

黑猫股份(002068.SZ) 2022年报及2023一季报点评： 2023Q1短期承压，导电炭黑布局未来可期

评级：买入(维持)

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

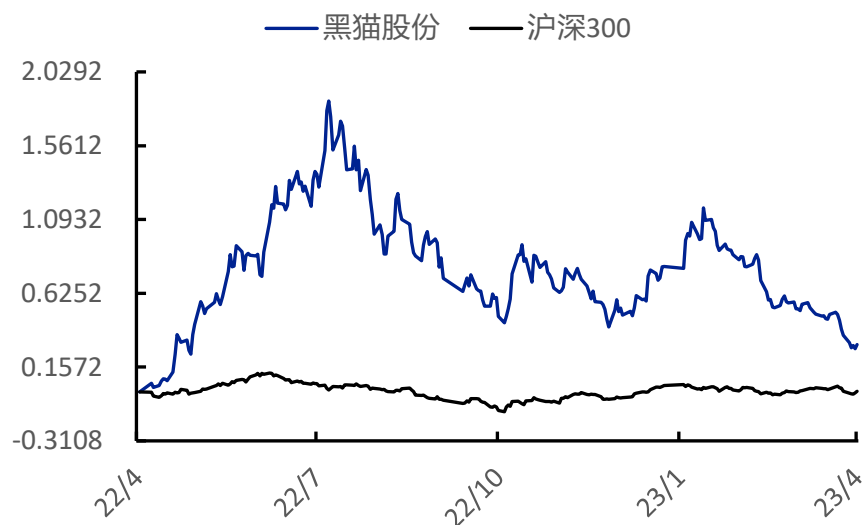
dongbj@ghzq.com.cn

陈云(联系人)

S0350122060052

cheny17@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
黑猫股份	-14.9%	-27.6%	30.5%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9893	8953	9298	9703
增长率(%)	25	-10	4	4
归母净利润 (百万元)	9	364	609	685
增长率(%)	-98	4013	67	12
摊薄每股收益 (元)	0.01	0.49	0.82	0.92
ROE(%)	0	10	14	14
P/E	1197.00	21.35	12.76	11.35
P/B	2.73	2.13	1.82	1.57
P/S	0.91	0.87	0.84	0.80
EV/EBITDA	24.00	10.57	7.28	6.26

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——黑猫股份(002068) 三季报点评: Q3炭黑成本承压, 看好导电炭黑加速推进(买入)*橡胶*李永磊, 董伯骏》——2022-10-29

《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

2023Q1短期承压，导电炭黑布局未来可期

事件：2023年4月29日，黑猫股份发布2022年年报：2022年公司实现营业收入98.93亿元，同比增长24.75%；实现归属于上市公司股东的净利润0.09亿元，同比下降97.95%；加权平均净资产收益率为0.27%，同比下降13.42个百分点。销售毛利率4.22%，同比减少8.56个百分点；销售净利率0.12%，同比减少5.62个百分点。

其中，2022年Q4实现营收25.89亿元，同比+22.35%，环比-2.26%；实现归母净利润-0.28亿元，同比+26.46%，环比+8.11%；ROE为-0.86%，同比增加0.30个百分点，环比增加0.07个百分点。销售毛利率2.65%，同比减少4.07个百分点，环比增加0.81个百分点；销售净利率-1.06%，同比增加1.11个百分点，环比增加0.23个百分点。

同时，公司发布2023年一季报，2023Q1单季度，公司实现营收22.06亿元，同比+19.34%，环比-14.78%；实现归母净利润-1.04亿元，同比增亏897.06%，环比下降265.67%；ROE为-3.22%，同比下滑2.90个百分点，环比下滑2.35个百分点。销售毛利率达0.70%，同比下滑2.32个百分点，环比下滑1.94个百分点；销售净利率达-4.99%，同比下滑4.42个百分点，环比下滑3.93个百分点。

点评：

原材料成本持续高位，2022年业绩同比下滑

2022年，炭黑原料煤焦油价格在“双碳”及环保压力下，持续上升，全年价格高位运行，据百川盈孚，2022年，煤焦油参考价格达5308元/吨，同比大幅增长44%。受下游轮胎需求疲软影响，价格传导不畅，据百川盈孚，2022年，炭黑参考价格达10045元/吨，同比仅增长23%，煤焦油价格上涨幅度超过炭黑产品销售价格的涨幅，行业利润压缩。公司炭黑销量相对稳定，2022为89.94万吨。在主营产品价格上涨拉动下，2022年公司实现营收98.93亿元，同比增长24.75%。但在上游成本承压和下游需求疲软双重影响下，实现归属于上市公司股东的净利润0.09亿元，同比下降97.95%。

分业务板块来看，炭黑仍贡献主要利润，2022年炭黑实现营收85.35亿元，同比增长24.85%；毛利率达4.31%，同比下降9.69个百分点。焦油精制产品实现营收9.12亿元，同比增长29.00%；毛利率为-0.51%，同比下滑-0.89个百分点。白炭黑产品实现营收2.24亿元，同比增长23.08%；毛利率为-2.52%，同比下滑-9.96个百分点。

公司期间费用优化，2022年公司销售/管理/财务费用率分别为0.68%/2.12%/0.41%，同比-0.20/-0.76/-0.61pct，财务费用率下滑，主要系汇兑收益同比增加。2022年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.88亿元，同比下降144.64%，主要系本年度原材料价格大幅提升但盈利同比减少所致。

Q1短期承压，看好炭黑景气底部回升

2023年一季度，实现归母净利润-1.04亿元，同比增亏897.06%，环比下降265.67%；其中实现毛利润0.15亿元，同比-0.41亿元，环比-0.54亿元。一季度毛利润同环比下滑，一方面节假日影响开工，另一方面，考虑库存因素，炭黑价格下滑幅度超过煤焦油，导致盈利能力减弱。据百川盈孚，2023Q1炭黑均价达10329元/吨，同比+16.33%，环比-8.63%；煤焦油均价5078元/吨，同比+9.11%，环比-18.43%。同时，其他收益为0.04亿元，同比-0.15亿元，主要系收到政府补助同比减少所致；投资净收益达-0.06亿元，同比-0.04亿元，环比-0.14亿元，同比下滑主要由于联营合营企业盈利减少所致。期间费用方面，2023Q1公司销售/管理/财务费用率分别为0.76%/2.68%/1.71%，同比+0.29/-0.43/+0.64pct，环比-0.09/+1.29/+0.41pct，销售费用率同比增加主要系港杂费及差旅费用增加，财务费用同环比增加主要系贷款利息增加所致。

