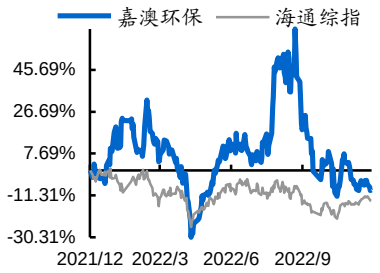
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

12 月 22 日收盘价(元)	34.60
52 周股价波动（元）	29.68-74.50
总股本/流通 A 股（百万股）	77/77
总市值/流通市值（百万元）	2678/2658

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-10.9	-9.9	-23.8
相对涨幅（%）	-13.2	-12.7	-21.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@haitong.com
证书:S0850515040001
分析师:李博
Tel:（021）23219646
Email:lb14830@haitong.com
证书:S0850522080002

嘉澳环保：环保增塑剂与生物质能源业务并驾齐驱

投资要点：

- **2022 年 Q3 实现扣非净利润-0.21 亿元，同比减少 176.34%。**公司公告，2022 年三季度实现营业收入 11.11 亿元，同比增长 111.18%；实现扣非净利润-0.21 亿元，同比减少 176.34%。2022 年前三季度共实现营业收入 23.24 亿元，同比增长 86.05%；扣非净利润 0.31 亿元，同比减少 56.34%。三季度营收大幅增长主要系生物质能源市场需求旺盛，下游市场需求增加所致；扣非净利润大幅下降主要是第三季度受行情影响，增塑剂板块销量减少成本增加所致。

- **嘉澳环保：环保增塑剂与生物质能源业务并驾齐驱。**公司主营产品分环保增塑剂、环保稳定剂、生物质能源三大类。公司是国内最早研发、生产环保增塑剂的领军企业，环保增塑剂客户近 2000 家，多数是合作多年的战略合作伙伴。公司目前已是长三角地区较具影响力的废弃油脂资源综合利用企业，主持起草的“生物柴油生产企业开业条件”行业标准（标准号 CAS 146-2007）已经浙江省质量技术监督局备案登记并由中国标准化协会发布，通过了欧盟 ISCC 认证和 DDC 认证。

- **增塑剂毛利率稳中有升，新增产能有助进一步规模化发展。**2022 年前三季度中环保增塑剂营业收入为 7.52 亿元，占总营收的 32.34%；环保稳定剂营业收入为 0.47 亿元，占总营收的 2.01%。2021 年环保型增塑剂毛利率为 16.26%，同比增加 2.76 个百分点；环保型稳定剂毛利率为 17.46%，同比减少 6.19 个百分点。截止 2021 年底，公司氟代增塑剂项目产能为 7.1 万吨，产能利用率为 25.49%，在建产能为 1.85 万吨；环保助剂项目产能为 14.6 万吨，产能利用率达 76.51%；新增 2 万吨环保增塑剂项目正在调试中。

- **生物质能源市场需求旺盛，产品量价齐升。**2022 年前三季度生物质能源营业收入为 14.93 亿元，占总营收的 64.23%；平均售价 1.10 万元/吨，同比增长 28.99%；销量为 13.53 万吨，同比增长 536.01%。公司用地沟油加工生产生物柴油，产品一部分作为环保增塑剂部分品种的原料，另一部分进一步精炼提纯制成符合国际领先技术指标要求的燃料用生物质能源产品，打造出了产业闭环。公司生物质能源产品主要出口欧盟地区。受俄乌冲突影响，国际原油价格保持高位运行，同时欧洲环保减排政策日益严格也为生物柴油行业的发展提供了广阔的空间。随着子公司年产 35 万吨生物质能源项目产能释放，公司生物质能源业务板块得到进一步发展。

- **盈利预测。**我们预测公司 22-24 年 EPS 为 1.44、3.65、4.46 元。考虑到公司新增产能投产及生物航煤的快速发展，我们给予 22 年 25-30 倍 PE，合理价值区间为 36.00-43.20 元，首次覆盖给予优于大市评级。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1230	1916	3092	4206	5255
(+/-)YoY(%)	14.4%	55.8%	61.4%	36.0%	24.9%
净利润（百万元）	37	102	111	282	345
(+/-)YoY(%)	-40.2%	174.6%	9.2%	153.4%	22.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	1.32	1.44	3.65	4.46
毛利率(%)	13.7%	14.7%	12.6%	16.2%	16.1%
净资产收益率(%)	4.5%	11.3%	11.2%	22.6%	22.0%

资料来源：公司年报（2020-2021），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

盈利假设:

关键产品销量假设：a.环保增塑剂：我们认为销量将逐年增长，预计 2022-24 年销量分别为 13 万吨、16 万吨和 18 万吨；b.环保稳定剂：我们认为销量将逐年增长，预计 2022-24 年销量分别为 0.6 万吨、0.8 万吨、1.00 万吨；c.生物质能源：随着公司新增产能的释放，我们认为销量将持续增长，预计 2022-24 年销量分别为 18 万吨、25 万吨、30 万吨。

毛利率假设：产品毛利率有望稳中向好。a.环保增塑剂：我们预计 2022-24 年毛利率分别为 17%、18%、18%；b.环保稳定剂：预计 2022-24 年毛利率分别为 20%、23%、23%；c.生物质能源：我们预计 2022-24 年毛利率分别为 10%、15%、15%。

