

# 卓越新能 (688196.SH)

## 四季度业绩承压，打造生物柴油及生物基材料行业龙头

买入

### 核心观点

**全年业绩同比高增，四季度业绩承压。**公司发布 2022 年年度报告，全年实现营收 43.4 亿元（同比+40.9%），归母净利润 4.50 亿元（同比+31.0%），扣非归母净利润 4.8 亿元（同比+50.5%）；其中单四季度实现营收 7.2 亿元（同比-34.7%，环比-47.2%），实现归母净利润 0.22 亿元（同比-85.1%，环比-87.0%），扣非归母净利润 0.68 亿元（同比-48.1%，环比-55.5%），主要四季度受疫情影响出货量有所下降。全年毛利率 11.2%（同比+0.6pcts），三费率为-0.3%（同比-1.3pcts），净利率为 10.4%（同比-0.8pcts）。

**全年生物柴油满产满销，设立新加坡、荷兰子公司打造“国际化”平台。**2022 年公司生物柴油满产满销，全年营收 40.4 亿元，同比增长 48.2%，毛利率为 10.5%，同比增加 2.7pcts，生物柴油全年产量 40.8 万吨，同比增长 13.8%，销量 40.5 万吨，同比增长 22.7%，不含税均价 9990 元/吨，同比增长 20.8%。公司美山基地 10 万吨/年生物柴油生产线已于 2022 年年底投入试生产，现有产能规模达到 50 万吨/年。2022 年下半年公司完成新加坡、荷兰两个子公司的设立，在原料资源、产品终端、物流、市场信息和技术研发等方面陆续开展业务，公司充分实施“走出去”战略，打造“国际化”平台。

**在建项目稳步推进，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。**目前公司已形成生物柴油、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等产业布局，目前公司生物柴油产能规模 50 万吨，生物基材料产能规模 9 万吨，未来规划生物柴油产能达到 85 万吨、生物基材料产能达到 42.5 万吨。公司 20 万吨/年烃基生物柴油、5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目有望于 2023 年第二、三季度陆续开工建设。同时全力推进 10 万吨合成树脂生产装置建设，与公司生产的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险；产品需求不及预期的风险；在建项目进度不及预期的风险；宏观经济系统性风险等。

**投资建议：**维持“买入”评级。

预计 2023-2025 年归母净利润 5.6/6.5/8.1 亿元，同比增速 23.5%/16.9%/24.6%；摊薄 EPS 为 4.65/5.44/6.77 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.4/8.4x。公司是国内生物柴油龙头，未来三年产能翻倍增长，同时积极布局生物基材料，看好公司长期成长性与成长空间，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,083	4,345	4,409	5,091	6,157
(+/-%)	92.9%	40.9%	1.5%	15.5%	20.9%
净利润(百万元)	345	452	558	652	813
(+/-%)	42.3%	31.0%	23.5%	16.9%	24.6%
每股收益(元)	2.87	3.76	4.65	5.44	6.77
EBIT Margin	3.7%	4.6%	7.7%	7.8%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	16.2%	17.3%	17.4%	18.5%
市盈率 (PE)	19.8	15.1	12.2	10.4	8.4
EV/EBITDA	43.0	27.5	17.2	14.4	11.1
市净率 (PB)	2.76	2.45	2.11	1.82	1.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林  
010-88005379

证券分析师：薛聪  
010-88005107  
0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn  
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn  
S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		56.75 元
总市值/流通市值		6810/1703 百万元
52 周最高价/最低价		95.98/48.32 元
近 3 个月日均成交额		45.27 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《卓越新能 (688196.SH) - 业绩同比高增符合预期，设立荷兰子公司拓展海外市场》——2022-10-24
- 《卓越新能 (688196.SH) - 重大事件快评-扩建烃基生物柴油，加快生物基材料布局》——2022-09-25
- 《卓越新能 (688196.SH) - 单季度业绩创历史新高，生物柴油龙头优势显现》——2022-06-24
- 《卓越新能 (688196.SH) - 生物柴油量价齐升，推动“生物质能一体化”发展》——2022-03-29
- 《卓越新能-688196-2021 年业绩预告点评：产能释放叠加出口景气，全年业绩创新高》——2022-01-18

