

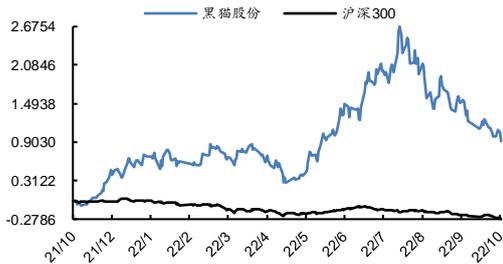
研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
联系人: 陈云 S0350122060052
cheny17@ghzq.com.cn

Q3 炭黑成本承压, 看好导电炭黑加速推进

——黑猫股份(002068) 三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/10/28

表现	1M	3M	12M
黑猫股份	-17.4%	-37.8%	89.1%
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%

市场数据

2022/10/28

当前价格(元)	11.91
52周价格区间(元)	5.74-24.25
总市值(百万)	8,910.10
流通市值(百万)	8,658.90
总股本(万股)	74,811.96
流通股本(万股)	72,702.76
日均成交额(百万)	520.69
近一月换手(%)	3.44

《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(买入)*橡胶*董伯骏, 李永磊》——2022-08-26

《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

事件:

10月27日, 公司发布2022年三季度报: 2022年前三季度, 公司实现营业收入73.04亿元, 同比+25.62%; 实现归母净利润0.37亿元, 同比-92.07%; 加权平均净资产收益率为1.14%, 同比减少0.92个百分点。销售毛利率4.78%, 同比减少10.21个百分点; 销售净利率0.54%, 同比减少8.08个百分点。

其中, 2022年Q3实现营收26.49亿元, 同比+42.73%, 环比-5.62%; 实现归母净利润-0.31亿元, 同比-410.36%, 环比-139.34%; 平均净资产收益率为-1.11%, 同比减少3.78个百分点。销售毛利率1.84%, 同比减少4.20个百分点, 环比减少6.88个百分点; 销售净利率-1.30%, 同比减少1.94个百分点, 环比减少4.30个百分点。

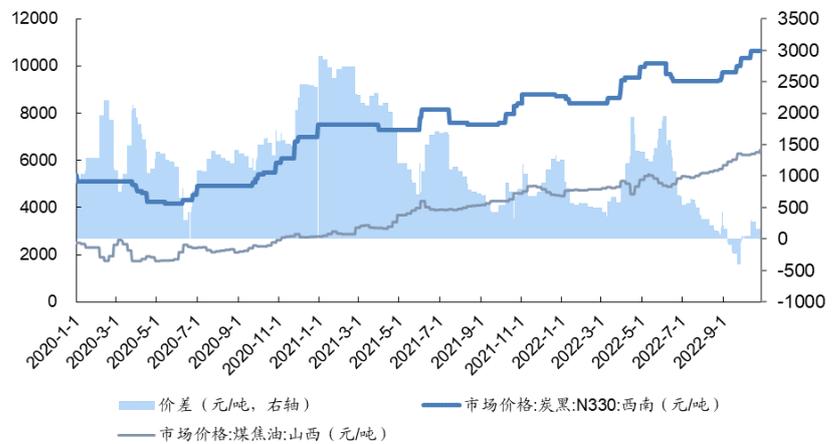
投资要点:

■ Q3 炭黑成本承压, 四季度盈利能力有望回升

2022年前三季度, 公司实现营收73.04亿元, 同比+25.62%; 实现归母净利润0.37亿元, 同比-92.07%。其中, 2022Q3单季度, 公司实现营收26.49亿元, 同比+42.73%; 实现归母净利润-0.31亿元, 同比-410.36%。公司三季度业绩出现较大回撤, 一方面, 三季度下游轮胎需求较弱; 另一方面, 原料煤焦油受到钢铁减产以及危化品运输受限等影响, 价格持续上涨, 而炭黑受需求疲软影响, 价格传导不畅, 二者价差持续收窄, 三季度一度出现倒挂现象。展望四季度, 供给端, 四季度采暖期, 化工企业或出现限产管控, 且10月炭黑价格已开启上行, 公司主业盈利能力有望回升。

2022年Q3, 公司销售费用率为0.63%, 同比减少0.33个百分点; 管理费用率为2.38%, 同比下降0.41个百分点; 财务费用率为0.09%, 同比下降0.86个百分点, 主要系本期人民币对美元汇率波动产生的汇兑收益同比增加所致。

图 1: 三季度, 炭黑价差持续收窄



资料来源: wind, 国海证券研究所

表 1: 公司分业务数据

		2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1	2022Q3	2022Q3 同比	单三季度 环比
普通炭黑	营业收入(亿元)	46.26	68.36	34.75	44.55	40.06			
	毛利润(亿元)	5.56	9.57	7.27	2.3	2.48			
	毛利率(%)	12.03%	14.00%	20.92%	6.84%	6.19%			
焦油精制产品	营业收入(亿元)	5.62	7.07	3.18	3.89	4.21			
	毛利润(亿元)	0.04	0.03	0	0.03	0.1			
	毛利率(%)	0.76%	0.37%	0.00%	0.68%	2.42%			
白炭黑	营业收入(亿元)	1.74	1.82	0.54	1.28	1.22			
	毛利润(亿元)	-0.2	0.14	0	0.14	0.18			
	毛利率(%)	-11.58%	7.44%	-0.86%	10.94%	14.98%			
总营收(亿元)		55.6	79.3	39.59	79.3	46.55	73.04	25.62%	-5.62%
总营业成本(亿元)		49.73	69.16	31.99	69.16	43.55	69.55	40.70%	1.49%
销售毛利润(亿元)		5.87	10.14	7.6	10.14	3.00	3.49	-59.98%	-80.11%
毛利率(%)		10.56%	12.79%	19.20%	12.79%	6.46%	4.78%	-10.22%	-6.88%
销售净利润(亿元)		0.84	4.55	4.89	4.55	0.74	0.39	-92.07%	-140.75%
净利率(%)		1.51%	5.74%	12.35%	5.74%	1.58%	0.54%	-8.08%	-4.30%