展望未来，原材料煤焦油持续降价，炭黑价差修复，叠加下游轮胎需求有望逐步修复，预计炭黑景气度有望回升。据百川盈孚，2023Q2（截至4月28日）炭黑价差已上行至2632元/吨，环比+34.97%，我们看好炭黑景气底部回升，并带动公司盈利逐步修复。

导电炭黑引领国产替代，充分打开成长空间

2022年，导电炭黑供需失衡的背景下，据百川盈孚，主流导电剂SP价格从2021年9月的5.0万元/吨一路上涨至2022年5月底的16.5万元/吨。在锂电级导电炭黑基本被国外企业垄断的背景下，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。截至2022年底，公司在导电炭黑领域加速布局，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。

新材料领域加速切入，新产能持续贡献业绩

公司顺应新能源发展趋势，多点布局新材料领域。截至2022年底，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。通过导电炭黑、碳纳米管、针状焦的协同布局，进行产业升级并积极布局新能源相关碳材料领域，全面启动碳基新材料板块发展规划。新增产能的陆续投产，将为公司持续贡献业绩。

盈利预测和投资评级：预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为3.64、6.09、6.85亿元，EPS为0.49、0.82、0.92元/股，对应PE为21.35、12.76、11.35倍。由于一季度公司业绩亏损，故下调2023年盈利预测至3.64亿元，考虑到主业炭黑预计景气底部回升，叠加导电炭黑即将放量，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；下游验证不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9893	8953	9298	9703
增长率(%)	25	-10	4	4
归母净利润（百万元）	9	364	609	685
增长率(%)	-98	4013	67	12
摊薄每股收益（元）	0.01	0.49	0.82	0.92
ROE(%)	0	10	14	14
P/E	1197.00	21.35	12.76	11.35
P/B	2.73	2.13	1.82	1.57
P/S	0.91	0.87	0.84	0.80
EV/EBITDA	24.00	10.57	7.28	6.26

资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司分产品经营数据（元/吨）

指标		2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2022	2021	2022H2同比	2022H2环比
普通炭黑	营业收入（亿元）	45.29	40.06	44.55	34.75	85.35	68.36	1.66%	13.06%
	毛利润（亿元）	1.20	2.48	2.3	7.27	3.68	9.57	-47.76%	-51.55%
	毛利率（%）	2.65%	6.19%	6.84%	20.92%	4.31%	14.00%	-4.19%	-3.54%
焦油精制产品	营业收入（亿元）	4.91	4.21	3.89	3.18	9.12	7.07	26.17%	16.58%
	毛利润（亿元）	-0.15	0.1	0.03	0	-0.05	0.03	-587.57%	-246.27%
	毛利率（%）	-2.98%	2.42%	0.68%	0.00%	-0.01	0.37%	-3.66%	-5.40%
白炭黑	营业收入（亿元）	1.02	1.22	1.28	0.54	2.24	1.82	-20.16%	-16.23%
	毛利润（亿元）	-0.24	0.18	0.14	0	-0.06	0.14	-268.89%	-231.36%
	毛利率（%）	-23.14%	14.98%	10.94%	-0.86%	-2.52%	7.44%	-34.08%	-38.12%
总营收（亿元）		52.38	46.55	79.3	39.59	98.93	79.3	-33.95%	12.53%
总营业成本（亿元）		51.20	43.55	69.16	31.99	94.75	69.16	-25.97%	17.57%
销售毛利润（亿元）		1.18	3	10.14	7.6	4.18	10.14	-88.37%	-60.70%
毛利率（%）		2.25%	6.46%	12.79%	19.20%	4.22%	12.79%	-10.54%	-4.21%
净利润（亿元）		-0.62	0.74	4.55	4.89	0.12	4.55	-113.67%	-184.08%
净利率（%）		-1.19%	1.58%	5.74%	12.35%	0.12%	5.74%	-6.93%	-2.77%

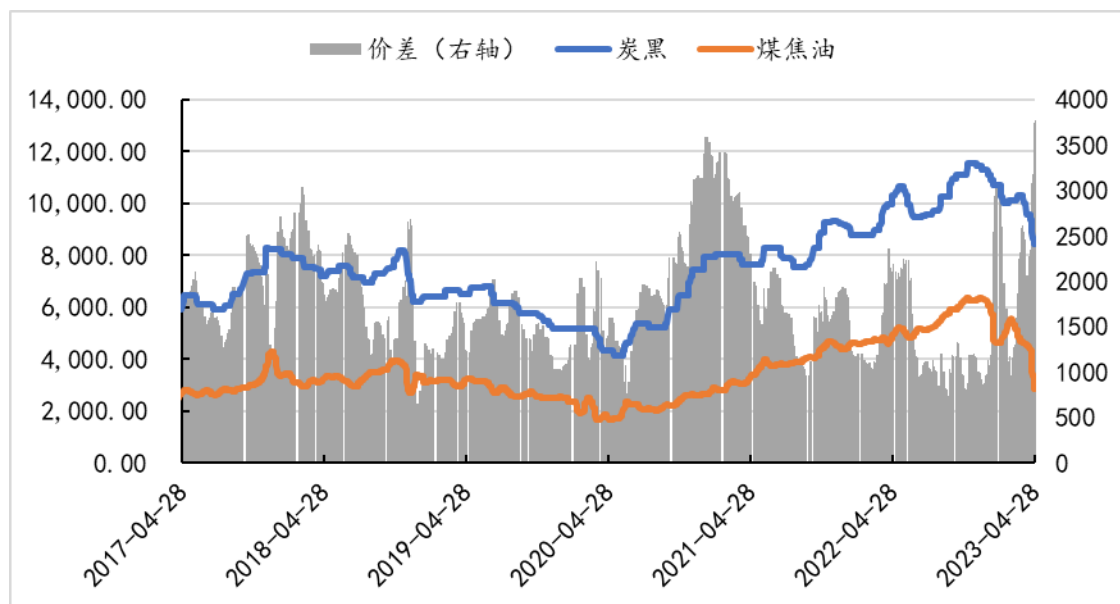
资料来源：公司公告，wind，国海证券研究所

图表：截至2023年4月底，公司拟建产能

产品		当前产能 万吨/年	拟建产能 万吨/年
炭黑	景德镇黑猫	12	
	韩城黑猫	11	
	朝阳黑猫	12	
	乌海黑猫	16	12
	邯郸黑猫	16	
	太原黑猫	11	
	唐山黑猫	16	
	济宁黑猫	20	
	合计	114	12
白炭黑		6.2	
煤焦油深加工		95	
导电炭黑		1	7
PVDF			5
煤系针状焦			8
碳纳米管粉体			0.5
酚醛树脂			1.5

