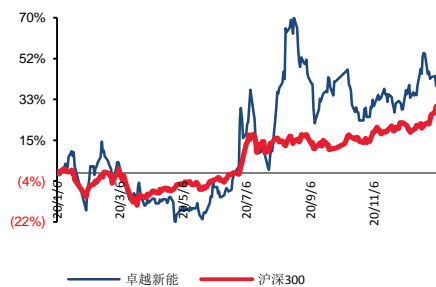


材料 材料 II

产能持续扩张，迎欧盟市场新一轮需求增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	120/29
总市值/流通(百万元)	7,074/1,698
12 个月最高/最低(元)	71.92/33.50

相关研究报告:

卓越新能 (688196)《进入产能释放期; 欧盟需求提升, 国内市场有望开启》--2020/12/23

证券分析师: 陶贻功

电话: 010-88695226

E-MAIL: taoyg@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070001

报告摘要

生物柴油龙头竞争力显著; 产能进入扩张期, 2023 翻倍至 60 万吨。2020 年公司生物柴油产能达到 28 万吨, 80%左右出口欧盟, 是国内生物柴油产能、出口规模双龙头企业。另外, 公司生物质增塑剂、工业甘油、水性醇酸树脂产能分别为 4 万吨、2 万吨、3 万吨。公司生物柴油原料为废弃油脂, 属可再生能源, 碳减排参考值在 90%左右, 在欧盟大部分国家超过 60%的部分能够享受碳减排双倍计数, 因此公司产品竞争优势明显, 持续处于供不应求的状态。

随着公司美山 10 万吨募投项目在 2021 年投产, 公司进入新一轮产能扩展期。预计到 2023 年公司生物柴油产能达到 60 万吨, 较 2020 年增长超过 100%; 各类化学品总产能达到 79 万吨, 较 2020 年亦实现翻倍的增长。

欧盟 RED II 2021 年实施, 生物柴油需求进入新一轮增长期。根据我们统计, 2019 年以来欧盟、中国、日韩等全球主要经济体相继做出“碳中和”的承诺, 美国也有望重返巴黎协定, 在碳减排压力下, 燃料领域对生物柴油需求旺盛, 欧盟出台了强制添加政策, 是生物柴油消费量最大的地区。欧盟《可再生能源指令 II》于 2021 年开始实施, 根据该法案, 2030 年生物燃料在交通部门的消费比例要达到 14% (2019 年约 7.3%), 且以粮食为原料的传统生物柴油添加比例上限要由 2021 的 7%下降到低于 3.8%; 先进生物柴油添加比例下限由 2021 的 0.5%提升到 6.8%。卓越新能产品所属的先进生物柴油将有更大的需求空间。

按照到 2030 年欧洲柴油消费量 2 亿吨、生物柴油添加比例达到下限的 14% 测算, 届时欧洲生物柴油需求量约为 2800 万吨, 约是 2020 年的两倍。按照 7000 元/吨计算, 对应市场空间超过 1500 亿元。

碳中和、垃圾分类有望从供需两端推动我国生物柴油消费市场开启。我国做出在 2030 年碳达峰, 2060 年实现碳中和的承诺, 预计“达峰计划”有望于 2021 年发布实施。根据行业测试数据, 1 吨生物柴油可实现 2.83 吨的碳减排, 生物柴油作为可再生低碳清洁能源, 有望在我国燃料领域的碳减排中发挥重要作用。同时, 我国正在推行“垃圾分类国家制度”, 也将带来废油脂处置的刚性需求增量。按照我国 2025 年城市垃圾产生量 3 亿吨、35%湿垃圾分出量、废油脂处理装置占湿垃圾重量 3%计算, 届时仅垃圾分类就将新增超过 300 万吨的废油脂处理需求。

2019 年, 中国柴油表观消费量为 14619.3 万吨, 同比下滑 6.25%; 中国煤油表观消费量为 3869.6 万吨, 同比上涨 4.32%。如果未来我国推行 B5 生物

柴油标准，按照 1.5 亿吨柴油消费量测算，对应生物柴油需求可达 750 万吨；远期推行 B10 生物柴油将带来 1500 万吨生物柴油需求。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.31 亿元、3.47 亿元、4.64 亿元，每股收益分别为 1.93 元、2.89 元、3.87 元，对应 PE 分别为 31 倍、21 倍、16 倍，公司产能释放有望带动业绩持续增长，参考可比公司估值水平，维持公司“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1295	1400	2175	2826
(+/-%)	27.21	8.11	55.36	29.93
净利润(百万元)	216	231	347	464
(+/-%)	0.61	0.07	0.50	0.34
摊薄每股收益(元)	1.80	1.93	2.89	3.87
市盈率(PE)	22.71	31.46	20.96	15.66
市净率(PB)	2.37	3.15	2.72	2.30

