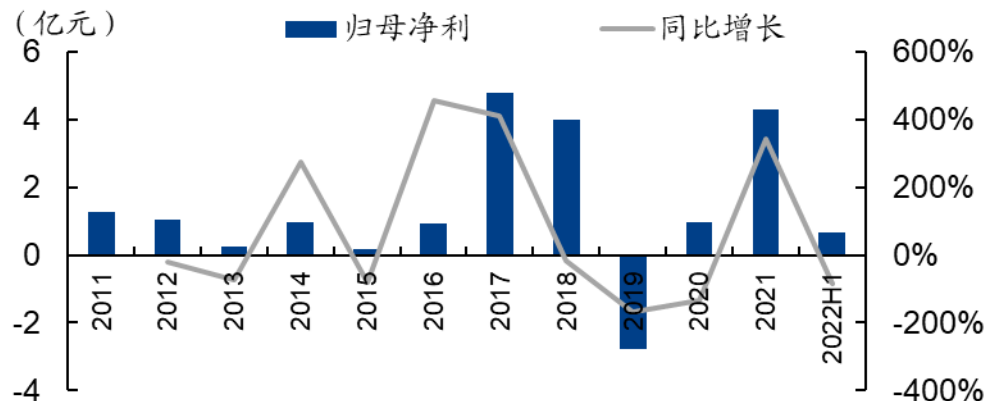
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



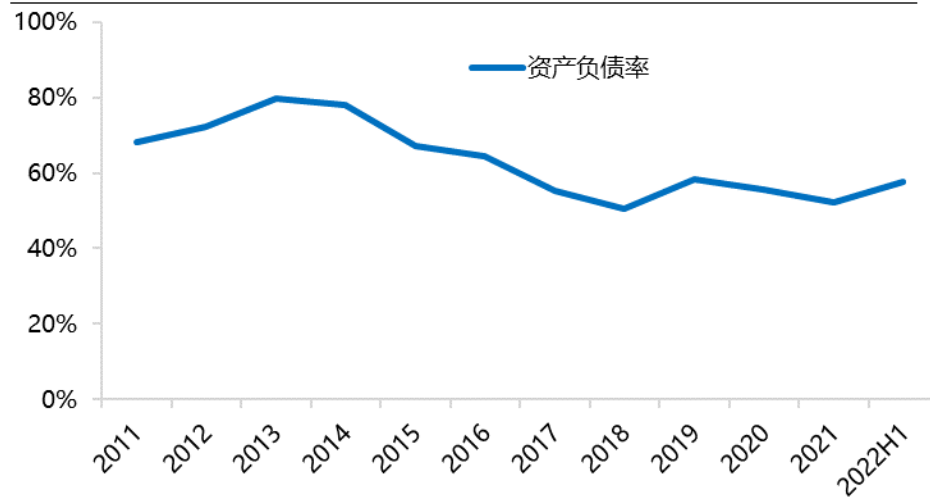
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1归母净利润同比降低85.17%



