

黑猫股份 (002068)

积极转型碳基新材料的炭黑龙头

行业：基础化工/橡胶
 投资评级：增持（首次）
 当前价格：8.46 元
 目标价格：9.37 元

投资要点：

2001 年成立以来，公司长期聚焦炭黑单一品种，已发展成为国内最大的炭黑龙头，为走出低端炭黑同质竞争的困境，公司差异化布局导电炭黑、碳纳米管和碳基材料，从单一炭黑企业向碳基新材料平台转型。

➤ 公司已成为国内产能最大的炭黑企业

公司前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂，经过多年布局，现已成为国内最大、全球前四的炭黑生产企业，拥有 8 个国内生产基地，114 万吨/年炭黑产能，乌海基地另有 12 万吨产能规划在建。公司进一步以锂电级导电炭黑为抓手，布局高端化、差异化特种碳材，7 万吨导电炭黑、8 万吨煤系针状焦及 5000 吨碳纳米管规划产能正有序推进。

➤ 炭黑行业集中化、差异化发展存在必要性

炭黑是重要的轮胎增强材料，相较于美日炭黑行业 CR5 超过 90%，我国炭黑产业集中度仅约 40%。供给侧改革推动行业集中度持续向黑猫等头部企业集中。公司作为炭黑行业龙头，基地分布全国且均贴近原料或消费地，凭借稳定的产品质量和配套服务能力，得到普利司通、米其林等众多一流跨国轮胎企业认可。当下我国炭黑产业问题在于供给宽松且规划新增产能仍较多，同质化竞争激烈，公司积极探索炭黑高端化、差异化发展方向。

➤ 打造锂电级导电炭黑等碳基新材料平台

导电炭黑是锂电池中重要导电剂，我国中高端锂电级导电炭黑高度依赖进口，法国益瑞石（2 万吨，计划 2.5 万吨）和美国卡博特（在建 1.5 万吨）居主导地位。公司已具备 1 万吨锂电级产能并实现小批量供货，且开发出应用于快充电池的进阶产品。2022 年公司在内蒙和江西规划 5/2 万吨超导电炭黑项目，加速导电炭黑。进一步地，公司规划了 5000 吨碳纳米管和 8 万吨煤系针状焦项目，打造碳基新材料平台，打开公司成长空间。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-26 年收入分别为 100/103/114 亿元，对应增速分别为 6%/3%/11%，归母净利润分别为 3.2/4.4/5.7 亿元，对应增速分别为 230%/38%/30%，EPS 分别为 0.43/0.59/0.76 元。2024 年可比公司平均 PE 为 17 倍，考虑到公司作为锂电级导电炭黑细分领域的龙头企业，且传统炭黑主业处于景气低位，我们给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应 2024 年目标价格为 9.37 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：在建项目推进不及预期、传统炭黑景气下滑风险、导电炭黑市场推广不及预期、原材料价格波动风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	741.41/734.71
流通 A 股市值(百万元)	6,215.67
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	60.08
一年内最高/最低(元)	14.29/5.88

股价相对走势



财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9893	9451	9993	10265	11423
增长率(%)	24.75%	-4.47%	5.73%	2.72%	11.28%
EBITDA(百万元)	436	211	1272	1482	1698
归母净利润(百万元)	9	-243	316	435	567
增长率(%)	-97.95%	-2,845.40%	229.91%	37.89%	30.23%
EPS(元/股)	0.01	-0.33	0.43	0.59	0.76
市盈率(P/E)	717.2	-26.1	20.1	14.6	11.2
市净率(P/B)	1.9	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	26.6	50.1	7.0	5.6	4.5

数据：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 24 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂，长期聚焦炭黑单一品种，已发展成为国内最大的炭黑龙头。当下我国炭黑产业问题在于供给宽松且规划新增产能仍较多，同质化竞争激烈，公司积极探索炭黑高端化、差异化发展方向。

为走出低端炭黑同质竞争的困境，黑猫以锂电级导电炭黑为抓手，布局高端化、差异化特种碳材，7万吨导电炭黑、8万吨煤系针状焦及5000吨碳纳米管规划产能正有序推进，打造碳基新材料平台，打开公司成长空间。

