

博汇股份 (300839.SZ) / 化工

证券研究报告/公司深度报告

2022年12月7日

**评级：买入（首次）**

市场价格：19.80

分析师：谢楠

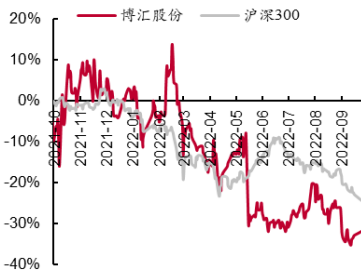
执业证书编号：S0740519110001

电话：021-20315125

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	176
流通股本(百万股)	79
市价(元)	19.80
市值(百万元)	3,480
流通市值(百万元)	1,568

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	972	1,458	3,695	4,380	5,054
增长率 yoy%	18%	50%	153%	19%	15%
净利润(百万元)	58	42	155	349	436
增长率 yoy%	-24%	-27%	266%	126%	25%
每股收益(元)	0.33	0.24	0.88	1.99	2.48
每股现金流量	-0.03	0.56	-3.32	2.29	2.49
净资产收益率	7%	5%	15%	25%	24%
P/E	60.2	82.5	22.5	10.0	8.0
P/B	4.2	4.0	3.3	2.5	1.9

备注：历史数据按最新股本计算，股价取自2022年12月6日收盘价。

**报告摘要**

- 燃料油深加工行业龙头。**公司专注于特种油品研发、生产和销售，产业链主要是原料油进行深加工制备环保芳烃油、重芳烃、轻质燃料油以及沥青等，目前具备40万吨重芳烃产能和40万吨的环保芳烃产能，其中重芳烃产品包括沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂，以及用于生产针状焦前端原料，广泛应用于道路建设、建筑防水、橡胶制品、锂电池负极及工业油脂等领域；环保芳烃又称白油，广泛应用于日化用品、纺织、化纤、橡胶、工业润滑等多个领域。
- 重芳烃价差修复盈利能力提升，白油产能投放迎来业绩增长。**2021年公司营业收入14.58亿元，同比+49.97%。归母净利润0.42亿元，同比-27.02%，主要是公司核心产品重芳烃2021年价差水平较低，盈利能力较弱所致，2022年上半年价差水平保持低位，下半年价差水平略有恢复，目前重芳烃价差约1500元/吨，盈利能力提升。公司2021年6月40万吨环保芳烃投产，但2021年下半年由于调试等原因导致产品部分损耗，业绩未能释放，今年环保芳烃产能逐步释放，产能利用率逐步提升，叠加白油价格持续上行，预计今年业绩带来较大增量。
- 重芳烃产品布局新能源，白油产业链进一步延伸。**公司今年6月重芳烃业务实现生产高附加值产品针状焦前端原料，已实现月供3000吨，推动重芳烃产品结构优化盈利能力提升，也带动公司进入新能源领域；公司2022年8月拟发行可转债募资3.97亿元建设10万吨/年芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置、8万吨/年轻质白油补充精制装置及1.20万标立方/小时轻烃综合利用装置，预计2024年投产，可实现环保芳烃产品（0.9万元/吨）升级至食品级/化妆品级白油（1.3万元/吨），产业链延伸盈利能力大幅提高。公司未来持续专注于化工新材料细分领域的技术创新，持续推进产业升级，提高产能利用率，加强现有产品结构的优化，拓宽产品应用领域，向绿氢、新材料领域进发。
- 盈利预测及评级：**预计2022-2024年公司归母净利润为1.55/3.49/4.36亿元，同比增长266%/126%/25%，EPS分别为0.88/1.99/2.48元。以2022/12/6日收盘价计算，对应PE为22.51/9.96/7.98倍，公司为浙江省燃料油深加工龙头，行业价差逐步修复叠加今年白油产能释放，业绩迎来拐点，未来重芳烃产品向新能源方向布局，环保芳烃产品产业链延伸带来更高盈利能力，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；新建产能进度不及预期风险；环保、政策等不可预测因素；研报使用信息数据更新不及时的风险。

## 投资主题

### 报告亮点

本文对重芳烃和白油行业的目前情况进行了详尽的分析。1、**重芳烃行业部分**：随着我国石油使用量的持续增加，石油加工量也随之增大，燃料油作为副产物其产量也持续增加，但目前燃料油 67% 是作为交通运输燃料直接燃烧，经济效益较低且环保压力较大，我国政策鼓励燃料油深加工的发展，目前燃料油深加工的企业较少，主要为山东菏泽化工，武汉保华新材料，江山联合化工和博汇股份等，处于行业发展初期，且 2022 年上半年重芳烃价差大幅回落，下半年价差修复，盈利能力提升，我们预计公司重芳烃业务将迎来盈利修复。2、**环保芳烃行业部分**：我国环保芳烃行业目前主要问题是低端产能较多，高端产能缺乏的情况，目前国内白油总产能约 889 万吨，高端白油产能企业主要君恒实业、克拉玛依、南京炼油厂、泰州石化、博汇化工等，累计产能约 113 万吨，其中食品级/化妆品级白油目前仍需进口。目前由于山东查税问题，炼厂开工率不高，白油价格持续走高，白油盈利能力修复，随着公司新建 40 万吨白油产能投放，量价齐升迎来业绩拐点。

### 投资逻辑

**产品价差修复盈利能力提升，新建产能投放迎接量价齐升。**公司核心产品重芳烃和环保芳烃油 2021 年价差水平较低，盈利能力较弱所致，2022 年上半年价差水平保持低位，下半年价差水平略有恢复，目前重芳烃价差约 1500 元/吨，白油价差恢复至 2500 元/吨左右，整体盈利能力提升。公司 2021 年 6 月 40 万吨环保芳烃投产，但 2021 年下半年由于调试等原因导致产品部分损耗，业绩未能释放，今年环保芳烃产能逐步释放，产能利用率逐步提升，叠加行业景气价差上行，预计公司迎来业绩拐点。

### 估值与盈利预测

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.55/3.49/4.36 亿元，同比增长 266%/126%/25%，EPS 分别为 0.88/1.99/2.48 元。以 2022/12/6 日收盘价计算，对应 PE 为 22.51/9.96/7.98 倍。我们选取了瑞丰新材、信德新材、昊华科技作为可比公司，可比公司 2022 年平均 PE 为 37.72 倍，公司为浙江省燃料油深加工龙头，重芳烃产品向新能源方向布局，环保芳烃产品产业链延伸带来更高盈利能力，目前处于低估水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

<b>1、全球高端特种油品原料供应商，新建产能预计迎来业绩释放</b> .....	<b>6 -</b>
1.1 全球高端特种油品原料供应商，产品升级利润空间进一步打开 .....	6 -
1.2 公司实制人为金碧华、夏亚萍夫妇 .....	6 -
1.3 燃料油产品深加工，产品结构不断升级.....	7 -
1.4 营收水平稳步增长，盈利能力波动明显.....	8 -
1.5 环保芳烃产品升级，利润空间进一步打开 .....	11 -
<b>2、重芳烃：下游需求较为稳健，价差上行利润空间修复</b> .....	<b>12 -</b>
2.1 政策持续推动深加工行业发展 .....	12 -
2.2 供给端：燃料油深加工初发展，行业竞争较弱.....	13 -
2.3 需求端：下游需求修复，新材料为延伸新领域.....	14 -
2.4 价格端：价差上行利润空间修复.....	17 -
<b>3、白油：产能结构持续优化，国内高端产品仍需进口</b> .....	<b>18 -</b>
3.1 白油下游应用广泛 .....	18 -
3.2 供给端：产品结构持续优化，高端产能逐步增长 .....	19 -
3.3 需求端：低端白油产能较多，高端白油仍需进口 .....	20 -
3.4 价格端：产品价格持续上行利润空间打开 .....	21 -
<b>4、浙江燃料油深加工龙头，量价齐升看好未来业绩</b> .....	<b>22 -</b>
4.1 竞争优势：注重研发技术储备雄厚，原材料海内外布局成本优势显著 .....	22 -
4.2 未来看点：价差修复迎来量价齐升，布局高端产品盈利能力持续提高 .....	23 -
<b>5、盈利预测</b> .....	<b>25 -</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历史 .....	- 6 -
图表 2: 实际控制人为金碧华、夏亚萍夫妇 (截至 2022 年 10 月) .....	- 7 -
图表 3: 董事长管理经验丰富, 核心管理层团队稳定 (截至 2022 年 11 月) ...	- 7 -
图表 4: 核心业务为重芳烃产品和环保芳烃产品 .....	- 8 -
图表 5: 公司营收稳步增长 .....	- 9 -
图表 6: 公司业绩波动明显 .....	- 9 -
图表 7: 芳烃类产品为企业主要业务 .....	- 9 -
图表 8: 芳烃类产品毛利稳定, 白油上涨迅速 .....	- 9 -
图表 9: 公司各产品毛利率水平 .....	- 10 -
图表 10: 公司期间费用率水平较低 .....	- 10 -
图表 11: 公司净利率、ROE 和资产负债率 .....	- 10 -
图表 12: 产品销售主要在华东地区 .....	- 10 -
图表 13: 重芳烃产能产量情况 .....	- 11 -
图表 14: 环保芳烃油产能逐步释放 .....	- 11 -
图表 15: 环保芳烃产品升级及轻烃综合利用项目 .....	- 11 -
图表 16: 重芳烃产品介绍 .....	- 12 -
图表 17: 重芳烃产业链 .....	- 12 -
图表 18: 我国具体政策推动深加工行业发展 .....	- 12 -
图表 19: 我国石油消费量增长稳定 .....	- 13 -
图表 20: 2021 年民企炼油能力占据重要地位 .....	- 13 -
图表 21: 我国燃料油产品和石油加工量 .....	- 14 -
图表 22: 2021 年燃料油目前主要用于交通运输 .....	- 14 -
图表 23: 燃料油深加工行业主要企业 .....	- 14 -
图表 24: 燃料油深加工下游需求 .....	- 15 -
图表 25: 沥青产量触底反弹 .....	- 15 -
图表 26: 2021 年沥青下游需求结构 .....	- 15 -
图表 27: 天然/丁苯/顺丁橡胶消费量及其同比 .....	- 16 -
图表 28: 我国润滑油产量保持稳定 .....	- 16 -
图表 29: 针状焦产量及其增速 .....	- 17 -
图表 30: 针状焦价格 .....	- 17 -
图表 31: 国内外燃料油价格 .....	- 17 -
图表 32: 重芳烃价差触底反弹 .....	- 17 -
图表 33: 白油示意图 .....	- 18 -
图表 34: 白油分类 .....	- 18 -
图表 35: 我国白油产量稳定增长 .....	- 19 -
图表 36: 2020 年华东地区为主要产区 .....	- 19 -
图表 37: 白油企业产能分布 .....	- 19 -
图表 38: 食品化妆级别白油主要生产企业的产能 .....	- 20 -
图表 39: 白油表观消费量稳定增长 .....	- 20 -
图表 40: 2021 年白油下游需求拆分 .....	- 20 -
图表 41: 浙江化妆品 RPI 触底反弹 .....	- 21 -
图表 42: 浙江纺织品需求略有下行 .....	- 21 -
图表 43: 白油库存维持低位 .....	- 22 -