资料来源：wind, 国海证券研究所

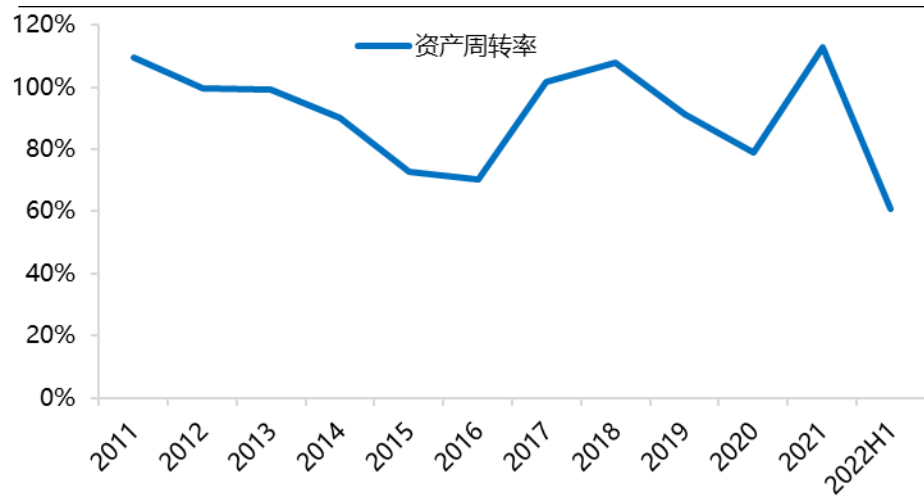
图表：2022H1资产负债率优化



资料来源：wind, 国海证券研究所

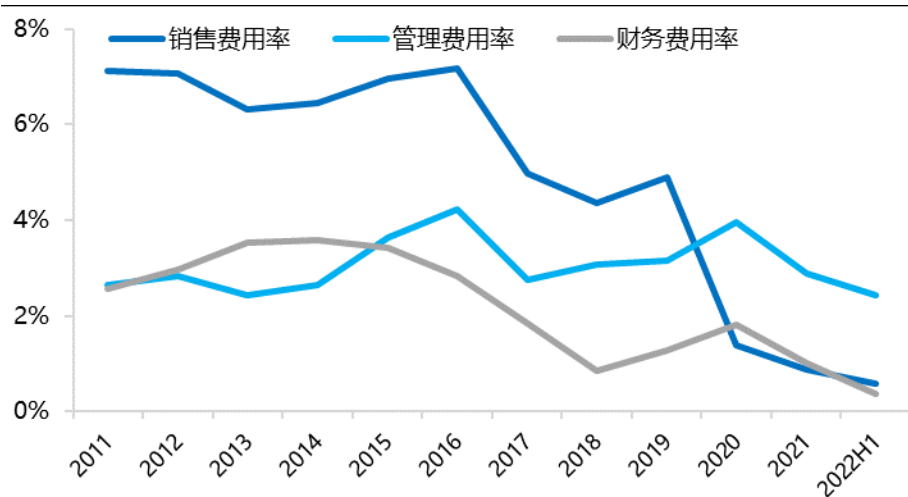
2022H1期间费用率下降

图表：2022H1资产周转率下降



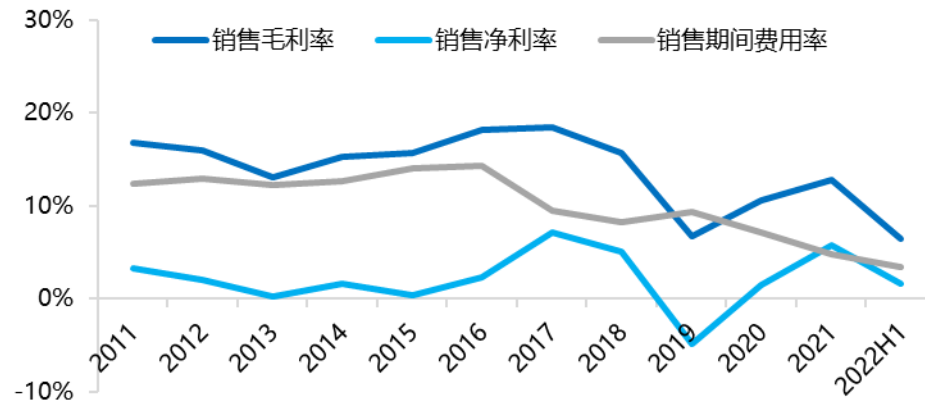
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1期间费用率下降



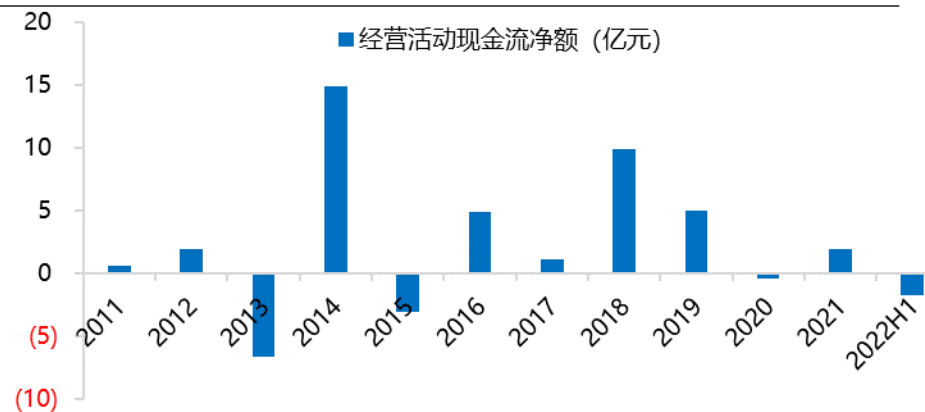
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1净利率下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