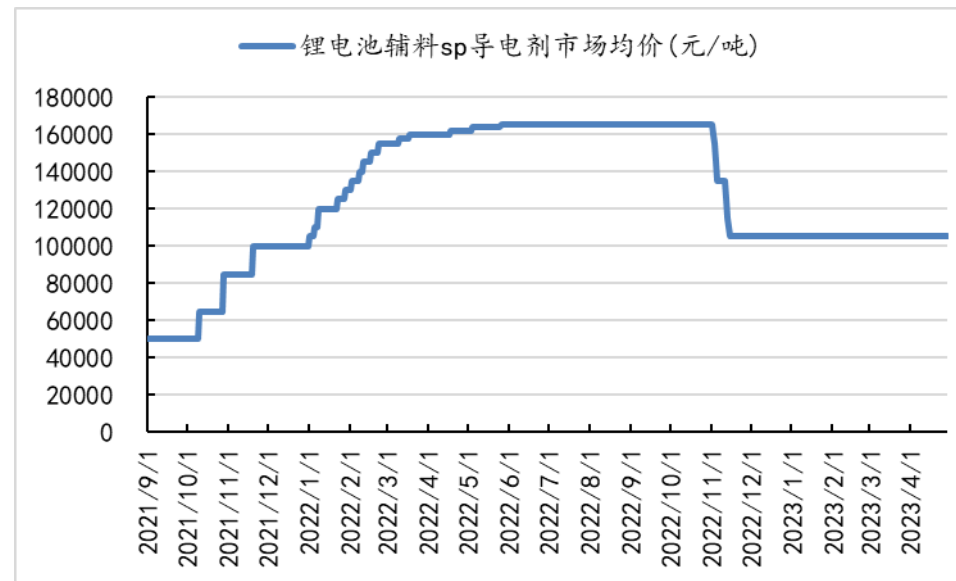
资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，国海证券研究所

图表：普通炭黑价格价差情况（元/吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：导电炭黑SP价格情况



资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

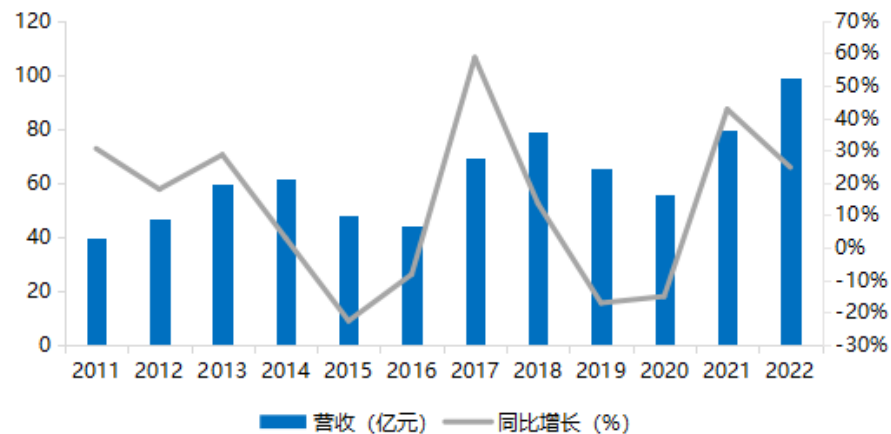
图表：主要产品价格价差季度数

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2 (截至4.28)
SP均价，元/吨			50000	84674	140711	163297	165000	130109	105000	105000
炭黑均价，元/吨	7996	7857	7811	9040	8879	10074	9892	11304	10329	9227
煤焦油均价，元/吨	2903	3505	3874	4441	4654	4931	5396	6225	5078	3997
普通炭黑价差，元/吨	3207	2073	1419	1713	1200	1938	988	1032	1950	2632

资料来源：wind，百川盈孚，国海证券研究所

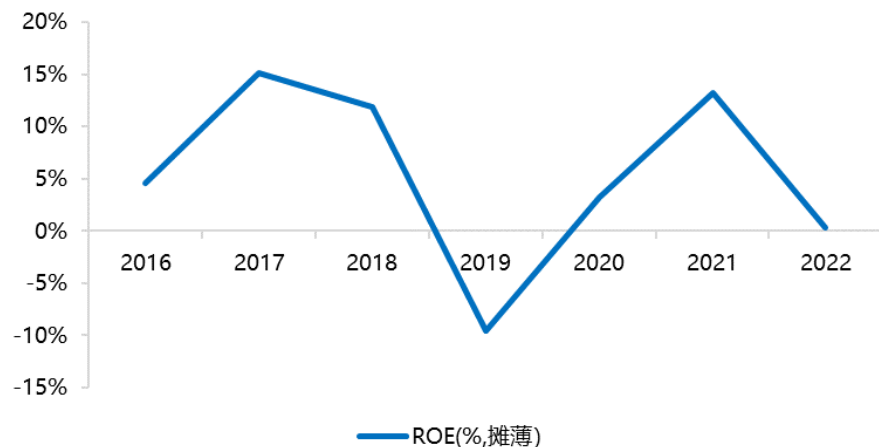
2022年营收同比上升24.75%，归母净利润同比下降97.95%

图表：2022年营收同比上升24.75%



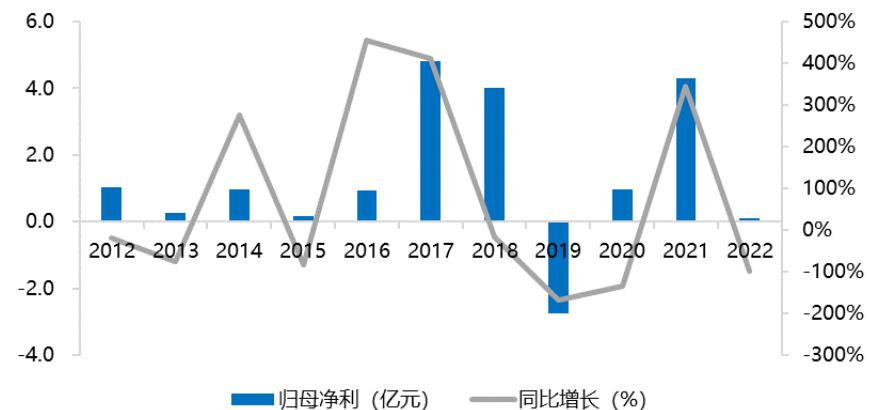
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司净资产收益率下降



