



2020年4月7日

卓越新能(688196):国内最大的生物柴油产销企业

化工

当前股价: 37.39 元

审慎推荐(首次)

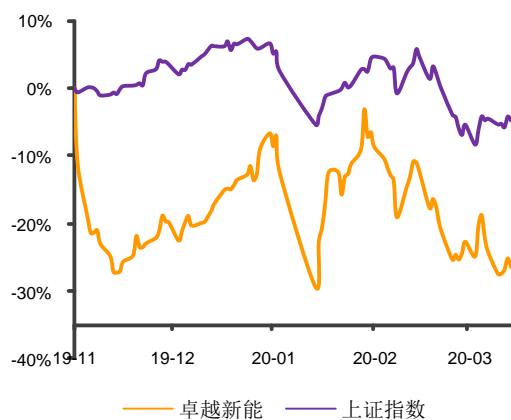
主要财务指标 (单位: 百万元)

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,295 | 1,488 | 1,665 | 1,858 |
| (+/-) | 27.2% | 14.9% | 11.9% | 11.6% |
| 营业利润 | 220 | 237 | 272 | 308 |
| (+/-) | 57.0% | 7.9% | 14.7% | 13.1% |
| 归属母公司净利润 | 216 | 232 | 267 | 302 |
| (+/-) | 61.2% | 7.8% | 14.7% | 13.1% |
| EPS (元) | 1.80 | 1.94 | 2.22 | 2.51 |
| 市盈率 | 20.8 | 19.3 | 16.8 | 14.9 |

公司基本情况 (最新)

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/已流通股 (万股) | 12,000/2,759 |
| 流通市值 (亿元) | 10.32 |
| 每股净资产 (元) | 17.23 |
| 资产负债率 (%) | 2.71 |

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

- 公司是国内生物柴油龙头企业:** 公司成立于 2001 年, 主营业务为利用废动植物油(地沟油、潲水油、酸性油脂)生产生物柴油及衍生产品的研发、生产。公司技术实力突出, 是我国生物柴油行业产量最大、出口量最多、创新能力强劲的生物柴油龙头企业。公司多个产品达到欧盟环保标准。公司营业收入近三年复合增长率 27.20%, 2019 年营业收入 12.95 亿元。从业务构成来看, 公司主营业务近 3 年以来主营业务占比均超过 99%, 公司核心业务能力较为突出。

- 我国生物柴油再生行业潜力巨大:** 我国是石油消耗大国、也是植物油消耗大国, 两油对外依存度高, 然而目前我国的生物柴油产量与其他国家相比具有较大差距, 这与我国能源消费和制造业大国的地位不相符。生物柴油产业的发展不仅是为消费者提供一种绿色可再生资源, 更是实现了地沟油的无害化和资源化利用, 确保食品安全与生态环境问题, 具有深刻的社会意义和环保意义, 在我国具有巨大的发展潜力, 属于朝阳产业。

- 垃圾分类政策助力行业发展:** 我国城市垃圾回收利用率还很低, 废油脂作为主要生活垃圾之一, 分布广泛, 来源零散, 这极大限制了我国生物柴油行业的规模及提升速度。据国家发改委和住建部发布的《生活垃圾分类制度实施方案》, 到 2020 年底在实施生活垃圾强制分类的城市(46 个城市)生活垃圾回收利用率将达到 35%以上。这一政策措施的强制执行将从回收源头上助力行业发展。

- 公司盈利预测与估值:** 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.88、16.65 和 18.58 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 2.32、2.67 和 3.02 亿元, EPS 分别为 1.94、2.22 和 2.51 元, 按照公司 37.39 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 19.3 倍、16.8 倍和 14.9 倍, 估值不具备明显优势, 但考虑到公司所在细分行业为朝阳行业, 且公司在该行业中处于绝对龙头的地位, 首次给予“审慎推荐”的投资评级。

- 风险提示:** 景气度下行风险、原材料供应风险、技术更新换代风险、研发进度不达预期的风险、人民币汇率波动风险等等。



目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 公司概况 | 4 |
| 1. 1 公司简介 | 4 |
| 1. 2 主要产品行业领先 | 4 |
| 1. 3 公司股权结构 | 5 |
| 1. 4 公司营收/净利快速增长 | 6 |
| 2. 生物柴油产业成为朝阳产业 | 8 |
| 2. 1 生物柴油是清洁能源，环保效益显著 | 8 |
| 2. 2 生物柴油在我国发展空间巨大 | 9 |
| 2. 3 垃圾分类相关政策助力行业发展 | 10 |
| 3. 国内最大的生物柴油生产和废油脂处置企业 | 11 |
| 3. 1 公司主营业务突出，产业链延伸 | 12 |
| 3. 1. 1 生物柴油 | 13 |
| 3. 1. 2 生物酯增塑剂 | 14 |
| 3. 1. 3 工业甘油 | 15 |
| 3. 1. 4 水性醇酸树脂 | 16 |
| 3. 1. 5 天然脂肪醇 | 16 |
| 3. 2 产品品质优良，绿色环保 | 16 |
| 4. 募投项目 | 17 |
| 5. 公司盈利预测与估值 | 17 |
| 6. 风险提示 | 18 |



图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1 公司发展历程 | 4 |
| 图表 2 公司主要产品 | 5 |
| 图表 3 公司股权结构 | 6 |
| 图表 4 公司营业收入及增速（亿元，%） | 6 |
| 图表 5 公司归母净利润及增速（亿元，%） | 6 |
| 图表 6 公司主要产品收入占比（%） | 7 |
| 图表 7 公司主要产品毛利率/毛利率/净利率（%） | 7 |
| 图表 8 公司营收占比（按地区，%） | 7 |
| 图表 9 2006-2017 全球生物柴油产量（万吨） | 8 |
| 图表 10 2017 年全球生物柴油主要产区产量分布 | 9 |
| 图表 11 地沟油与酸化油的特点 | 10 |
| 图表 12 公司具有突出的行业地位 | 12 |
| 图表 13 公司主营业务及产品应用情况 | 13 |
| 图表 14 废油脂制取生物柴油工艺流程 | 14 |
| 图表 15 生物酯增塑剂制造工艺流程 | 14 |
| 图表 16 2006-2018 年 PVC 消费量及产量（万吨） | 15 |
| 图表 17 工业甘油制造工艺流程 | 16 |
| 图表 18 募集资金净额使用项目 | 17 |
| 图表 19 公司盈利预测（单位：百万元） | 19 |