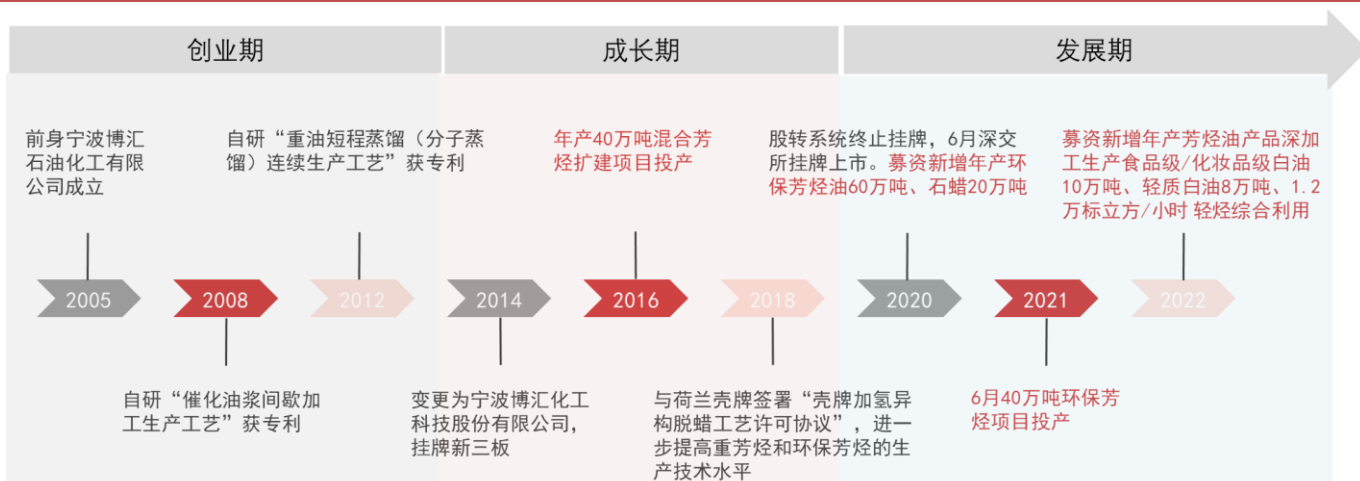
图表 44: 白油价差触底反弹 .....	- 22 -
图表 45: 连续/间歇式重芳烃抽提技术对比 .....	- 22 -
图表 46: 公司研发人员数量逐年增长 .....	- 22 -
图表 47: 海外燃料油价格较低 .....	- 23 -
图表 48: 公司位于宁波海运较为便利 .....	- 23 -
图表 49: 重芳烃价差修复 .....	- 23 -
图表 50: 针状焦盈利能力更强 .....	- 23 -
图表 51: 产业链向下游延伸 .....	- 24 -
图表 52: 河北飞天化妆品级白油报价 (元/吨) .....	- 24 -
图表 53: 盈利预测 .....	- 25 -
图表 54: 可比公司估值 (股价取自 2022 年 12 月 1 日收盘价) .....	- 25 -
图表 55: 盈利预测 .....	- 26 -

## 1、全球高端特种油品原料供应商，新建产能预计迎来业绩释放

### 1.1 全球高端特种油品原料供应商，产品升级利润空间进一步打开

- 全球高端特种油品原料供应商。**2005 年公司前身宁波博汇石油化工有限公司成立，目前公司主要产品是沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃类产品、轻质燃料油和包含各类型号白油的普通环保芳烃油。历经十余年发展公司深耕石油深加工领域，现具有年产 40 万吨重芳烃和年产 40 万吨环保芳烃油的生产能力；同时产品升级产业链向下游延伸食品级/化妆品级别白油项目。2020 年 6 月公司在深交所上市，募资新增年产环保芳烃油 60 万吨、石蜡 20 万吨，2021 年 6 月 40 万吨环保芳烃建设完毕投产。2022 年公司募资用于建设环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目，产业链进一步延伸，盈利能力进一步增强。

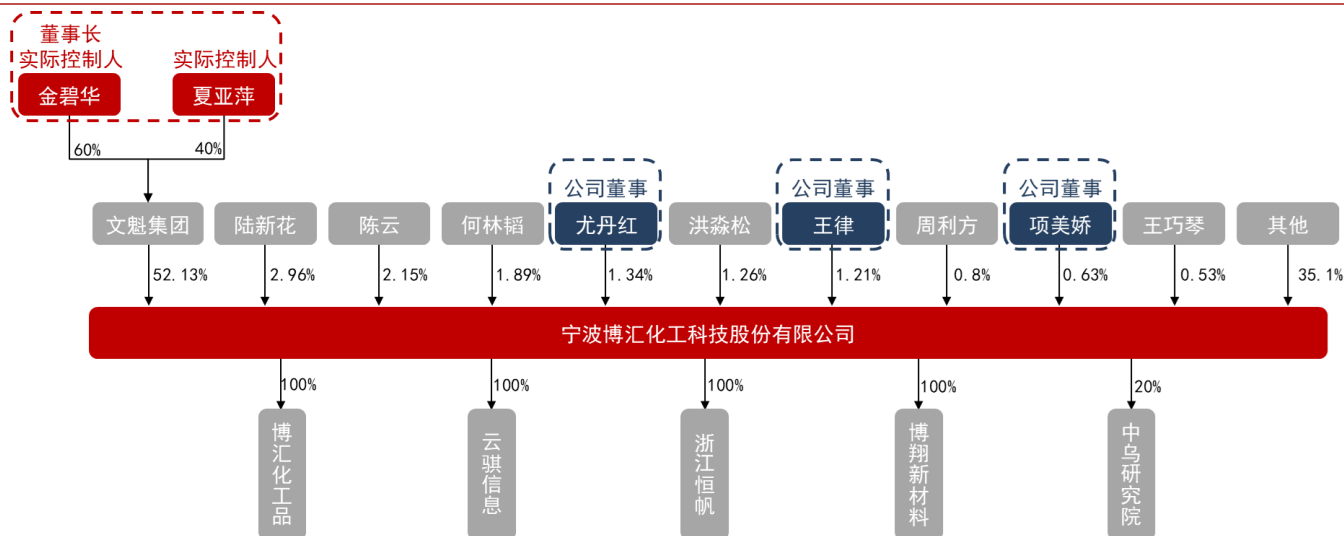
图表 1：公司发展历史



资料来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

### 1.2 公司实制人为金碧华、夏亚萍夫妇

- 实控人为金碧华、夏亚萍夫妇，股权较为集中。**截至 2022 年 10 月，实际控制人金碧华、夏亚萍通过文魁集团间接持股 52.13%，为公司实际控制人。公司董事兼董事会秘书尤丹红、董事兼总经理王律和董事项美娇各持有公司 1.34%、1.21%和 0.63%的股份，核心管理层持股，与公司利益深度绑定。

**图表 2: 实际控制人为金碧华、夏亚萍夫妇 (截至 2022 年 10 月)**


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 董事长管理经验丰富，核心管理层团队稳定。**公司现任董事长金碧华在相关行业深耕多年，陪伴公司成长，具有丰富的管理经验；公司董事王律出身优秀，具有丰富的专业知识储备，不仅有多年石油炼化工作经验，而且在改性沥青、重芳烃研发方面有较高造诣，公司其余董事也都在相关行业深耕多年，核心管理层团队稳定，有利公司发展。

**图表 3: 董事长管理经验丰富，核心管理层团队稳定 (截至 2022 年 11 月)**

职务	姓名	任职日期	简历
董事长	金碧华	2014年2月27日	1966年出生，高中学历，浙江大学EMBA。1984年至1991年，担任宁波市镇海临一五金冲件厂厂长，1991年至1993年担任宁波市镇海临江制笔零件厂厂长，1993年至1996年担任宁波市镇海圆珠笔厂厂长，1997年开始曾任文魁集团总经理、执行董事，现任文魁集团董事长，文魁进出口、文魁智能、创忆文具执行董事，恒通液压董事长。2014年至今，担任公司董事长。
董事	尤丹红	2014年2月27日	1978年出生，本科学历。曾任宁波一休责任有限公司财务总监助理，志岳电子财务经理，宁波海兴恒力达电气有限公司财务经理，文魁集团财务总监，公司董事、财务总监、董事会秘书，现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
董事	王律	2014年2月27日	1966年出生，本科毕业于北京化工大学高分子材料专业。曾任镇海炼化车间主任、上海石化沥青有限公司厂长。2010年起任职于博汇有限，现任博汇股份董事、总经理。王律先生具有多年的石油炼化方面的经验，在改性沥青、重芳烃研发等方面有较高的造诣。
董事	项美娇	2017年11月6日	1977年出生，大学本科学历。曾任宁波京联毛纺有限公司主办会计，宝威塑料包装(宁波)有限公司主办会计，宁波骏联时装有限公司财务经理，公司财务经理、公司董事，现任公司董事、财务总监。

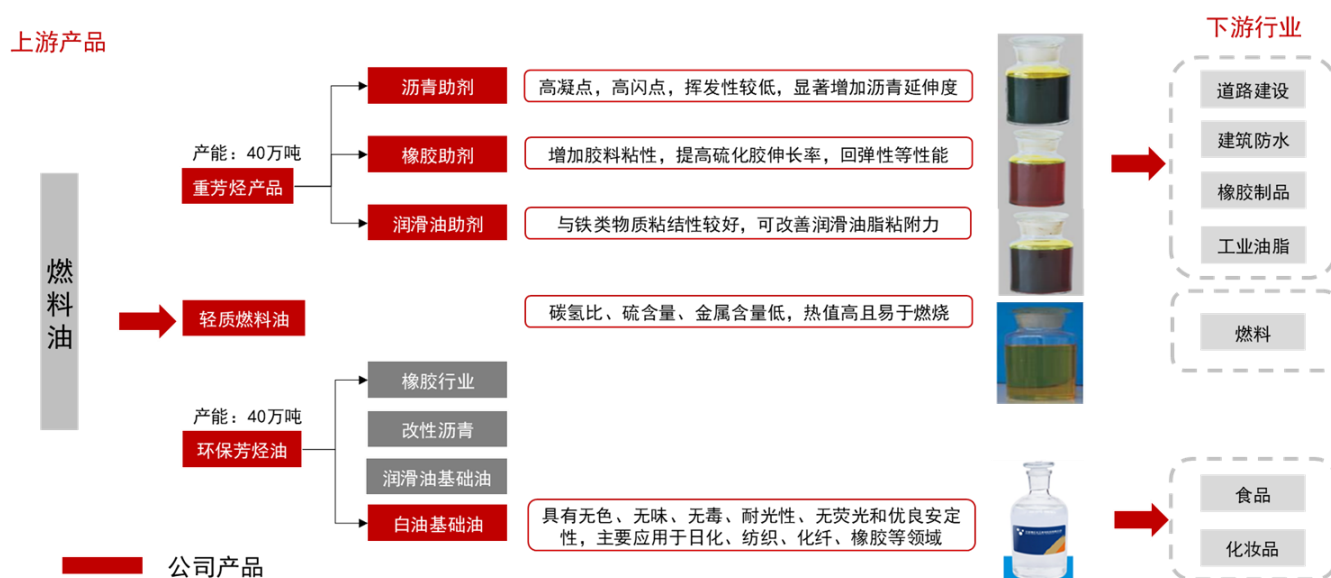
资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 1.3 燃料油产品深加工，产品结构不断升级

