

# Q4 业绩短期承压，景气底部已过，价格价差回暖

## 核心观点：

公司为生物柴油龙头企业，Q4 受需求淡季及高价原材料影响业绩短期承压。长期来看，欧洲对于碳减排政策决心不改，同时随着以棕榈油、大豆油为原材料的生物柴油逐渐被淘汰，我国以废弃油脂作为原材料生产的生物柴油需求有望快速提升。目前公司产能 50 万吨，未来 2-3 年将达到 85 万吨生物柴油与 40 万吨生物基衍生品产能，包括 20 万吨 HVO，同时公司在新加坡与荷兰设立子公司，与国际市场联系更加紧密，此外，公司的生物柴油与生物基衍生品有望受益于欧盟碳关税的落地，长期发展空间大。

## 事件

### 公司发布 2022 年年报

2022 年公司实现收入 43.45 亿元，同比增长 40.91%，实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 31.03%。Q1、Q2、Q3、Q4 归母净利润分别为 1.00、1.65、1.65、0.22 亿元。

## 简评

### 全年业绩稳健，Q4 业绩短期承压，景气底部已过

2022 年四季度以来，由于我国生物柴油凝固点偏高，冬季为传统淡季，同时欧洲经济衰退，部分欧洲国家下调或冻结近两年掺混要求，生物柴油需求回落，同时棕榈油、菜籽油等原材料价格回落，整体地沟油、生物柴油价格价差呈下滑趋势，同时国内受疫情影响，地沟油供应、生物柴油生产、运输等受到影响，企业盈利承压，Q4 公司营收 7.20 亿元，环比下降 47.22%，归母净利润 0.22 亿元，环比下降 86.95%。全年来看，公司生物柴油销量 40.48 万吨，单吨归母净利润 1116 元/吨，盈利仍稳健。

2023 年 3 月以来，原油下跌，棕榈油、菜籽油、豆油等价格快速下跌，地沟油、生物柴油价格下滑，价差整体有所扩大。据卓创数据，2022Q4 国内生物柴油均价为 9739 元/吨，地沟油均价为 6579 元/吨，价差为 3160 元/吨。2023 年 1-3 月，生物柴油价格分别为 9242、8918、8621 元/吨，地沟油价格分别为 6840、6523、5466 元/吨，价差分别为 2402、2395、3154 元/吨，截至 3 月 31 日，生物柴油、地沟油价格分别为 8000、4700 元/吨，价差为 3300 元/吨。出口方面，据海关数据，2023 年 1-2 月国内生物柴油出口量分别为 26.33、19.20 万吨，同比分别+95%、+112%。随着生物柴油、地沟油价格价差回暖，公司盈利有望改善。

## 卓越新能 (688196)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号: s1440518030004

发布日期: 2023 年 04 月 04 日

当前股价: 56.75 元

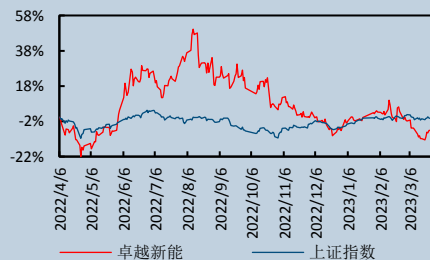
目标价格 6 个月: 83.33 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.66/-8.47	-2.19/-8.13	-13.13/-12.83
12 月最高/最低价 (元)		95.98/48.32
总股本 (万股)		12,000.0
流通 A 股 (万股)		3,000.0
总市值 (亿元)		68.1
流通市值 (亿元)		17.03
近 3 月日均成交量 (万股)		72.73
主要股东		
龙岩卓越投资有限公司		48.75%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 23.02.22 【中信建投化工及能源开采】卓越新能 (688196):价格价差回落, Q4 业绩短期承压
- 22.10.24 【中信建投化工及能源开采】卓越新能 (688196):Q3 业绩稳健, 加码 HVO 建设, 积极布局海外市场
- 22.08.16 【中信建投化工及能源开采】卓越新能 (688196):生柴量价齐升推动业绩高增, 国内外政策持续推进