不同于市场的观点

公司基于煤焦油深加工打造碳基新材料平台，相关产品的盈利能力和产品矩阵的扩张能力被市场低估。

核心假设

1) 炭黑业务：乌海2*6万吨炭黑项目2025年投产放量，2024至2026年炭黑销量分别为98/101/110万吨，不含税售价分别7553/7000/7000元/吨，毛利率 。

2) 白炭黑和焦油精制业务：营收和利润贡献占比小，且无增量产能，2024至2026年二者销量分别为22/22/22万吨和4.7/4.9/5.2万吨，价格分别为4037/3741/3741元/吨和5000/5000/5000元/吨，二者毛利率均维持薄利。

3) 特种碳材：7万吨导电炭黑规划产能于2024年规模化放量，2024至2026年销量预期分别为3/4.5/6万吨，不含税价格分别为4.3/3.9/3.5万元/吨。碳纳米管、煤系针状焦产能分别于2024年、2025年投产并逐步释放，营收和利润贡献占比较少。

4) 其他业务：基本 。

盈利预测、估值与评级

因此，我们预计公司2024-26年收入分别为100/103/114亿元，对应增速分别为6%/3%/11%，归母净利润分别为3.2/4.4/5.7亿元，对应增速分别为230%/38%/30%，EPS分别为0.43/0.59/0.76元。

采用PE估值法，选取电缆级导电炭黑头部企业的联科科技，主营锂电池导电添加剂碳纳米管材料的天奈科技、布局锂电池芳纶隔膜领域新材料的头部企业泰和新材作为可比公司，2024年可比公司平均PE为17倍。考虑到公司作为锂电级导电炭黑细分领域的 龙头企业，且传统炭黑主业处于景气低位，我们给予公司2024年22倍PE，对应2024年目标价格为9.37元，首次覆盖，给予“增持”评级。

正文目录

1. 公司是国产炭黑龙头企业.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司实控人是景德镇国资委.....	5
1.3 业绩受炭黑景气周期影响较大.....	6
2. 炭黑龙头具备向高端化发展的基础.....	7
2.1 轮胎是炭黑主要应用市场.....	7
2.2 炭黑行业的高端化发展存在必要性.....	9
2.3 公司在炭黑市场保持竞争力.....	11
3. 第二曲线瞄准高端导电炭黑.....	13
3.1 SP 导电炭黑是主流的锂电池导电剂.....	13
3.2 锂电级导电炭黑市场持续较快增长.....	15
3.3 导电炭黑 需求迫切.....	15
3.4 公司积极布局导电炭黑等碳基新材料.....	16
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 估值与投资建议.....	19
5. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 4 月).....	6
图表 3: 2014-2023 年公司营业收入及 YOY.....	7
图表 4: 2014-2023 年公司归母净利润及 YOY.....	7
图表 5: 2014-2023 年公司盈利能力.....	7
图表 6: 2014-2023 年公司期间费用率.....	7
图表 7: 2022 年我国炭黑下游需求结构.....	8
图表 8: 中国炭黑行业的产能及产量情况.....	8
图表 9: 中国轮胎产量及其变动情况.....	8
图表 10: 中国炭黑的表观消费量及出口数量.....	8
图表 11: 炭黑历史价格与价差波动情况.....	9
图表 12: 炭黑行业调控的相关法律法规.....	9
图表 13: 2023 年我国炭黑产能格局.....	10
图表 14: 2023 年<5 万吨的炭黑企业产能及其占比.....	10
图表 15: 炭黑行业扩产情况.....	10
图表 16: 公司炭黑基地布局.....	11
图表 17: 公司产能利用率始终保持在 80% 以上.....	12
图表 18: 公司的全球营销网络示意图.....	13
图表 19: 锂电池的组成结构.....	14
图表 20: 不同导电剂的优缺点对比.....	14
图表 21: 导电炭黑粉末的相关参数.....	15
图表 22: 2016-2022 年全球和我国锂电级导电炭黑需求量.....	15
图表 23: 2019-2025 年全球和我国锂电池出货量.....	15
图表 24: 国内外主要导电炭黑厂家.....	16
图表 25: 公司超导电炭黑项目.....	17
图表 26: 公司碳纳米管和碳基材料项目.....	17
图表 27: 公司营收测算汇总 (百万元).....	18
图表 28: 可比公司估值对比表.....	19