- 燃料油持续深加工，产品结构不断升级。**公司 2020 年之前主要业务为燃料油深加工的重芳烃产品的生产销售，产品可分为沥青助剂、橡胶助

剂、润滑油助剂以及轻质燃料油，主要可运用于道路建设、建筑防水、橡胶制品和工业油脂等下游行业，目前产能为 40 万吨。2020 年公司引进荷兰壳牌加氢异构脱蜡工艺技术并进行创新，新增 40 万吨环保芳烃油（白油）产能，下游应用及其广泛，涉及日化用品、纺织、化纤和工业润滑多个方面。目前公司继续进行 10 万吨环保芳烃深加工致食品级/化妆品级白油和 8 万吨轻质白油补充项目建设，未来盈利能力继续提升。

图表 4: 核心业务为重芳烃产品和环保芳烃产品

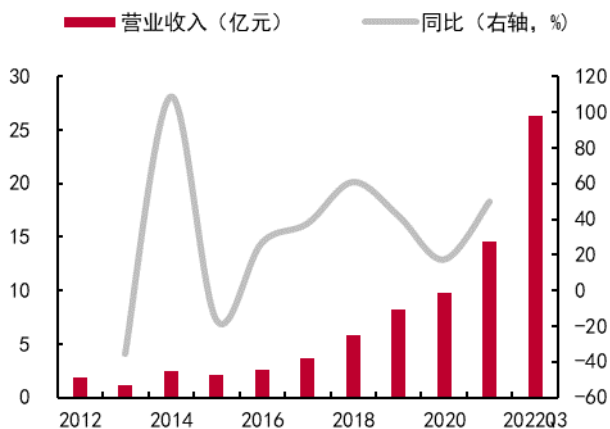


资料来源: 公司官网、公司公告、招股说明书、中泰证券研究所

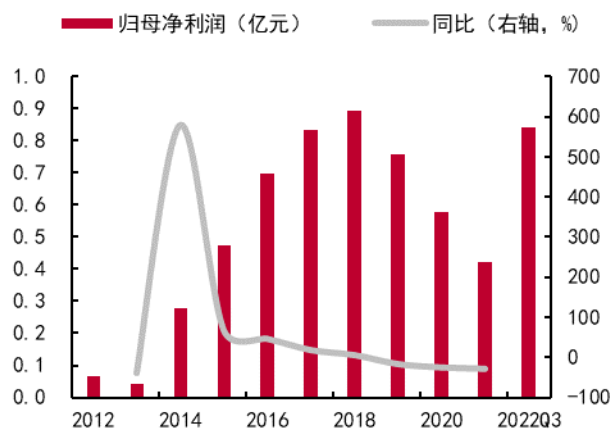
### 1.4 营收水平稳步增长，盈利能力波动明显

- **产能释放推动公司营收增长，业绩水平受油价影响显著。**公司持续扩建产能，营收水平稳步增长，公司营业收入从 2016 年的 2.63 亿元增长到 2021 年的 14.58 亿元，年复合增长率为 40.87%，主要是公司 2016 年 40 万吨混合芳烃项目投产，2021 年 40 万吨环保芳烃项目投产，产能爬坡推动公司营收稳定增长，2022 年 Q1-3 公司营收为 26.38 亿元，同比增长 143.15%，主要是白油项目投产所致。公司归母净利润跟随油价影响较大，2018 年 4 季度，受原油价格快速下跌，公司原材料采购成本下降存在滞后性，导致公司产品单位毛利有所下降，2022 年 Q1-3 公司归母净利润 0.84 亿元，主要是新建白油项目投产，带来较多利润。



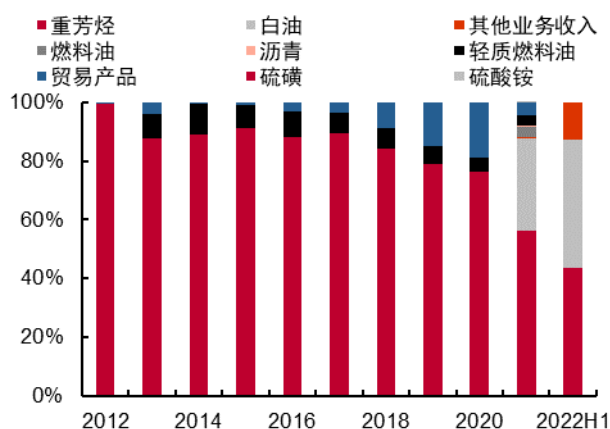
**图表 5: 公司营收稳步增长**


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所整理

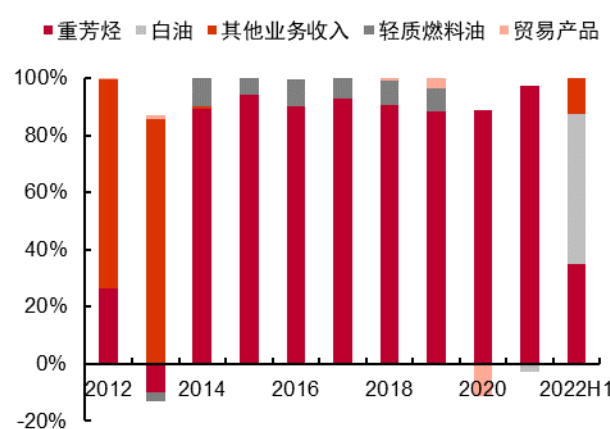
**图表 6: 公司业绩波动明显**


来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所整理

- **以重芳烃为根基，白油业务逐步发力。**2014年至2018年，重芳烃营收占比在80%以上，毛利占比保持在80%以上，是公司核心业务。2021年6月，公司新引进产品环保芳烃油（白油）投产，下半年营收4.10亿元，占比为28.13%，但是投产后尚未实现经济效益，毛利为亏损状态，2022年环保芳烃油业绩逐步释放，上半年累积营收增长至6.25亿元，占比达到43.31%；毛利扭亏为盈，增至0.59亿元，占比超过50%，展现出较强盈利水平。

**图表 7: 芳烃类产品为企业主要业务**


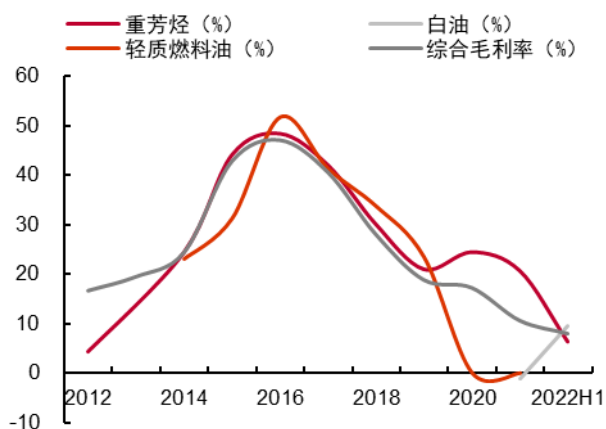
来源: Wind、中泰证券研究所整理

**图表 8: 芳烃类产品毛利稳定，白油上涨迅速**


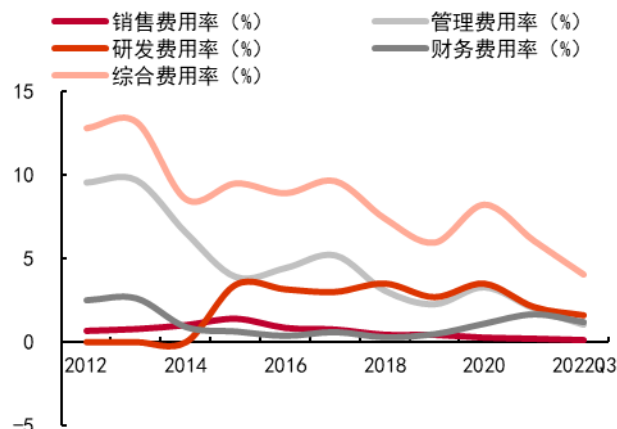
来源: Wind、中泰证券研究所整理

- **主营产品盈利水平受原油价格影响明显，综合费用率保持较低水平。**公司毛利率总体维持10%以上，但波动幅度较大，主要是公司产品价格受油价影响明显，且公司的原材料采购价格变动总具有一定的滞后性，导致2016年后公司毛利水平下行。2022年H1公司重芳烃和白油毛利率分布为6.26%和9.52%，重芳烃产品毛利水平触底，新建白油产品毛利率处于拉升情况，预计未来公司盈利能力有所改善。公司期间费用率处

于持续下行通道，2015年之后综合费用率保持10%以下，2022年三季度综合费用率为4.03%，处于较低水平。

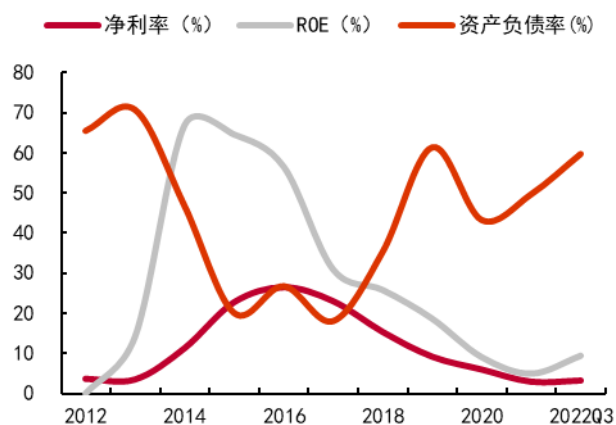
**图表 9: 公司各产品毛利率水平**


来源: Wind、中泰证券研究所整理

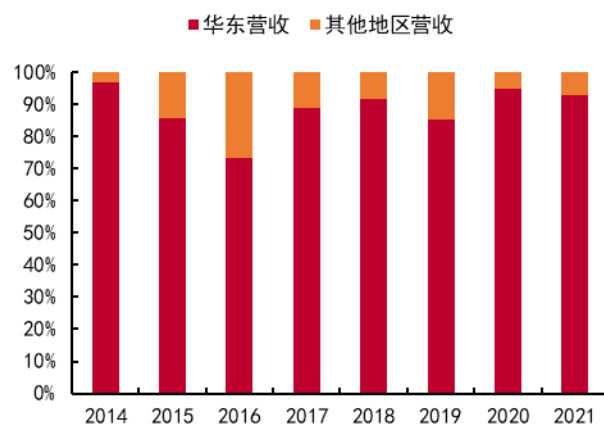
**图表 10: 公司期间费用率水平较低**


来源: Wind、中泰证券研究所整理

- 公司净利率 ROE 触底反弹，资产负债率波动较大，公司业务主要集中在华东。**公司净利率自 2016 年后持续下行，ROE 水平自 2014 年后处于下行通道，2021 年分别降至 2.89% 和 4.96%，2022 年三季度反弹至 3.19% 和 9.43%。公司资产负债率近期维持 60% 左右是由于近期公司新建项目较多，资产负债率略有上行。公司于宁波深耕多年，华东地区占据主要销售份额，除 2016 年外均维持 80% 以上。