**全年业绩同比高增，四季度业绩承压。**公司发布 2022 年年度报告，全年实现营业收入 43.4 亿元（同比+40.9%），归母净利润 4.50 亿元（同比+31.0%），扣非归母净利润 4.8 亿元（同比+50.5%）；其中单四季度实现营收 7.2 亿元（同比-34.7%，环比-47.2%），实现归母净利润 0.22 亿元（同比-85.1%，环比-87.0%），扣非归母净利润 0.68 亿元（同比-48.1%，环比-55.5%），主要由于四季度受疫情影响出货量有所下降。全年毛利率为 11.2%（同比+0.6pcts），三费率为-0.3%（同比-1.3pcts），净利率为 10.4%（同比-0.8pcts）。

图1：卓越新能营业收入及增速



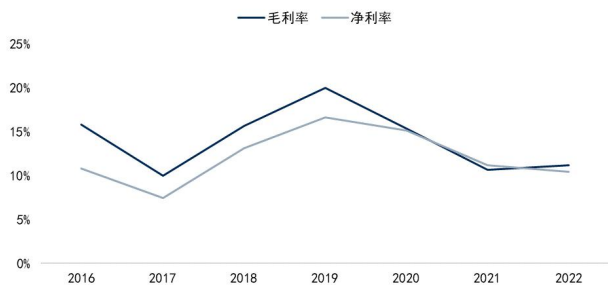
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：卓越新能归母净利润及增速



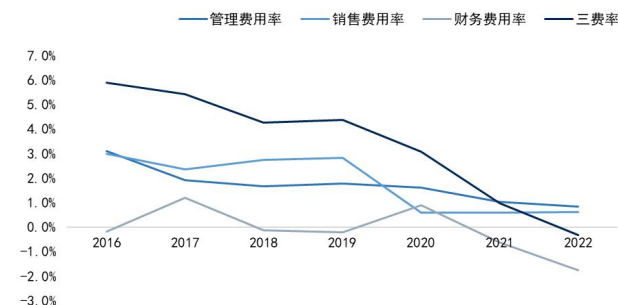
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：卓越新能毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

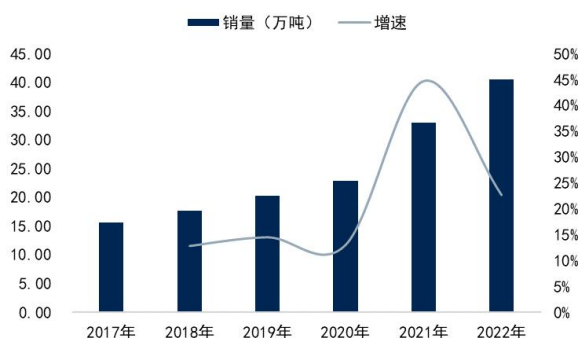
图4：卓越新能三费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

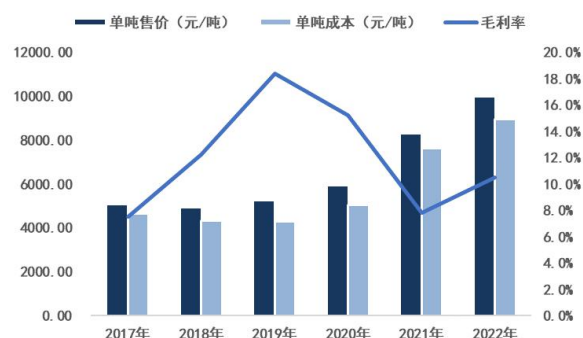
**全年生物柴油满产满销，设立新加坡、荷兰子公司打造“国际化”平台。**2022 年公司生物柴油满产满销，全年营收 40.4 亿元，同比增长 48.2%，毛利率为 10.5%，同比增加 2.7pcts，生物柴油全年产量 40.8 万吨，同比增长 13.8%，销量 40.5 万吨，同比增长 22.7%，不含税均价 9990 元/吨，同比增长 20.8%。公司美山基地 10 万吨/年生物柴油生产线已于 2022 年年底投入试生产，现有产能规模达到 50 万吨/年。2022 年下半年公司完成新加坡、荷兰两个子公司的设立，在原料资源、产品终端、物流、市场信息和技术研发等方面陆续开展业务，公司充分实施“走出去”战略，打造“国际化”平台。

图5: 卓越新能生物柴油年度销量及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

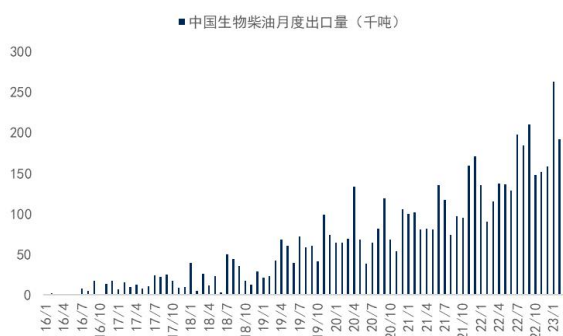
图6: 卓越新能生物柴油单价、成本、毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