1. 公司是国产炭黑龙头企业

公司总部位于江西省景德镇，成立于 2001 年，前身是江西景德镇焦化总厂炭黑分厂。自成立以来，公司长期聚焦于炭黑单一品种，并于 2006 年登陆深交所上市，成为中国第一家由国资控股、通过市场运作单一炭黑产品上市的公司。

自成为国内最大的炭黑企业后，公司发展的困境在于产品附加值较低和同质化，面临较为激烈的竞争局势。经过多年的研发和布局，2022 年公司开始建设高端导电炭黑项目，同时布局新型碳基材料，将业务延伸至新材料和新能源领域。

1.1 公司发展历程

1) **炭黑**：2001-2014 年为公司快速扩张阶段，公司依此在江西景德镇（总部）、陕西（韩城黑猫）、辽宁（朝阳黑猫）、内蒙古（乌海黑猫）、河北（邯郸黑猫、唐山黑猫）、陕西（太原黑猫）、山东（济宁黑猫）布局八个炭黑生产基地，至 2013 年公司产能布局已基本完成，炭黑年产能规模达百万吨级别。

2015 年后，公司逐渐加大在节能环保和新品研发、产品单耗和资源循环利用方面等的投入，先后设立了多个技术研发平台。

目前，公司炭黑产能已达 116.2 万吨/年，产能居国内第一，世界炭黑排名前 4 位。

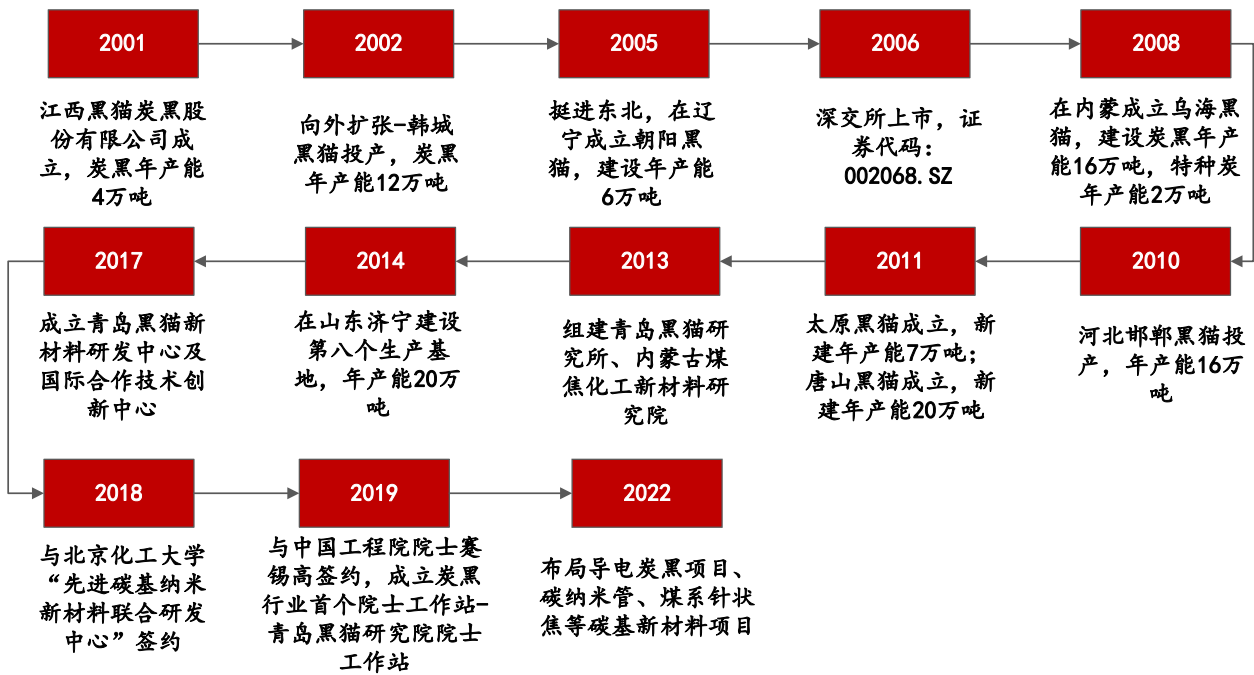
2) **导电炭黑和碳基材料**：近年来，公司逐步转向以技术创新为核心，从传统炭黑逐步向特种炭材转型。