**图表 11: 公司净利率、ROE 和资产负债率**


来源: Wind、中泰证券研究所整理

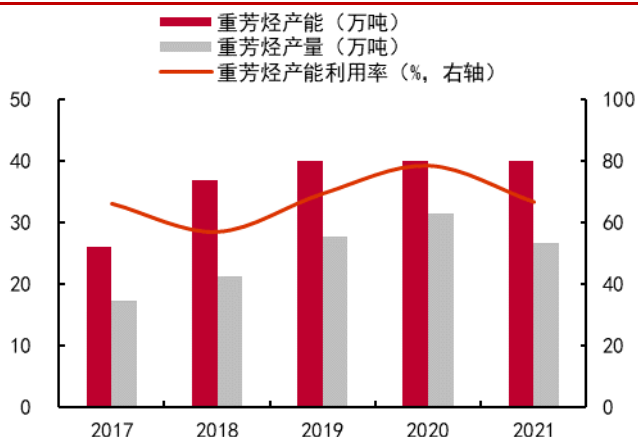
**图表 12: 产品销售主要在华东地区**


来源: Wind、中泰证券研究所整理

- 重芳烃产量略有下滑，环保芳烃油产能逐步释放。**公司 2017 年重芳烃产能为 26 万吨，2019 年年产 40 万吨混合芳烃扩建项目产能达到 40 万吨，产量也逐步爬坡，2020 年重芳烃产量为 31.42 万吨，2021 年开工率下降至 66.87%，产量为 26.75 万吨，主要是国内原材料燃料油供应紧缺所致，现公司已开拓进口采购渠道。公司年产 40 万吨环保芳烃项目与 2021 年 6 月正式投产，由于设计要求规定第一年负荷率为 80%，2021 年公司环保芳烃产能为 16 万吨，产量为 7.91 万吨，开工率为

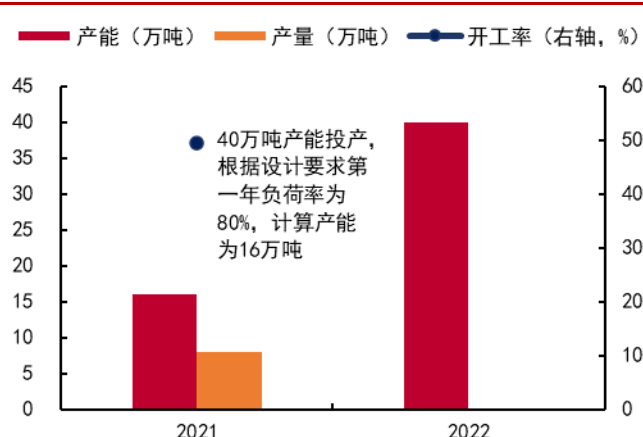
49.43%。2022 年产能逐步释放，产量稳步增长。

图表 13:重芳烃产能产量情况



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所整理

图表 14:环保芳烃油产能逐步释放



来源：公司公告、Wind、中泰证券研究所整理

### 1.5 环保芳烃产品升级，利润空间进一步打开

- **环保芳烃产品升级，利润空间进一步打开。**公司于 2022 年 8 月像不特定对象发布可转换债券 397 万张，共募集 3.97 亿元，主要用于公司环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目，规划投资 4.8 亿元，建设周期约两年。主要装置包括 10 万吨芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置，8 万吨轻质白油补充精制装置及 1.2 万标立方轻烃综合利用装置。环保芳烃向下游食品级/化妆品级白油继续延伸，产品升级带来盈利能力进一步提升。

图表 15:环保芳烃产品升级及轻烃综合利用项目

发行情况			募投项目			
发行数量 (万张)	发行价格 (元/张)	募资总额 (亿元)	项目名称	总投资额 (亿元)	投产周期	项目概况
397	100	3.97	环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目	4.8 亿元	24 个月	年产 10 万吨芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置、年产 8 万吨轻质白油补充精制装置及每小时 1.2 万标立方轻烃综合利用装置

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

## 2、重芳烃：下游需求较为稳健，价差上行利润空间修复

### 2.1 政策持续推动深加工行业发展

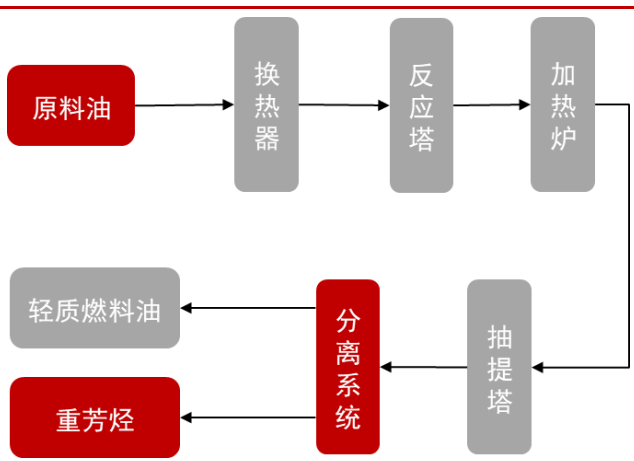
- **重芳烃是指分子量大于二甲苯的芳烃混合物。**重芳烃是一种以碳九芳烃为主要成分的混合芳烃。目前主要来源于重整重芳烃、裂解汽油重芳烃、燃料油深加工重芳烃和煤焦油，可以作为橡胶助剂、沥青助剂、炭黑等产品的原料。作为轮胎助剂使用能改善橡胶的塑性，降低胶料的粘度，增加胶料的粘性，改善助剂的混合和分散性，提高硫化胶的伸长率，回弹性，抗老化等工艺性能；由于中国大多数沥青缺少油性组分—饱和烃、芳香烃，致使以他们为原料生产的沥青主要质量指标难以达到产品标准的要求，作为高芳烃含量的芳烃油可以满足沥青调和的要求。

图表 16:重芳烃产品介绍

类别	产品名称	产品图片	特点和功能	产品用途
重芳烃	沥青助剂		产品富含芳香烃组分，具有高凝点、高闪点、挥发性较低等特性，能显著增加沥青的延伸度及与石料拌和粘结性，与 SBS、SBR 等互溶性较好，能显著改善 SBS、SBR 在沥青中的溶解性。	主要用于沥青改性，应用于道路建设和建筑防水。
	橡胶助剂		产品富含芳香烃组分，能有效改善橡胶的塑性，增加胶料的粘性，改善助剂的混合和分散性，提高硫化胶的伸长率，回弹性、抗老化等工艺性能。	主要在轮胎、传送带、胶板等橡胶制品生产中起到软化作用。
	润滑油助剂		产品颜色透亮，黏度大，胶质、沥青质含量低，氧化安定性较好，与铁类物质粘结性较好，作为润滑油助剂可提高黏度，改善润滑油的黏附力。	主要用于润滑油、润滑油的生产，应用于钢铁防腐、齿轮润滑等。

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 17:重芳烃产业链



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **国家政策推动燃料油深加工发展。**最近几年，国家陆续修订了《大气污染防治法》和《锅炉大气污染物排放标准(GB-13271-2014)》等法律法规，提高了环保和锅炉大气排放标准，推行清洁能源代替锅炉燃料油，对催化油浆作为锅炉燃料油的用途起到明显的限制作用。开发催化油浆的深加工综合利用技术，提高附加值，减少和限制作为燃料油直接燃烧，具有深远的社会和经济意义。

图表 18:我国具体政策推动深加工行业发展

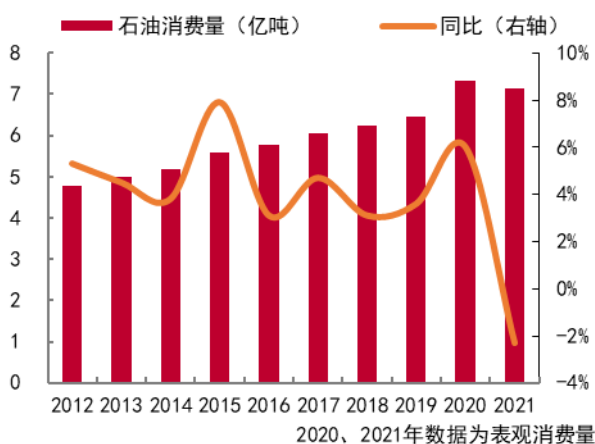
发布日期	发布部门	政策名称	政策内容
2014年7月1日	生态环境部	《锅炉大气污染物排放标准》	新建燃油锅炉大气污染物排放限制为颗粒物 $30\text{mg}/\text{m}^3$ 、二氧化硫 $200\text{mg}/\text{m}^3$ 、氮氧化物 $250\text{mg}/\text{m}^3$ 、烟气黑度（林格曼黑度，级） $\leq 1\text{mg}/\text{m}^3$
2018年10月26日	全国人大常委会	《中华人民共和国大气污染防治法》	第六十五条：禁止向非道路移动机械、内河和江海直达船舶销售渣油和重油。
2019年10月30日	国家发展改革委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励油气伴生资源综合利用

资料来源：生态环境部、国家发改委、中泰证券研究所

## 2.2 供给端：燃料油深加工初发展，行业竞争较弱

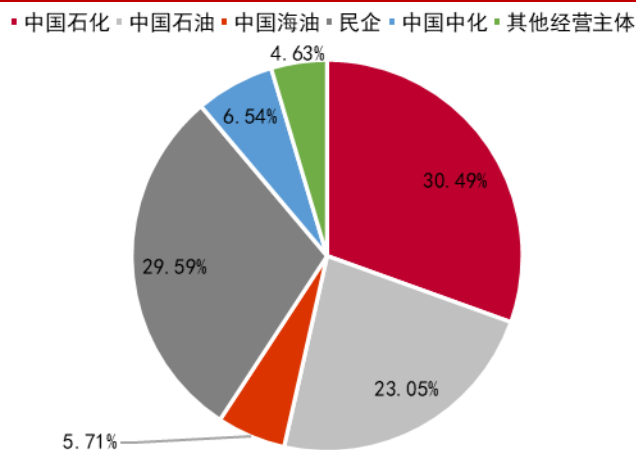
- 我国石油消费量稳定增长。**近年来，我国 GDP 水平一直保持较高增速，石油需求量逐步走高，根据中国石油经济技术研究院统计数据，我国石油消费量已经从 2012 年的 4.78 亿吨增至 2021 年的 7.15 亿吨，年复合增长率为 4.58%；2021 年消费量略有下滑，同比下降 2.3%，主要是因为 2021 年二季度以来，受到 2020 年高基数影响原油进口量同比大幅回落所致。
- 地方炼厂为我国炼油行业重要组成部分。**从我国的经营主体去看，我国炼油行业整体呈现多元化趋势，2021 年三桶油的炼油能力占比达到 59.25%，其中中石化和中石油炼油能力占比较多，分别为 30.49% 和 23.05%；我国民营炼油企业炼油能力占比也相对较多，2021 年占比达到 29.59%，占据一席之地。