资料来源：Wind，太平洋证券；注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、卓越新能：生物柴油产能、出口第一的再生新能源企业	5
(一) 公司成长史：产能持续扩张，销售聚焦欧盟	5
(二) 股权结构及股东背景：实控人为核心技术人员，有 20 多年行业经验	6
(三) 经营模式：废弃油脂综合利用，生物柴油为主导的新能源生产商	6
二、生物柴油：减排意义重大，“碳中和”推动全球需求增长	8
(一) 生物柴油是废油脂利用的理想途径，具有重要社会和环境意义	8
(二) 欧盟是最大、最成熟消费地，“碳中和”促生物柴油需求持续增长	10
三、垃圾分类、碳中和有望从供需两端推动我国生物柴油消费增长	14
(一) 目前国内生物柴油主要用于绿色化学品原料	14
(二) 垃圾分类带动废油脂处置需求，碳中和推动生物柴油添加需求	15
四、公司分析：管理财务稳健，产品竞争优势显著、进入扩张周期	18
(一) 公司生物柴油产品符合欧美标准，享受碳减排双倍计数	18
(二) 公司已建立完善废油脂采购体系	19
(三) 进入产能扩张期，生物柴油规划产能翻倍至 60 万吨	21
(四) 财务分析：盈利能力持续提升、负债率极低、现金流良好	21
五、盈利预测及估值	23
(一) 盈利预测	23
(二) 估值分析及投资建议	24
六、风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司现有产品主要产能	5
图表 3: 公司上市后股权结构	6
图表 4: 公司主营业务及产品应用情况	7
图表 5: 废油脂分类及特点	8
图表 6: 几种利用方向对废油脂的各项指标要求	8
图表 7: 卓越新能生物柴油产业链关系图	9
图表 8: 生物柴油利用的社会意义	9
图表 9: 全球历年生物柴油产量 (单位: 万吨)	10
图表 10: 全球生物柴油主要产区分布情况	10
图表 11: 全球及欧洲历年生物柴油日消费量	10
图表 12: 2019 年全球各地区日消费量占比	10
图表 13: 各国际或地区承诺碳中和情况统计	11
图表 14: 生物柴油利用的社会意义	12
图表 15: 欧盟生物柴油分类及 RED2 等相关法规强制添加要求	12
图表 16: 欧盟主要国际生物柴油强制混合比例及目标	13
图表 17: 2020~2030 年欧盟市场生物柴油需求测算	14
图表 18: 我国历年生物柴油产销量及增速 (单位: 千桶/日)	14
图表 19: 竞争格局: 我国及欧洲主要生物柴油生产企业概况	14
图表 20: 我国历年 PVC 表观消费量 (单位: 万吨)	15
图表 21: 我国推广生物柴油使用相关政策法规	16
图表 22: 垃圾分类带来废油脂处置需求预测	17
图表 23: 我国生物柴油添加需求预测	17
图表 24: 公司生产生物柴油种类及应用领域、性能	18
图表 25: 公司出口生物柴油与我国、欧美生物柴油标准对比	18
图表 26: 欧盟生物柴油分类及对应碳减排参考值	19
图表 27: 公司产品价格与欧洲市场 UCOME、RME、菜籽油价格走势比较	19
图表 28: 公司国内外废油脂采购渠道及工作方法	20
图表 29: 公司废油脂采购管理制度	20
图表 30: 公司地沟油采购价与主要油脂价格走势比较 (单位: 元/吨)	20
图表 31: 公司生物柴油及其他产品未来 3 年产能规划 (单位: 万吨)	21
图表 32: 公司营收及净利持续稳定增长 (百万元)	21
图表 33: 公司历年收入结构 (百万元)	21
图表 34: 公司各产品历年毛利率变化	22
图表 35: 不同商品种类对应的毛利率水平	22
图表 36: 公司历年资产负债率及周转率	22
图表 37: 公司历年流动及速动比率	22
图表 38: 公司历年收到现金及经现净额 (百万元)	22
图表 39: 公司历年收现比	22
图表 40: 公司业绩分拆及预测表	23
图表 41: 公司与中信其它化学制品 III 估值比较	24

一、卓越新能：生物柴油产能、出口第一的再生新能源企业

公司地处福建龙岩，是从事利用废动植物油(地沟油、泔水油、酸性油脂)生产生物柴油的国家级高新技术企业，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年生物柴油生产量超过24万吨，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。