2022 年，公司在江西和内蒙古分别各成立 1 家子公司，在两地建设导电炭黑项目，产能分别为 2 万吨/年和 5 万吨/年。

2022 年，为了持续丰富产品序列构成，公司在江西和内蒙古继续分别各成立 1 家子公司，负责建设“5000 吨碳纳米管项目”和“8 万吨碳基材料项目”。

此外，公司亦有酚醛树脂和参股 PVDF 项目等，但由于目前不是公司重点发力方向，本文暂不做赘述。

图表1：公司发展历程



资料：公司公告，国联证券研究所

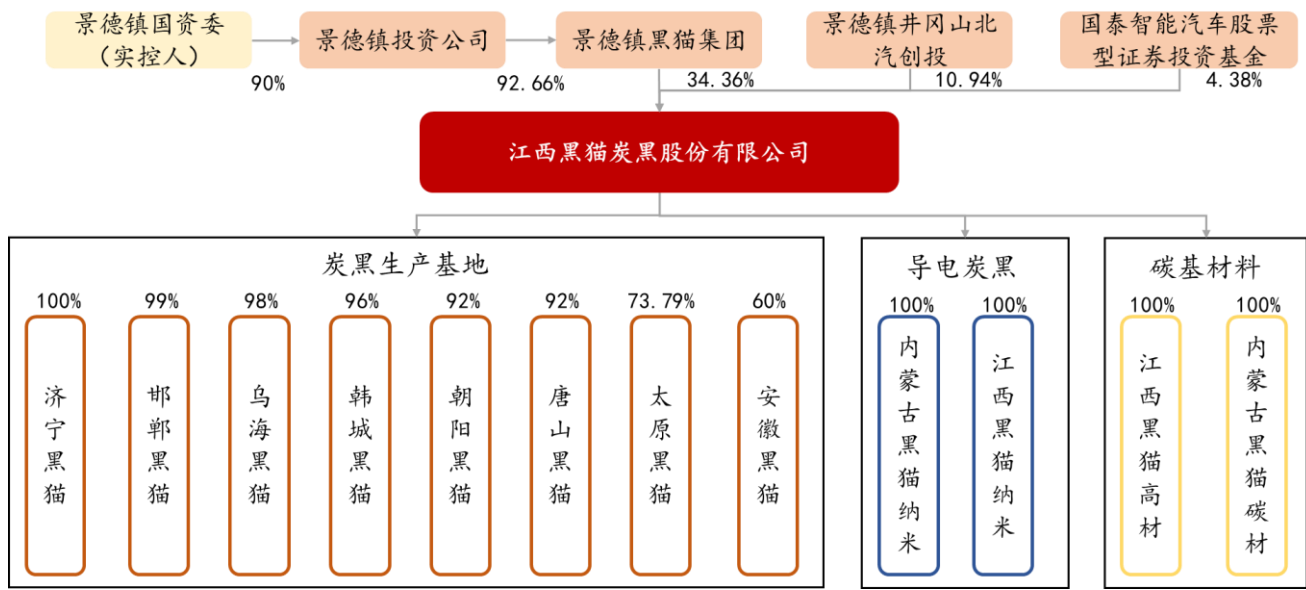
1.2 公司实控人是景德镇国资委

公司控股股东是景德镇黑猫集团，持有公司 34.36%股份，黑猫集团系景德镇市国资运营投资控股集团控股子公司，实际控制人是景德镇国资委。

公司股东行列有多个产业投资基金，其中中国农业银行旗下国泰智能汽车股票型证券投资基金持股 4.38%。

公司下游子公司业务清晰，邯郸黑猫、朝阳黑猫、济宁黑猫、乌海黑猫、唐山黑猫、韩城黑猫、太原黑猫为公司传统炭黑生产基地，而安徽黑猫系与安徽黑钰合资建设的特种炭黑生产基地，新成立的江西黑猫纳米和内蒙古黑猫纳米主要是承载公司导电炭黑项目，江西黑猫高材负责公司碳纳米管项目，内蒙古黑猫碳材则负责碳基材料项目。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 4 月）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 业绩受炭黑景气周期影响较大