图表 19:我国石油消费量增长稳定



来源：中国石油经济技术研究院、中泰证券研究所整理

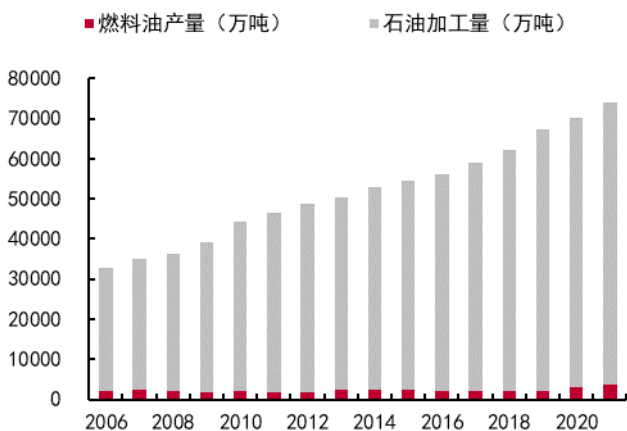
图表 20:2021 年民企炼油能力占据重要地位



来源：中国石油经济技术研究院、中泰证券研究所整理

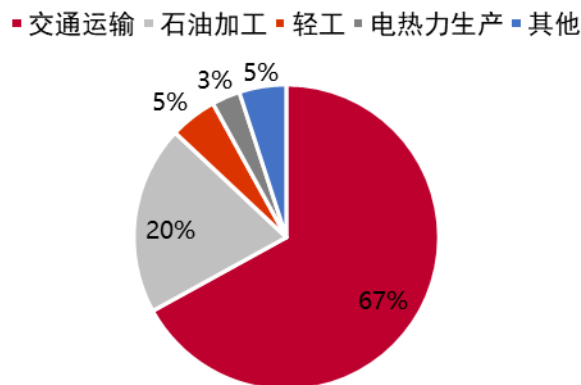
- 石油加工带动燃料油产量稳步增长。**随着我国石油产量和消费量的稳步增长，石油加工量也呈现逐年上升趋势，自 2006 年 3.07 亿吨上涨至 2021 年的 7.04 亿吨，年复合增长率 5.70%，燃料油为石油加工的产物，其产量也从 2006 年的 0.22 亿吨增长至 2021 年的 0.38 亿吨，年复合增长率为 3.56%，跟随石油加工量稳步增长。
- 我国燃料油深加工目前占比较少。**我国燃料油目前主要下游应用为交通运输、石油加工原料、轻工和电热力生产等领域，占比分别为 67%，20%，5% 和 3%，其中交通运输行业为目前主要需求，交通运输主要是为船舶燃料油，直接燃烧提供动力，经济效益低，环保压力较大，目前国家积极推动燃料油进一步深加工，目前燃料油深加工占比燃料油下游需求仅为 20%，未来有望进一步提高。

图表 21:我国燃料油产品和石油加工量



来源: 中国石油经济技术研究院、百川盈孚、中泰证券研究所整理

图表 22:2021 年燃料油目前主要用于交通运输



来源: 中国石油经济技术研究院、百川盈孚、中泰证券研究所整理

- **行业发展初期, 竞争压力相对较小。**燃料油深加工是石油领域新兴产业, 专业分工较细, 技术门槛较高, 行业内竞争对手较少, 且目前燃料油深加工行业发展历史相对于同类化工企业来说时间较短, 掌握成熟加工技术的企业较少, 且受到运营成本和生产效率的制约。目前行业竞争主要集中于生产技术的竞争, 采购、销售网络的竞争和产业规模化的竞争。
- **目前主要生产企业集中于山东和浙江。**目前燃料油深加工行业竞争对手较少, 目前主要集中于山东和浙江, 其他地区同类企业较少, 目前山东菏泽化工, 武汉保华新材料, 江山联合化工和博汇股份为行业主要生产企业, 产能分别为 100 万吨, 10 万吨, 40 万吨和 40 万吨。

图表 23:燃料油深加工行业主要企业

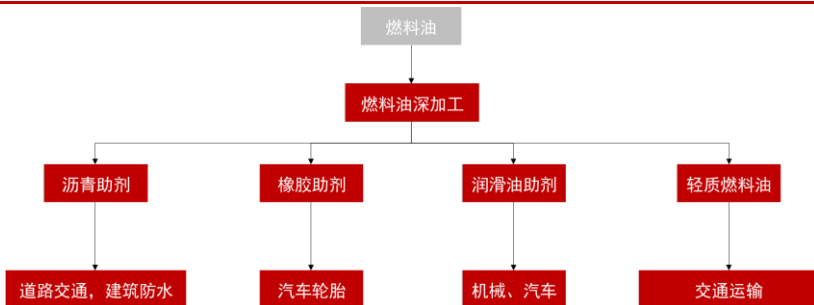
省份	企业名称	产能
山东	山东菏泽德泰化工有限公司	100万吨/年重芳烃抽提装置
湖北	武汉保华石化新材料开发股份有限公司	加工10万吨/年催化油浆
山东	江山联合化工集团有限公司	40万吨/年蜡油沥青重芳烃
浙江	宁波博汇化工科技股份有限公司	40万吨/年重芳烃

来源: 各公司公告、各公司官网、中国化工网、泰州人民政府、中泰证券研究所

### 2.3 需求端: 下游需求修复, 新材料为延伸新领域

- **燃料油深加工下游应用广泛。**燃料油深加工行业上游产业是炼油行业; 下游产品主要有沥青助剂, 橡胶助剂, 润滑油助剂, 轻质燃料油等, 重芳烃产品凭借其优异的耐高温、耐腐蚀、绝缘性能, 应用范围不断扩大, 其中沥青助剂下游为道路基础设施和建筑防水等, 橡胶助剂下游主要是汽车轮胎部分, 润滑油助剂下游为机械工业、汽车等。轻质燃料油则主要为交通运输行业等。

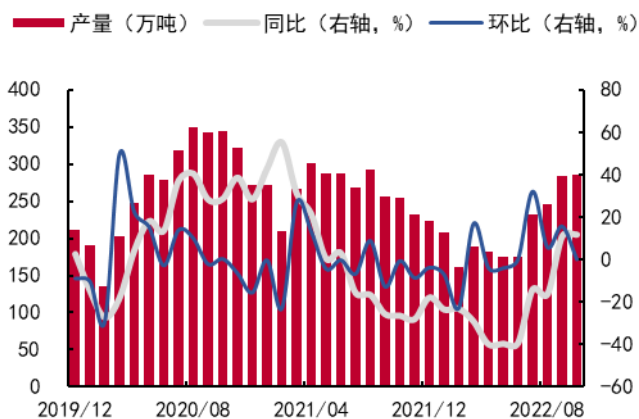
**图表 24: 燃料油深加工下游需求**



来源：公司公告、中泰证券研究所

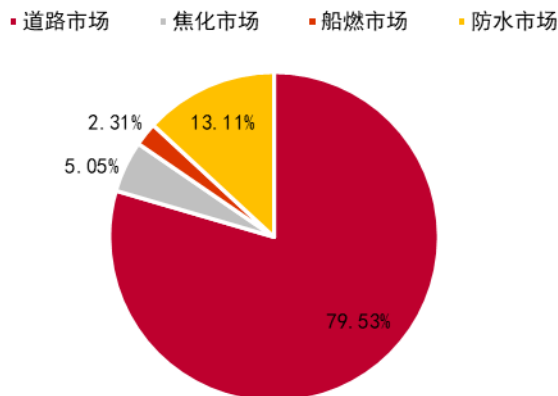
- **沥青助剂下游主要为沥青的道路市场和防水市场。**燃料油下游沥青助剂制品主要用于改性沥青，应用于沥青下游中道路市场的建设和防水卷材市场，道路市场和防水卷材市场为沥青下游市场的核心部分，占比分别为 79.53%和 13.11%，未来随着高速公路、农村公路建设的持续推进和大量高速公路养护的需求增长，沥青需求量稳步上升。
- **沥青产量触底反弹。**根据百川盈孚数据，我国 2020 年石油沥青产量达到 3289.26 万吨，同比增长 16.02%，2021 年和 2022 年略有下行，2021 年产量为 3152.93，同比下降 4.14%。从月度数据看，2022 年上半年沥青产量同比下降明显，同比最低下降 40%，自 2022 年 9 月起，沥青产量触底反弹，9 月和 10 月产量分别为 284.3 和 285.05 万吨，同比增长 11.17%和 11.99%。

**图表 25: 沥青产量触底反弹**



来源：百川盈孚、中泰证券研究所整理

**图表 26: 2021 年沥青下游需求结构**

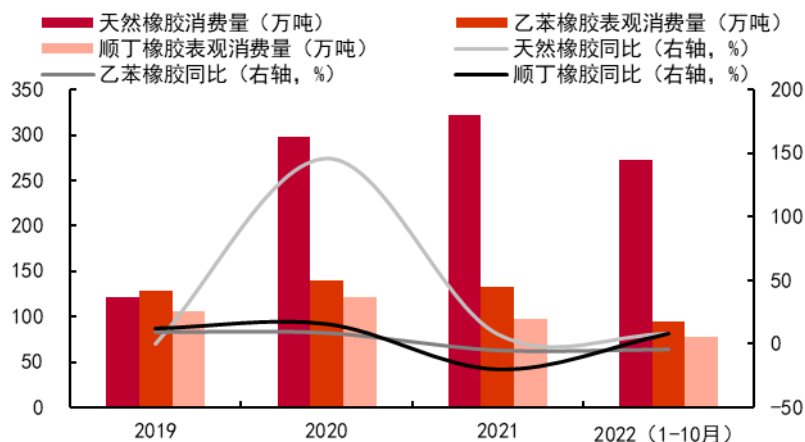


来源：百川盈孚、中泰证券研究所整理

- **下游橡胶需求维持稳定。**燃料油深加工生产的橡胶助剂主要成份是芳烃或高芳烃，用于橡胶工艺操作过程中，是加工型助剂，在橡胶胶料中添加后，可以使制品柔软更加有弹性，也可以改善轮胎湿地抓地力并调整滚动阻力。从 2019 年到 2021 年期间，我国天然橡胶消

费量快速增长，2021 年表观消费量达到 321.62 万吨，较 2019 年增长 164.60%，丁苯/顺丁橡胶消费量保持稳定。

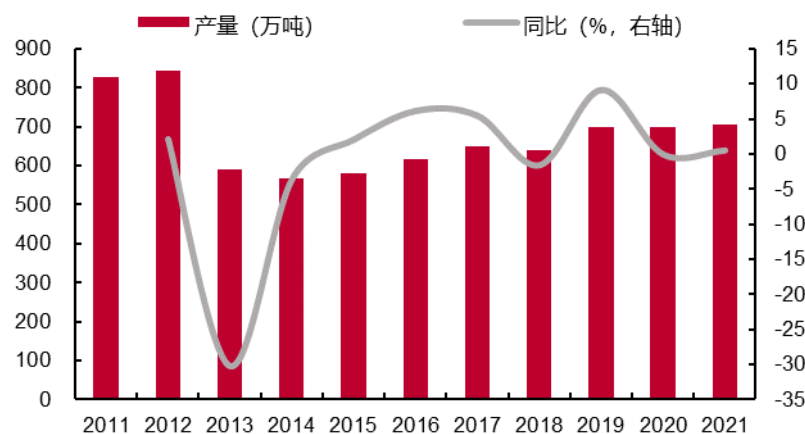
**图表 27:天然/丁苯/顺丁橡胶消费量及其同比**



来源：百川盈孚、隆众资讯、中泰证券研究所整理

- **我国润滑油行业产量保持稳定增长。**从国内润滑油供给情况来看，近年来我国润滑油行业产量基本保持稳定。据统计，我国润滑油产量从 2013 年 590 万吨的增长至 2021 年的 703.59 万吨，年复合增长率为 2.23%，行业保持稳定增长。