(一) 公司成长史：产能持续扩张，销售聚焦欧盟

公司2001年成立，2009年开始关注海外市场，自成立以来，公司产能持续扩张，生物柴油产品获得ISCC认证，满足欧美市场标准目前生物柴油主要销往欧盟市场，成为国内生物柴油出口量第一的企业。

截止2020年，公司现有生物柴油产能28万吨、生物质增塑剂产能4万吨、工业甘油产能2万吨、水性醇酸树脂产能3万吨，美山基地在建生物柴油产能10万吨，远期规划达到30万吨。

图表1：公司发展历程



资料来源：太平洋证券整理

图表2：公司现有产品主要产能

公司产品	产能	2019年产量	备注
生物柴油	28	24.6	产品：2#：主打产品，产销占比超85%；主要销往欧洲；3#：部分消费给色泽要求低的增塑剂客户，或工业锅炉市场；4#：自用于锅炉燃料代替煤炭，部分销往工业锅炉市场
生物酯增塑剂	4	4.4	是一种无毒、环保、可降解的新型塑料增塑剂，主要用于环保要求较高的领域。
工业甘油	2	0.8889	生物柴油副产物深加工产品，用途广泛。
水性醇酸树脂	3	-	2020年新增产能，由公司自产的长链不饱和烃占比较高的生物柴油或高碘值废油脂与副产物提炼的工业甘油深加工而成。水性醇酸树脂以水为溶媒，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。

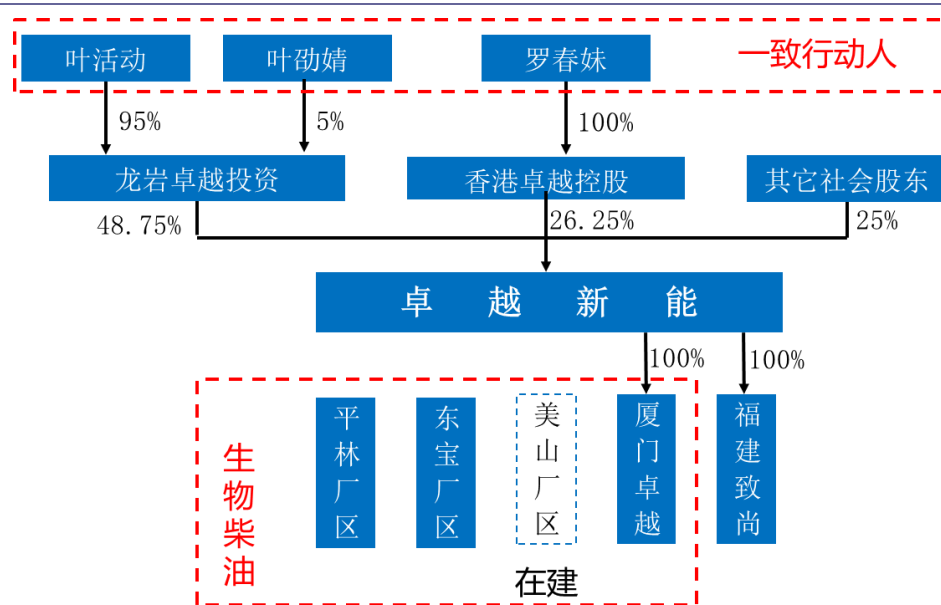
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 股权结构及股东背景：实控人为核心技术人员，有 20 多年行业经验

公司股权结构简单，叶活动、罗春妹夫妇及其女儿叶劲婧为公司实控人。

叶活动作为公司创始人，为科技部“十二五科技支撑计划”农业领域生物液体燃料科技工程专家，是公司的核心技术人员，有 20 多年的全程参与了公司各项专利和非专利技术的研发过程，同时作为课题带头人先后承担了“生物柴油国家重点新产品计划”、国家“十五科技攻关计划”、国家“十一五科技支撑计划”、国家“十二五科技计划”等课题任务，并先后荣获福建省科学技术奖三等奖，广东省科学技术一等奖等奖项。