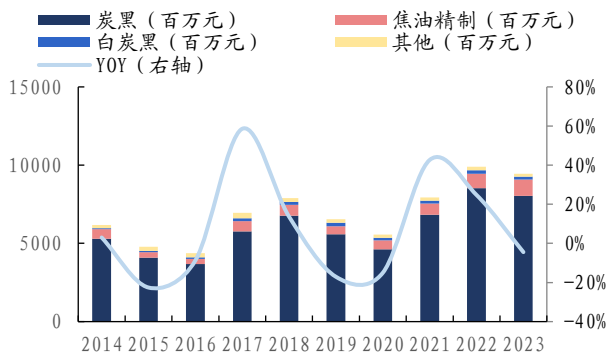
炭黑主业周期性较强。2016年至2018年，由于炭黑需求端景气及供给侧改革推进，公司营收连续上涨，由2016年的43.81亿元增长至2018年的78.93亿元，归母净利润亦大幅增长，2017年公司归母净利润达4.8亿元。自2019-2020年起，下游需求下滑叠加疫情冲击，炭黑行业整体营收偏低，公司盈利情况亦明显下行。

2020年下半年以来，疫情冲击减弱，需求回升叠加国内外供给下行，公司盈利能力逐步回升，2021年公司营收79.3亿元，同比增长42.64%，归母净利润为4.31亿元，同比上涨344.71%。

2021年下半年以来，煤焦油等原料成本持续上涨，下游产业需求不振，公司盈利能力下行，2022年实现归母净利润884.91万元，同比下滑98%。

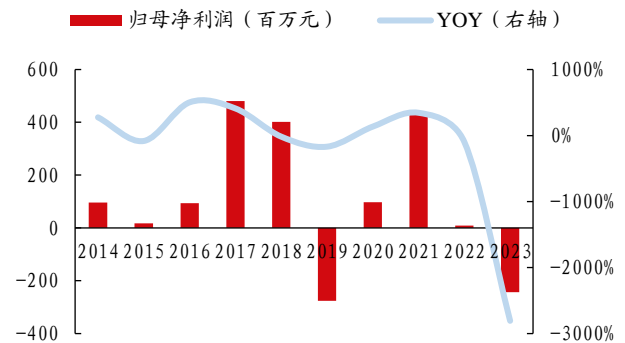
2023年，受到原材料价格高位运行的影响，公司实现营业收入94.5亿元，同比下滑4%，实现归母净利润-2.4亿元，同比下滑2807%。但分季度看，公司单四季度归母净利润已扭亏为盈，盈利能力有望持续修复。

图表3：2014-2023 年公司营业收入及 YOY



资料：Wind, 国联证券研究所

图表4：2014-2023 年公司归母净利润及 YOY

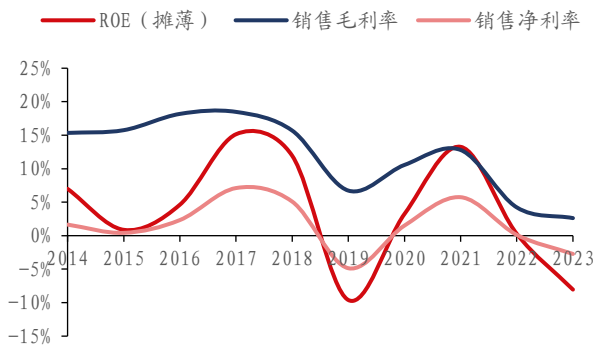


资料：Wind, 国联证券研究所

受行业周期性影响,公司毛利率水平上下浮动,2017 年景气高点毛利率达 18.5%, 2023 年毛利率跌至低谷 2.62%, 但单四季度毛利率已提升至 7.13%。

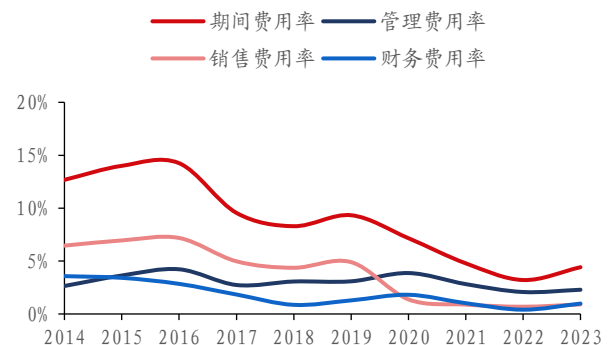
得益于销售费用率的下降, 公司期间费用率持续改善, 2023 年仅为 4%。

图表5：2014-2023 年公司盈利能力



资料：Wind, 国联证券研究所

图表6：2014-2023 年公司期间费用率



资料：Wind, 国联证券研究所

2. 炭黑龙头具备向高端化发展的基础

我国是全球炭黑的主要生产国,在环保政策调控之下,炭黑行业集中度有望逐渐提升。但当下我国炭黑产业存在更大的问题在于,低端产能占据主导,且未来规划产能仍较多,行业面临激烈的同质化竞争,企业亟需走高端化路线。