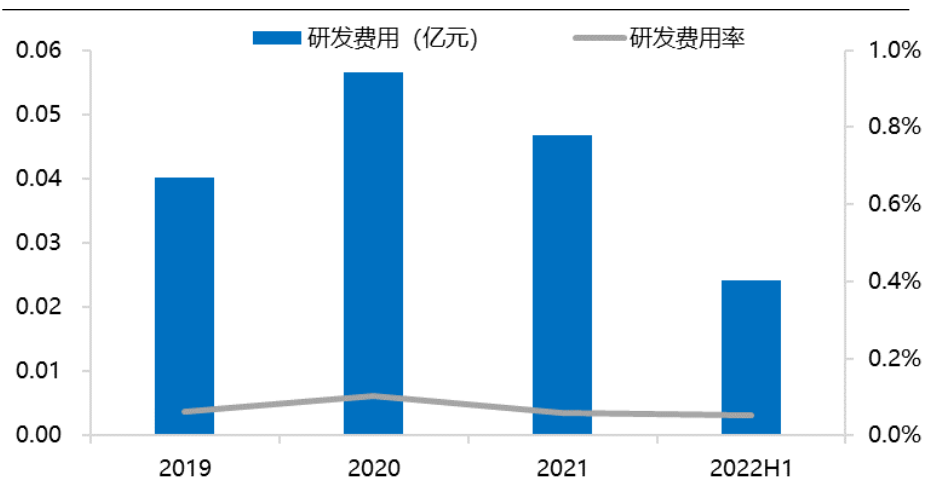
图表：2022H1经营活动现金流下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

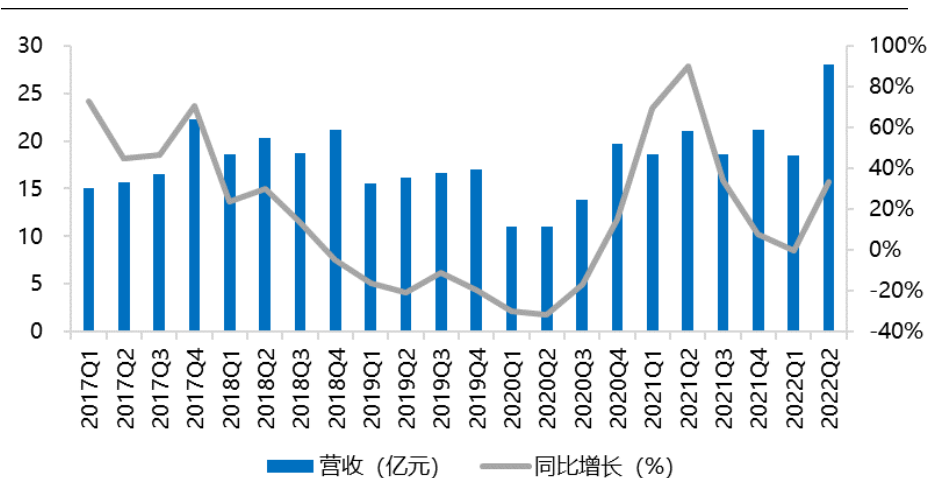
2022Q2营业收入同比增加33.62%

图表：2022H1研发费用为242万元



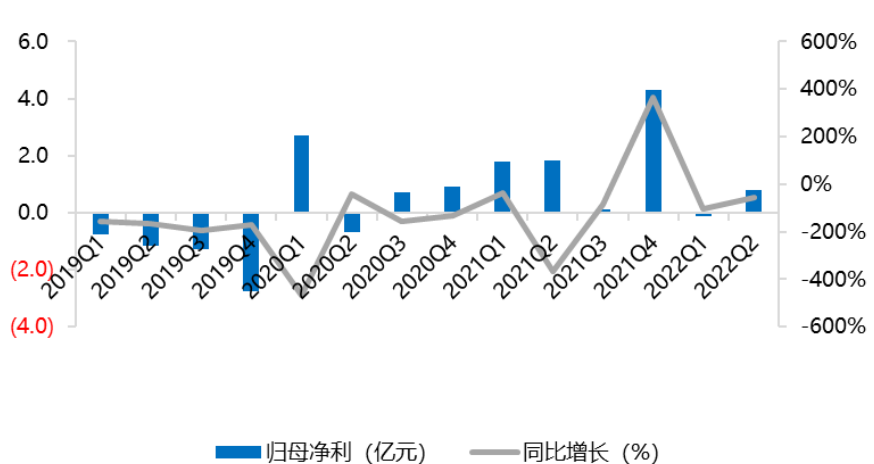
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增33.62%