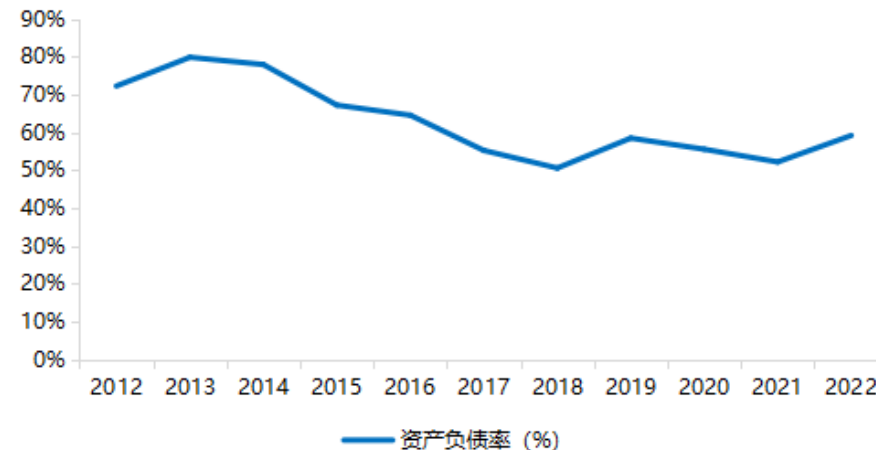
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比下降97.95%



资料来源：wind，国海证券研究所

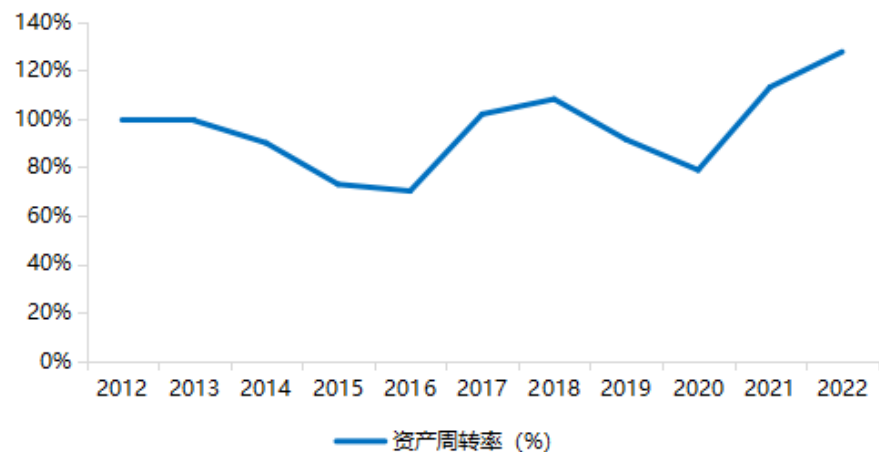
图表：2022年资产负债率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

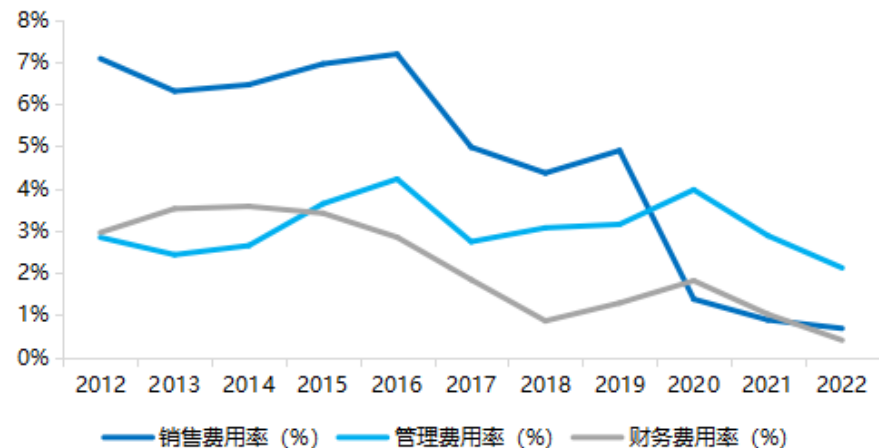
2022年期间费率优化

图表：2022年资产周转率为127.55%



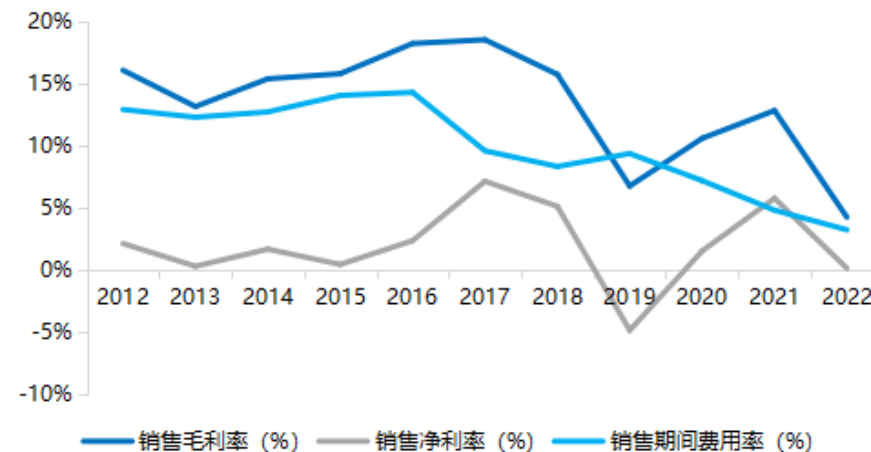
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年期间费用率下降



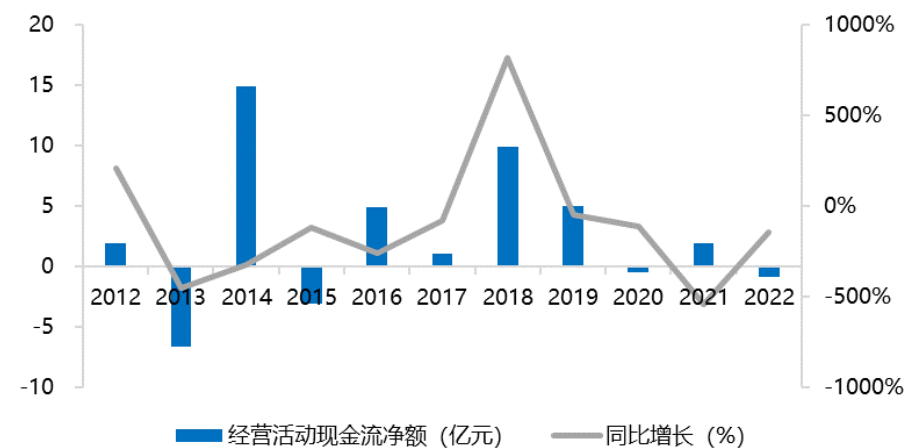
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率和净利率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

