

投资评级 优于大市 首次覆盖

炭黑主业成本优势显著, 针状焦投产增厚利润

股票数据

| | |
|---------------|------------|
| 08月02日收盘价(元) | 11.74 |
| 52周股价波动(元) | 6.66-14.13 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 375/243 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 4408/2848 |

相关研究

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 24.4 | 54.1 | 71.4 |
| 相对涨幅(%) | 32.4 | 53.6 | 69.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 公司致力于炭黑、煤焦油产品, 炭黑成本优势显著。** 1) 公司是一家基于对煤焦油资源深入研发及应用的高新技术企业, 致力于高品质炭黑产品、煤焦油精细加工产品、新材料产品的研发和生产, 通过“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工新材料”的有机结合形成可持续循环的产业模式。2) 根据公司2021年报, 公司拥有改质沥青产能20万吨/年, 炭黑产能34万吨/年, 其中橡胶用炭黑产能30万吨/年, 导电炭黑4万吨/年。3) 公司炭黑产品有明显成本优势, 公司地处山西省南部, 紧邻焦煤主产区, 周边遍布焦化企业, 煤焦油资源丰富, 运输半径小, 运输成本低, 使得公司煤焦油采购供应充足且具有成本优势。且公司周边分布有多家焦化企业, 有效降低了燃料成本。
- 公司在导电炭黑行业有技术优势, 需求保持平稳快速增长。** 1) 公司生产的导电炭黑使用公司自主研发的煤焦油基导电炭黑技术, 主要应用于电缆屏蔽层的电缆内、外屏蔽材料领域。2) 伴随着我国经济的高速发展, 我国电缆行业发展迅速, 电网主网架进一步优化, 省间联络线进一步加强, 将进一步提高我国电缆的需求。随着电缆市场的发展, 我国电缆用导电炭黑的需求将保持平稳快速的发展趋势。
- 公司计划建设7万吨/年特种炭黑, 布局高端炭黑市场。** 1) 根据公司公告, 公司计划建设煤焦油精细加工及特种炭黑综合利用项目, 该项目总投资额2.9亿元, 包括高性能低滚动阻力炭黑、高端制品炭黑、导电炭黑、高色素炭黑等特种炭黑7万吨/年。2) 该项目全面达产后, 将实现炭黑产品的高端化、差异化、多元化, 加快产品品种升级, 有利于公司巩固炭黑行业领先优势和现有客户的合作基础, 同时进一步开拓新客户, 进一步提高市场占有率和盈利能力。
- 公司4万吨针状焦产能已试产。** 1) 根据公司公告, 2022年5月23日起, 公司年产4万吨煤系针状焦项目已进入试生产阶段。该项目总投资额5.0亿元, 预计达产后年平均销售收入为5.9亿元。2) 公司生产的针状焦主要应用于石墨电极, 针状焦的投产将有利于公司更加完善“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工新材料”的可持续循环产业链, 打造新的利润增长点, 进一步提高公司抗风险能力和竞争力, 对公司未来的发展将产生积极影响。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计22-24年公司EPS分别为0.81、1.07、1.31元。参考同行业可比公司估值, 我们认为合理估值倍数为2022年18-20倍PE, 对应合理目标价14.6-16.2元, 首次覆盖, 给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示:** 产品价格下跌, 原材料价格波动过大, 国内宏观经济增速下行。

主要财务数据及预测

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 2391 | 3759 | 4760 | 5064 | 5453 |
| (+/-)YoY(%) | -16.3% | 57.2% | 26.6% | 6.4% | 7.7% |
| 净利润(百万元) | 158 | 317 | 303 | 402 | 490 |
| (+/-)YoY(%) | 73.8% | 100.5% | -4.5% | 32.8% | 21.8% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.42 | 0.84 | 0.81 | 1.07 | 1.31 |
| 毛利率(%) | 12.0% | 12.7% | 10.8% | 12.5% | 13.1% |
| 净资产收益率(%) | 8.2% | 14.3% | 12.4% | 14.2% | 14.7% |