资料来源：wind, 国海证券研究所

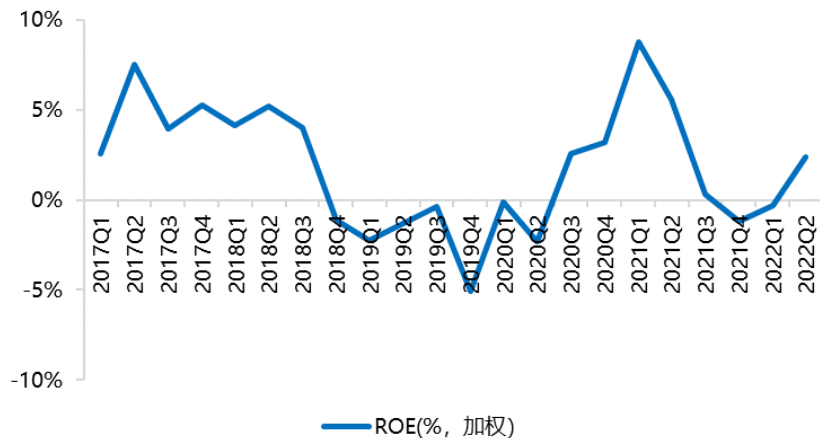
图表：2022Q2归母净利润同比下降57.49%



资料来源：wind, 国海证券研究所

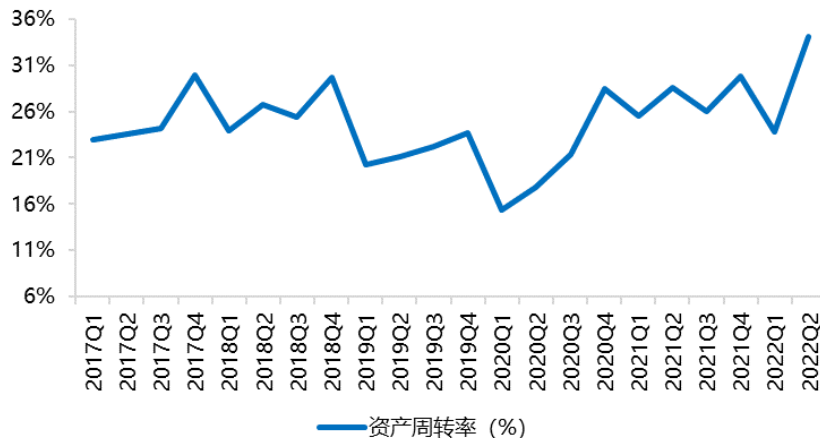
2022Q2净利率与毛利率环比回升

图表：季度净资产收益率



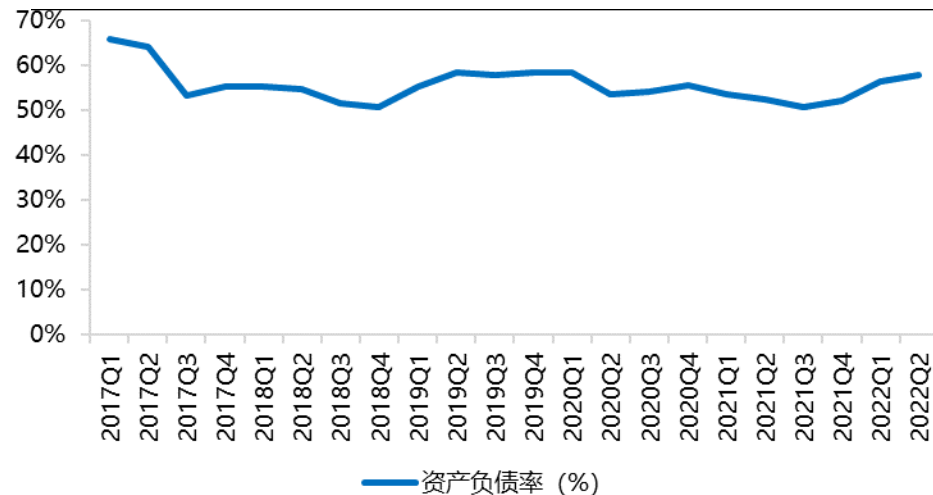
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