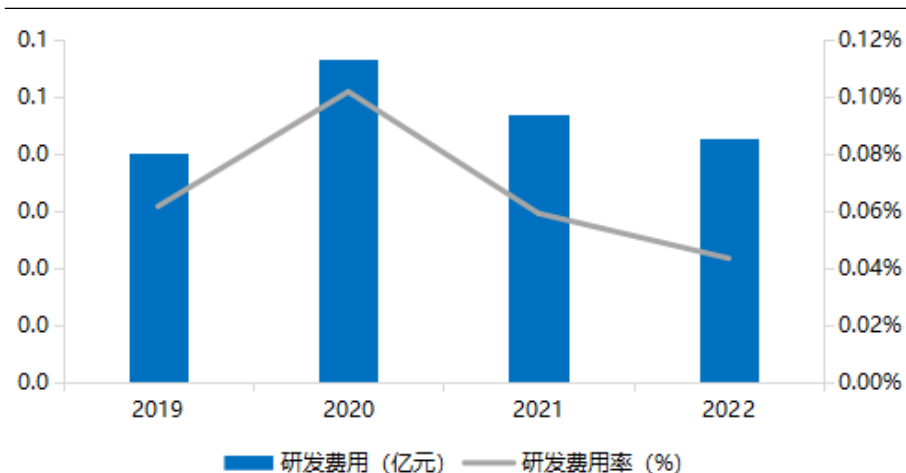
图表：公司经营活动现金流净额情况



资料来源：wind，国海证券研究所

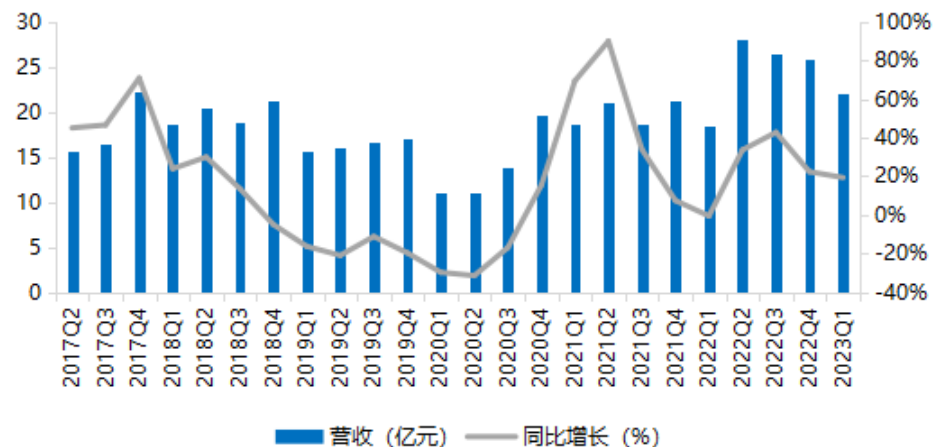
2023Q1营收同比增长19.34%，归母净利润同比增亏897.06%

图表：2022年研发费用达0.04亿元



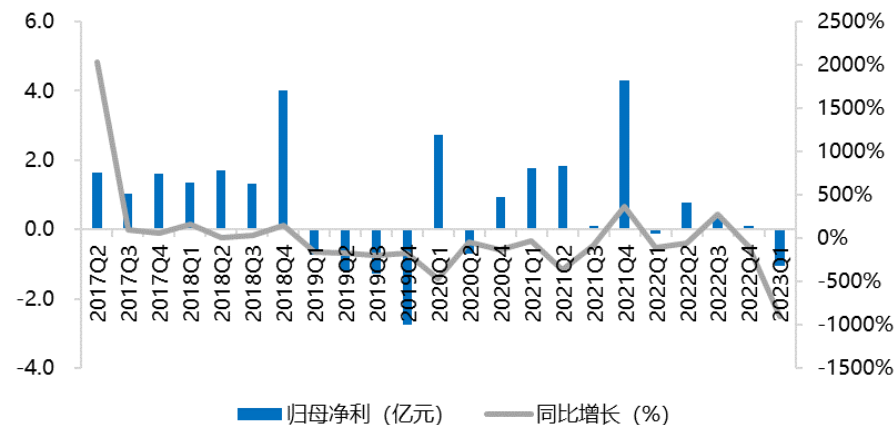
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1营收同比增长19.34%