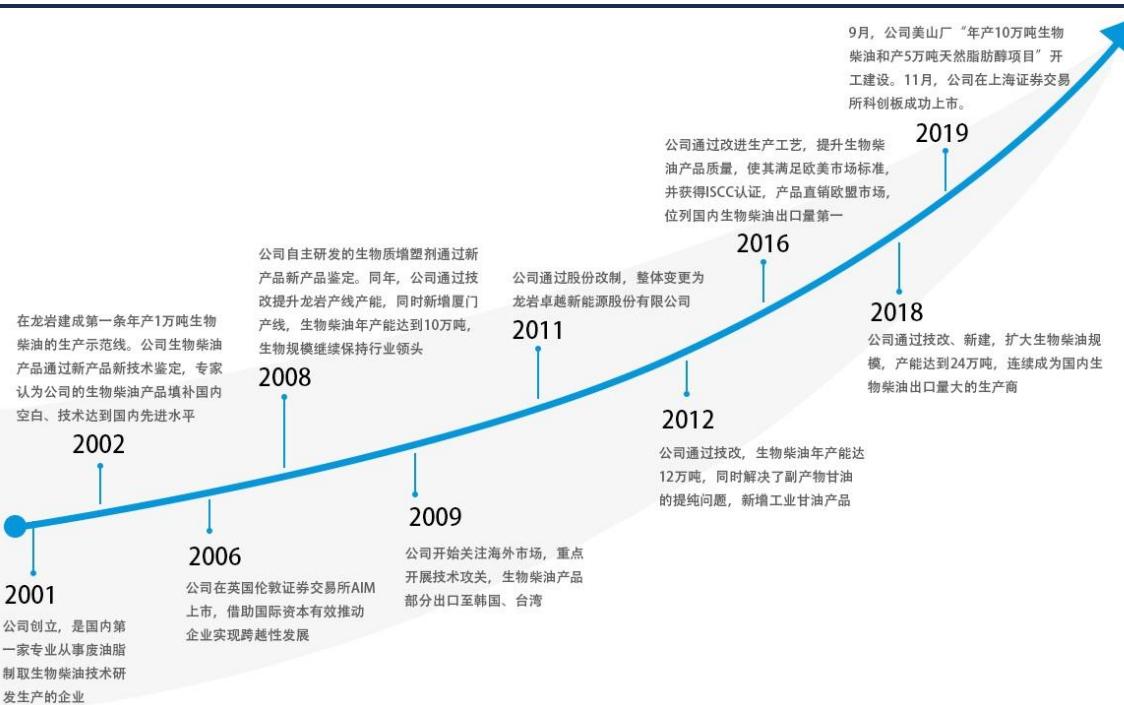


1. 公司概况

1.1 公司简介

公司成立于 2001 年，是一家从事利用废动植物油（地沟油、潲水油、酸性油脂）生产生物柴油及衍生产品的研发、生产与销售国家级高新技术企业，产品广泛用于清洁动力能源和生物基绿色化学品等领域。目前公司生物柴油生产基地有龙岩平林厂区、龙岩东宝山厂区、厦门同安厂区，三个生产基地合并年产生生物柴油超过 20 万吨，年处置地沟油超过 25 万吨，延伸产业链和副产品深加工产品生物酯增塑剂、醇酸树脂、工业甘油产量达 6 万吨，是我国生物柴油行业产量最大、出口量最多、创新能力强劲的生物柴油龙头企业。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.2 主要产品行业领先

作为国内第一家规模化专业从事废油脂制取生物柴油企业，公司自主研发了多项核心技术。经过近 20 年的经营发展，积累了丰富的实战经验，并通过持续的自主研发创新，形成了一套先进的、能适用国内废油脂特点的生物柴油生产工艺体系，废油脂甲酯化率及利用率高，产品满足欧盟市场要求并向其大量出口。

公司可大量消耗地沟油、潲水油等废油脂，最积极有效解决、减少地沟油回流餐桌问题，同时为国家提供新能源、新材料产品，为我国石油替代开辟一条新途径。目



前公司掌握了先进的生物柴油技术并成熟产业化运用，废油脂转酯化率达 98%，在生物柴油及深加工产品方面形成了 13 项核心技术和多项发明专利，且公司主导产品生物柴油达到欧美生物柴油的使用要求并实现大量出口，整体技术处于业内领先水平。

公司在生物柴油技术创新进步的同时，积极开展副产物粗甘油提炼，生物柴油深加工成生物酯增塑剂、水性醇酸树脂、天然脂肪醇等生物基新材料应用技术研发，也取得一系列具有行业领先水平的科研创新成果。其中生物酯增塑剂产品具有色泽白、环保、无毒、可降解等优势，技术具有行业领先水平，目前在国内的增塑剂市场大量销售，并在塑胶跑道细分领域具有较为明显的竞争优势；水性醇酸树脂是公司即将投入市场的新产品，该产品以水为溶媒，在制漆、刷漆、喷漆过程可大大减少对有机溶剂的使用和减少 VOC 的排放，随着我国环境保护、健康意识的增强，水性醇酸树脂具有良好的市场前景。

设立以来公司的生物柴油产能从 1 万吨/年，逐步发展为目前超过 24 万吨/年，工业甘油和生物酯增塑剂从无到目前的 0.8 万吨/年和 4.4 万吨/年。而未来随着子公司以及募投项目的建成，公司还将新增生物柴油产能 10 万吨/年，新增深加工产品水性醇酸树脂产能 3 万吨/年和天然脂肪醇 5 万吨/年。

图表 2 公司主要产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

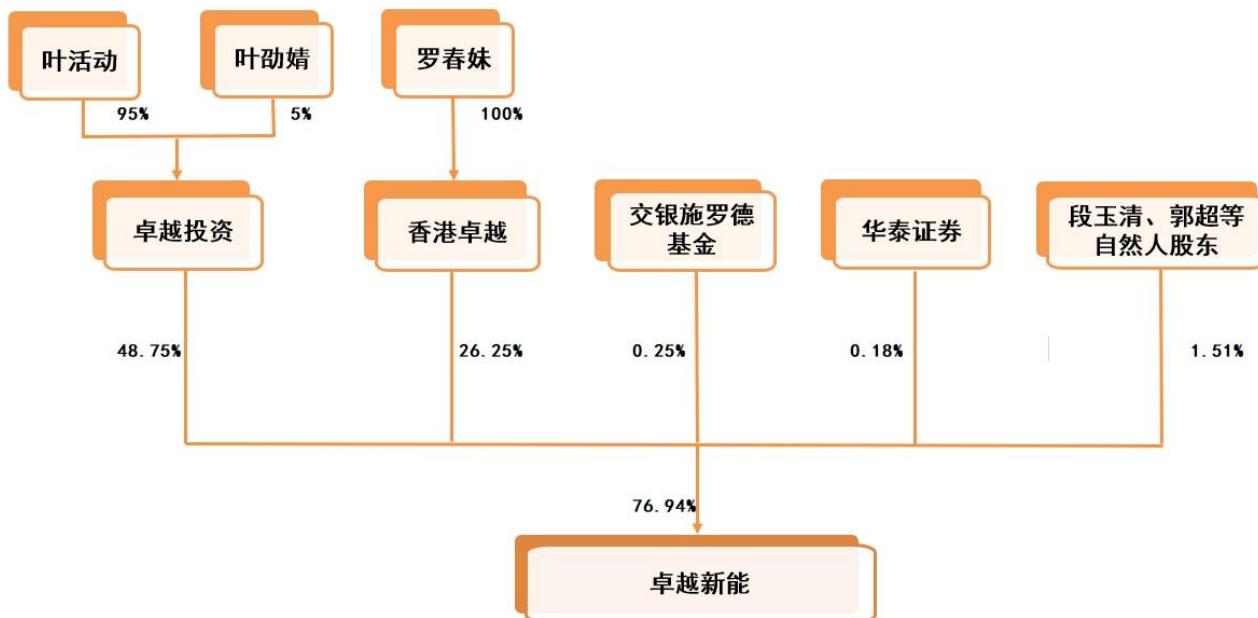
1.3 公司股权结构

叶活动和罗春妹夫妇及其女儿叶劭婧，三人通过卓越投资和香港卓越分别间接控制公司 48.75% 和 26.25% 的股份，三人为一致行动人，同为公司实际控制人。

自成立日以来，公司控股股东及实际控制人并未发生改变，挂牌科创板后，股权较成立之初有些许分散，但股权结构仍相对稳定。此外，叶活动自有限公司成立至今一直担任公司董事长及总经理，从股权和管理方面，叶活动对公司具备绝对的控制能力。公司股权相对集中，管理层持股比例较高，有利于公司核心业务方向的稳定发展。



图表 3 公司股权结构

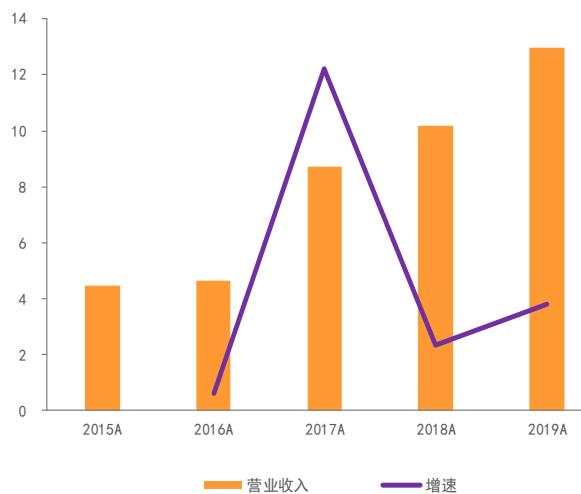


资料来源：公司公开资料，华鑫证券研发部

1.4 公司营收/净利快速增长

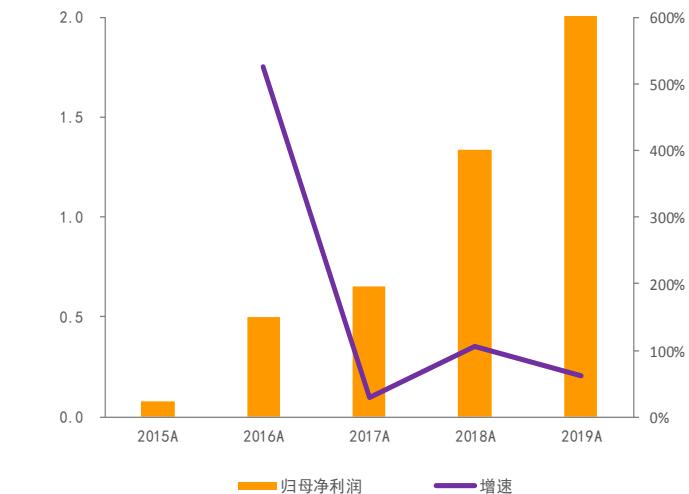
近年来，公司整体经营情况良好，主营业务突出，营业收入持续保持稳定增长，2017-2019 年度，公司营业收入分别为 8.73、10.18 和 12.95 亿元，同比增速分别为 87.39%、16.57% 和 27.22%；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.65、1.34 和 2.16 亿元，同比增速分别为 28.47%、106.26% 和 61.25%。

图表 4 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 公司归母净利润及增速（亿元，%）

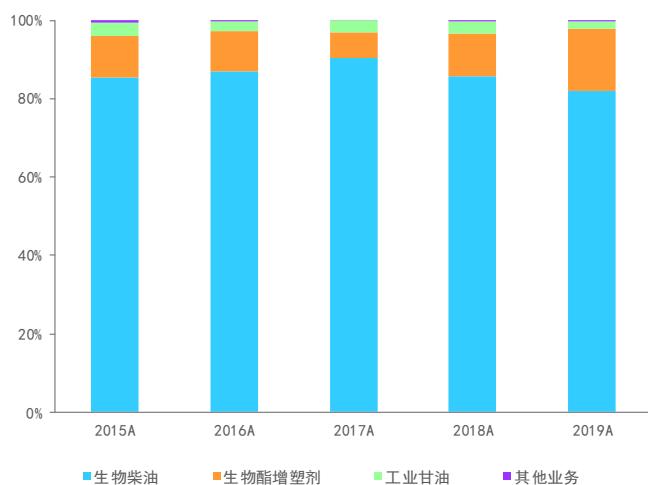


资料来源：Wind，华鑫证券研发部



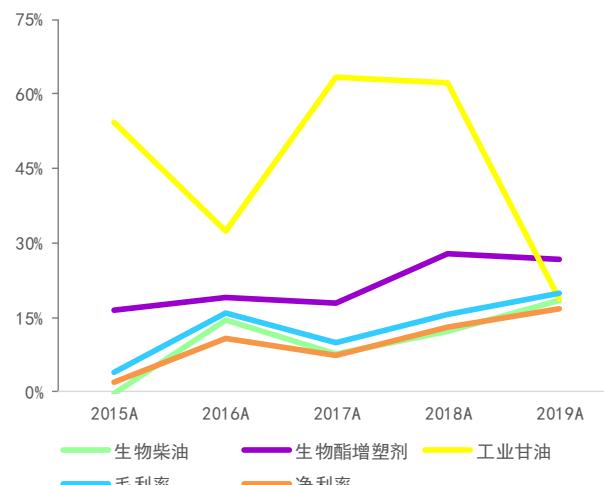
从业务构成来看，公司主营业务近3年以来主营业务占比均超过99%，公司核心业务能力较为突出。2019年主营三大产品生物柴油、生物酯增塑剂、工业甘油收入占比分别为81.84%、16.05%和1.74%；毛利率分别为18.37%、26.6%和18.74%；公司毛利净利率分别上升至20.00%、16.65%。

图表6 公司主要产品收入占比（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

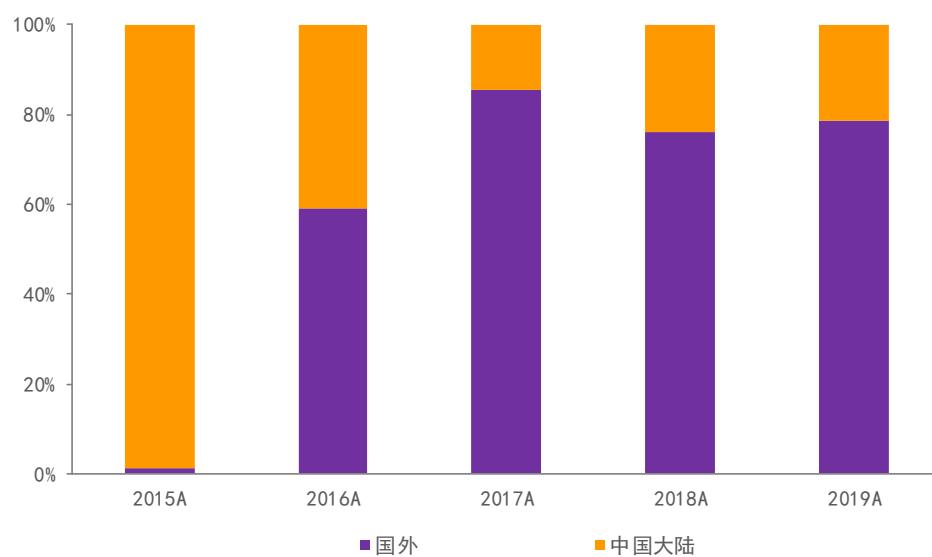
图表7 公司主要产品毛利率/毛利率/净利率（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司的生物柴油产品目前主要出口到欧洲，生物酯增塑剂和工业甘油产品少量出口到东南亚、香港、台湾等地区；内销主要对长三角、珠三角等下游产业集群密集的区域销售较多，由于运输半径和产能的原因，华北、华中地区销售较少。

图表8 公司营收占比（按地区，%）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



2. 生物柴油产业成为朝阳产业

我国生物柴油行业的发展，不仅仅是为消费者提供了一种绿色可再生资源，更重要的是解决了地沟油等废油脂的无害化处置和资源化利用的食品安全与环保问题，具有更深刻的社会意义和环保意义。因此，生物柴油在我国仍然是一个朝阳产业，具有蓬勃的生命力和巨大的发展潜力。

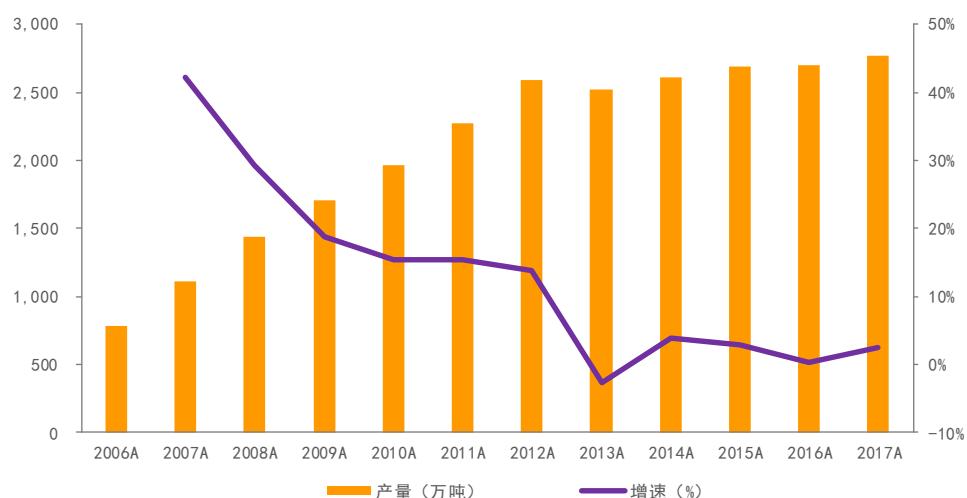
2.1 生物柴油是清洁能源，环保效益显著

生物柴油在制备上是利用动植物油脂通过酯化或酯交换反应，从而产出生物柴油。根据原料的不同，可分为以大豆油、菜籽油、棕榈油、牛油等动植物油为原料和以废油脂为原料的两类生物柴油生产路径。世界上主要的生物柴油生产国根据各自区域的自然资源，选择了适合自身发展生物柴油制备技术路线，如欧洲生物柴油的原材料以菜籽油为主，美国、巴西、阿根廷以大豆油为主，马来西亚和印尼以棕榈油为主。

相比于世界生物柴油主产区以可食用油脂为原料，我国奉行“不与粮争地，不与人争粮”的国家安全政策，无法像其他国家大力发展以食用粮油为基础的生物柴油产业，以废油脂为原料进行生物柴油生产的企业，代表着我国生物柴油的发展方向。

生物柴油生产中的主要原材料为各种动植物油脂，其作为清洁能源，在燃烧过程中不会给环境新增碳排放负担，而且与化石柴油相比，生物柴油不含对环境造成污染的芳香族化合物，具有良好的生物降解特性，故被称为可再生的清洁能源。同时其成分中不含有对人体有害物质，是生物基绿色化学品的基础材料。因此生物柴油被世界各国列为重点优先发展的领域。根据联合国统计司数据，各国生物柴油总产量已从2006年的年产780万吨增长至2017年的年产2,772万吨。

图表 9 2006-2017 全球生物柴油产量（万吨）

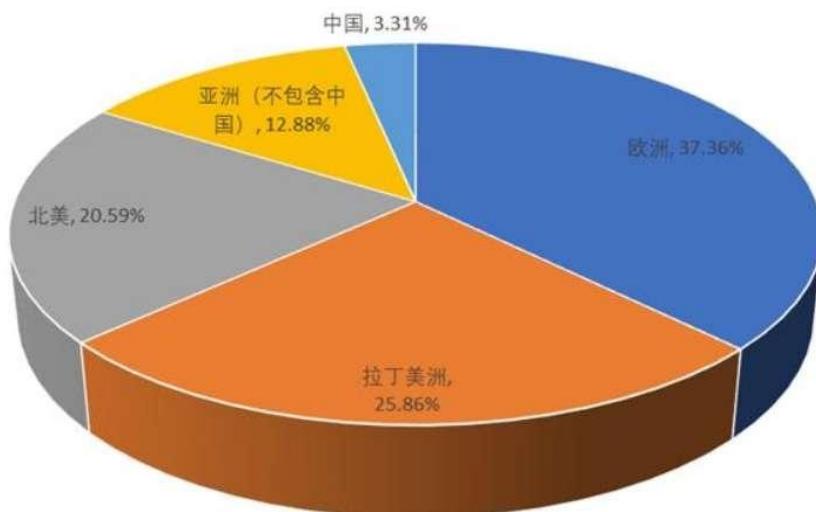


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



从生产地区分布来看，欧洲是生物柴油生产最为集中的地区。从国家个体来看，美国是生物柴油产量最大的国家，占全球总产量 13.94%，其后巴西占比 9.92%，德国占比 8.05%，阿根廷占比 7.59%，印尼占比 5.77%。2017 年中国的生物柴油产量约为 88 万吨，占全球总产量的 3.31%。

图表 10 2017 年全球生物柴油主要产区产量分布



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

生物柴油的主要成分是碳水化合物，硫、氮等有害杂质很少，含氧量较高且更易充分燃烧，同时不新增温室气体排放量。将生物柴油掺混入化石柴油中用于交通燃料，相比纯化石柴油，其燃烧过程中降低了对环境有害气体的排放。而且由于其与燃料性质相近，使用过程中无需对原用的柴油引擎、加油设备、储存设备和保养设备进行改动，降低了生物柴油的推广门槛。目前生物柴油在欧美国家被广泛与化石柴油掺混使用，并制定了强制添加标准。除交通燃料领域外，生物柴油还可直接作为工业锅炉燃料，替代煤炭等能源为企业提供生产生活所需的能源，明显减少有害物质的排放，环保效益显著。

近年来，部分省、市已开始在辖区内的油站进行生物柴油的市场推广，例如上海市从 2013 年即开始在公交车、环卫车辆上使用 B5 生物柴油，2018 年开始向社会车辆销售 B5 生物柴油，目前油品供应已覆盖了市区百多个加油站。

根据行业测试数据，1 吨生物柴油可实现 2.83 吨的碳减排。2016–2019 年公司生物柴油产量为 12.15、17.99、22.30 和 24.61 万吨，测算实现了 34、50、63 和 69 万吨的碳减排量。

2.2 生物柴油在我国发展空间巨大

我国是石油消耗大国、也是植物油消耗大国，两油对外依存度高，然而目前我国



的生物柴油产量与其他国家相比具有较大差距，这与我国能源消费和制造业大国的地位不相符。此外，我国生物柴油行业除了具有可再生和绿色的特点外，还肩负着对废油脂进行无害化处置和资源化利用的重担，实现了地沟油的无害化和资源化利用，确保食品安全与生态环境问题，具有深刻的社会意义和环保意义，在我国具有巨大的发展潜力，属于朝阳产业。

目前，我国生物柴油的应用与国外仍有较大差别，在国外生物柴油主要作为动力燃料用于交通及工业领域，而我国则主要作为绿色化学品用于化工领域。生物柴油作为清洁能源燃料，不新增碳排放量并减少大气污染物的排放；作为可生物降解绿色化学品原料，减少芳烃类有害物质对人类健康的伤害，环保效益显著。

另根据国家统计局的数据，2016年我国用于交通领域的柴油消费量为11,068万吨，因此若国家从B5添加标准开始推广生物柴油，那么生物柴油的需求量将达到550万吨，与当前国内不足100万吨的产能之间存在巨大的供需缺口。随着添加标准提升，生物柴油的需求量将水涨船高。未来在国家政策的鼓励下以及消费者在环保意识的感召下，能源行业庞大的市场需求量将给生物柴油行业带来巨大的发展。

2.3 垃圾分类相关政策助力行业发展

21世纪初，我国生物柴油行业才开始兴起，受我国粮食战略的限制，我国的生物柴油行业仅能以地沟油、酸化油等废油脂为原料。这是由于我国城市垃圾回收利用率还很低，废油脂作为主要生活垃圾之一，分布广泛，来源零散，这极大限制了我国生物柴油行业的规模，行业的规模提升缓慢。

图表 11 地沟油与酸化油的特点

| | 地沟油 | 酸化油 | | |
|---------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| | | 大豆（菜籽）酸油 | 棕榈酸油 | 椰子（棕榈仁）酸油 |
| 来源 | 餐厨垃圾分离、下水道中油水分离 | 大豆（菜籽）油精炼厂的皂脚分离、酸化 | 棕榈油精炼厂的皂脚分离、酸化 | 椰子油（棕榈仁）油精炼厂的皂脚分离、酸化 |
| 品质 | 含有洗涤剂和其他杂质，酸值适中 | 含磷脂、蛋白等杂质，酸值高 | 含蛋白、植物纤维等杂质，酸值高 | 含蛋白、植物纤维等杂质，酸值高 |
| 主要成分 | 脂肪酸与甘油酯占比>97% | 脂肪酸与甘油酯>97% | 脂肪酸与甘油酯>97% | 脂肪酸与甘油酯>97% |
| 碘值(gI ₂ /100g) | 50-100 | 100-125 | 40-60 | 8-15 |
| 碳链结构组成 | 以16和18碳为主兼少量20和22碳 | 以16和18碳为主兼少量20和22碳 | 以16和18碳为主兼少量14和20碳 | 以12和14碳为主兼16和18碳 |

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

地沟油等废油脂属于城市生活垃圾分类分离的一种废旧资源，主要来自餐馆、酒店、养猪场、食品加工企业等，其来源多、分布广。根据国家粮油信息中心公布的《中



国食用植物油供需平衡表》信息，2018 年我国食用植物油消费量为 3,190 万吨，以废油脂产生量约占食用油总消费量的 30%估算，由食用油产生的废油脂将达到 900 万吨/年；此外，国内油脂精加工后以及各类肉及肉制品加工后剩余的下脚料亦可再产生废油脂 100 万吨以上，以此粗略计算我国每年产生废油脂 1,000 万吨。其中不足 100 万吨废油脂用于生产生物柴油，利用率低于 10%。根据行业生产工艺的理论数据，每生产 1 吨的生物柴油需消耗 0.97 吨的废油脂，即意味着若想消耗 970 万吨的废油脂，需要匹配 1,000 万吨的生物柴油产能，因此国内生物柴油行业具有较大的发展空间。

随着地沟油等废油脂的产量越来越大，回流餐桌的情况愈来愈严重，对人民的身体健康开始造成较大威胁，政府部门开始逐步重视地沟油的无害化处置及资源化利用，并推出了一系列的规范文件和优惠政策鼓励生物柴油行业的发展。

一方面，地沟油回流餐桌、饲料领域会带来食品安全问题，对人们的身体健康不利。早年地沟油回流餐桌现象严重，对此国家严厉打击，2012 年 2 月，最高人民法院、最高人民检察院和公安部联合发布了《关于依法严惩“地沟油”犯罪活动的通知》，提出依法严惩“地沟油”犯罪，切实维护人民群众食品安全。

另一方面，从环保和城市排水的角度考虑，下水道中的地沟油没有被及时淘捞会酸败恶臭造成环境与水污染，冻结后会堵塞下水道管网。为此，国务院办公厅于 2010 年和 2017 年相继发布了《关于加强地沟油整治和餐厨废弃物管理的意见》、《关于进一步加强“地沟油”治理工作的意见》，提出要加强地沟油的规范管理，将“地沟油”治理作为“十三五”期间食品安全重点工作任务，培育无害化处理和资源化利用企业。

将废油脂加工成生物柴油，为其流向提供了一个合法的、可追溯的处置渠道，并能阻断非法加工企业的原料来源，为减少地沟油回流餐桌、确保食品安全提供了保障，具有积极的社会意义，与中央“建设美丽新中国”的主题相契合。通过科技创新实现废油脂高效转化生物柴油并发展壮大，为社会大众闻之色变的“地沟油”提供一个合法合规的处置渠道。生物柴油行业服务于经济社会发展和广大人民群众需求，是我国优先发展的资源循环利用产业。特别是在去年，据国家发改委和住建部发布的《生活垃圾分类制度实施方案》，提出到 2020 年底在实施生活垃圾强制分类的城市（46 个城市）生活垃圾回收利用率达到 35%以上，这一政策措施的强制执行将从回收源头上助力行业发展。

3. 国内最大的生物柴油生产和废油脂处置企业

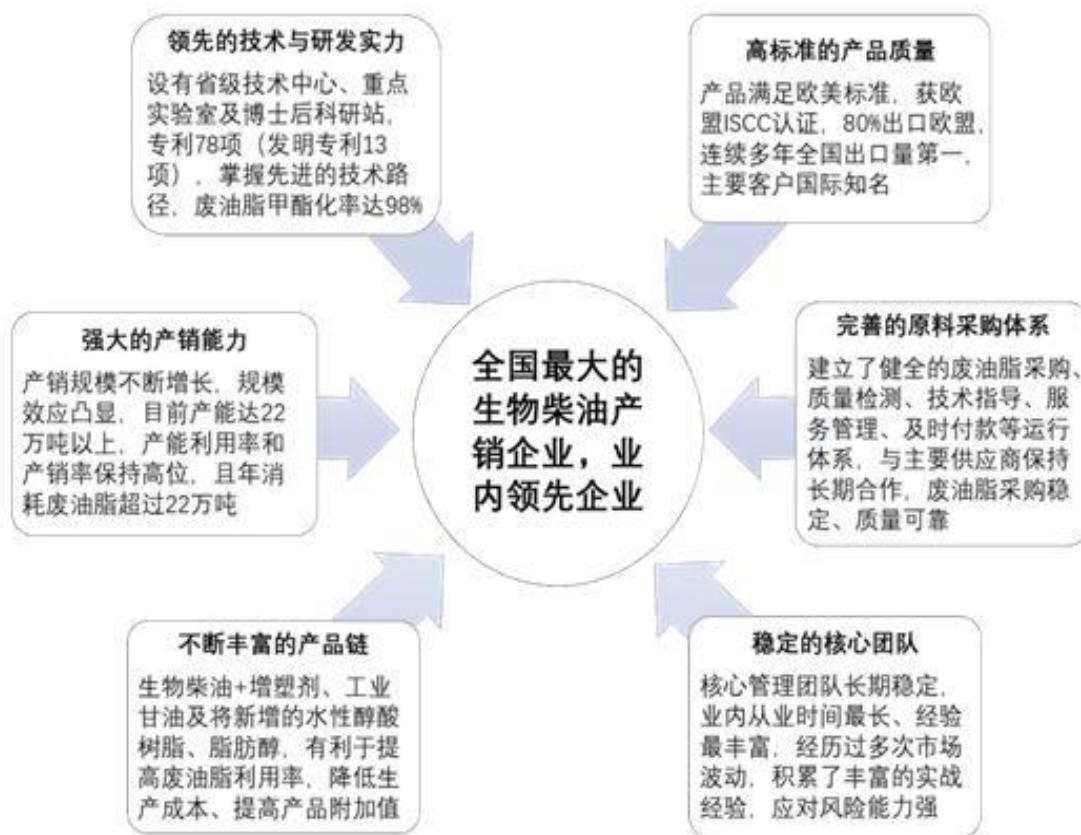
公司自设立以来一直专注于以废油脂生产生物柴油及生物柴油深加工产品等方面的技术研究和开发，拥有独立的研发机构和技术团队，具备较强的自主创新能力，是具有产品技术自主研发及产业化应用能力的国家级高新技术企业，拥有技术专利 78 项，其中发明专利 13 项，以及非专利技术 14 项。公司现建有省级企业技术中心、重点实



验室、工程技术中心和国家级博士后科研站等，承担了“国家重点新产品计划”、“国家火炬计划”、国家“十五”、“十一五”、“十二五”、“十三五”国家重大专项研究等多个生物柴油应用技术科研项目并取得大量科技成果；同时公司也是福建省循环经济示范企业、福建省创新型示范企业、福建省战略性新兴产业骨干企业。

目前公司是国内最大的生物柴油生产和废油脂处置企业，以及出口量第一的企业，2019年采购处置废油脂超过25万吨，生物柴油生产量超过24万吨，工业甘油生产量超过0.8万吨，生物酯增塑剂生产量超过4.4万吨，是国内产销规模最大，持续经营时间最长的生物柴油企业，具有突出的行业地位。

图表 12 公司具有突出的行业地位



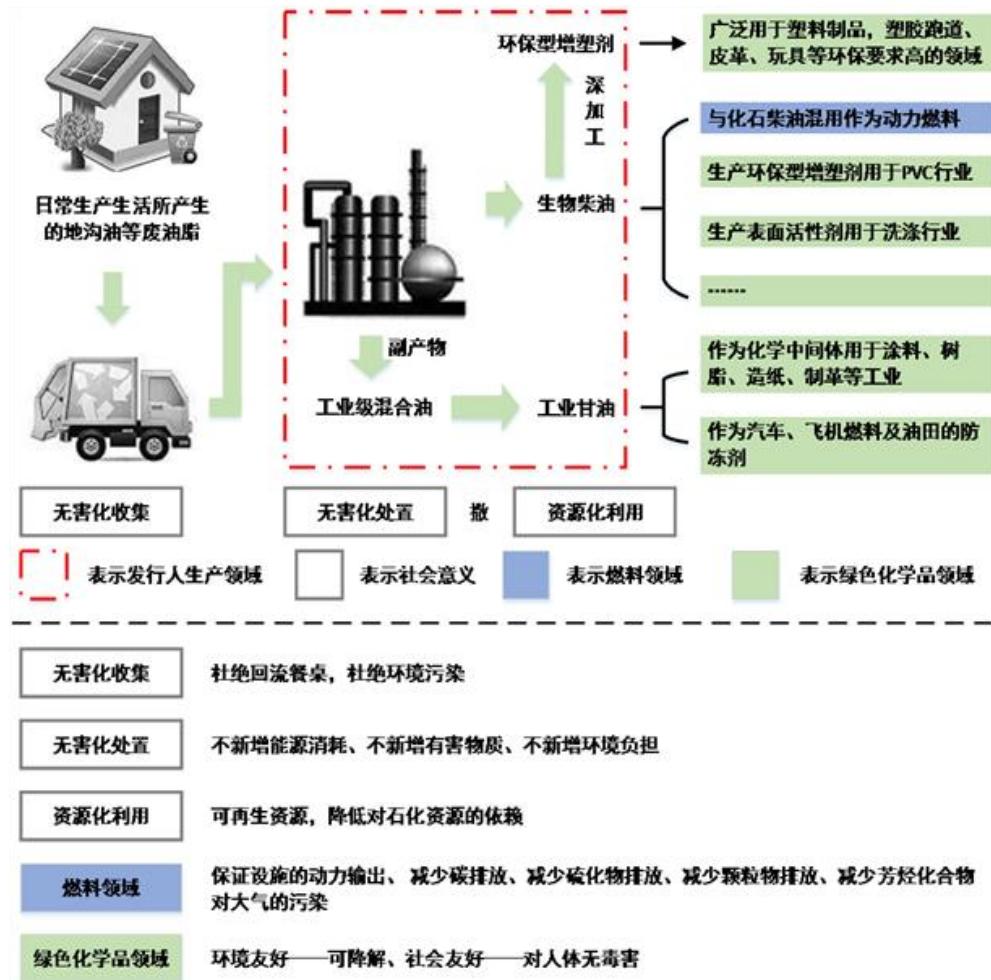
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.1 公司主营业务突出，产业链延伸

公司主要从事以废油脂（地沟油、酸化油等）为原料进行生物柴油生产，并将副产物提炼为工业甘油，同时将产业链逐步延伸至生物酯增塑剂、水性醇酸树脂等深加工产品。



图表 13 公司主营业务及产品应用情况



资料来源：公司官方网站，华鑫证券研发部

3.1.1 生物柴油

生物柴油是指植物油（如菜籽油、大豆油、花生油、玉米油、棉籽油等）、动物油（如鱼油、猪油、牛油、羊油等）、废弃油脂或微生物油脂与甲醇或乙醇经酯转化而形成的脂肪酸甲酯或乙酯。由于中国耕地有限，发展生物质能源首先要保证粮食安全，我国生物柴油生产主要依靠废油脂。生物柴油的燃料性能与石油基柴油较为接近，有一定替代性，是典型的“绿色能源”，具有环保性能好、发动机启动性能好、燃料性能好，原料来源广泛、可再生等特性。大力发展生物柴油对经济可持续发展、推进能源替代、减轻环境压力、控制城市大气污染具有重要的战略意义。

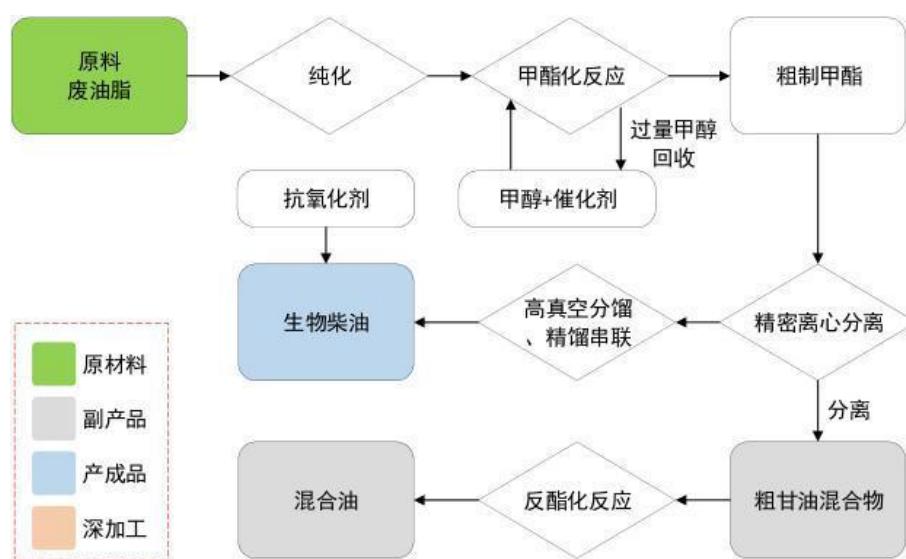
根据联合国统计司的数据，2014年欧盟地区交通领域的柴油消费量达到2.20亿吨，而当前欧盟地区的生物柴油消费量才1,200多万吨，添加比例仅为5.45%，这意味着欧盟区域内全面执行10%的生物柴油添加标准，生物柴油的产量和进口量需要进一步提升。此外，废油脂制取的生物柴油由于在欧洲拥有双倍减排计数的政策优势，在市场竞争



中具有加强的价格优势，因此欧盟对于生物柴油的需求，特别是对由废油脂制取的生物柴油的需求，仍将保持较快增长。

公司的生物柴油根据碳链、冷凝点、色号等依次划分为 2#、3#和 4#，其中 2#产品根据客户对含硫量、冷凝点、碘值、色泽等指标的不同要求，分别销往欧洲市场、国内环保型增塑剂市场以及船舶和工程机械燃料市场；3#产品部分销售给对色泽要求较低的增塑剂客户，或销往工业锅炉燃料市场；4#产品则主要作为公司的锅炉燃料替代煤炭，降低生产过程中的碳排放，部分对外销往工业锅炉燃料市场。目前公司年产能超过 24 万吨，随着募投项目的建成还将新增 10 万吨产能。

图表 14 废油脂制取生物柴油工艺流程

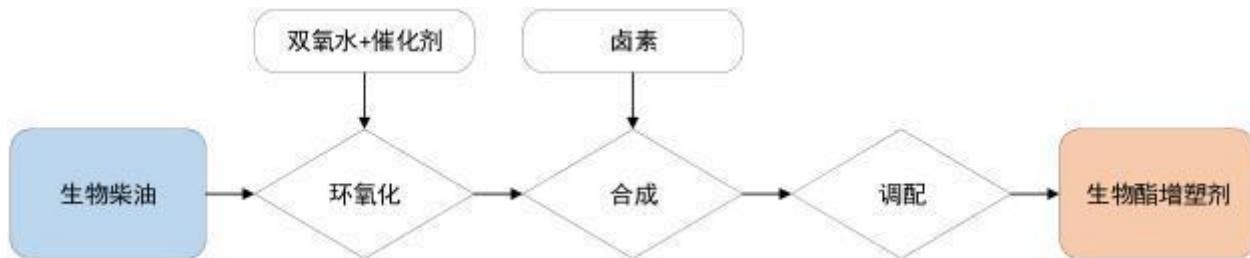


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.1.2 生物酯增塑剂

生物柴油成分为脂肪酸甲酯，主要用于作为清洁燃料，还可以用于生产环保型增塑剂、表面活性剂、醇酸树脂、工业润滑剂等可降解生物基绿色化学品。用于生物酯增塑剂的生产是国内生物柴油最主要的应用领域。

图表 15 生物酯增塑剂制造工艺流程

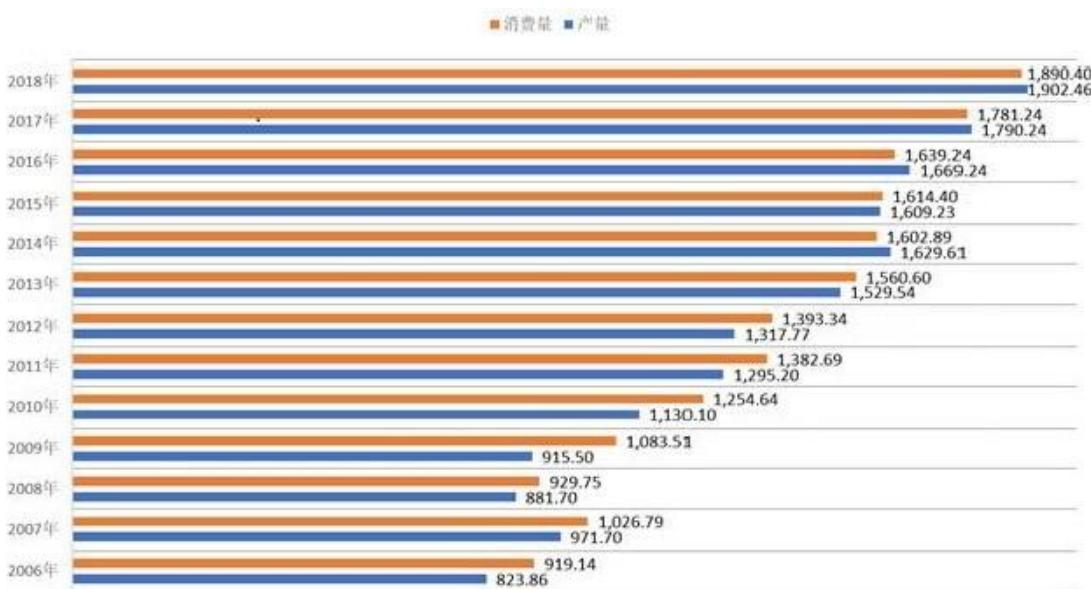


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



PVC 是我国最大的通用型合成树脂材料，为工业制造、建筑、医药和日用品生产等关系国计民生的产业提供了重要的原材料，在我国国民经济中占有重要地位。随着我国国民经济的快速发展，PVC 的市场规模快速扩大，产量由 2006 年的 823.86 万吨，增长到 2018 年的 1,902.46 万吨；消费量由 2006 年的 919.14 万吨，增长到 2017 年的 1,890.40 万吨，我国成为全球最大的 PVC 生产和消费国。

图表 162006-2018 年 PVC 消费量及产量（万吨）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

增塑剂是生产 PVC 的重要原料，市场需求巨大。相比于传统增塑剂 DOP 对于人体的潜在致癌危险，环保型增塑剂具有无毒环保的特性，用其生产的 PVC 产品广泛用于食品包装、医疗用品材料、玩具、人造皮革、薄膜、塑胶跑道和供水管道等等，同时也用作纤维素树脂和合成橡胶的无毒增塑剂与软化剂。因此，随着我国环境保护、卫生安全对消费意识的增强，生物酯增塑剂作为环保、无毒、可再生材料未来市场发展有望实现较快的发展。目前公司年产能达到 4.4 万吨，即将增加到 5 万吨/年。

3.1.3 工业甘油

工业甘油也是一种用途广泛的大宗化工原料，是由生物柴油生产过程中的副产物进一步加工而来，属于企业提高废油脂综合利用，实现生产过程无污染物排放，以及提高企业盈利水平的深加工产品。工业甘油客户多样，产品用途广泛，如作为化学中间体用于涂料、树脂、造纸、制革等以及汽车防冻剂等。

2015 年甘油的全球消费量约为 200 万吨，主要应用领域为药用及化妆品占比 37%，醇酸树脂 13%，食品占比 12%；我国消费量为 35 万吨，应用领域分布为醇酸树脂占比 50%，药用及化妆品占比 17%，烟草占比 7%。随着我国经济增长及人民生活水平的提升，我国甘油市场需求增长迅速，但国内的产量总体增量不大，进口量逐年增大，进口量



从 2006 年的 6.19 万吨，增加至 2018 年的 23.85 万吨，国产甘油的需求缺口较大，市场前景良好。目前公司年产能达到 0.8 万吨，将逐步增加到 2 万吨/年。

图表 17 工业甘油制造工艺流程



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.1.4 水性醇酸树脂

水性醇酸树脂是以长链不饱和占比较高的生物柴油、高碘值废油脂与副产物提炼的工业甘油进行深加工的环保型产品，是油漆行业的主要成膜基料。水性醇酸树脂可用于各种油漆的生产，由于其以水为溶媒，在制漆、刷漆、喷漆过程可大大减少对有机溶剂的使用和减少 VOC 的排放，具有良好的市场前景。2019 年随着公司醇酸树脂产线的建成，公司该产品可形成 3 万吨/年的产能。

3.1.5 天然脂肪醇

天然脂肪醇是以生物柴油为原料，通过氢化制备而成。天然脂肪醇属于生物基绿色化学品，主要应用于表面活性剂市场。表面活性剂应用领域几乎覆盖所有的精细化工行业，国际市场消费量一直稳定在千万吨级别；而生物基天然脂肪醇制成的表面活性剂相较于石油基表面活性剂，生物降解性好，不会对环境产生负担，未来市场发展潜力巨大。本次募投项目的建成后，公司将新增 5 万吨天然脂肪醇产能。

3.2 产品品质优良，绿色环保

2001 年开始，公司在酯化、酯交换技术理念的基础上，通过大量的实验和中试研究，为公司提高废油脂甲酯化率以及副产品深加工技术提供数据支持，指明了发展方向。针对我国各区域废油脂特性，不断筛选优化具有多功能适应各种废油脂特性的催化剂，使甲醇与废油脂中的甘油脂的分解与脂肪酸的酯化连续进行的甲酯化创新工艺，副产物不断分离并实现遏制逆反应，废油脂甲酯化转化率达到 98%；生产工艺完全满足各种混合废油脂资源，生产过程实现节能和清洁生产，产品质量稳定可控，高标准生物柴油得率超过 85%。通过自主创新的高真空多塔分馏技术工艺，根据粗制生物柴油的低沸物含量、碳链结构、冷滤点、使用用途、执行标准等分馏出各种型号的生物柴油产品以适应市场需求。目前公司的生物柴油制备技术在国内外同行业内都处于领先



水平。

欧盟主要利用菜籽油等生产生物柴油，但我国粮食紧缺，须自主创新废弃油脂提取技术。公司自主研发生物柴油技术已实现产业化运用，生物柴油产品在行业内率先达到欧美生物柴油使用要求，并实现了对欧洲市场的大量出口，出口主要客户为国际知名的大型燃料油生产与贸易商，如瑞士客户 Gunvor International B.V.（贡沃国际公司）属全球第三大燃料油贸易商，英国客户 Petroineos（英力士炼油公司）系中石油与全球第三大炼油公司英力士集团合资的境外大型成品油生产销售公司等。生物柴油作为具有可再生、清洁和安全三大优势，是政府鼓励发展的清洁能源。

4. 募投项目

募集资金将投入“年产 10 万吨生物柴油（非粮）及年产 5 万吨天然脂肪醇”、“技术研发中心建设”等项目，力争通过本次发行上市融资实现公司主营业务的扩张和研发实力的增强，突破目前限制公司进一步快速发展的产能、资本瓶颈，并通过生物柴油生产工艺的改进及生物基绿色化学品的创新，提升生物柴油品质及生物基绿色化学品的品类，为下游产品应用市场的拓展提供助力；同时实施积极的市场推广措施，在保证现有客户群体的基础上，拓展新的客户和销售领域，以配合公司未来新增产能的消化，为公司未来的持续发展奠定基础。

图表 18 募集资金净额使用项目

| 项目名称 | 项目总投资 | 募集资金投资额 |
|---------------------------------|--------|---------|
| 年产 10 万吨生物柴油（非粮）及年产 5 万吨天然脂肪醇项目 | 56,100 | 56,100 |
| 技术研发中心建设项目 | 8,000 | 7,500 |
| 补充流动资金 | 10,000 | 10,000 |
| 合计 | 74,100 | 73,600 |

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

5. 公司盈利预测与估值

由于公司所从事的行业既具有废弃资源综合利用的特点，又交叉融合了能源及化学原料行业特点，同时国内的生物柴油企业受行业周期冲击，规模化、持续经营的



生物柴油企业较少，因此目前 A 股市场尚无可比上市公司。

目前国内规模较大的生物柴油生产企业主要为河北金谷集团、唐山金利海、浙江东江等，基本情况如下：

河北金谷创始于 1986 年，旗下有河北金谷增塑剂有限公司、河北金谷再生资源开发有限公司，现拥有年产 10 万吨生物柴油生产线；

唐山金利海成立于 2008 年，现拥有年产 6 万吨生物柴油生产线。2018 年生物柴油年收入为 2.89 亿元；

浙江东江成立于 2006 年，现拥有年产 5 万吨生物柴油生产线，2018 年销售生物柴油 7.16 万吨，生物柴油年收入 3.20 亿元；

河北隆海成立于 2006 年，现拥有年产 6 万吨生物柴油生产线。2018 年实现生物柴油年收入 0.79 亿元。

我们预测公司 2020–2022 年营业收入分别为 14.88、16.65 和 18.58 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 2.32、2.67 和 3.02 亿元，EPS 分别为 1.94、2.22 和 2.51 元，按照公司 37.39 元的股价测算，对应的市盈率分别为 19.3 倍、16.8 倍和 14.9 倍，估值不具备明显优势，但考虑到公司所在细分行业为朝阳行业，且公司在该行业中处于绝对龙头的地位，首次给予“审慎推荐”的投资评级。

6. 风险提示

景气度下行风险、原材料供应风险、技术更新换代风险、研发进度不达预期的风险、人民币汇率波动风险等等。



图表 19 公司盈利预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------------------|--------|--------|-------|-------|
| 流动资产 : | | | | | | | | | |
| 货币资金 | 337 | 537 | 746 | 963 | 营业收入 | 1,295 | 1,488 | 1,665 | 1,858 |
| 应收账款 | 51 | 59 | 66 | 73 | 营业成本 | 1,036 | 1,196 | 1,327 | 1,469 |
| 存货 | 223 | 258 | 286 | 317 | 营业税金及附加 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 待摊费用和其他流动资产 | 2,255 | 2,255 | 2,255 | 2,255 | 销售费用 | 37 | 45 | 48 | 50 |
| 流动资产合计 | 1,707 | 1,926 | 2,171 | 2,427 | 管理费用 | 23 | 30 | 30 | 35 |
| 非流动资产 : | | | | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | 财务费用 | -3 | -4 | -4 | -5 |
| 固定资产+在建工程 | 347 | 10,697 | 10,782 | 10,886 | 费用合计 | 57 | 71 | 74 | 80 |
| 无形资产+商誉 | 5,063 | 91,533 | 85,430 | 79,735 | 资产减值损失 | -4 | -5 | -5 | -6 |
| 其他非流动资产 | 21 | 21 | 21 | 21 | 公允价值变动 | 6 | - | - | - |
| 非流动资产合计 | 419 | 11,633 | 11,657 | 11,704 | 投资收益 | -4 | - | - | - |
| 资产总计 | 2,126 | 13,559 | 13,828 | 14,131 | 营业利润 | 220 | 237 | 272 | 308 |
| 流动负债 : | | | | | | | | | |
| 短期借款 | - | - | - | - | 加: 营业外收入 | 0 | - | - | - |
| 应付账款、票据 | 13 | 16 | 17 | 19 | 减: 营业外支出 | 0 | - | - | - |
| 其他流动负债 | 29 | 29 | 29 | 29 | 利润总额 | 219 | 237 | 272 | 308 |
| 流动负债合计 | 43 | 11,244 | 11,246 | 11,247 | 所得税费用 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 非流动负债 : | | | | | | | | | |
| 长期借款 | - | - | - | - | 净利润 | 216 | 232 | 267 | 302 |
| 其他非流动负债 | 15 | 15 | 15 | 15 | 少数股东损益 | - | - | - | - |
| 非流动负债合计 | 15 | 15 | 15 | 15 | 归母净利润 | 216 | 232 | 267 | 302 |
| 负债合计 | 58 | 11,259 | 11,261 | 11,262 | | | | | |
| 所有者权益 | | | | | | | | | |
| 股本 | 120 | 120 | 120 | 120 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积金 | 1,259 | 1,259 | 1,259 | 1,259 | 成长性 | | | | |
| 未分配利润 | 638 | 847 | 1,087 | 1,358 | 营业收入增长率 | 27.2% | 14.9% | 11.9% | 11.6% |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | 营业利润增长率 | 57.0% | 7.9% | 14.7% | 13.1% |
| 所有者权益合计 | 2,068 | 2,300 | 2,567 | 2,869 | 总资产增长率 | 159.9% | 537.9% | 2.0% | 2.2% |
| 负债和所有者权益 | 2,126 | 13,559 | 13,828 | 14,131 | 盈利能力 | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | | | | |
| 净利润 | 216 | 232 | 267 | 302 | 毛利率 | 20.0% | 19.6% | 20.3% | 20.9% |
| 折旧与摊销 | 28 | 92 | 88 | 84 | 营业利润率 | 17.0% | 15.9% | 16.3% | 16.6% |
| 财务费用 | -6 | -4 | -4 | -5 | 三项费用/营收 | 4.4% | 4.8% | 4.4% | 4.3% |
| 存货的减少 | -33 | -35 | -28 | -31 | EBIT/销售收入 | 9.5% | 8.9% | 10.0% | 10.8% |
| 营运资本变化 | -28 | -6 | -5 | -6 | 净利润率 | 16.7% | 15.6% | 16.0% | 16.2% |
| 其他非现金部分 | 4 | - | - | - | ROE | 10.4% | 10.1% | 10.4% | 10.5% |
| 经营活动现金净流量 | 179 | 281 | 317 | 345 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金净流量 | -1,157 | -85 | -112 | -132 | 总资产周转率 | 60.9% | 11.0% | 12.0% | 13.1% |
| 筹资活动现金净流量 | 1,087 | 4 | 4 | 5 | 资产结构 | | | | |
| 现金流量净额 | 113 | 200 | 209 | 218 | 资产负债率 | 2.7% | 83.0% | 81.4% | 79.7% |
| | | | | | 现金流质量 | | | | |
| | | | | | 经营净现金流/净利润 | 0.83 | 1.21 | 1.19 | 1.14 |
| | | | | | 每股数据 (元/股) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.80 | 1.94 | 2.22 | 2.51 |
| | | | | | 每股净资产 | 17.23 | 19.17 | 21.39 | 23.90 |

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-) 5%--- (+) 5% |
| 4 | 减持 | (-) 15%---(-) 5% |
| 5 | 回避 | <(-) 15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>