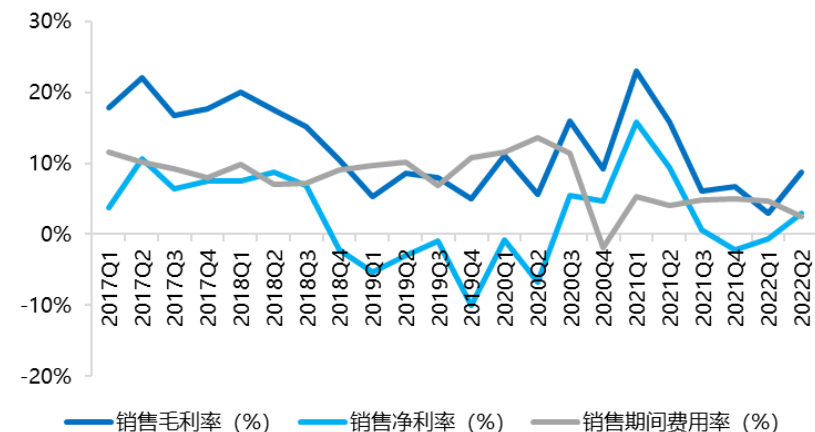
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

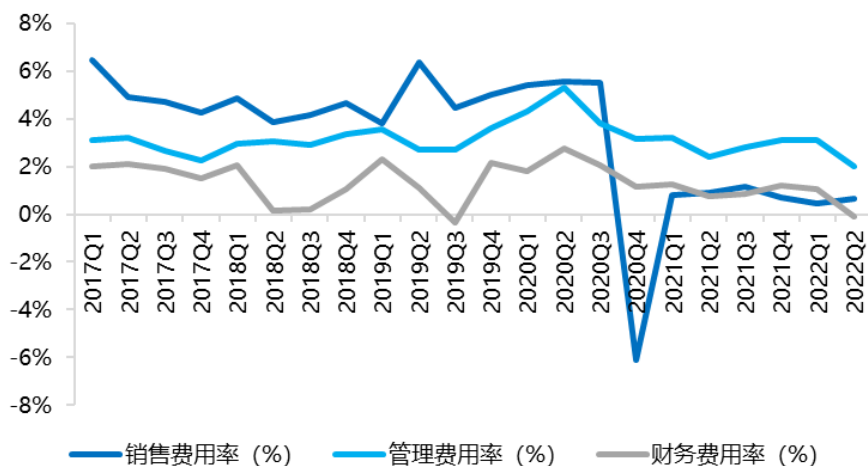
图表：季度毛利率及净利率环比回升



资料来源：wind, 国海证券研究所

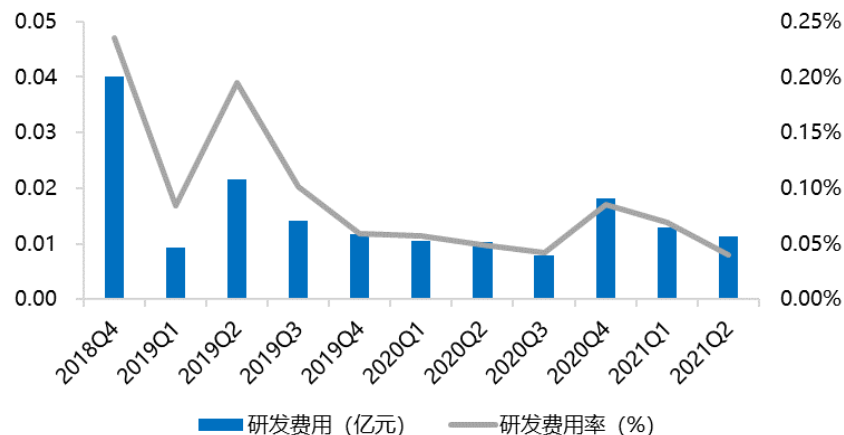
2022Q2期间费率优化

图表：季度期间费用率



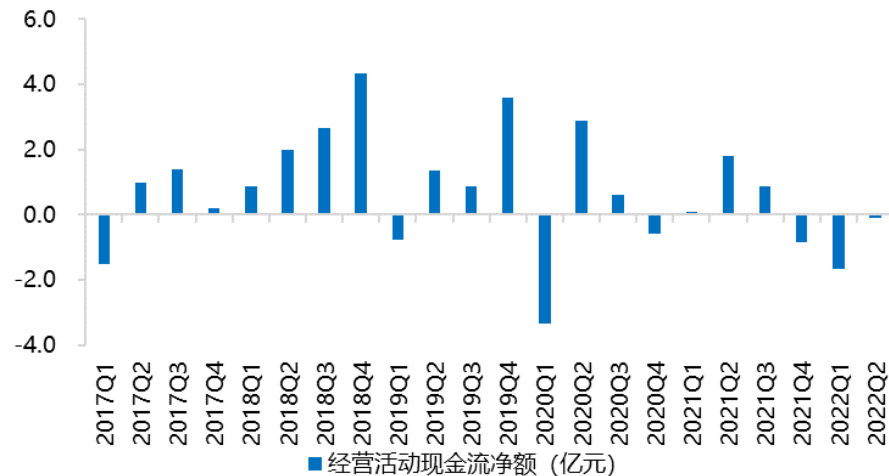