资料来源：wind，国海证券研究所

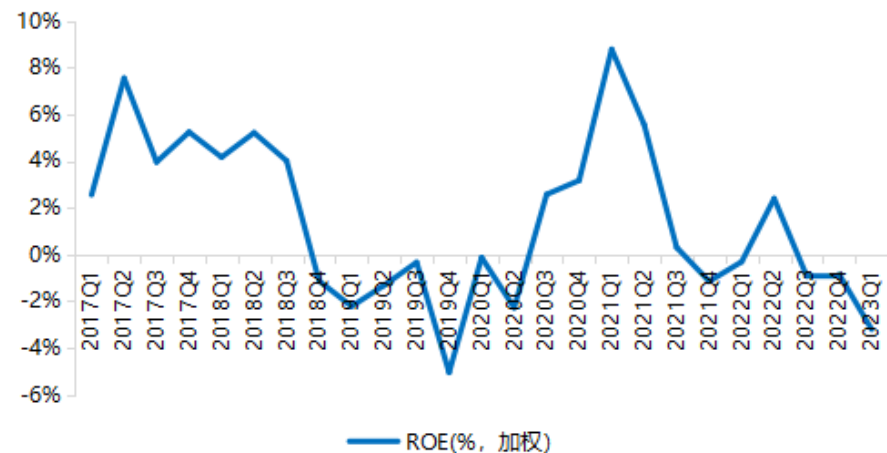
图表：2023Q1归母净利润同比增亏897.06%



资料来源：wind，国海证券研究所

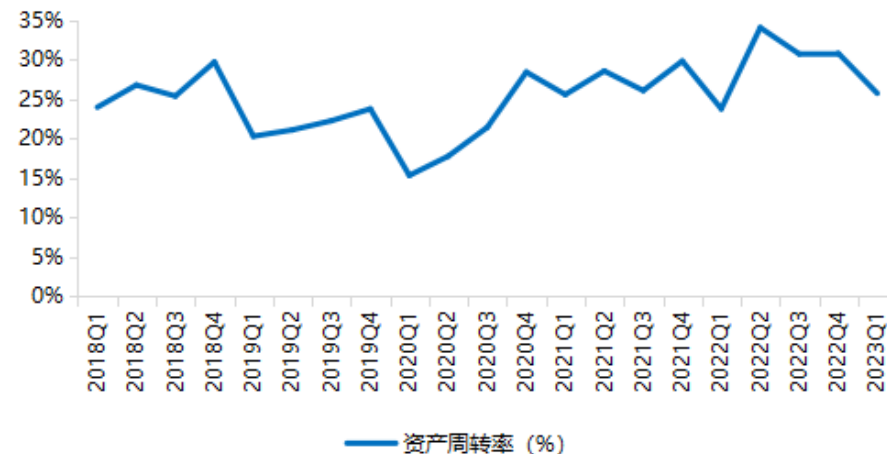
2023Q1毛利率下滑

图表：季度净资产收益率



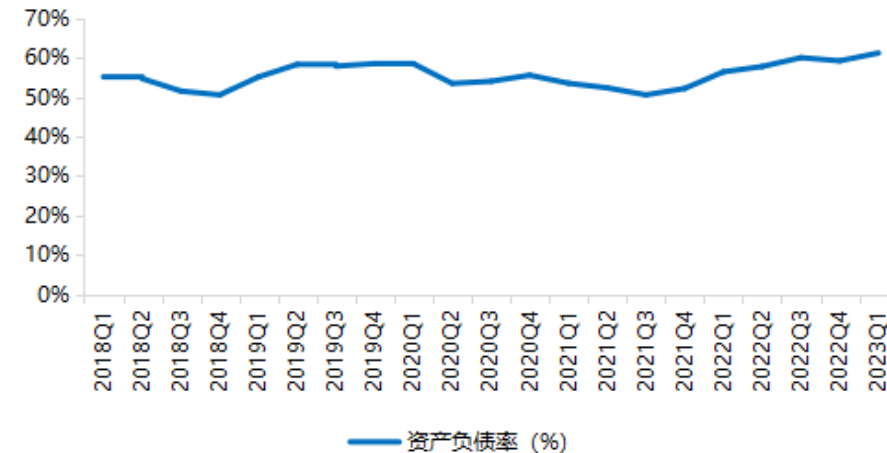
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



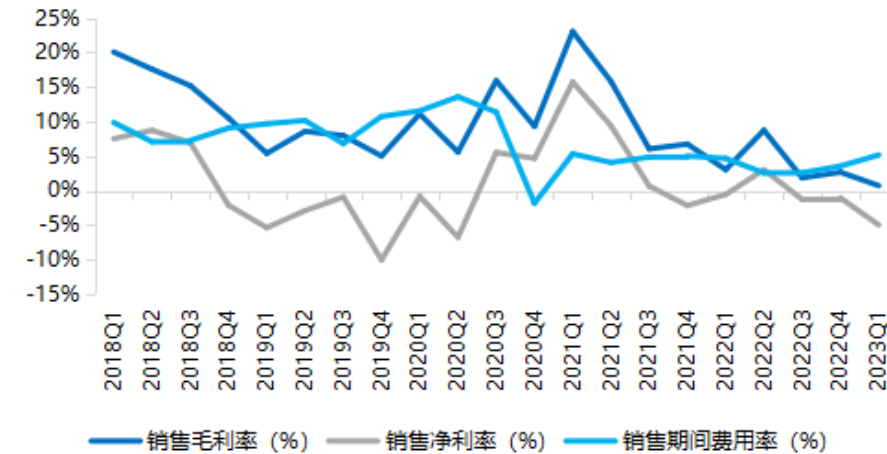
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

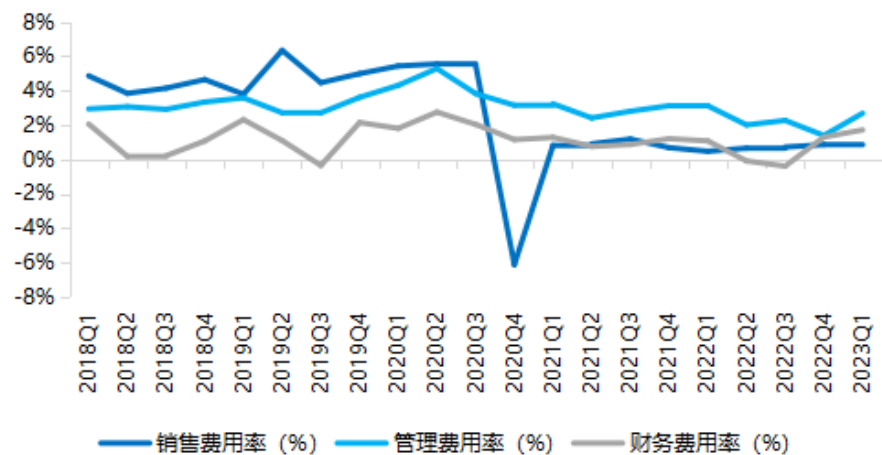
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

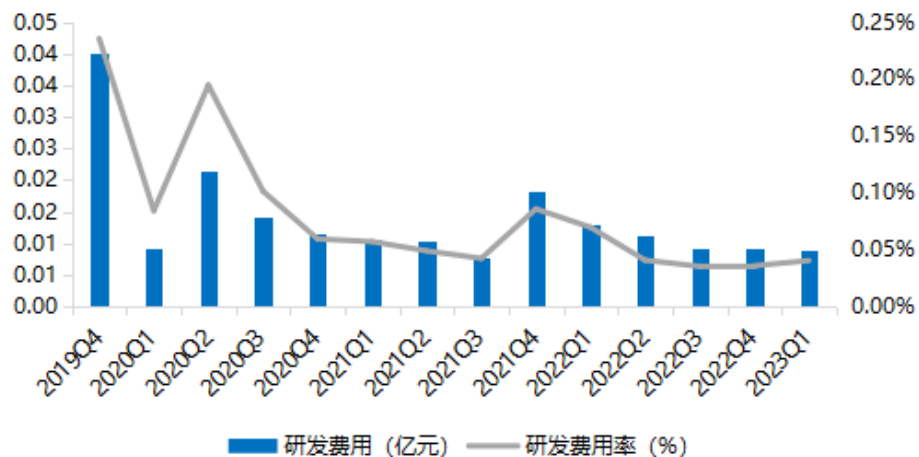
2023Q1期间费用率环比上升

图表：2023Q1期间费用率环比上升



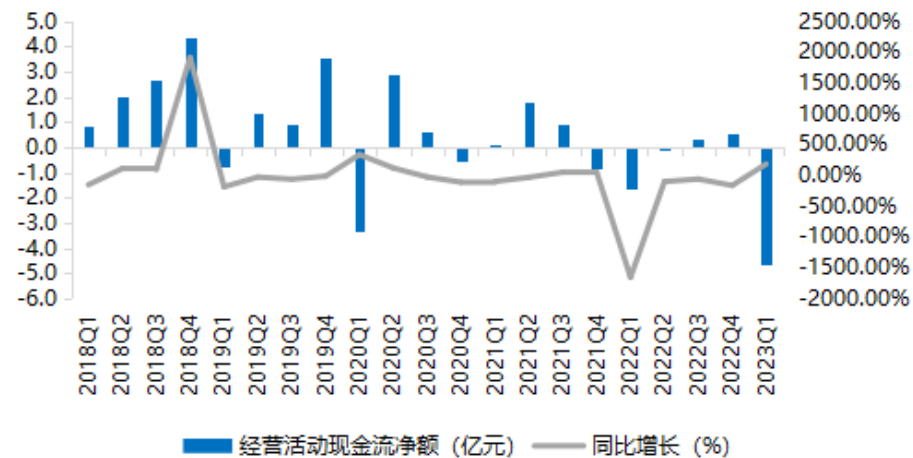
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