**图表 28:我国润滑油产量保持稳定**



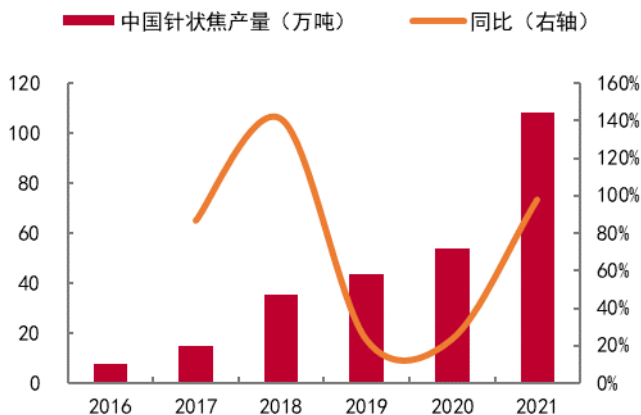
来源：百川盈孚、隆众资讯、中泰证券研究所整理

- **新能源车带动针状焦需求持续扩大。**2016 年开始中国负极材料产能增加，带动用于生产人造石墨的针状焦用量大幅增加，中国针状焦产量实现快速增长，2021 年产量超 100 万吨。目前新能源行业兴起，在“碳达峰、碳中和”的推动下，针状焦需求不断扩大。2017-2021 年，我国针状焦产量和表观需求量快速增长，2021 年，我国针状焦产量约 108 万吨，同比增长 98%。
- **公司重芳烃产品布局针状焦前端原材料，产品结构持续优化。**针状焦价



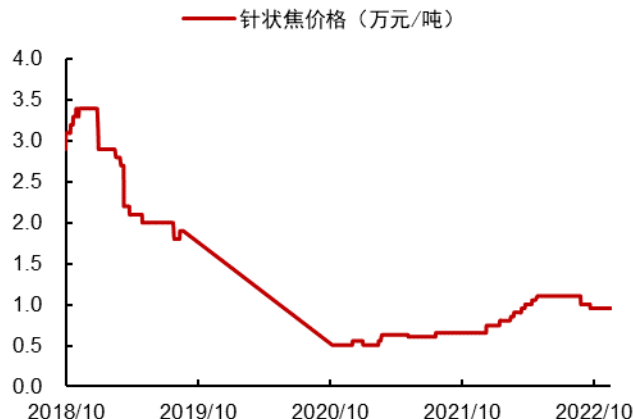
格远高于普通重芳烃产品价格，根据隆众资讯，2022年11月针状焦价格在9500元/吨左右，盈利能力较普通重芳烃产品高；公司2022年5月开始生产针状焦前端产品并已向客户供货，每月平均销量3000吨左右，标志公司重芳烃类产品向新能源方向迈进，产品结构进一步优化，盈利能力持续提升。

图表 29: 针状焦产量及其增速



来源：百川盈孚、隆众资讯、中泰证券研究所整理

图表 30: 针状焦价格



来源：百川盈孚、隆众资讯、中泰证券研究所整理

### 2.4 价格端：价差上行利润空间修复

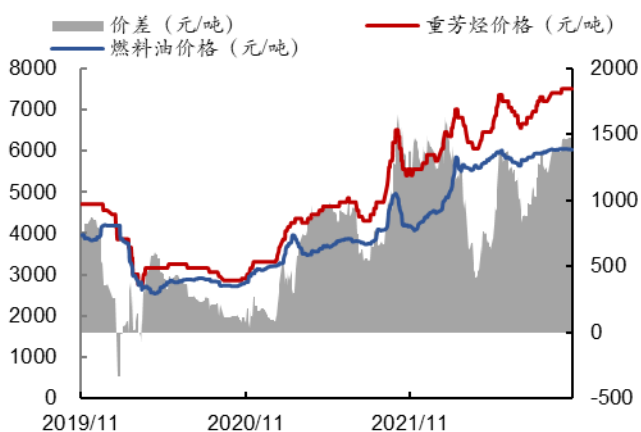
- 燃料油国内外共同布局，原材料价格跌价利润空间修复。公司40万吨重芳烃项目原材料采购国内外共同布局，目前海外原油价格下行，约为2700元/吨左右，国内原油价格维持高位，目前达到6400元/吨左右，公司国内外布局，原材料价格更低，盈利能力更加稳定。
- 重芳烃价差修复，行业景气度上行。目前重芳烃价差较2022年上半年迎来较大修复，目前价差恢复至约1500元/吨，行业景气逐步恢复。

图表 31: 国内外燃料油价格



来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所整理

图表 32: 重芳烃价差触底反弹



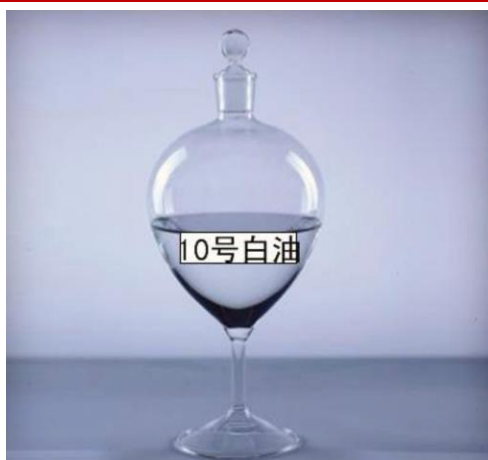
来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所整理

### 3、白油：产能结构持续优化，国内高端产品仍需进口

#### 3.1 白油下游应用广泛

- **白油下游应用广泛。**白油又叫石蜡油，白色油。目前特指经过提纯、加氢饱和的正构窄馏分的混合脂肪烃，白油是油脂经油厂加工脱臭脱色后再予不同程度之氢化，使之成固形白色的油脂。由于这种超级的精制深度，在实际制造工艺中，难以对重质馏份实施，所以白油的分子量通常都在 250 - 450 范围之内，具有良好的氧化安定性，化学稳定性，光安定性，无色、无味，不腐蚀纤维纺织物。目前根据饱和烃的纯度可分为工业级白油，化妆品级白油，食品级白油，医用级白油和注射级白油。

图表 33:白油示意图



来源：百川盈孚、中泰证券研究所

图表 34:白油分类

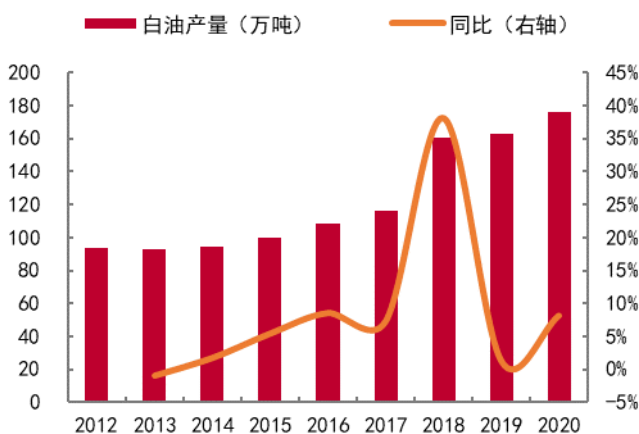
类别	特点	用途
注射级白油	由石油润滑油馏分经脱蜡、最后加氢去除对人体有害的多环芳香化合物、重金属的精制白油	主要用于制取动物疫苗针剂。油乳剂灭活疫苗是以白油为佐剂与灭活后的抗原液混合乳化制成的，它以其吸收缓慢、免疫刺激持续，免疫保护期长的特点在疫苗的应用方面有着不可替代的作用。
医用级白油	由石油润滑油馏分经脱蜡、化学精制或加氢而制取，适用于制药工业。	主要用于轻泄剂、药片、胶囊加工的粘合剂，青霉素、抗生素的防泡剂，内服润滑剂、软膏、软化剂、麻醉剂以及医用胶带和药品生产用防潮剂等。
食品级白油	由石油润滑油馏分经脱蜡、化学精制或加氢而制取的食品级白油。	主要用于食品包装纸、糖业生产的消泡剂；造粒食品生产用防潮剂，面包烘烤油、搅面机油等食品加工机油；水果、蔬菜、鸡蛋等涂敷保鲜剂；热食品表面涂层；面包、糖果、通心粉、巧克力加工的脱模剂、防粘剂；葡萄干洗洗涤剂以及食品包装、啤酒及饮料加工机械的润滑油、瓶盖生产的冲压油等。
化妆品级白油	白油作为基础化妆品中的油性物质，在皮肤上形成油膜，除本身有滑爽感觉外，还出于屏障效应能阻滞皮肤水分的蒸发，能提供保湿剂保持皮肤水分的效能。	主要用于生产护肤、护发用品，如发乳、发油、唇油、润肤油、洗手液、沐浴露、防晒霜、牙膏等。
工业级白油	高度精炼产品，无色、无味，无毒。	用于化纤、合纤，纺织机械橡胶增塑，精密仪器，合成树脂等。

资料来源：中泰石油官网、中泰证券研究所

### 3.2 供给端：产品结构持续优化，高端产能逐步增长

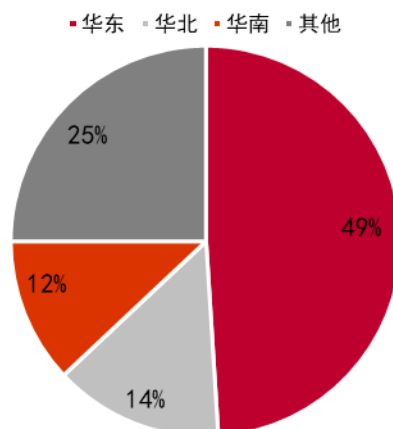
- 我国白油产量逐年增长。**2010年后石油新增产能持续释放，我国白油总产量随之稳步增长。根据隆众资讯，2019年度国内炼厂白油总产量为162.8万吨，前瞻产业院测算2020年中国白油产量达到176.2万吨，同比增长8.24%。根据百川盈孚，2022年1-10月我国白油产量为151.82万吨，同比减少40.43%，主要是由于新增消费税导致炼厂开工率不高。
- 我国产能主要集中在华东地区。**我国白油产能主要集中于华东、华北和华南地区，各区产能分布占比为49%，14%和12%，其中华东地区聚集了全国半的白油产能，主要是因为其中华东地区炼油厂较多，带动白油产能较多。

图表 35:我国白油产量稳定增长



来源：隆众资讯、中泰证券研究所整理

图表 36:2020 年华东地区为主要产区



来源：Wind、中泰证券研究所整理

- 白油产能主要集中于山东。**根据百川数据，我国2022年目前白油企业合计产能为889万吨，行业整体开工率大约在45%左右，其中山东地炼厂较为集中，白油产能较多，累计约335万吨，占全国总产能的37.68%，其次新疆克拉玛依、荆门石化、君恒实业、中国石化（北京燕山）等产能也处于行业前列。

图表 37:白油企业产能分布

序号	省份	企业名称	产能(万吨)	序号	省份	企业名称	产能(万吨)
1	浙江	中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	15	19	宁夏	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	40
2	新疆	中国石油天然气股份有限公司克拉玛依石化分公司	50	20	内蒙古	内蒙古伊泰宁能精细化工有限公司	20
3		新疆华澳能源化工股份有限公司	10	21		中国石油化工股份有限公司金陵分公司	10
4	天津	天津凯威永利联合化学有限责任公司	20	22	江苏	淮安清江石油化工有限公司	10
5	上海	中国石化上海高桥石油化工有限公司	40	23		中海油气(泰州)石化有限公司	20
6	陕西	神木富油能源科技有限公司	20	24		南京炼油厂有限责任公司	10
7		中化弘润石油化工有限公司	70	25		中海泰州特种油科技有限公司	20
8	山东	中国石油化工股份有限公司济南分公司	15	26	湖北	中国石油化工股份有限公司荆门分公司	55
9		中国石化青岛炼油化工有限责任公司	10	27	黑龙江	中国石油天然气股份有限公司大庆炼化分公司	20
10		山东清源石化有限公司	60	28	河南	河南省君恒实业集团生物科技有限公司	40
11		中海沥青股份有限公司	30	29		中国石油化工股份有限公司沧州分公司	18
12		山东清沂石化科技有限公司	80	30	河北	河北飞天石化集团有限公司	20
13		山东齐胜工贸股份有限公司	15	31		辛集市恒源助剂厂	10
14		山东黄河新材料科技有限公司	10	32	海南	海南汉地阳光石油化工有限公司	20
15		山东锐博化工有限公司	5	33	广东	中国石油化工股份有限公司茂名分公司	30
16		山东久立化工有限公司	20	34		茂名石化实华股份有限公司	6
17			淄博胜炼化工有限责任公司	10	35	北京	中国石油化工股份有限公司北京燕山分公司
18		潍坊正华化工有限公司	10	36		合计产能	889