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



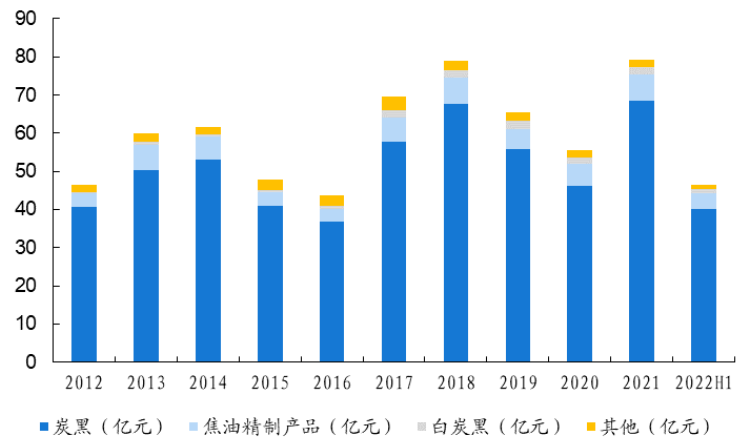
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度经营活动现金流



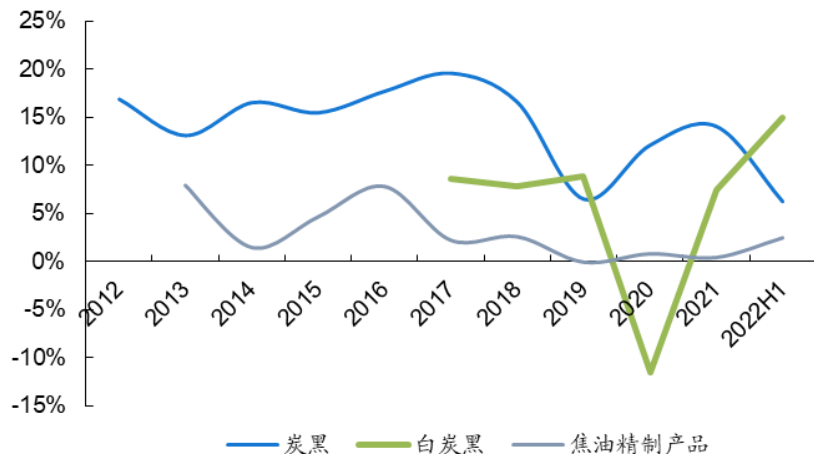
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