资料来源: wind, 国海证券研究所

■ 布局导电炭黑南北两大产能基地, 充分打开成长空间

在当前导电炭黑供需失衡背景下, 公司自主研发突破技术壁垒, 对标海外中高端产品, 通过两条路径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。公司在导电炭黑领域加速布局, 目前, 乌海黑猫基地经过技改的导电炭黑产线已具备了一定的产能规模。在此基础上, 公司还新增内蒙古和江西导电炭黑南北两大产能基地, 分别拟建 5 万吨/年和 2 万/年超导电炭黑新增产能, 抢占国产化市场先机, 充分打开成长空间。

■ 紧抓新能源发展契机, 新材料领域加速切入

公司顺应新能源发展趋势, 多点布局新材料领域。在导电剂领域, 除中高端导电炭黑, 还布局新型导电剂碳纳米管, 打造复合导电浆料供应商。另外, 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。

为提高新能源碳材料领域内的自主创新能力，公司还与复旦大学、上海浦东复旦大学张江科技研究院共同建立“黑猫股份-复旦大学-张江科技研究院新能源碳材料校企联合实验室”，开展新能源领域纳米碳、硅碳负极及其相关产品的科研项目研究，并进行产学研合作，公司在新材料领域的研发能力和技术水平将进一步提升。

- **盈利预测和投资评级** 基于 Q3 原材料煤焦油价格大幅上涨对主业橡胶用炭黑带来的影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 1.01、5.40、6.54 亿元，EPS 为 0.13、0.72、0.87 元/股，对应 PE 为 86、17、14 倍，公司导电炭黑下游验证顺利，预计明年可实现放量，打开成长空间，因此维持“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。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7930	9560	10540	11826
增长率（%）	43	21	10	12
归母净利润（百万元）	431	101	540	654
增长率（%）	345	-77	437	21
摊薄每股收益（元）	0.59	0.13	0.72	0.87
ROE（%）	13	3	14	14
P/E	17.90	88.57	16.50	13.63
P/B	2.41	2.64	2.26	1.93
P/S	0.99	0.93	0.85	0.75
EV/EBITDA	9.65	19.28	9.53	7.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：黑猫股份盈利预测表

证券代码:	002068		股价:	11.91	投资评级:	买入	日期:	2022/10/28	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					每股指标				
ROE	13%	3%	14%	14%	EPS	0.59	0.13	0.72	0.87
毛利率	13%	7%	12%	12%	BVPS	4.35	4.51	5.27	6.18
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值				
销售净利率	5%	1%	5%	6%	P/E	17.90	88.57	16.50	13.63
成长能力					P/B	2.41	2.64	2.26	1.93
收入增长率	43%	21%	10%	12%	P/S	0.99	0.93	0.85	0.75
利润增长率	345%	-77%	437%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产周转率	1.12	1.26	1.31	1.37	营业收入	7930	9560	10540	11826
应收账款周转率	4.56	4.56	4.56	4.56	营业成本	6916	8863	9278	10359
存货周转率	8.23	7.87	8.30	8.33	营业税金及附加	52	62	69	77
偿债能力					销售费用	70	85	93	105
资产负债率	52%	54%	49%	44%	管理费用	224	270	297	334
流动比	1.09	1.12	1.30	1.52	财务费用	81	96	105	118
速动比	0.77	0.75	0.90	1.06	其他费用/(-收入)	5	6	6	7
					营业利润	527	117	627	759
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	-26	0	0	0
现金及现金等价物	313	80	180	280	利润总额	501	117	627	759
应收款项	1740	2097	2312	2594	所得税费用	46	11	58	70
存货净额	964	1215	1270	1420	净利润	455	106	570	690
其他流动资产	599	721	782	871	少数股东损益	24	6	30	36
流动资产合计	3615	4113	4545	5166	归属于母公司净利润	431	101	540	654
固定资产	2873	2710	2541	2368					
在建工程	187	282	377	473	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
无形资产及其他	335	361	388	414	经营活动现金流	196	196	703	805
长期股权投资	93	131	169	207	净利润	431	101	540	654
资产总计	7103	7597	8021	8628	少数股东权益	24	6	30	36
短期借款	1236	1137	866	499	折旧摊销	350	280	285	290
应付款项	1375	1763	1845	2060	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-784	-286	-253	-284
其他流动负债	694	771	789	834	投资活动现金流	-216	-309	-313	-317
流动负债合计	3305	3670	3501	3392	资本支出	-180	-238	-238	-238
长期借款及应付债券	300	300	300	300	长期投资	-47	-38	-38	-38
其他长期负债	100	100	100	100	其他	10	-33	-36	-41
长期负债合计	400	400	400	400	筹资活动现金流	-8	-99	-270	-367
负债合计	3705	4070	3901	3793	债务融资	50	-99	-270	-367
股本	748	748	748	748	权益融资	41	0	0	0
股东权益	3398	3527	4120	4835	其它	-99	0	0	0
负债和股东权益总计	7103	7597	8021	8628	现金净增加额	-31	-233	100	100

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

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。

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年半化工行业研究经验。

【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。