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- 1) 价格假设: 根据公司 2021 年年报与百川盈孚数据, 我们预计橡胶用炭黑 2022-2024 年价格分别为 8400、8400 和 8400 元/吨; 我们预计特种炭黑 2023-2024 年价格分别为 12000 和 12000 元/吨; 我们预计针状焦 2022-2024 年价格分别为 12000、12000 和 12000 元/吨。
- 2) 销量假设: 根据公司 2021 年年报及公告, 针状焦有 4 万吨产能在建, 并在 2022 年 5 月 23 日试生产; 特种炭黑有 7 万吨产能, 所属项目‘煤焦油精细加工及特种炭黑综合利用项目’在 2022 年 5 月 22 日试生产; 基于此, 我们预计特种炭黑 2023-2024 年销量分别为 3.15 和 6.3 万吨; 我们预计针状焦 2022-2024 年销量分别为 1.2、3.6 和 3.6 万吨。

表 1 永东股份分业务盈利预测

| 项目 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 (百万元) | 3759.02 | 4760.29 | 5064.01 | 5452.81 |
| 总成本 (百万元) | 3280.10 | 4248.36 | 4431.60 | 4736.16 |
| 总毛利 (百万元) | 1087.30 | 511.93 | 632.41 | 716.65 |
| 总毛利率 (%) | 12.74% | 10.75% | 12.49% | 13.14% |
| 炭黑产品 | | | | |
| 收入 (百万元) | 2449.41 | 2862.00 | 3240.00 | 3618.00 |
| 成本 (百万元) | 2011.53 | 2561.40 | 2863.80 | 3166.20 |
| 毛利 (百万元) | 437.88 | 300.60 | 376.20 | 451.80 |
| 毛利率 | 17.88% | 10.50% | 11.61% | 12.49% |
| 煤焦油加工产品 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1295.83 | 1879.00 | 1797.00 | 1797.00 |
| 成本 (百万元) | 1265.71 | 1683.10 | 1562.40 | 1562.40 |
| 毛利 (百万元) | 30.12 | 195.90 | 234.60 | 234.60 |
| 毛利率 | 2.32% | 10.43% | 13.06% | 13.06% |
| 其他 | | | | |
| 收入 (百万元) | 13.78 | 19.29 | 27.01 | 37.81 |
| 成本 (百万元) | 2.86 | 3.86 | 5.40 | 7.56 |
| 毛利 (百万元) | 10.92 | 15.43 | 21.61 | 30.25 |
| 毛利率 | 79.25% | 80.00% | 80.00% | 80.00% |

数据来源: Wind, 公司年报 (2021), 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价 (元) | EPS (元/股) | | | PE (倍) | | |
|------|-----------|--------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 黑猫股份 | 002068.SZ | 18.51 | 0.58 | 0.57 | 0.85 | 31.91 | 32.47 | 21.78 |
| 阳谷华泰 | 300121.SZ | 13.73 | 0.76 | 1.28 | 1.56 | 18.07 | 10.73 | 8.80 |
| 均值 | | | | | | 24.99 | 21.60 | 15.29 |