资料来源：百川盈孚、中泰证券研究所

- **低端产能较多，高端白油仍需进口。**根据招股说明书和各公司公告，不完全统计我国目前主要的高端白油企业合计产能约 113 万吨，其中产能最大的为君恒实业，产能约 40 万吨，其次为克拉玛依、南京炼油厂、泰州石化、博汇化工等，高端白油占比较低，部分仍需进口。

**图表 38:食品化妆级别白油主要生产企业的产能**

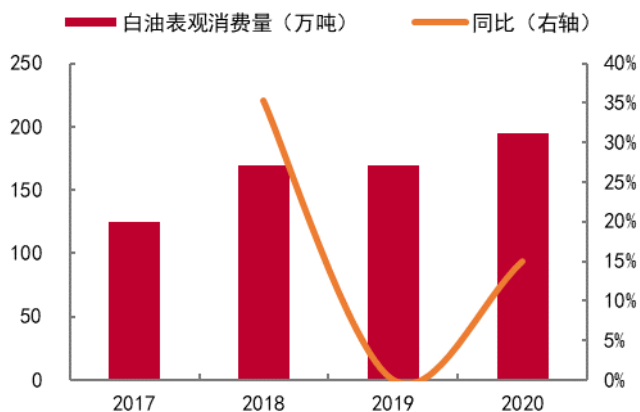
省份	企业名称	产能
江苏	南京炼油厂有限责任公司	新建15万吨/年特种白油质量升级技术改造项目，项目设计生产规模为15万吨/年高档工业白油
江苏	中海油气(泰州)石化有限公司	10万吨/年疫苗白油
天津	天津凯威永利联合化学有限责任公司	10万吨/年高端白油(食品级、医药级、化妆品级)生产能力
新疆	中石油克拉玛依石化有限责任公司	5万吨/年白油加氢(食品级、化妆品级、疫苗等优质白油)装置，2019年新增一套15万吨/年白油加氢装置
河南	河南省君恒实业集团有限公司	2019年新增一套40万吨/年加氢高档白油项目
黑龙江	中国石油天然气股份有限公司大庆炼化分公司	3万吨/年白油加氢装置
河北	河北飞天石化集团有限公司	5万吨/年食品级白油和环保溶剂油加氢装置
浙江	宁波博汇化工科技股份有限公司	10万吨/年芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油

来源：各公司公告、招股说明书、中泰证券研究所

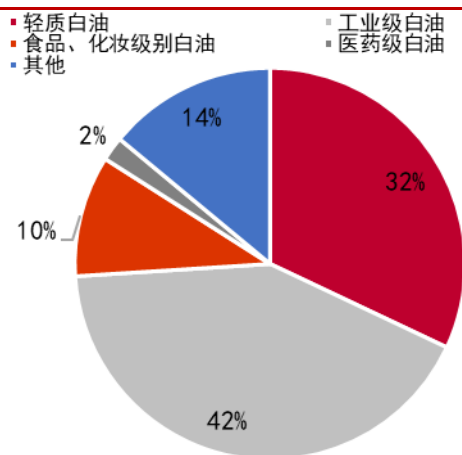
### 3.3 需求端：低端白油产能较多，高端白油仍需进口

- **我国白油消费量逐年增长。**白油消费量主要基于白油市场产量，并结合白油进出口情况，根据隆众资讯，新通关网数据，2017-2020 年中国白油市场表观消费量逐年上升，由 2017 年的 124.9 万吨增长至 2020 年的 194.3 万吨，年复合增长率为 15.87%。
- **低端白油占据主要市场，高端白油需求较少。**根据饱和烃的纯度和用途可将白油分为工业白油与高档白油(食品医药、化妆级)，根据百川盈孚，工业白油和轻质白油目前是市场需求最大的产品，所占份额约为 74%，食品级/化妆品级白油占比约 10%，医药级白油占比约 2%。

**图表 39:白油表观消费量稳定增长**
**图表 40:2021 年白油下游需求拆分**

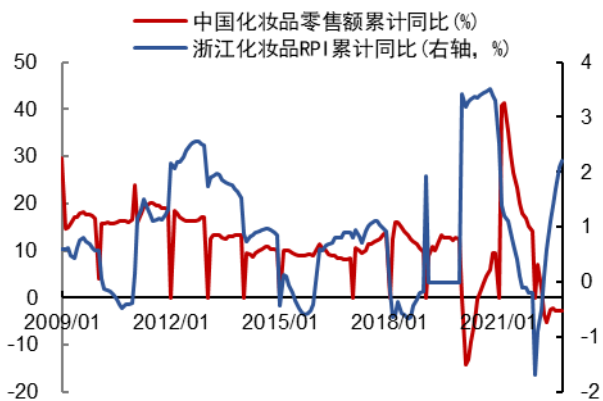


来源：隆众资讯、新通关网、中泰证券研究所



来源：隆众资讯、新通关网、中泰证券研究所

- **浙江化妆品需求反弹，省内白油需求增加。**2021年浙江化妆品企业数量位居全国第二，由于疫情等因素影响，2021年末至2022年一季度，浙江省化妆品 RPI 累计同比大幅下滑，最低为-1.3%，目前浙江省化妆品 RPI 触底反弹，目前 RPI 累计同比达到 2%，化妆品需求旺盛，带动化妆品级白油需求持续扩大。
- **浙江省为国内纺织大省，带动纺织白油需求。**纺织和服装行业是浙江省传统优势产业、目前已形成完整现代纺织产业链。2021年，浙江省纺织和服装行业规模以上企业实现工业总产值 1 万亿元、营业收入 1.07 万亿元规模居全国首位居全国第一。今年纺织产品 RPI 略有下滑，白油需求略有下行。

**图表 41: 浙江化妆品 RPI 触底反弹**


来源：Wind、中泰证券研究所整理

**图表 42: 浙江纺织品类需求略有下行**


来源：Wind、中泰证券研究所整理

### 3.4 价格端：产品价格持续上行利润空间打开

- **目前白油库存处于低位。**根据百川盈孚数据，2022年11月白油行业工厂库存维持 1.2 万吨左右，目前 2022 年 10 月白油产量为 16.81 万吨，库存相对于产业来说处于低位。
- **白油价格稳步上行，价差触底反弹。**白油价格稳定上行，从 2020 年 5000 元/吨左右上涨至 2022 年 11 月的 9000 元/吨，燃料油价格达到 6000 左右水平，白油产品价差在 2022 年 8 月最低降至 1300 左右，四季度白油价格持续上行，燃料油价格维持稳定，价差触底反弹至 2500 元/吨左右，

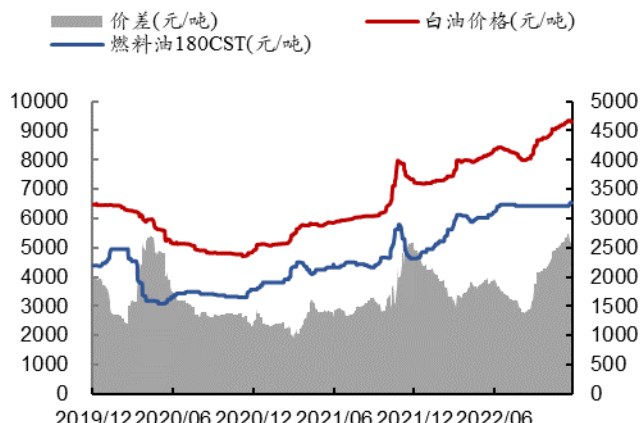
白油盈利空间扩大。

**图表 43: 白油库存维持低位**



来源：百川盈孚、中泰证券研究所整理

**图表 44: 白油价差触底反弹**



来源：百川盈孚、中泰证券研究所整理

## 4、浙江燃料油深加工龙头，量价齐升看好未来业绩

### 4.1 竞争优势：注重研发技术储备雄厚，原材料海内外布局成本优势显著

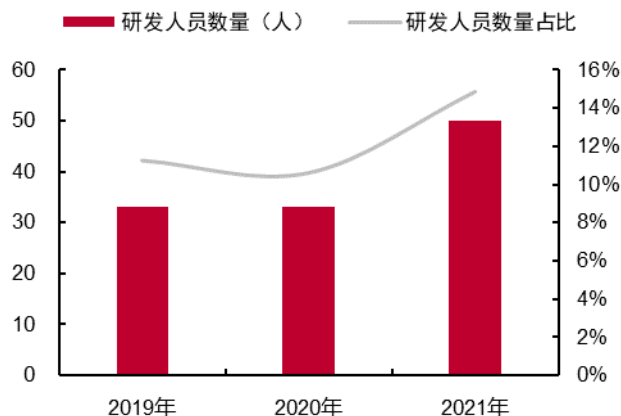
- **公司重视研发，目前掌握多种先进重芳烃提取技术。**公司高度重视技术研发生产应用，公司在研人员数量 50 人，占公司员工 14.84%，目前已经掌握“连续重芳烃抽提工艺技术”和“间歇式重芳烃抽提工艺技术”，能够有效缩短加工时间，减少能源消耗。两种技术组合使用，能够实现燃料油多段分离，产品在饱和烃含量、凝点、闪点及芳烃含量均比等重要指标上处于领先地位，且两项技术均为原始创新，均已取得相关专利。

**图表 45: 连续/间歇式重芳烃抽提技术对比**

指标	连续重芳烃抽提	间歇式重芳烃抽提
技术先进程度	技术先进	工艺简单
自动化程度	DCS 控制	DCS 控制
劳动强度	较小	较大
安全性	系统连续运行安全高	间歇生产，不确定因素多
综合利用程度	以燃料油作原料进行深加工，生产出轻质燃料油、重芳烃等系列产品，开辟了燃料油资源用途的新途径，延伸了产业链，提高了燃料油的附加值	以燃料油作原料进行深加工，生产出轻质燃料油、重芳烃等系列产品，开辟了燃料油资源用途的新途径，延伸了产业链，提高了燃料油的附加值
综合评价	工艺技术采用自主开发的技术，生产工艺成熟，操作稳定，用DCS调节控制，产品质量易控制，技术、环境、安全风险较小。	工艺技术采用自主开发的专利技术，生产工艺成熟，操作稳定，用DCS调节控制，产品质量易控制，因使用电加热能耗相对较高
产品品质	产品单一，标准化产品	产品多样化，提供个性化服务
产能产量	产量较大	产量较小

来源：公司公告、中泰证券研究所整理

**图表 46: 公司研发人员数量逐年增长**



来源：公司公告、中泰证券研究所整理

- **原材料海内外布局，地处宁波海运优势明显。**公司重芳烃项目原材料采购国内外共同布局，目前海外原料油价格下行，约为 2700 元/吨，国内原料油价格维持高位，目前约为 6400 元/吨，公司国内外布局，原材料成本更低。目前芳烃系列产品生产和使用主要区域集中在华东和华南地区。华东和华南地区，沿海城市众多，城市规模较大，基础设施完善，并且均具有良好的大型港口，对于具有大宗散货性质重芳烃产品和原材

