

投资评级 优于大市 维持

产能稳步扩张，盈利稳定增长

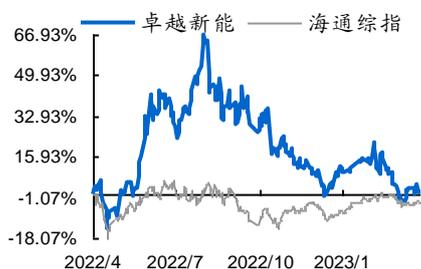
股票数据

04月07日收盘价(元)	57.15
52周股价波动(元)	48.32-95.98
总股本/流通A股(百万股)	120/30
总市值/流通市值(百万元)	6858/1715

相关研究

《三季度维持高景气》2022.10.24
《产量增长、景气提升，二季度归母净利润创新高》2022.08.16
《生物柴油出口量价齐升，1Q22归母净利润同比大幅增长》2022.04.24

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.1	-11.0	-7.2
相对涨幅(%)	-5.0	-11.8	-10.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

投资要点:

- 2022年归母净利润稳定增长。**2022年，公司实现营业收入43.45亿元，同比+40.91%；实现归母净利润4.52亿元，同比+31.03%。单季度看，1Q22-4Q22分别实现归母净利润1.00亿元、1.65亿元、1.65亿元、0.22亿元。公司拟向全体股东每10股派发现金红利15.50元(含税)。
- 产量增长，景气提升。**2022年，公司生物柴油产销量稳步提升，全年产量40.76万吨，同比+13.84%；销量40.48万吨，同比+22.65%。根据我们测算，2022年公司生物柴油单吨收入9990元，同比+20.8%；单吨归母净利润1116元，同比+6.8%。
- 未来产能稳步扩张。**2022年底，随着美山10万吨/年生物柴油生产线全面建成并投入试生产，公司生物柴油产能规模达到50万吨/年，生物基材料产能9万吨/年。公司未来产能稳步扩张，计划形成生物柴油总产能85万吨/年，生物基材料总产能42.5万吨/年。
- 生物柴油具有减排优势，碳中和下迎发展机遇。**根据公司2022年报，到2030年，欧盟计划将可再生燃料在运输领域的占比提升至29%，且引导市场向以废油脂资源生产的生物燃料倾斜。国内方面，2022年3月22日，国家发改委、国家能源局发布《“十四五”现代能源体系规划》，指出加强安全战略技术储备，大力发展生物柴油、生物航空煤油等非粮生物燃料。
- 国内生物柴油龙头企业。**公司是国内产销规模最大、出口量最多的生物柴油企业，连续七年位列国内生产企业出口量第一。公司废油脂甲酯化转化率达到99%，高品质生物柴油得率超过89.5%。公司已逐步形成以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的生物质能化一体化的产业布局。未来随着公司新项目投产，我们预计公司规模和产品附加值有望进一步提升。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年归母净利润分别为5.3亿元、5.4亿元和6.8亿元，EPS分别为4.39、4.47、5.63元，2023年BPS为25.83元。参考可比公司估值水平，给予其2023年18-20倍PE，对应合理价值区间79.02-87.80元(对应2023年PB为3.1-3.4倍)，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**生物柴油需求增长不及预期；产品价格大幅波动；原料价格大幅上涨；规划项目进度及盈利不及预期。

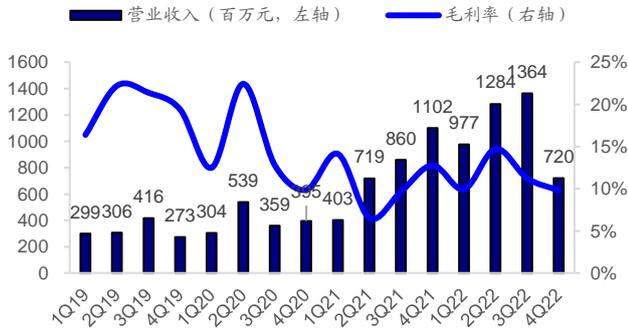
主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3083	4345	4560	4566	5676
(+/-)YoY(%)	92.9%	40.9%	5.0%	0.1%	24.3%
净利润(百万元)	345	452	526	536	675
(+/-)YoY(%)	42.3%	31.0%	16.5%	1.9%	25.9%
全面摊薄EPS(元)	2.87	3.76	4.39	4.47	5.63
毛利率(%)	10.6%	11.7%	13.6%	13.9%	14.1%
净资产收益率(%)	14.0%	16.2%	17.0%	15.7%	17.6%