### 全球碳减排大势所趋，国内外政策持续推进，欧盟再提目标占比

绿色发展背景下，全球各国努力实现“碳达峰”“碳中和”目标，生物柴油替代传统化石柴油和航空煤油大势所趋。2021年7月，欧盟委员会的最新提案提议欧盟到2030年温室气体减排目标减排目标从40%上升到55%，到2050年前实现碳中和，可再生能源在最终能源总消费总量中的总体份额目标从32%上升到40%，可再生燃料在运输运输领域的占比从14%上升到26%。根据欧洲议会于2022年9月通过的《RED》修正案要求显示，欧盟已将2030年可再生能源占总能源消费比例的目标提升至45%，碳减排决心不改，其中可再生燃料在交通运输业的占比提升至29%；同时提议以棕榈油为原料的PME和大豆油为原料的SME比例在2023年前保持不超过2019年比例水平，到2030年底将占比逐步减少至0%，随着掺混比例的提高及逐步淘汰高ILUC原料的生物柴油，废油脂甲酯将成为替代棕榈油甲酯的主力，需求有望保持旺盛。此外，欧洲提出的“Fit for 55”中提到增加可持续航空燃料比例，2025年为2%，到2050年达到63%，目前法国、挪威等国家已经提出了掺混目标，生物航煤空间同样广阔。国内生物柴油政策陆续推进，《2030年前碳达峰行动方案》中提到积极扩大先进生物液体燃料等新能源、清洁能源在交通运输领域应用；大力推进先进生物液体燃料、可持续航空燃料等替代传统燃油，提升终端燃油产品能效。2022年2月10日，发改委、能源局发布的意见中提出支持生物燃料乙醇、生物柴油、生物天然气等清洁燃料介入油气管网。《“十四五”可再生能源发展规划》政策中明确提到支持生物柴油、生物航空煤油等产业的发展和推广应用。国内生物柴油与生物航煤空间同样巨大。

### 产能扩张与产业链持续稳步推进，加大烃基生物柴油投入，积极布局海外市场

公司目前拥有50万吨生物柴油产能，公司已成功开发以废油脂为资源采用固定床催化加氢脱氧、加氢异构工艺制备烃基生物柴油，并计划在美山基地新建20万吨烃基生物柴油产线，正在开展三通一平工作。烃基生物柴油相较于酯基生物柴油产品，具有更好的低温流动性、更高十六烷值、更优的氧化安定性等性能指标，能够更好地适应北欧寒冷的气候。烃基生物柴油通过异构化的深度可以分馏产出生物柴油、航煤、溶剂油等，盈利能力更强。

2022年1月1日，公司拟投资10.50亿元在新罗生物精细化工产业园建设生物柴油和生物基增塑剂建设项目，项目完成预计可实现年产生物柴油和生物基增塑剂20万吨。2022年9月24日，公司拟投资3.8亿元在二期烃基生物柴油项目上新增“年产10万吨烃基生物柴油和年产5万吨脂肪酸项目”，另外，公司拟投资5亿元建设10万吨合成树脂项目，以自产的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，生产水性改性醇酸树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂和高端环氧树脂，产品可应用于环保型涂料、重防腐涂料、汽车涂料等、半导体和风电等高端特殊领域，未来2-3年公司将达到85万吨生物柴油产能与40万吨衍生品产能，进入快速成长期。此外，公司拟分别在新加坡与荷兰设立子公司，有利于公司及时获取最新信息，为海外业务的快速发展提供支撑。同时欧盟碳关税政策逐步落地，公司的生物柴油与布局的多种生物基衍生品将受益于碳关税政策。

**盈利预测与估值：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.26、6.28、8.88亿元，EPS分别为4.38、5.24、7.40元，对应当前股价PE分别为13.0X、10.8X、7.7X。维持“买入”评级。