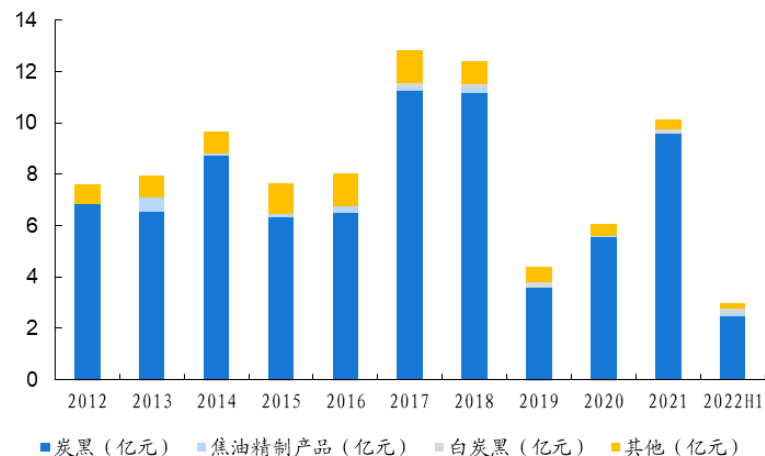
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



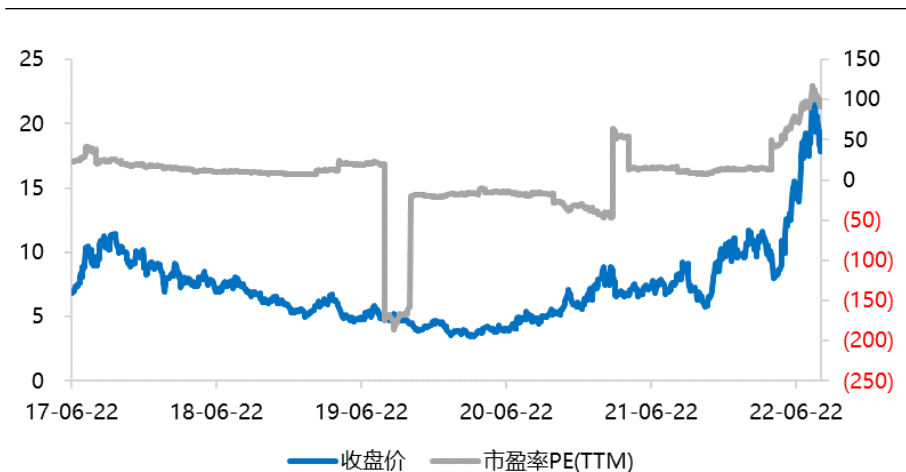
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利润情况



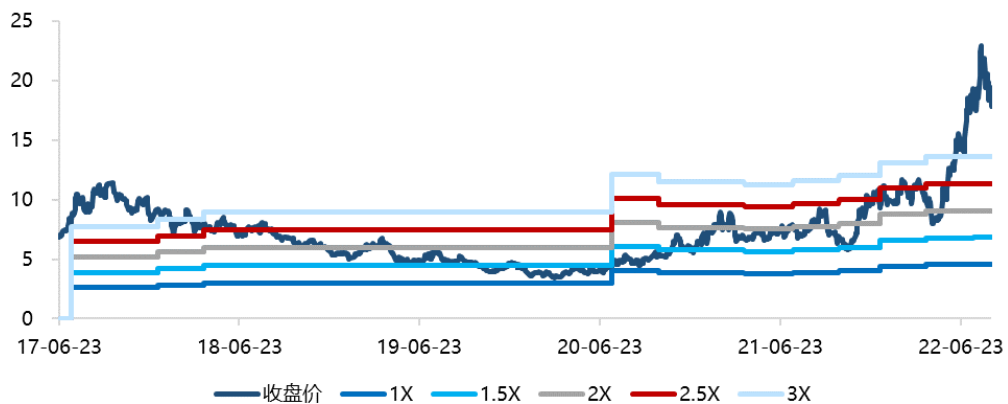
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