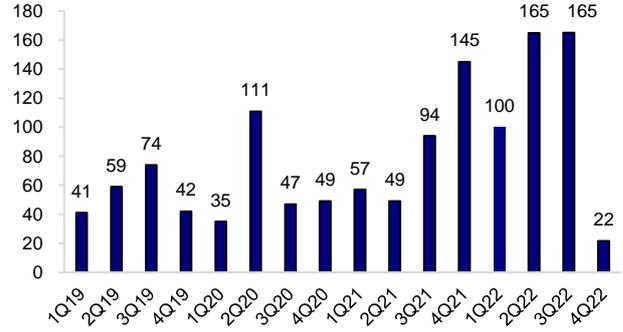
资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

2022 年归母净利润稳定增长。2022 年，公司实现营业收入 43.45 亿元，同比+40.91%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比+31.03%。单季度看，1Q22-4Q22 分别实现归母净利润 1.00 亿元、1.65 亿元、1.65 亿元、0.22 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 15.50 元（含税）。

图1 公司单季度营业收入及毛利率


资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司单季度归母净利润（百万元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

产量增长，景气提升。2022 年，公司生物柴油产销量稳步提升，全年产量 40.76 万吨，同比+13.84%；销量 40.48 万吨，同比+22.65%。根据我们测算，2022 年公司生物柴油单吨收入 9990 元，同比+20.8%；单吨归母净利润 1116 元，同比+6.8%。

表 1 卓越新能生物柴油产销量及盈利拆分

	2019	2020	2021	2022	2022 年 同比
产量 (万吨)	24.62	23.15	35.80	40.76	13.8%
销量 (万吨)	20.19	22.81	33.01	40.48	22.7%
单位收入 (元/吨)	5249	5934	8270	9990	20.8%
单位归母净利润 (元/吨)	1068	1062	1045	1116	6.8%

资料来源：卓越新能 2019-2022 年报，海通证券研究所

未来产能稳步扩张。2022 年底，随着美山 10 万吨/年生物柴油生产线全面建成并投入试生产，公司生物柴油产能规模达到 50 万吨/年，生物基材料产能 9 万吨/年。公司未来产能稳步扩张，计划形成生物柴油总产能 85 万吨/年，生物基材料总产能 42.5 万吨/年。主要项目包括：

(1) 20 万吨/年烃基生物柴油和 5 万吨/年天然脂肪醇生产线：根据公司 2022 年报，已经取得建设用地产权证、建设工程规划许可证等，各项前期工作在有序推进中。目前正在进行项目用地的“三通一平”工作，可望在 2Q23-3Q23 陆续开工建设。

(2) 2022 年 1 月 1 日，公司与龙岩市新罗区政府签署投资协议，计划投资 10.5 亿元用于建设 20 万吨/年生物柴油和生物基增塑剂项目。

生物柴油具有减排优势，碳中和背景下欧洲需求缺口有望进一步扩大。2022 年公司海外收入占比 93%，其中欧洲为公司生物柴油的主要出口地区。根据公司 2022 年报，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%，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 年底前将占比逐步减少至 0%；随着掺混比例的提高及逐步淘汰高 ILUC 原料的生物柴油，国外供不应求格局将继续持续，我国以废油脂为原料生产的生物柴油将更具出口优势。

我国将加强能源安全战略技术储备，大力发展生物柴油等非粮生物燃料。2022 年 3 月 22 日，国家发改委、国家能源局发布《“十四五”现代能源体系规划》。规划指出，加强安全战略技术储备，大力发展纤维素燃料乙醇、生物柴油、生物航空煤油等非粮生物燃料。目前，我国在上海等地试点 B5 生物柴油。

国内生物柴油龙头企业。公司是国内产销规模最大、出口量最多的生物柴油企业，连续七年位列国内生产企业出口量第一。公司废油脂甲酯化转化率达到 99%，高品质生物柴油得率超过 89.5%。公司已逐步形成以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的生物质能一体化的产业布局。未来随着公司新项目投产，我们预计公司规模和产品附加值有望进一步提升。

盈利预测与投资评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.3 亿元、5.4 亿元和 6.8 亿元，EPS 分别为 4.39、4.47、5.63 元，2023 年 BPS 为 25.83 元。参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 18-20 倍 PE，对应合理价值区间 79.02-87.80 元（对应 2023 年 PB 为 3.1-3.4 倍），维持“优于大市”投资评级。