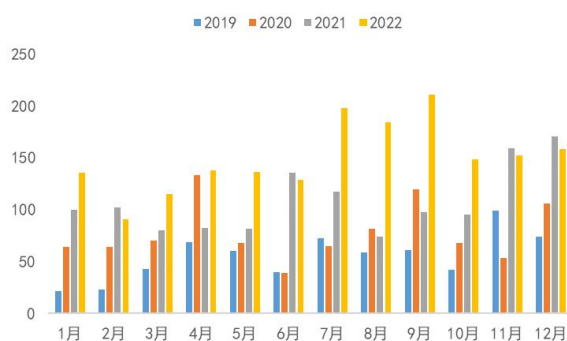
**受到原油、植物油价格波动影响、2022年生物柴油价格先扬后抑。**2022年上半年国内生物柴油价格由10200元/吨上涨至12200元/吨, 2022年7月份以来, 受到全球大宗商品价格下跌影响, 生物柴油价格出现回落, 2022年底国内生物柴油价格下跌至9500元/吨, 截至2023年一季度末国内生物柴油价格在8000元/吨左右。根据卓创资讯数据, 2022年国内生物柴油产量128.8万吨, 同比增长38.1%; 根据海关总署数据, 2022年国内生物柴油累计出口179.5万吨, 同比增长67.7%。

图7: 我国生物柴油月度出口量



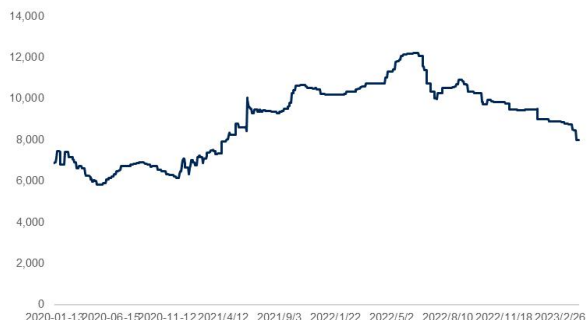
资料来源: Wind、海关总署, 国信证券经济研究所整理

图8: 2019年至今我国生物柴油月度出口量



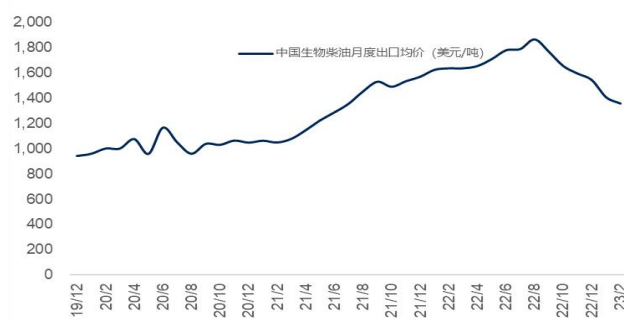
资料来源: Wind、海关总署, 国信证券经济研究所整理

图9: 我国生物柴油价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

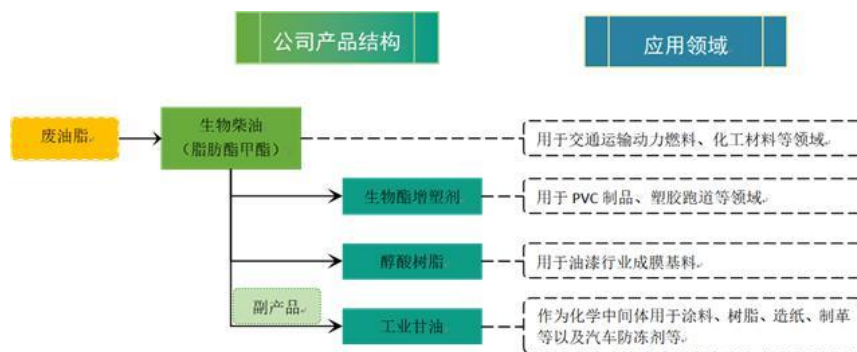
图10: 我国生物柴油出口价格 (美元/吨)