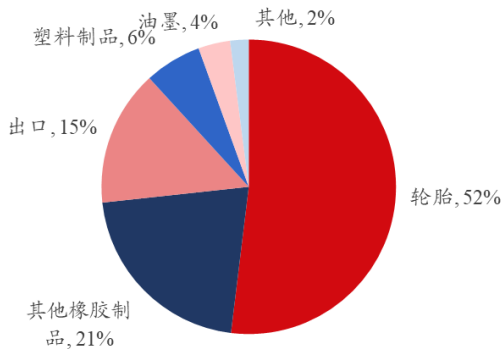
炭黑产业属于充分竞争的产业,资源、成本以及品牌是产业的三大关键点。公司已成为国内炭黑产能最大的企业,且常年开工率远高于行业平均,竞争优势明显。

2.1 轮胎是炭黑主要应用市场

据炭黑产业网数据,2022 年全球炭黑总产量为 1359.0 万吨,我国总产量为 594.8 万吨,约占全球总产量的 43.8%。我国出口规模约 81 万吨,炭黑以供给国内为主,出口为辅。

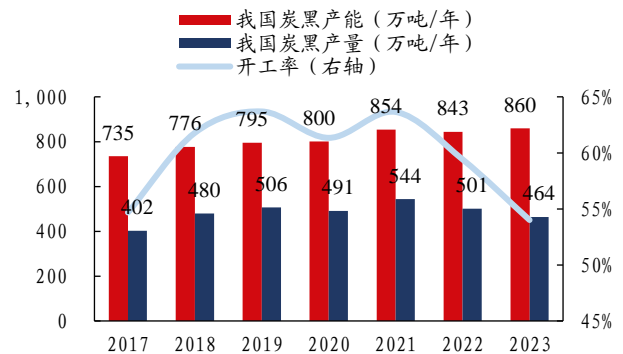
轮胎行业为炭黑的主要下游需求。据百川盈孚数据，2022 年中国炭黑表观消费量约为 430.3 万吨，其中约 52%用于汽车轮胎，21%用于其他橡胶制品。对于传统炭黑而言，汽车市场的产销很大程度影响着炭黑市场的发展情况。

图表7：2022 年我国炭黑下游需求结构



资料：百川盈孚，国联证券研究所

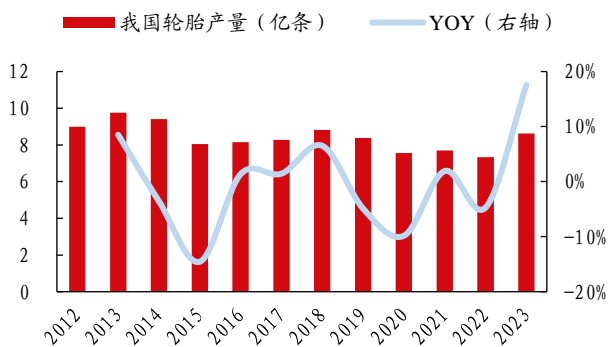
图表8：中国炭黑行业的产能及产量情况



资料：百川盈孚，国联证券研究所

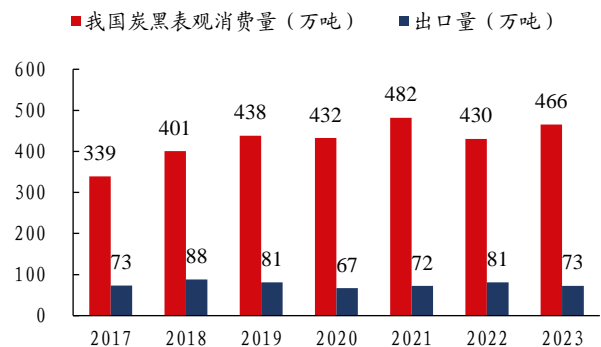
炭黑需求与轮胎产量密切相关，2019-2020 年，中国轮胎产量从 8.38 亿条下滑至 7.55 亿条，炭黑需求不振，叠加新冠疫情的冲击，2020 年我国炭黑表观消费量下滑至 432 万吨，当年炭黑产量也下降至 491 万吨。随着疫情消退与经济复苏，2021 年我国轮胎产量提升至 7.7 亿吨，同比增长 5%。虽然 2022 年有所回调，但 2023 年轮胎产量已超过 2022 年全年，2023 年炭黑的表观消费量随之大幅提升至 465.5 万吨，同比增长 8%。