注: 收盘价为 2022 年 7 月 29 日价格, 股价、EPS 为 wind 一致预期

可比公司选取依据: 黑猫股份主要产品为炭黑和焦油精制产品; 阳谷华泰主要产品为橡胶助剂, 与永东股份产品同为轮胎上游原材料

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 3759 | 4760 | 5064 | 5453 |
| 每股收益 | 0.84 | 0.81 | 1.07 | 1.31 | 营业成本 | 3280 | 4248 | 4432 | 4736 |
| 每股净资产 | 5.91 | 6.50 | 7.57 | 8.88 | 毛利率% | 12.7% | 10.8% | 12.5% | 13.1% |
| 每股经营现金流 | 0.11 | 0.42 | 0.47 | 1.71 | 营业税金及附加 | 10 | 14 | 15 | 16 |
| 每股股利 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 营业税金率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 13 | 24 | 25 | 27 |
| P/E | 13.90 | 14.55 | 10.96 | 8.99 | 营业费用率% | 0.3% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| P/B | 1.99 | 1.81 | 1.55 | 1.32 | 管理费用 | 38 | 71 | 76 | 55 |
| P/S | 1.17 | 0.93 | 0.87 | 0.81 | 管理费用率% | 1.0% | 1.5% | 1.5% | 1.0% |
| EV/EBITDA | 9.37 | 9.01 | 7.04 | 5.31 | EBIT | 362 | 334 | 444 | 541 |
| 股息率% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 财务费用 | 24 | 20 | 20 | 22 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 毛利率 | 12.7% | 10.8% | 12.5% | 13.1% | 资产减值损失 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 8.4% | 6.4% | 7.9% | 9.0% | 投资收益 | 18 | 24 | 25 | 27 |
| 净资产收益率 | 14.3% | 12.4% | 14.2% | 14.7% | 营业利润 | 356 | 338 | 448 | 546 |
| 资产回报率 | 11.1% | 9.0% | 11.2% | 11.3% | 营业外收支 | -5 | -1 | -1 | -1 |
| 投资回报率 | 12.7% | 10.6% | 12.3% | 13.0% | 利润总额 | 351 | 337 | 447 | 545 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 417 | 403 | 523 | 636 |
| 营业收入增长率 | 57.2% | 26.6% | 6.4% | 7.7% | 所得税 | 34 | 34 | 45 | 54 |
| EBIT 增长率 | 94.3% | -7.7% | 32.6% | 21.9% | 有效所得税率% | 9.6% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润增长率 | 100.5% | -4.5% | 32.8% | 21.8% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 317 | 303 | 402 | 490 |
| 资产负债率 | 22.1% | 27.1% | 20.7% | 23.1% | | | | | |
| 流动比率 | 5.27 | 3.74 | 5.76 | 4.33 | 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 3.68 | 2.47 | 4.33 | 3.06 | 货币资金 | 164 | 221 | 179 | 505 |
| 现金比率 | 0.55 | 0.39 | 0.47 | 0.81 | 应收账款及应收票据 | 702 | 713 | 1003 | 845 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 347 | 566 | 386 | 632 |
| 应收账款周转天数 | 54.52 | 48.00 | 55.00 | 55.00 | 其它流动资产 | 354 | 603 | 614 | 709 |
| 存货周转天数 | 34.53 | 38.70 | 38.70 | 38.70 | 流动资产合计 | 1568 | 2104 | 2183 | 2690 |
| 总资产周转率 | 1.40 | 1.54 | 1.46 | 1.38 | 长期股权投资 | 154 | 156 | 158 | 160 |
| 固定资产周转率 | 5.85 | 6.99 | 6.35 | 5.82 | 固定资产 | 626 | 736 | 858 | 1017 |
| | | | | | 在建工程 | 356 | 214 | 248 | 329 |
| | | | | | 无形资产 | 101 | 99 | 97 | 95 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1278 | 1246 | 1401 | 1641 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 2846 | 3350 | 3584 | 4332 |
| 净利润 | 317 | 303 | 402 | 490 | 短期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 210 | 428 | 238 | 473 |
| 非现金支出 | 68 | 68 | 80 | 95 | 预收账款 | 0 | 5 | 6 | 6 |
| 非经营收益 | 8 | -1 | -1 | -2 | 其它流动负债 | 37 | 79 | 86 | 92 |
| 营运资金变动 | -352 | -215 | -304 | 60 | 流动负债合计 | 297 | 562 | 379 | 621 |
| 经营活动现金流 | 41 | 156 | 176 | 644 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -203 | -35 | -235 | -335 | 其它长期负债 | 332 | 347 | 363 | 378 |
| 投资 | 181 | -2 | -2 | -2 | 非流动负债合计 | 332 | 347 | 363 | 378 |
| 其他 | 16 | 24 | 25 | 27 | 负债总计 | 629 | 909 | 742 | 999 |
| 投资活动现金流 | -7 | -13 | -211 | -310 | 实收资本 | 375 | 375 | 375 | 375 |
| 债权募资 | 30 | 15 | 15 | 15 | 归属于母公司所有者权益 | 2217 | 2440 | 2843 | 3333 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -46 | -101 | -23 | -24 | 负债和所有者权益合计 | 2846 | 3350 | 3584 | 4332 |
| 融资活动现金流 | -16 | -86 | -7 | -8 | | | | | |
| 现金净流量 | 18 | 57 | -42 | 326 | | | | | |

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 02 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 三力士, 扬农化工, 滨化股份, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 玲珑轮胎, 联瑞新材, 润阳科技, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 镇洋发展, 万润股份, 东华能源, 德美化工, 三友化工, 东材科技, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 长鸿高科, 苏博特, 洁美科技, 卓越新能, 凯立新材

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。