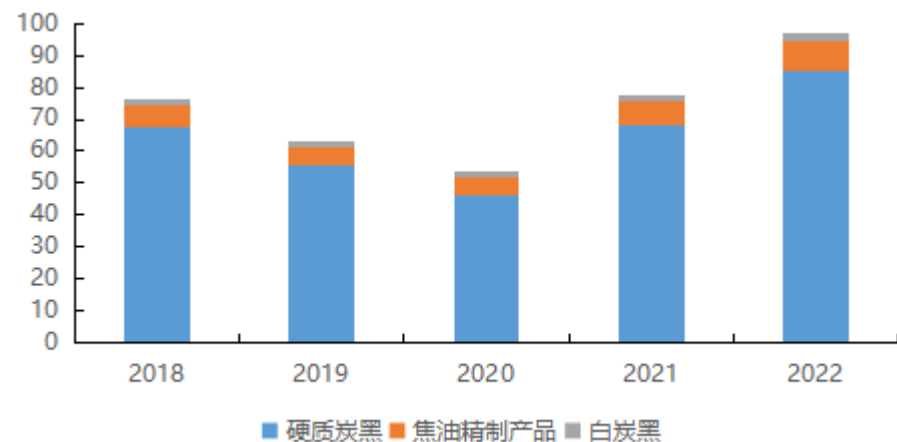
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1经营活动现金流净额下降



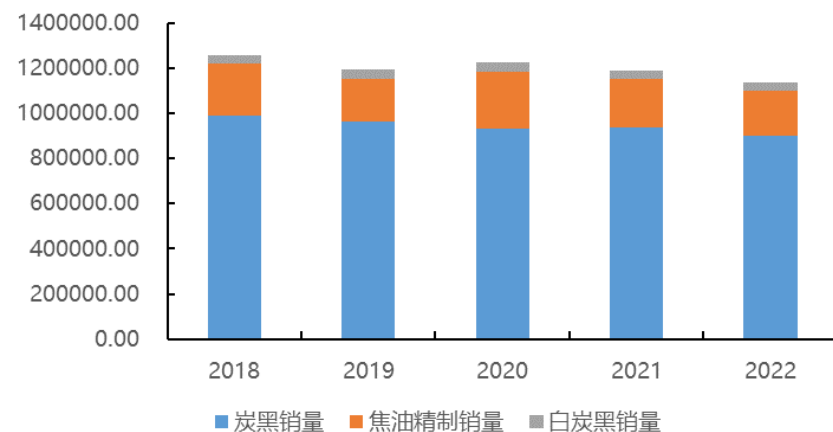
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况（亿元）



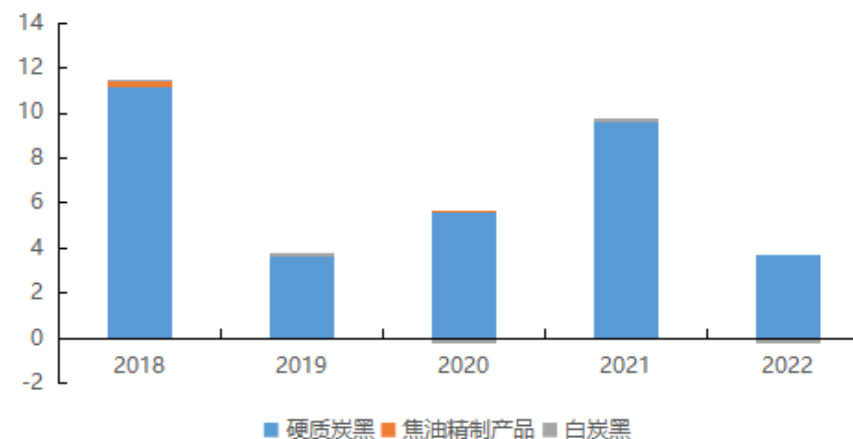
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品销售情况（吨）



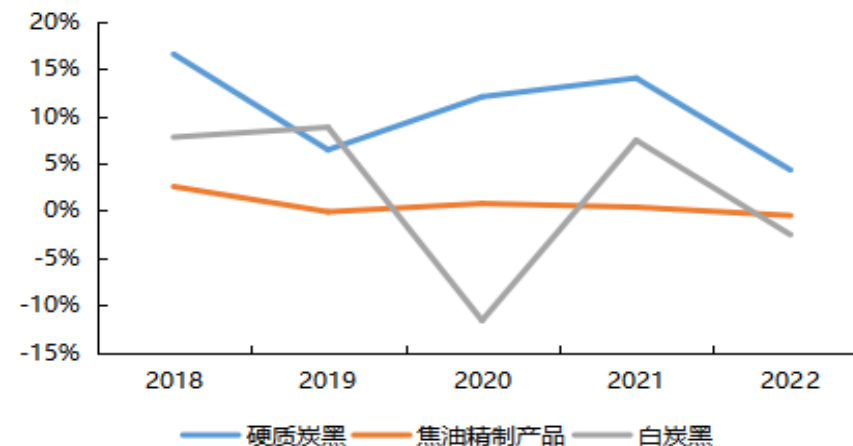
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况（亿元）