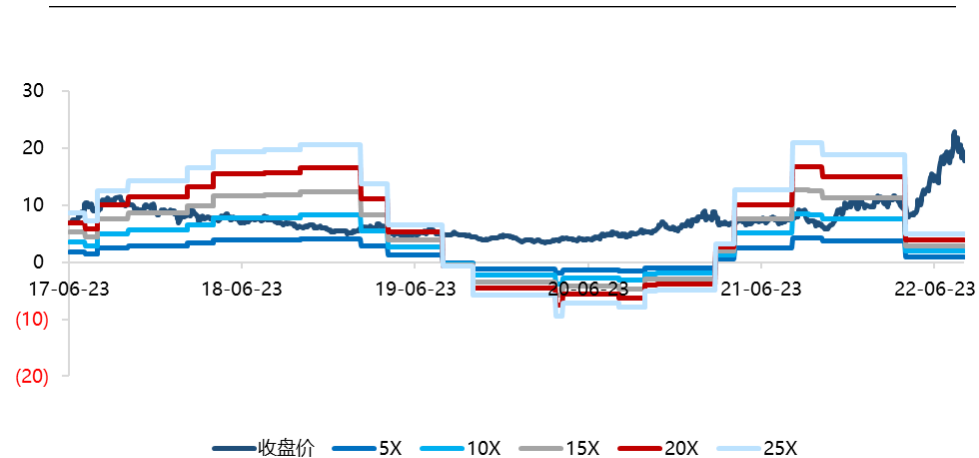
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

黑猫股份盈利预测表

证券代码: 002068		股价: 17.09				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220825				
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	313	80	180	280	营业收入	7930	9680	11437	12854	每股指标				
应收款项	1740	2124	2509	2820	营业成本	6916	8776	10024	11036	每股指标				
存货净额	964	1203	1374	1514	营业税金及附加	52	63	74	84	EPS	0.59	0.32	0.78	1.15
其他流动资产	599	726	844	939	销售费用	70	86	101	114	BVPS	4.35	4.70	5.52	6.70
流动资产合计	3615	4132	4908	5554	管理费用	224	273	323	363	估值				
固定资产	2873	2710	2541	2368	财务费用	81	137	162	182	P/E	17.9	53.4	21.8	14.8
在建工程	187	282	377	473	其他费用/(-收入)	5	6	7	8	P/B	2.4	3.6	3.1	2.6
无形资产及其他	335	361	388	414	营业利润	527	278	682	1001	P/S	1.0	1.3	1.1	1.0
长期股权投资	93	131	169	207	营业外净收支	-26	0	0	0	财务指标				
资产总计	7103	7617	8383	9016	利润总额	501	278	682	1001		2021A	2022E	2023E	2024E
短期借款	1236	1030	854	308	所得税费用	46	26	62	92	盈利能力				
应付款项	1375	1745	1993	2195	净利润	455	253	619	909	ROE	13%	7%	14%	17%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	24	13	32	47	毛利率	13%	9%	12%	14%
其他流动负债	694	768	820	862	归属于母公司净利润	431	239	587	862	期间费率	5%	5%	5%	5%
流动负债合计	3305	3543	3668	3365	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	销售净利率	5%	2%	5%	7%
长期借款及应付债券	300	300	300	300	经营活动现金流	196	303	612	986	成长能力				
其他长期负债	100	100	100	100	净利润	431	239	587	862	收入增长率	43%	22%	18%	12%
长期负债合计	400	400	400	400	少数股东权益	24	13	32	47	利润增长率	345%	-44%	145%	47%
负债合计	3705	3943	4068	3766	折旧摊销	350	280	285	290	营运能力				
股本	748	748	748	748	公允价值变动	0	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.27	1.36	1.43
股东权益	3398	3673	4315	5250	营运资金变动	-784	-326	-397	-326	应收账款周转率	4.56	4.56	4.56	4.56
负债和股东权益总计	7103	7617	8383	9016	投资活动现金流	-216	-310	-316	-321	存货周转率	8.23	8.05	8.32	8.49
					资本支出	-180	-238	-238	-238	偿债能力				
					长期投资	-47	-38	-38	-38	资产负债率	52%	52%	49%	42%
					其他	10	-33	-39	-44	流动比	1.09	1.17	1.34	1.65
					筹资活动现金流	-8	-206	-176	-546	速动比	0.77	0.79	0.92	1.15
					债务融资	50	-206	-176	-546					
					权益融资	41	0	0	0					
					其它	-99	0	0	0					
					现金净增加额	-31	-233	100	100					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊、董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597