**风险提示：**政策实施效果不佳（若欧洲生物柴油掺混政策不及预期，将会影响到生物柴油需求，进而影响公司的销售）；原材料价格大幅波动（废弃油脂价格波动是影响公司生产成本的主要因素，其收购涉及原料收集、加工、运输等多个环节，同时也会受到原油、植物油大宗商品价格、回流其它领域等的影响，因而影响因素较多，存在价格风险，若价格大幅波动，将影响公司的盈利能力）；汇率波动风险（公司的生物柴油以出口为主，若汇率大幅波动，将影响公司的盈利能力）；公司产能投放不达预期（若公司的项目建设不达预期，则会影响产品的销售，进而影响盈利）。

图表1: 预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3083.49	4344.97	4045.54	4562.72	5340.71
增长率(%)	92.91	40.91	-6.89	12.78	17.05
净利润(百万元)	344.76	451.73	525.62	628.22	887.91
增长率(%)	42.33	31.03	16.36	19.52	41.34
ROE(%)	13.96	16.23	16.83	17.33	20.30
EPS(摊薄/元)	2.87	3.76	4.38	5.24	7.40
P/E(倍)	19.75	15.08	12.96	10.84	7.67
P/B(倍)	2.76	2.45	2.18	1.88	1.56

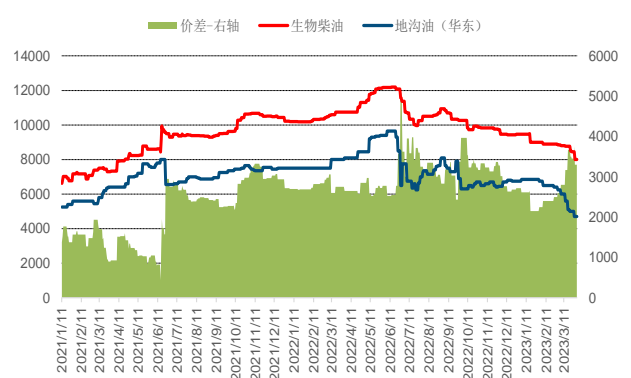
资料来源: Wind, 中信建投

图表2: 国内生物柴油出口价格(元/吨)



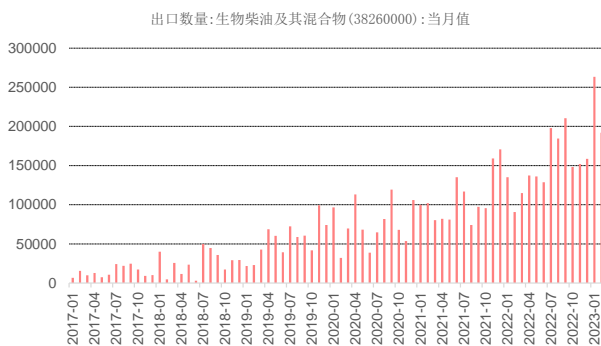
资料来源: Wind, 中信建投

图表3: 国内生物柴油-地沟油价差(元/吨)



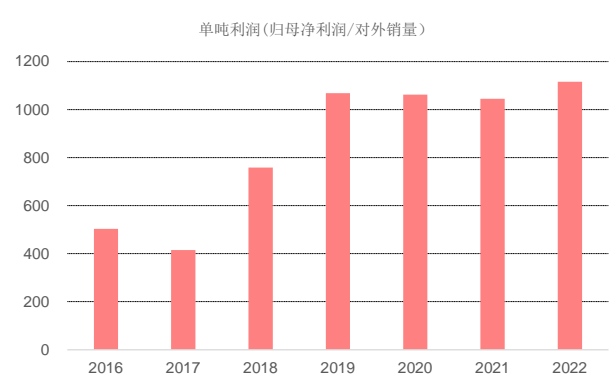
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表4: 生物柴油出口量(吨)



资料来源: Wind, 中信建投

图表5: 生物柴油单吨净利(元/吨)



资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇  
 汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk