

环保行业点评报告

REDIII 加码&原油减产促生柴景气度上行，龙头无惧波动彰显稳健功力

增持（维持）

2023年04月06日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书：S0600522090002

zhaomn@dwzq.com.cn

研究助理 陈孜文

执业证书：S0600121070057

chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

■ **复盘：2022 年生柴出口量高增，下半年油价下行企业盈利承压，疫后价差拉大盈利有望回升。** 1) 量：2022 年生柴出口量同增 39% 至 179 万吨，2023M1-2 出口量同比翻倍。2) 价：2022 年生柴价格先涨后跌，2022 年 7 月出口均价达高点 1866 美元/吨，2022 年下半年，全球油脂油料供应改善，油脂价格重心回落，生柴价格进入下行通道，2022 年 12 月出口均价降至 1408 美元/吨。考虑原料备货和生产周期，价格下行期企业盈利承压。2023 年疫后餐饮消费修复，废油脂供应回升，价格降幅扩大，生柴与地沟油价差拉大，盈利有望见底回升。

■ **展望：REDIII 加码支撑生柴需求，原油减产有望带动油价上行。**

1) **欧盟 REDIII 减排目标加码，进一步提升先进生柴添加要求。** 2023 年 3 月 30 日，欧洲议会和欧盟理事会就 REDIII 达成了临时协议，将 2030 年可再生能源在欧盟最终能源消费中的份额提高到 **42.5%**，设置额外 2.5% 指示性补充选项，可提高总体目标到 45%。该目标较欧盟 2021 年可再生能源份额 21.8% 翻倍，较 REDII 的 32% 目标值进一步提升。在交通领域，REDIII 要求到 2030 年温室气体排放量减少 14.5% 或可再生能源占最终能源消费的 **29% (较前值 26% 提升 3pct)**，同时提出先进生物燃料（通常来源于非食物燃料）和非生物来源的可再生燃料（主要是可再生氢气和氨基合成燃料）**5.5%** 的次级目标，其中非生物来源的可再生燃料的最低份额为 1%。相较于 2018 年 REDII 目标 3.5%（双倍计算）和 2021 年 REDII+ 目标 2.2%（单倍计算），REDIII 中先进生物燃料消费占比要求进一步提升，对生柴长期需求形成支撑。

2) **OPEC 超预期减产，有望带动油价重回上行周期。** 4 月 2 日晚，沙特阿拉伯等主要产油国突然宣布将实施自愿减产石油计划，持续时间从 5 月份持续到 2023 年底，本次产油国共减产达 165 万桶/日。减产消息为油气市场注入活力，国际油价走高。2023 年 4 月 3 日，WTI 原油日内一度涨超 6%，布伦特原油突破 85 美元/桶，日内涨 6.45%，为 3 月 7 日以来新高。此次减产平衡供需，有望带动油价上行。

■ **建议关注【卓越新能】龙头无惧波动，工艺精进&规模优势促稳健成长。**

1) **经历下行期考验，Q4 正向盈利彰显稳健经营功力。** 卓越新能 2022 年实现营收 43.45 亿元 (+41%)，归母净利润 4.52 亿元 (+31%)，2022 年公司生物柴油满产满销，产量达到 **40.76 万吨 (+14%)**，销量 **40.48 万吨 (+23%)**。以归母/生柴销量来看，2022H1 为 1312 元/吨，2022H2 为 921 元/吨，Q4 单季归母 0.22 亿元 (-85%)，行业普遍亏损下仍保持正向盈利。面临产品价格下行及原料供应紧缺压力，公司一方面提升工艺技术水平，废油脂甲酯化率达 **99%**，高品质生物柴油得率超过 **89.5%**；另一方面发挥规模优势，掌握原料采购与市场销售主动权，从而有效稳定提升了生物柴油盈利水平。

2) **2022 年底已投运 50 万吨一代生柴，20 万吨烃基建设有序推进。** 截至 2022 年底，公司生物柴油产能 **50 万吨**，生物基材料产能 **9 万吨**，其中美山新建年产 10 万吨生物柴油生产线于 2022 年底全面完成建设并投入试生产。20 万吨/年烃基生物柴油生产线和 5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目，已经取得建设用地产权证、建设工程规划许可证等，有望在 2023 年第二、三季度陆续开工建设。公司将积极完成生物柴油年产能规模 **85 万吨**、生物基材料年产能规模 **42.5 万吨** 的目标。

■ **风险提示：强制添加政策变动，原料及产品价格波动，贸易政策变动**

行业走势



相关研究

《福建省固定污染源自动监控管理办法》发布，推动固定污染源稳定达标排放》

2023-04-05

《江苏省工业和信息化厅发布 2023 年节能与综合利用工作要点》

2023-04-04

内容目录

1. 复盘：2022H2 油价下行盈利承压，疫后价差拉大盈利有望修复	4
2. 展望：REDIII 加码支撑生柴需求，原油减产有望带动油价上行	5
2.1. 欧盟 REDIII 目标加码，进一步提升生物柴油添加要求	5
2.2. 主要产油国集中减产，有望带动油价上行	6
3. 龙头无惧价格波动，彰显稳健经营功力	7
4. 风险提示	8

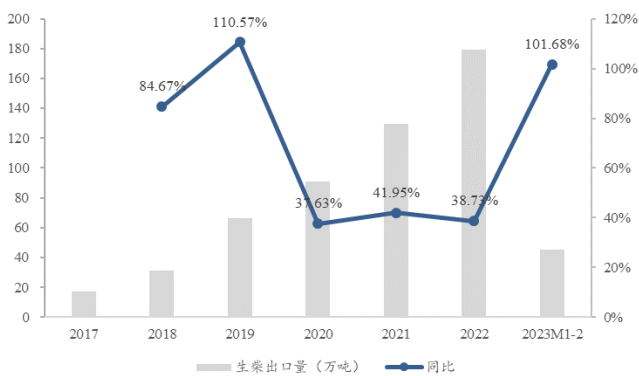
图表目录

图 1: 2017-2022 年生物柴油出口量持续攀升	4
图 2: 2023M1-2 生柴出口量同比翻倍	4
图 3: 2022 年生物柴油出口价格先扬后抑	5
图 4: 2022 年生物柴油价格先升后降 (单位: 元/吨)	5
图 5: 欧盟可再生能源指令及生物柴油目标变化	6
图 6: 卓越新能产销量持续提升	7
图 7: 2022 年卓越新能生柴单吨营收和单吨营业成本	7
图 8: 2022 年卓越新能分季度营收和归母净利润	8
图 9: 卓越新能抵御周期波动, 单位盈利稳健	8
表 1: 本次主要产油国减产规模	7
表 2: 截至 2022 年底卓越新能生物柴油项目	8

1. 复盘：2022H2 油价下行盈利承压，疫后价差拉大盈利有望修复

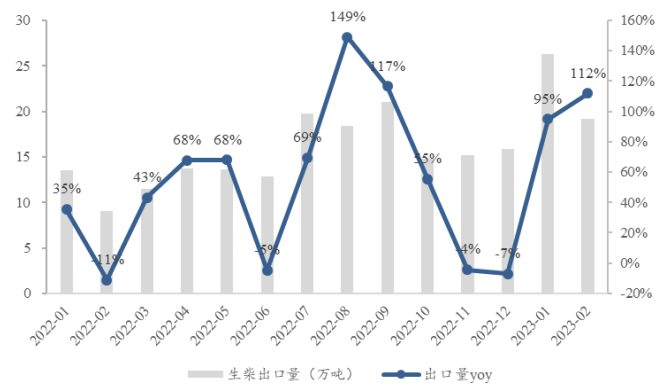
2022 年我国生物柴油出口量同增 39%至 179 万吨，2023M1-2 出口量恢复高增态势。我国生物柴油以出口欧盟为主，欧盟地区的原料供应情况及掺混要求的变动直接影响我国生物柴油的产销量。2022 年我国生物柴油出口量 179.47 万吨，同比增长 38.73%，其中三季度为出货旺季，四季度回落，主要系高冷凝点的 UCOME 在欧洲冬季受欢迎程度下降，同时欧洲经济衰退部分国家下调掺混要求。2023M1-2，生物柴油出口量恢复高增态势，同比翻倍。欧盟减排目标持续加码，叠加对高 ILUC 原料的限制，UCOME 迎结构性替代良机，需求将持续上行。

图1：2017-2022 年生物柴油出口量持续攀升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

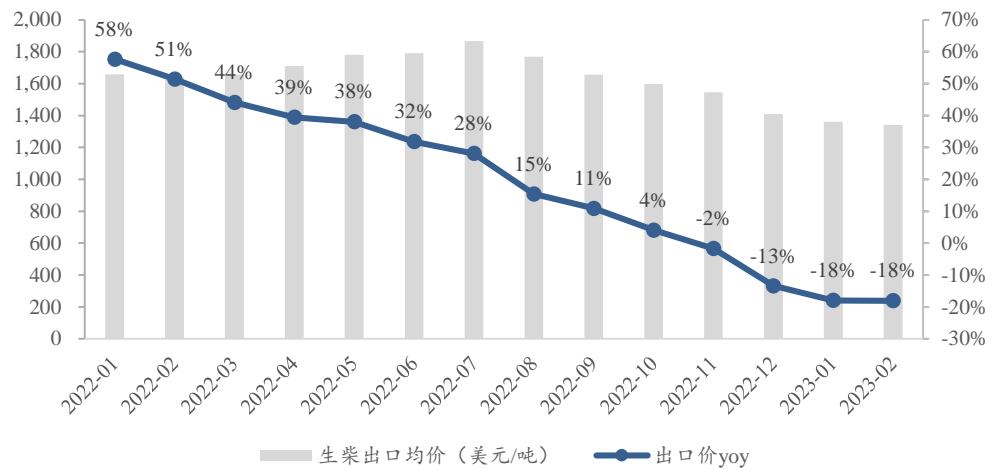
图2：2023M1-2 生柴出口量同比翻倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

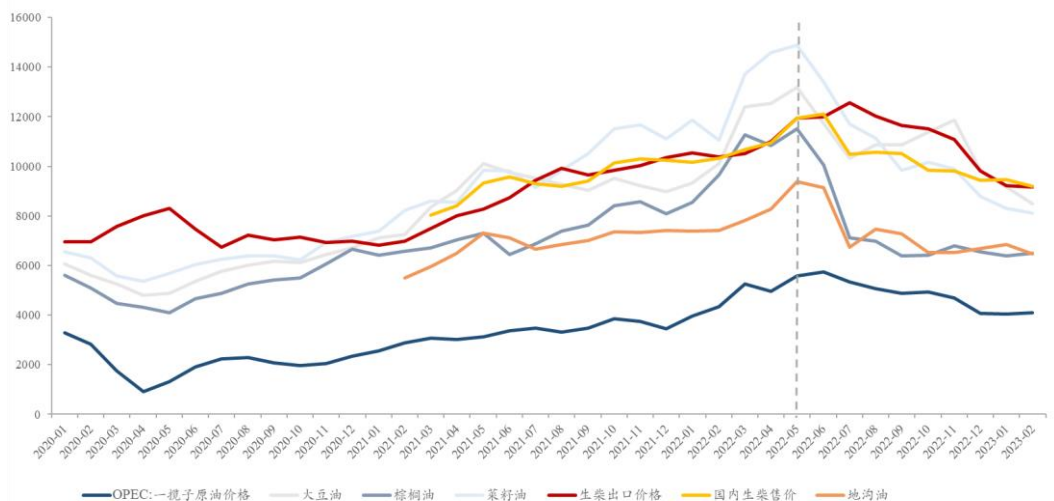
2022 年生物柴油价格先涨后跌，价格下行期盈利承压，疫后价差修复盈利有望见底回升。生物柴油的定价机制与原油和植物油价格息息相关。2022 年上半年，俄乌冲突引发能源危机，叠加粮食供应紧缺&贸易受阻，原油和植物油价格大幅上涨，生物柴油进入高景气阶段量价双升。2022 年 7 月，生物柴油出口均价达到高点 1866 美元/吨，同比增长 28%。2022 年下半年，棕榈油产量进入旺产期，北半球大豆和菜籽将相继迎来收获期，全球油脂油料供应改善，油脂价格重心回落，生物柴油价格进入下行通道，2022 年 12 月出口均价降至 1408 美元/吨。2022 年疫情放开前餐饮消费受限，地沟油供应偏紧。生物柴油价格下行期，考虑原料的备货及生产周期，企业盈利承压。2023M1-2，生物柴油出口均价持续下滑。疫情放开后，餐饮消费修复，地沟油供应回升，价格降幅大于生物柴油价格降幅，产品与原料价差修复，企业盈利有望见底回升。