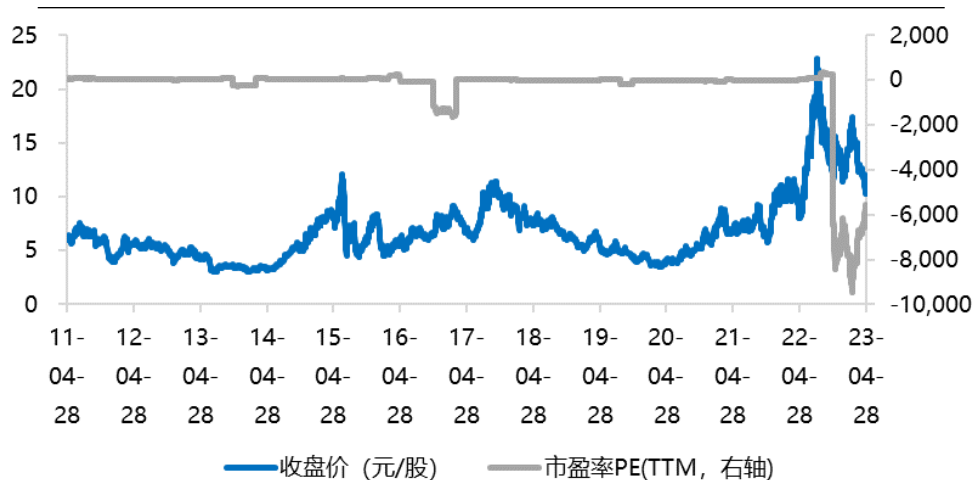
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



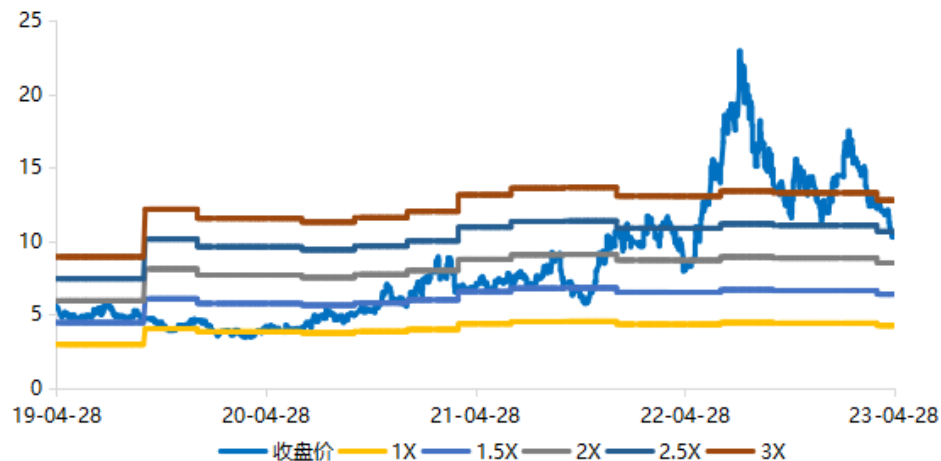
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价（元/股）及PE（TTM）



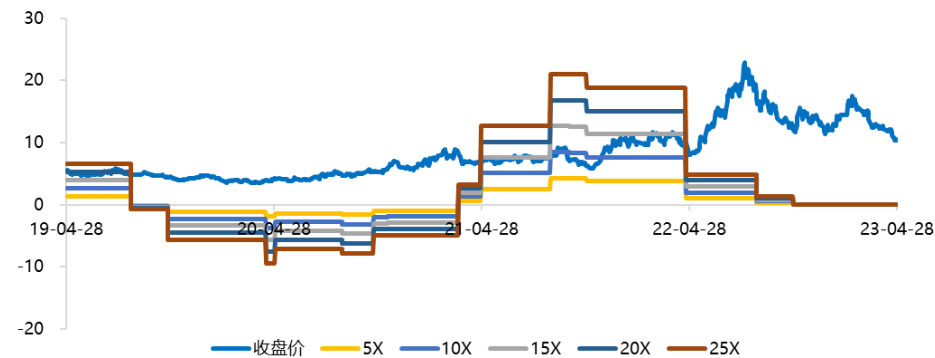
资料来源：wind，国海证券研究所

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： 10.48

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230428

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	527	200	200	430	营业收入	9893	8953	9298	9703	每股指标				
应收款项	2126	1924	1998	2085	营业成本	9475	8015	8024	8317	EPS	0.01	0.49	0.82	0.92
存货净额	1378	1146	1145	1187	营业税金及附加	40	58	60	63	BVPS	4.38	4.92	5.75	6.69
其他流动资产	795	715	736	765	销售费用	68	81	84	87	估值				
流动资产合计	4826	3985	4079	4467	管理费用	205	251	260	272	P/E	1197.0	21.3	12.8	11.3
固定资产	2747	2644	2528	2401	财务费用	40	79	100	99	P/B	2.7	2.1	1.8	1.6
在建工程	321	456	591	725	其他费用/(-收入)	4	7	7	8	P/S	0.9	0.9	0.8	0.8
无形资产及其他	366	357	348	339	营业利润	53	439	737	829	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	150	207	264	321	营业外净收支	4	3	3	3	盈利能力				
资产总计	8409	7648	7810	8253	利润总额	57	442	740	832	ROE	0%	10%	14%	14%
短期借款	1881	1112	640	300	所得税费用	45	71	118	133	毛利率	4%	10%	14%	14%
应付款项	2105	1781	1783	1848	净利润	12	371	622	699	期间费率	3%	5%	5%	5%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	3	7	12	14	销售净利率	0%	4%	7%	7%
其他流动负债	288	247	248	257	归属于母公司净利润	9	364	609	685	成长能力				
流动负债合计	4275	3140	2672	2405	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	25%	-10%	4%	4%
长期借款及应付债券	600	600	600	600	经营活动现金流	-88	967	966	1050	利润增长率	-98%	4,013%	67%	12%
其他长期负债	100	100	100	100	净利润	9	364	609	685	营运能力				
长期负债合计	701	701	701	701	少数股东权益	3	7	12	14	总资产周转率	1.18	1.17	1.19	1.18
负债合计	4975	3841	3372	3106	折旧摊销	339	339	351	363	应收账款周转率	4.65	4.65	4.65	4.65
股本	748	741	741	741	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	7.18	7.81	8.12	8.17
股东权益	3434	3807	4438	5148	营运资金变动	-529	129	-113	-107	偿债能力				
负债和股东权益总计	8409	7648	7810	8253	投资活动现金流	-234	-437	-438	-439	资产负债率	59%	50%	43%	38%
					资本支出	-159	-359	-359	-359	流动比	1.13	1.27	1.53	1.86
					长期投资	-75	-57	-57	-57	速动比	0.77	0.86	1.05	1.31
					其他	0	-21	-22	-23					
					筹资活动现金流	497	-857	-528	-381					
					债务融资	585	-769	-472	-340					
					权益融资	8	0	0	0					
					其它	-96	-88	-57	-40					
					现金净增加额	228	-327	0	230					

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。

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，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理，1年半化工实业工作经验。

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。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

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。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

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