料，海运为主的运费优势明显，公司位于宁波市，海运较为便利。

图表 47:海外燃料油价格较低



来源：百川资讯、中泰证券研究所整理

图表 48:公司位于宁波海运较为便利

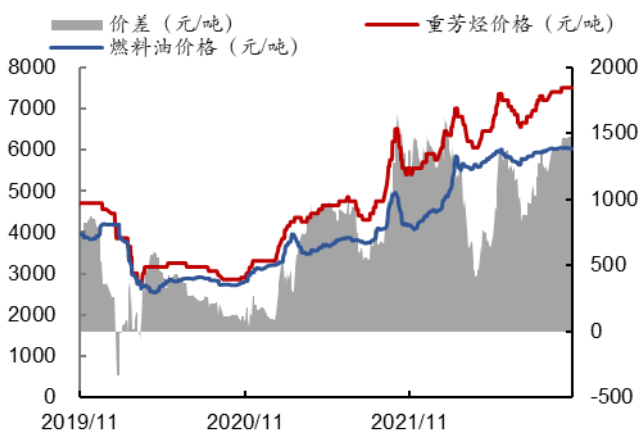


来源：公司公告、中泰证券研究所

#### 4.2 未来看点：价差修复迎来量价齐升，布局高端产品盈利能力持续提高

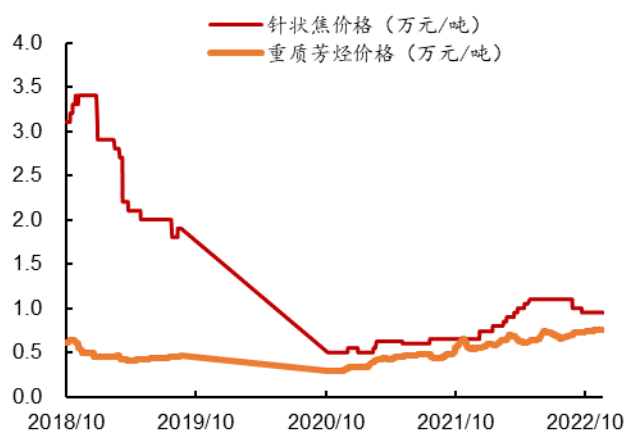
- **重芳烃价差修复，布局高端产品盈利能力提升。**目前重芳烃价差较 2022 年上半年迎来较大修复，目前价差恢复至约 1500 元/吨，公司目前重芳烃产能 40 万吨，预计价差走高将带动公司业绩释放。公司通过自主研发创新结合现有生产工艺，5 月份成功实现重芳烃用于生产针状焦前端原料，目前每月平均销量 3000 吨左右，针状焦前端原料盈利能力高于普通重芳烃产品，公司重芳烃产品结构持续优化，盈利能力逐步提升。

图表 49:重芳烃价差修复



来源：百川资讯、Wind、中泰证券研究所整理

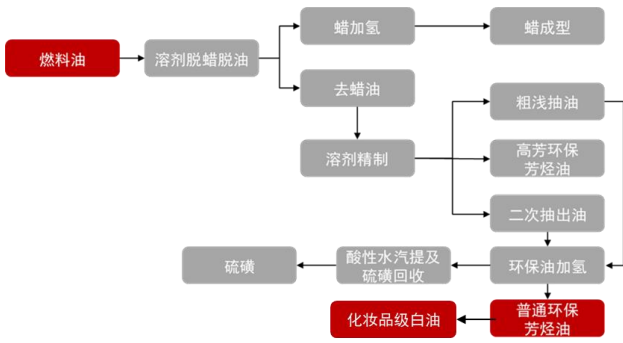
图表 50:针状焦盈利能力更强



来源：百川资讯、Wind、中泰证券研究所整理

- **浙江白油龙头企业，产业链延伸布局高端白油。**浙江为全国化妆品和纺织品大省，公司为浙江省白油龙头企业，40 万吨环保芳烃产能于 2021 年 6 月成功投产，今年产能爬坡逐步释放，叠加白油产品价格触底反弹，预计公司今年白油产品业绩将大幅增长。公司今年发行可转债投资建设 10 万吨芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置，8 万吨轻质白油补充精制装置，实现产品升级，化妆品级/食品级白油价格目前约 1.33 万元/吨，较普通白油产品利润空间更大，公司产业链延伸利润空间打开，且白油价差触底反弹，预计未来公司白油业务将贡献大量业绩增量。

图表 51:产业链向下游延伸



来源：公司公告、百川资讯、中泰证券研究所

图表 52:河北飞天化妆品级白油报价(元/吨)

品种型号	报价
10#白油(化妆品级)	10600
15#白油(化妆品级)	13300
26#白油(化妆品级)	13300
36#白油(化妆品级)	13300

来源：百川资讯、中泰证券研究所



## 5、盈利预测

### ■ 假设:

**重芳烃:** 2022 年 Q4 重芳烃价差触底反弹, 行业盈利空间打开; 公司目前重芳烃产能为 40 万吨, 其中今年 5 月份部分开始生产高附加值针状焦前端原料, 月供 3000 吨; 预计未来重芳烃价差修复叠加公司布局针状焦前端原料, 重芳烃板块业绩回暖。

**环保芳烃:** 2022 年 Q4 环保芳烃价差修复, 利润空间打开; 公司 2021 年 6 月 40 万吨环保芳烃投产, 处于调试生产阶段, 今年 40 万吨环保芳烃产能逐步释放, 预计开工率逐步提高; 同时公司“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用”项目预计 2024 年建设完毕投产, 我们预计未来白油业务业绩会快速增长。

图表 53: 盈利预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
重芳烃	营业收入 (亿元)	6.54	7.33	7.35	11.89	15.19	16.63
	营业成本 (亿元)	5.17	5.57	5.83	10.75	12.94	14.11
	毛利 (亿元)	1.37	1.80	1.52	1.14	2.25	2.52
	毛利率	21%	25%	21%	10%	15%	15%
环保芳烃	营业收入 (亿元)	0.00	0.00	4.10	21.08	24.61	29.88
	营业成本 (亿元)	0.00	0.00	4.14	18.22	20.41	24.78
	毛利 (亿元)	0.00	0.00	-0.04	2.86	4.20	5.10
	毛利率	0%	0%	-1%	14%	17%	17%
其他	营业收入 (亿元)	1.73	2.39	3.13	3.98	4.00	4.02
	营业成本 (亿元)	1.55	2.49	3.08	3.92	3.93	3.96
	毛利 (亿元)	0.18	-0.10	0.05	0.06	0.06	0.06
	毛利率	10%	-4%	2%	2%	2%	2%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

- 预计 2022-2024 年公司归母净利润为 1.55/3.49/4.36 亿元, 同比增长 266%/126%/25%, EPS 分别为 0.88/1.99/2.48 元。以 2022/12/6 日收盘价计算, 对应 PE 为 22.51/9.96/7.98 倍。我们选取了瑞丰新材、信德新材、昊华科技作为可比公司, 可比公司 2022 年平均 PE 为 37.72 倍, 公司为浙江省燃料油深加工龙头, 重芳烃产品向新能源方向布局, 环保芳烃产品产业链延伸带来更高盈利能力, 目前处于低估水平。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值 (股价取自 2022 年 12 月 6 日收盘价)

证券代码	证券简称	市值	归母净利润 (亿元)					PE				PB
			2022/12/6	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300910.SZ	瑞丰新材	187.43	2.01	5.52	8.90	11.90	63.27	33.97	21.05	15.75	7.57	
301349.SZ	信德新材	82.65	1.38	1.83	3.11	4.27	0.00	45.27	26.54	19.36	2.98	
600378.SH	昊华科技	375.71	8.91	11.08	13.34	15.80	52.55	33.91	28.16	23.78	4.88	
	平均						57.91	37.72	25.25	19.63	5.14	
300839.SZ	博汇股份	34.80	0.42	1.55	3.49	4.36	82.51	22.51	9.96	7.98	3.75	

可比公司均取自Wind一致预期, 博汇股份归母净利润和PE为中泰测算

资料来源: Wind、中泰证券研究所

图表 55: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	93	236	280	323	营业收入	1,458	3,695	4,380	5,054
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,305	3,289	3,729	4,285
应收账款	1	4	4	4	税金及附加	18	45	46	53
预付账款	12	92	71	91	销售费用	3	7	9	10
存货	213	606	650	740	管理费用	30	76	90	104
合同资产	0	0	0	0	研发费用	31	78	92	107
其他流动资产	392	1,074	1,204	1,349	财务费用	25	37	46	35
流动资产合计	711	2,012	2,209	2,507	信用减值损失	-2	-2	-2	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	-1
长期股权投资	10	10	10	10	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	795	826	793	734	投资收益	0	0	1	0
在建工程	40	40	30	30	其他收益	2	2	2	2
无形资产	85	76	70	63	营业利润	46	164	368	459
其他非流动资产	82	83	83	84	营业外收入	-1	-1	0	-1
非流动资产合计	1,013	1,035	987	922	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,724	3,047	3,196	3,429	利润总额	44	162	367	457
短期借款	470	1,270	984	631	所得税	2	7	18	21
应付票据	0	19	26	16	净利润	42	155	349	436
应付账款	69	296	364	469	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	71	43	53	归属母公司净利润	42	155	349	436
合同负债	38	31	44	61	NOPLAT	66	190	394	469
其他应付款	0	4	3	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.24	0.88	1.99	2.48
一年内到期的非流动负债	96	96	96	96					
其他流动负债	21	36	43	51					
流动负债合计	695	1,823	1,603	1,380					
长期借款	96	116	136	156					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	66	66	66	66					
非流动负债合计	163	183	203	223					
负债合计	858	2,006	1,806	1,603					
归属母公司所有者权益	866	1,041	1,390	1,826					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	866	1,041	1,390	1,826					
负债和股东权益	1,724	3,047	3,196	3,429					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	99	-583	403	437
现金收益	114	281	487	559
存货影响	-59	-392	-44	-90
经营性应收影响	4	-83	21	-19
经营性应付影响	-23	321	46	105
其他影响	64	-710	-106	-117
投资活动现金流	-178	-77	-46	-26
资本支出	-74	-111	-42	-22
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-104	34	-4	-4
融资活动现金流	108	803	-313	-368
借款增加	173	820	-267	-332
股利及利息支付	-30	-110	-215	-239
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-35	93	169	203

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	50.0%	153.4%	18.5%	15.4%
EBIT增长率	-11.4%	188.8%	107.1%	19.3%
归母公司净利润增长率	-27.0%	266.5%	126.0%	24.7%
获利能力				
毛利率	10.5%	11.0%	14.9%	15.2%
净利率	2.9%	4.2%	8.0%	8.6%
ROE	4.9%	14.9%	25.1%	23.9%
ROIC	4.8%	8.1%	16.2%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	49.7%	65.8%	56.5%	46.7%
债务权益比	84.1%	148.8%	92.2%	52.0%
流动比率	1.0	1.1	1.4	1.8
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	1.2	1.4	1.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	22	20	32	35
存货周转天数	51	45	61	58
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.88	1.99	2.48
每股经营现金流	0.56	-3.32	2.29	2.49
每股净资产	4.93	5.92	7.91	10.39
估值比率				
P/E	83	23	10	8
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	295	118	68	59

资料来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。