图3：2022 年生物柴油出口价格先扬后抑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 年生物柴油价格先升后降（单位：元/吨）



数据来源：Wind，卓创资讯，东吴证券研究所

2. 展望：REDIII 加码支撑生柴需求，原油减产有望带动油价上行

2.1. 欧盟 REDIII 目标加码，进一步提升生物柴油添加要求

欧盟可再生能源目标加码，REDIII 提出到 2030 年可再生能源份额提至 42.5%。2023 年 3 月 30 日，在欧盟委员会 (EC) 提出可再生能源指令 (REDIII) 提案以及与欧盟委员会数月的谈判之后一年半，欧洲议会和欧盟理事会达成了临时妥协。根据《可再生能源指令》(RED) 的修订，到 2030 年将可再生能源在欧盟最终能源消费中的份额提高到 42.5%，还有一个额外的 2.5% 指示性补充选项，可提高总体目标到 45%。该目标

较欧盟目前可再生能源份额（2021 年为 21.8%）翻倍，相较于 REDII 提出的到 2030 年可再生能源份额至少 32% 的目标相比进一步提升。与以前的版本相比，REDIII 的范围全面地涵盖了需求部门，包括工业、交通、供暖和制冷以及建筑的众多子目标，都旨在实现到 2030 年 42.5% 的总体可再生能源目标。

交通部门可再生能源目标由 26% 提至 29%，进一步鼓励先进生物燃料应用。根据 REDIII，在交通运输领域，到 2030 年温室气体排放量减少 14.5%，或可再生能源占最终能源消费的 29%，同时提出先进生物燃料（通常来源于非食物燃料）和非生物来源的可再生燃料（主要是可再生氢气和氨基合成燃料）5.5% 的次级目标，其中非生物来源的可再生燃料的最低份额为 1%。相较于 2018 年 REDII 目标 3.5%（双倍计算）和 2021 年 REDII+ 目标 2.2%（单倍计算），REDIII 中先进生物燃料消费占比要求进一步提升。

图5：欧盟可再生能源指令及生物柴油目标变化

		2009年	2018年	2021年	2023年
		可再生能源指令 (RED)	修订版可再生能源指令 (REDII)	建议修改REDII (REDII+)	可再生能源指令修订临时协议 (REDIII)
传统生物柴油 谷物和其他富含淀粉的作物、糖和油料作物 先进生物柴油-PART B 废弃食用油、动物油脂 先进生物柴油-PART A 藻类、未分类城市垃圾、稻草、动物粪便、棕榈油厂的废水和空棕榈油果串、甘蔗渣、坚果壳、玉米棒、林业废弃物等	总目标	2020年交通运输业可再生能源达到10%	2030年交通运输业可再生能源达到14%，相当于可再生能源在交通运输部门最终能源消耗中的份额至少达到26%	2030年交通运输燃料温室气体排放减少13%	2030年交通运输燃料温室气体排放减少14.5%，或可再生能源占交通运输部门最终能源消费的29%
	以粮食为基础的傳統生物柴油上限	2020年交通运输能源最终消耗中的份额降至7%（2015年提出土地间接利用变化指令ILUC后）	2020年交通运输能源最终消耗中的份额不超过7%	到2030年，从7%下降到3.8%；2023-2030年，高ILUC原料使用减少到0（单倍计算）	
	PART B 上限	/	到2030年交通运输行业1.7%（2倍计算）	到2030年交通运输行业1.7%（单倍计算）	
	PART A 强制比例	/	在运输部门能源最终消耗中的份额：2022年应至少为0.2%，2025年至少1%，2030年至少3.5%（2倍计算）	在运输部门能源最终消耗中的份额：2022年应至少为0.2%，2025年至少0.5%，2030年至少2.2%（单倍计算）	2030年，先进生物燃料和非生物来源的可再生燃料份额5.5%，其中非生物来源的可再生燃料的最低份额为1%

数据来源：欧洲议会，东吴证券研究所

2.2. 主要产油国集中减产，有望带动油价上行

主要产油国集中减产 165 万桶/日，有望带动油价上行。2023 年 4 月 2 日晚，沙特阿拉伯等主要产油国突然宣布将实施自愿减产石油计划，持续时间从 5 月份持续到 2023 年底。在减产规模方面，沙特阿拉伯宣布自愿将原油日产量削减 50 万桶；俄罗斯副总理诺瓦克宣布将此前承诺的 3-6 月石油日均减产 50 万桶的措施延续到年底；阿联酋自愿减产 14.4 万桶/日；阿尔及利亚自愿减产 4.8 万桶/日；科威特自愿减产 12.8 万桶/日；阿曼自愿减产 4 万桶/日；伊拉克自愿减产 21.1 万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产 7.8 万桶/日。本次产油国共减产达 165 万桶/日。减产消息为油气市场注入活力，国际油价走高。2023 年 4 月 3 日，WTI 原油日内一度涨超 6%，布伦特原油突破 85 美元/桶，日内涨 6.45%，为 3 月 7 日以来新高。此次减产平衡供需，有望带动油价上行。

表1：本次主要产油国减产规模

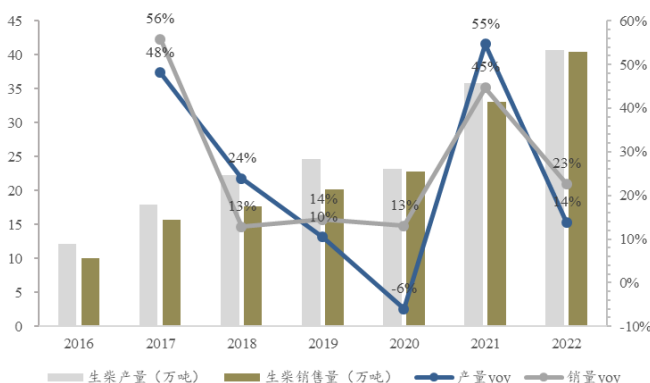
产油国	减产规模（万桶/日）	持续时间
沙特阿拉伯	50	2023年5月~2023年底
俄罗斯	50	2023年3月~2023年底
阿联酋	14.4	2023年5月~2023年底
阿尔及利亚	4.8	2023年5月~2023年底
科威特	12.8	2023年5月~2023年底
阿曼	4	2023年5月~2023年底
伊拉克	21.1	2023年5月~2023年底
哈萨克斯坦	7.8	2023年5月~2023年底
合计	164.9	

数据来源：公开新闻，东吴证券研究所

3. 龙头无惧价格波动，彰显稳健经营功力

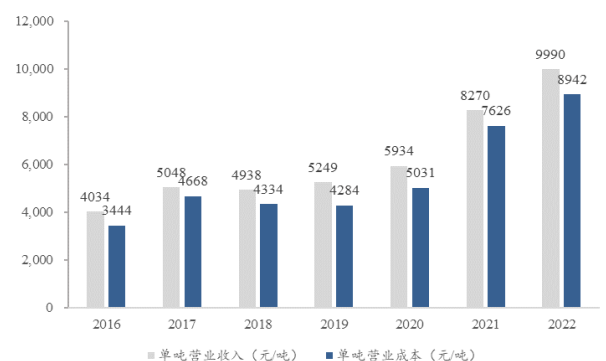
卓越新能无惧价格波动，彰显龙头稳健风范。卓越新能2022年度实现营业收入43.45亿元，同比增长40.91%，实现归母净利润4.52亿元，同比增长31.03%，2022Q4单季度归母净利润0.22亿元，同比下滑85.10%，在行业普遍面临亏损风险下，公司实现正向盈利，体现出稳健的经营功力。2022年，卓越新能生物柴油满产满销，生物柴油产量达到40.76万吨，同比增长13.84%，销售量达到40.48万吨，同比增长22.65%，生物柴油平均销售价格上升20.81%，综合影响下销售收入同比上升48.17%。2022年，由于国际局势及市场需求的影响，生物柴油销售价格先升后降，同时面临原材料供应紧张价格攀升、人民币汇率波动等影响，公司一方面不断提升工艺技术水平，严控生物柴油品质，废油脂甲酯化转化率达99%，高品质生物柴油得率超过89.5%，连续化制备高品质酯基生物柴油技术处于行业领先水平；另一方面灵活经营，发挥规模优势，牢牢掌握原料采购与市场销售主动权，从而有效稳定提升了生物柴油的盈利水平。

图6：卓越新能产销量持续提升



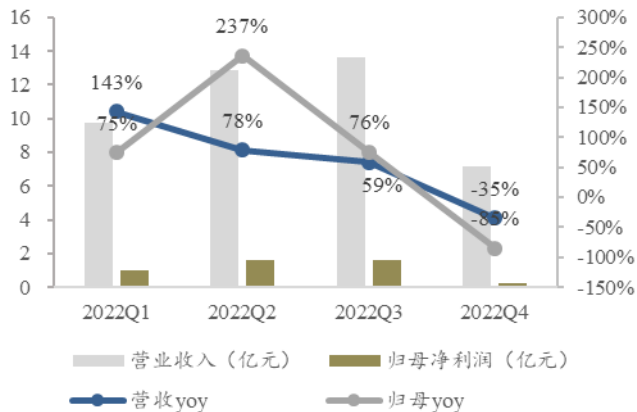
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2022年卓越新能生柴单吨营收和单吨营业成本



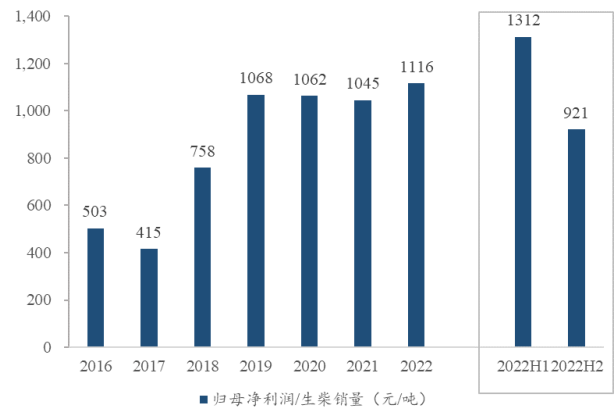
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2022年卓越新能分季度营收和归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：卓越新能抵御周期波动，单位盈利稳健



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022年底公司已投运50万吨生柴产能，20万吨烃基生柴建设有序推进。截至2022年底，公司生物柴油产能规模达50万吨，生物基材料产能规模达9万吨，其中美山新建年产10万吨生物柴油生产线于2022年底全面完成建设并投入试生产。20万吨/年烃基生物柴油生产线和5万吨/年天然脂肪醇生产线项目，已经取得建设用地上产权证、建设工程规划许可证等，各项前期工作在有序推进中，有望在2023年第二、三季度陆续开工建设。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，未来将积极把握机遇，完成生物柴油年产能规模85万吨、生物基材料年产能规模42.5万吨的目标。

表2：截至2022年底卓越新能生物柴油项目

	类型	规模 (万吨/年)	状态
东宝基地	酯基	10	已投运
平林基地	酯基	10	已投运
厦门卓越基地	酯基	10	已投运
美山基地	酯基	10	已投运
美山基地二期	酯基	10	已投运
年产20万吨烃基生物柴油项目	烃基	20	筹建
美山基地生物柴油	酯基	15	未建

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 强制添加政策变动风险：生物柴油下游需求主要受政策强制添加比例的影响，若相关国家降低强制添加比例或放缓政策推进节奏，可能会造成需求释放不及预期。

2) 原料及产品价格波动: 我国生物柴油制备原料多为地沟油, 地沟油价格上涨将压缩企业利润。生物柴油价格挂钩柴油等关联品价格, 销售价格变动影响盈利。

3) 贸易政策变动风险: 我国生物柴油和废油脂主要出口欧盟, 与贸易相关政策变动造成出口风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