表 1 嘉澳环保分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	1869.18	3092.00	4206.00	5255.00
总成本（百万元）	1596.52	2702.80	3526.62	4410.85
总毛利（百万元）	272.66	389.20	679.38	844.15
总毛利率	14.59%	12.59%	16.15%	16.06%
环保增塑剂				
收入（百万元）	1318.55	1040.00	1360.00	1530.00
成本（百万元）	1104.15	863.20	1115.20	1254.60
毛利（百万元）	214.40	176.80	244.80	275.40
毛利率	16.26%	17.00%	18.00%	18.00%
环保稳定剂				
收入（百万元）	56.21	72.00	96.00	125.00
成本（百万元）	46.40	57.60	73.92	96.25
毛利（百万元）	9.81	14.40	22.08	28.75
毛利率	17.46%	20.00%	23.00%	23.00%
生物质能源				
收入（百万元）	494.42	1980.00	2750.00	3600.00
成本（百万元）	445.97	1782.00	2337.50	3060.00
毛利（百万元）	48.45	198.00	412.50	540.00
毛利率	9.80%	10.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS（元）			PE（倍）		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
688196.SH	卓越新能	56.16	2.87	4.54	5.38	20.34	12.38	10.44
000930.SZ	中粮科技	8.52	0.61	0.61	0.63	17.90	13.87	13.49
	均值		1.74	2.58	3.01	19.12	13.13	11.97

资料来源： wind，海通证券研究所，股价为 2022 年 12 月 22 日收盘价，每股收益均为 wind 一致预期

- **风险提示。**原材料价格波动；税收优惠政策风险；出口退税政策变动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）				
每股收益	1.32	1.44	3.65	4.46
每股净资产	12.32	12.90	16.16	20.24
每股经营现金流	0.53	-3.59	1.68	3.41
每股股利	0.10	0.26	0.39	0.39
价值评估（倍）				
P/E	26.24	24.04	9.48	7.76
P/B	2.81	2.68	2.14	1.71
P/S	1.32	0.87	0.64	0.51
EV/EBITDA	18.75	25.12	12.66	11.49
股息率%	**0.3%**	**0.7%**	**1.1%**	**1.1%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	14.7%	12.6%	16.2%	16.1%
净利润率	5.3%	3.6%	6.7%	6.6%
净资产收益率	11.3%	11.2%	22.6%	22.0%
资产回报率	4.1%	3.5%	6.7%	6.6%
投资回报率	6.8%	3.8%	8.1%	8.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	55.8%	61.4%	36.0%	24.9%
EBIT 增长率	113.0%	-28.0%	184.2%	23.5%
净利润增长率	174.6%	9.2%	153.4%	22.2%
偿债能力指标				
资产负债率	62.0%	67.8%	69.3%	69.0%
流动比率	1.15	1.00	0.90	0.83
速动比率	0.50	0.29	0.26	0.21
现金比率	0.35	0.11	0.10	0.06
经营效率指标				
应收账款周转天数	6.36	9.02	8.51	8.32
存货周转天数	116.05	121.83	121.22	120.56
总资产周转率	0.78	0.96	0.99	1.00
固定资产周转率	3.67	4.63	4.75	4.46

现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	102	111	282	345
少数股东损益	1	5	11	12
非现金支出	62	60	88	114
非经营收益	41	49	71	93
营运资金变动	-167	-503	-323	-300
经营活动现金流	**39**	**-278**	**130**	**264**
资产	-257	-349	-632	-780
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	**-257**	**-349**	**-632**	**-780**
债权募资	272	532	663	593
股权募资	0	4	0	0
其他	-31	-71	-103	-126
融资活动现金流	**240**	**464**	**560**	**467**
现金净流量	**23**	**-162**	**58**	**-48**

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**1916**	**3092**	**4206**	**5255**
营业成本	1634	2703	3527	4411
毛利率%	14.7%	12.6%	16.2%	16.1%
营业税金及附加	11	19	25	31
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	9	30	33	42
营业费用率%	0.5%	1.0%	0.8%	0.8%
管理费用	91	140	193	242
管理费用率%	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%
EBIT	146	105	298	368
财务费用	40	44	67	90
财务费用率%	2.1%	1.4%	1.6%	1.7%
资产减值损失	0	4	-4	-5
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**105**	**116**	**293**	**358**
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	**104**	**116**	**293**	**358**
EBITDA	209	168	382	477
所得税	1	0	0	1
有效所得税率%	0.9%	0.2%	-0.1%	0.1%
少数股东损益	1	5	11	12
归属母公司所有者净利润	**102**	**111**	**282**	**345**

资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	337	175	233	184
应收账款及应收票据	33	160	197	229
存货	519	902	1171	1457
其它流动资产	211	331	429	519
流动资产合计	1101	1568	2031	2389
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	522	668	886	1178
在建工程	569	690	994	1346
无形资产	112	137	161	185
非流动资产合计	1362	1653	2199	2867
资产总计	**2462**	**3221**	**4229**	**5256**
短期借款	653	1135	1738	2251
应付票据及应付账款	103	187	232	293
预收账款	0	2	2	2
其它流动负债	202	243	280	325
流动负债合计	959	1567	2252	2871
长期借款	244	294	354	434
其它长期负债	322	322	322	322
非流动负债合计	567	617	677	757
负债总计	**1525**	**2184**	**2929**	**3628**
实收资本	73	77	77	77
归属于母公司所有者权益	904	999	1252	1567
少数股东权益	33	38	49	61
负债和所有者权益合计	**2462**	**3221**	**4229**	**5256**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 22 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
李博　　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,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,洁美科技,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,和邦生物

投资评级说明

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。	类　别	评　级	说　明
	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范围包括证券投资咨询业务。