盈利预测主要假设：

- (1) 假设公司在建项目稳步推进，2023-2025 年逐步释放效益；
- (2) 假设各产品单吨盈利相对稳定。

表 2 卓越新能分产品盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
生物柴油				
营业收入 (百万元)	4044	4250	4250	5355
营业成本 (百万元)	3620	3717	3706	4644
毛利率 (%)	10.5	12.5	12.8	13.3
生物酯增塑剂				
营业收入 (百万元)	96	100	100	100
营业成本 (百万元)	82	85	85	85
毛利率 (%)	14.3	15.0	15.0	15.0
工业甘油				
营业收入 (百万元)	121	121	121	121
营业成本 (百万元)	70	69	69	69
毛利率 (%)	42.5	42.9	42.9	42.9
其他				
营业收入 (百万元)	84	89	94	100
营业成本 (百万元)	63	67	71	75
毛利率 (%)	25.1	25.0	25.0	25.0
合计				
营业收入 (百万元)	4345	4560	4566	5676
营业成本 (百万元)	3835	3938	3931	4874
毛利率 (%)	11.7	13.6	13.9	14.1

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2023E	2023E	2023E
688065.SH	凯赛生物	357	0.95	1.63	2.13	64.65	37.50	28.79	20.69	3.0
688203.SH	海正生材	35	0.23	0.40	0.57	74.48	42.83	30.05	8.47	2.0
	均值		0.59	1.02	1.35	69.56	40.16	29.42	14.58	2.5

注：(1) 收盘价为 2023 年 4 月 7 日价格，EPS 为 wind 一致预期；(2) 原可比公司金丹科技无 wind 一致预期，更改为海正生材。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：生物柴油需求增长不及预期；产品价格大幅波动；原料价格大幅上涨；规划项目进度及盈利不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4345	4560	4566	5676
每股收益	3.76	4.39	4.47	5.63	营业成本	3835	3938	3931	4874
每股净资产	23.20	25.83	28.51	31.89	毛利率%	11.7%	13.6%	13.9%	14.1%
每股经营现金流	6.61	5.46	5.92	6.91	营业税金及附加	48	50	50	62
每股股利	1.55	1.75	1.79	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	26	28	28	35
P/E	15.18	13.03	12.78	10.16	营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	2.46	2.21	2.00	1.79	管理费用	36	37	37	46
P/S	1.58	1.50	1.50	1.21	管理费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EV/EBITDA	12.94	9.10	8.49	6.56	EBIT	423	572	585	741
股息率%	2.7%	3.1%	3.1%	0.0%	财务费用	-76	-24	-22	-21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.8%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
毛利率	11.7%	13.6%	13.9%	14.1%	资产减值损失	-40	-5	-5	-5
净利润率	10.4%	11.5%	11.7%	11.9%	投资收益	-51	-54	-54	-67
净资产收益率	16.2%	17.0%	15.7%	17.6%	营业利润	448	538	548	690
资产回报率	15.1%	16.1%	14.8%	16.8%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	14.7%	17.4%	16.2%	18.4%	利润总额	447	537	547	689
盈利增长 (%)					EBITDA	491	672	697	866
营业收入增长率	40.9%	5.0%	0.1%	24.3%	所得税	-4	11	11	14
EBIT 增长率	29.8%	35.4%	2.2%	26.7%	有效所得税率%	-1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润增长率	31.0%	16.5%	1.9%	25.9%	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	452	526	536	675
资产负债率	6.8%	5.0%	5.6%	4.7%					
流动比率	13.07	18.63	15.37	19.00	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	5.37	8.64	7.76	10.53	货币资金	723	863	1054	1295
现金比率	4.92	7.84	7.13	9.69	应收账款及应收票据	8	29	34	44
经营效率指标					存货	473	440	467	471
应收账款周转天数	10.72	1.00	2.00	2.00	其它流动资产	718	717	718	729
存货周转天数	42.94	42.00	42.00	35.00	流动资产合计	1922	2050	2272	2538
总资产周转率	1.56	1.46	1.33	1.49	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.30	6.33	5.44	6.02	固定资产	657	784	895	991
					在建工程	31	22	15	11
					无形资产	103	111	119	127
					非流动资产合计	1064	1214	1352	1477
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2985	3264	3624	4015
净利润	452	526	536	675	短期借款	54	54	54	54
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	55	17	55	34
非现金支出	109	104	117	130	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	53	55	55	68	其它流动负债	38	39	39	45
营运资金变动	179	-30	2	-45	流动负债合计	147	110	148	134
经营活动现金流	793	655	710	829	长期借款	0	0	0	0
资产	-226	-251	-251	-251	其它长期负债	55	55	55	55
投资	-11	0	0	0	非流动负债合计	55	55	55	55
其他	0	-54	-54	-67	负债总计	202	165	203	188
投资活动现金流	-237	-305	-305	-318	实收资本	120	120	120	120
债权募资	54	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2784	3100	3421	3827
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-153	-211	-215	-270	负债和所有者权益合计	2985	3264	3624	4015
融资活动现金流	-99	-211	-215	-270					
现金净流量	399	140	191	241					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

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,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,松井股份

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; 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。	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。
	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。