图表9：中国轮胎产量及其变动情况



资料：Wind，国联证券研究所

图表10：中国炭黑的表观消费量及出口数量



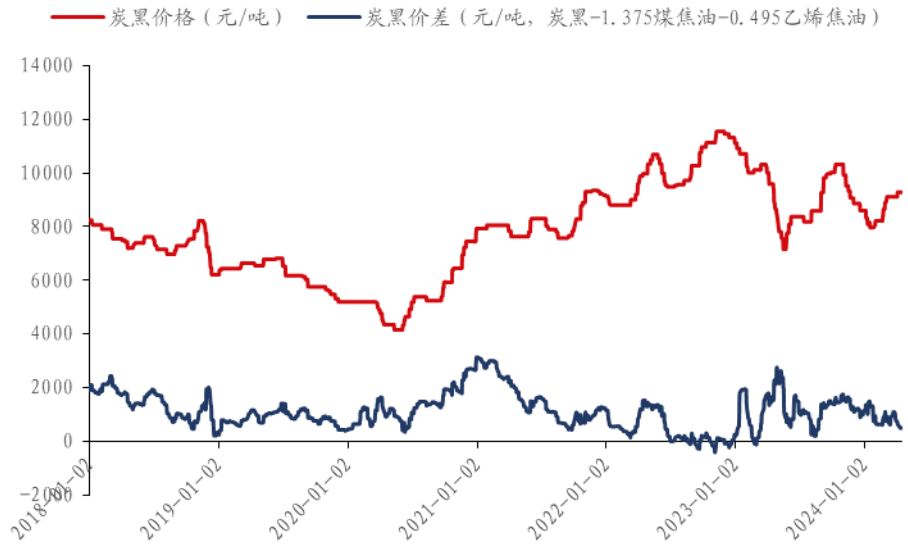
资料：百川盈孚，海关总署，国联证券研究所

近 5 年（2018 年-至今）炭黑价格在 4149 元/吨至 11526 元/吨之间浮动，而价差则在 -397 元/吨至 3154 元/吨波动，炭黑价格均值为 7790/吨，价差均值为 1131 元/吨。炭黑价格变动基本跟随原料价格，受原油、煤焦油价格影响较大。

2024 年 1 月底以来，炭黑及原料价格皆呈现上涨态势。据百川盈孚数据，2024 年 4 月 15 日，炭黑价格价差分别为 9266 元/吨和 509 元/吨，分别处于近 5 年 78%和 17%分位数。

展望 2024 年, 炭黑行业由高速增长阶段转向高质量发展阶段, 供给端增量有限, 下游轮胎需求较为刚性, 同时在国家环保和能耗双控产业政策执行下, 原料高温煤焦油供应或持续呈现紧张格局, 成本端支撑较为强劲, 炭黑价格存在上行空间。

图表11: 炭黑历史价格与价差波动情况



资料 : 百川盈孚, 国联证券研究所

2.2 炭黑行业的高端化发展存在必要性

从全球来看, 全球前四大炭黑企业占了全球产能的 40%左右, 市场相对集中。

在国内, 炭黑属于国家明确规定的高耗能行业, 其扩产受严格控制。《橡胶行业“十二五”规划纲要》中已明确指出, 炭黑行业以淘汰落后、提高产业集中度为重点, 《炭黑行业准入技术规范》、《产业结构调整指导目录》等一系列法规的出台进一步加速了落后产能的淘汰, 推动炭黑行业的集中度持续提升。

图表12: 炭黑行业调控的相关法律法规

法规与政策	实施时间	发布单位	相关内容
《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》	2020/11/1	中国橡胶工业协会	炭黑年产量达 608 万吨, 白炭黑 175 万吨; 80%企业能耗达标; 在尾气处理、耐火材料等关键技术、反应炉等核心设备上加强研发与应用, 实现炭黑核心技术专利 2-3 项。
《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	2019/10/1		将“1.5 万吨/年及以下的干法造粒炭黑 (特种炭黑和半补强炭黑除外)”列为落后生产工艺装备需淘汰项。
《炭黑行业准入技术规范》	2016/12/1	中国橡胶工业协会	对炭黑生产企业提出了安全生产、环境保护、生产设备及能源消耗、产品质量、技术进步等方面的准入要求, 以推动炭黑行业产业结构优化升级。

《橡胶行业“十二五”发展规划 2011/8/1 中国橡胶工业协会
指导纲要》

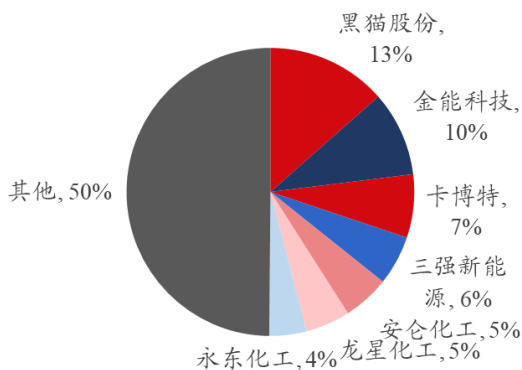
不再新建规模在 5 万吨以下的炭黑厂；不再建设产能在 2 万吨以下（包括干法造粒和湿法造粒）的炭黑生产装置。同时，主管部门还将限期淘汰总规模在 5 万吨以下、技术装备落后、能耗高、排放超标、作业环境不好的炭黑厂；立即淘汰规模在 1.5 万吨以下的干法造粒的生产装置。同时，将培育 5-7 个规模在 50 万吨左右、可与跨国炭黑公司抗衡的炭黑集团

资料：联科科技招股说明书，中国橡胶工业协会，国联证券研究所

根据《我国炭黑工业发展现状及产品消费需求趋势》及百川盈孚数据，2015 年我国炭黑企业产能集中度 Cr5 约为 32%，至 2023 年炭黑企业产能集中度 Cr5 提升至 41%。但与与美国和日本前五家炭黑企业产能占本土产能 90% 以上的情况相比，集中度仍有较大提升空间。我国头部企业分别为黑猫股份（116 万吨）、金能科技（82 万吨）、卡博特（61 万吨）、三强炭黑（48 万吨）、安仑化工（45 万吨）。

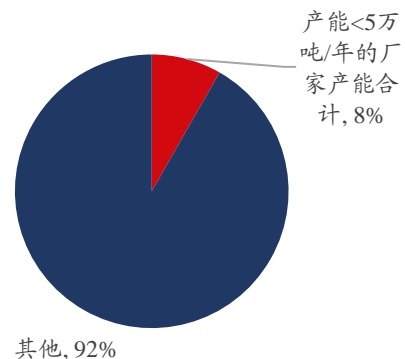
在头部企业规模优势的压力及能耗双控监管驱动的供给侧改革下，未来国内小产能将持续面临出清压力。目前，产能规模不及 5 万吨/年的炭黑企业产能合计尚有 71 万吨，占总产能的 8%，随着这部分中小产能的逐步退出，未来炭黑市场集中度有望进一步提升，行业对下游客户的议价能力亦将有所提升。

图表 13：2023 年我国炭黑产能格局



资料：百川盈孚，国联证券研究所

图表 14：2023 年 <5 万吨的炭黑企业产能及其占比



资料：百川盈孚，国联证券研究所

虽然政策对炭黑扩产施加限制，但未来行业规划产能仍较多。根据百川盈孚数据，目前仍有 152 万吨/年的炭黑在建/规划产能，其中约 89 万吨预计将于 2024 年投产。总体而言，行业未来仍将呈现激烈竞争的态势，因此发展高端炭黑成为企业成长的必由之路。

图表 15：炭黑行业扩产情况

企业	省份	产能 (万吨/年)	预计投产时间
山西龙星新材料科技发展有限公司	山西省	20	2024-01
江西德孚环保科技发展有限公司	江西省	10	2024-01
原平市新星炭黑有限公司	山西省	10	2024-02

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/818012054013006062>