资料来源: Wind、海关总署, 国信证券经济研究所整理

在建项目稳步推进，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。目前公司已形成生物柴油、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等产业布局，目前公司生物柴油产能规模 50 万吨，生物基材料产能规模 9 万吨，未来规划生物柴油产能达到 85 万吨、生物基材料产能达到 42.5 万吨。公司 20 万吨/年烃基生物柴油、5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目有望于 2023 年第二、三季度陆续开工建设。同时全力推进 10 万吨合成树脂生产装置建设，与公司生产的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。

图 11: 卓越新能现有产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：** 预计 2023-2025 年归母净利润 5.6/6.5/8.1 亿元，同比增速 23.5%/16.9%/24.6%；摊薄 EPS 为 4.65/5.44/6.77 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.4/8.4x。公司是国内生物柴油龙头，未来三年产能翻倍增长，同时积极布局生物基材料，看好公司长期成长性与成长空间，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	325	723	1485	1570	1847	营业收入	3083	4345	4409	5091	6157
应收款项	279	28	242	279	337	营业成本	2756	3835	3756	4336	5198
存货净额	441	473	613	707	848	营业税金及附加	36	48	49	53	65
其他流动资产	20	7	31	36	43	销售费用	18	26	22	25	31
<b>流动资产合计</b>	<b>1227</b>	<b>1922</b>	<b>2470</b>	<b>2691</b>	<b>3176</b>	管理费用	32	36	48	55	66
固定资产	561	688	819	939	1032	研发费用	126	201	195	223	275
无形资产及其他	51	103	100	97	93	财务费用	(19)	(76)	(12)	(19)	(28)
投资性房地产	734	273	273	273	273	投资收益	13	(51)	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	41	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>2573</b>	<b>2985</b>	<b>3661</b>	<b>4000</b>	<b>4574</b>	其他收入	84	(19)	11	15	9
短期借款及交易性金融负债	13	66	500	300	200	营业利润	363	448	575	672	838
应付款项	15	55	31	35	42	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	51	26	76	88	105	<b>利润总额</b>	<b>362</b>	<b>447</b>	<b>575</b>	<b>672</b>	<b>838</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>79</b>	<b>147</b>	<b>607</b>	<b>423</b>	<b>347</b>	所得税费用	17	(4)	17	20	25
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	55	55	55	55	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345</b>	<b>452</b>	<b>558</b>	<b>652</b>	<b>813</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>55</b>	<b>(175)</b>	<b>(175)</b>	<b>(175)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>102</b>	<b>202</b>	<b>431</b>	<b>248</b>	<b>172</b>	净利润	345	452	558	652	813
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	40	8	6	5
股东权益	2470	2784	3230	3752	4402	折旧摊销	45	55	81	93	105
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2573</b>	<b>2985</b>	<b>3661</b>	<b>4000</b>	<b>4574</b>	公允价值变动损失	(5)	(41)	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(19)	(76)	(12)	(19)	(28)
每股收益	2.87	3.76	4.65	5.44	6.77	营运资本变动	(527)	780	(343)	(114)	(177)
每股红利	0.82	1.16	0.93	1.09	1.35	其它	0	(40)	(8)	(6)	(5)
每股净资产	20.58	23.20	26.92	31.27	36.68	<b>经营活动现金流</b>	<b>(141)</b>	<b>1246</b>	<b>281</b>	<b>616</b>	<b>741</b>
ROIC	11%	18%	24%	26%	30%	资本开支	0	(262)	(201)	(201)	(201)
ROE	14%	16%	17%	17%	18%	其它投资现金流	350	(530)	591	0	0
毛利率	11%	12%	15%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>350</b>	<b>(792)</b>	<b>390</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
EBIT Margin	4%	5%	8%	8%	8%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	10%	10%	10%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	93%	41%	1%	15%	21%	支付股利、利息	(98)	(139)	(112)	(130)	(163)
净利润增长率	42%	31%	24%	17%	25%	其它融资现金流	6	222	434	(200)	(100)
资产负债率	4%	7%	12%	6%	4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(183)</b>	<b>(56)</b>	<b>92</b>	<b>(330)</b>	<b>(263)</b>
息率	1.4%	2.0%	1.6%	1.9%	2.4%	<b>现金净变动</b>	<b>25</b>	<b>397</b>	<b>763</b>	<b>85</b>	<b>277</b>
P/E	19.8	15.1	12.2	10.4	8.4	货币资金的期初余额	300	325	723	1485	1570
P/B	2.8	2.4	2.1	1.8	1.5	货币资金的期末余额	325	723	1485	1570	1847
EV/EBITDA	43.0	27.5	17.2	14.4	11.1	企业自由现金流	0	775	(134)	164	234
						权益自由现金流	0	997	81	(18)	161

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032