图表 3：公司上市后股权结构

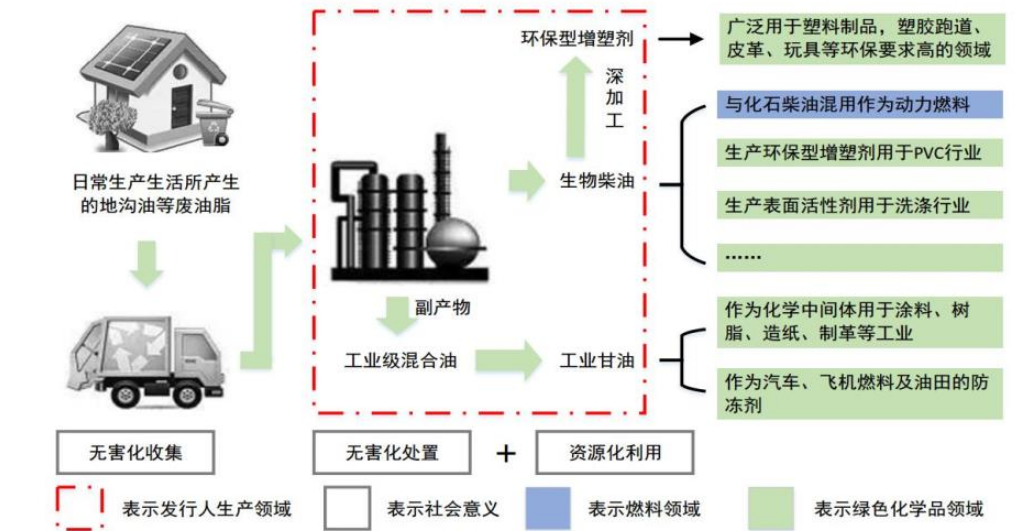


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 经营模式：废弃油脂综合利用，生物柴油为主导的新能源生产商

公司目前形成了以生物柴油为主，并有延伸至生物酯增塑剂、工业甘油、水性醇酸树脂等副产品深加工或者生物柴油深加工等领域，未来公司将持续对产品结构进行提升、优化，目前规划建设烃基生物柴油、天然脂肪醇、丙二酸等项目，做到对废弃油脂的“吃干榨净”，持续提升其综合利用水平、经济附加值。

图表 4：公司主营业务及产品应用情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、生物柴油：减排意义重大，“碳中和”推动全球需求增长

(一) 生物柴油是废油脂利用的理想途径，具有重要社会和环境意义

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。废油脂根据来源的不同而划分为地沟油、酸化油等。

2018 年我国食用植物油消费量为 3190 万吨，按废油脂产生量占总消费量 30% 估算，食用油产生的废油脂约为 900 万吨/年；此外，油脂精加工、各类肉制品加工等工业生产产生的废油脂约 100 万吨以上，因此我国每年产生废油脂约为 1000 万吨。而目前我国生物柴油年产量仅在 100 万吨左右，废油脂加工利用具有广阔市场。

图表 5：废油脂分类及特点

	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 (gI2/100g)	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，太平洋证券整理

废油脂的主要利用方向为生物柴油、工业油酸、肥皂、出口等，从各利用方向对指标的要求看，生物柴油对原料的要求相对宽松。供应商收集的废油脂来源广泛且单处收集的数量较少，常常将各种来源的废油脂混集一起，在达到一定数量后集中处置，导致油品指标各不相同，在处置去向上选择较少。因此生物柴油是废油脂大规模集中处理的理想途径。

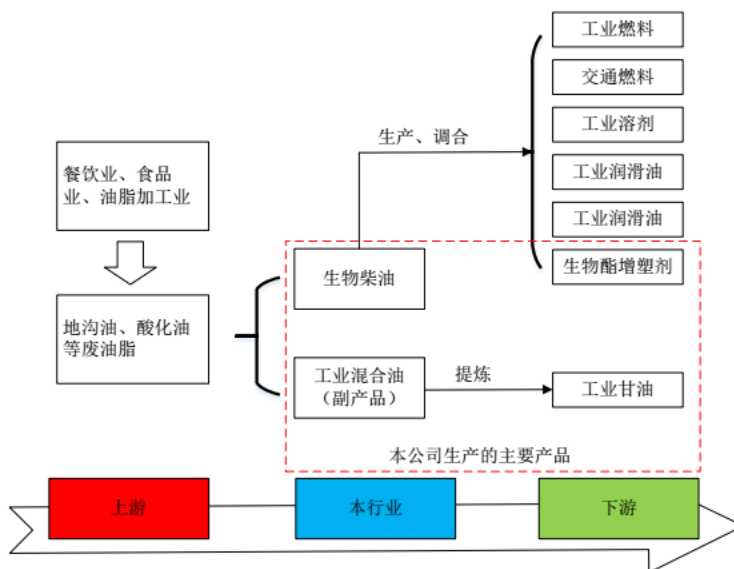
图表 6：几种利用方向对废油脂的各项指标要求

应用方向	对原料废油脂的要求
生物柴油	碘值≥30，酸值无要求，几乎覆盖全部废油脂品种

工业油酸	碘值 ≥ 110 ，酸值 ≥ 100 ，只能使用部分废油脂品种
肥皂	碘值 ≤ 70 ，酸值 ≤ 20 ，不皂化物含量 $\leq 1\%$ ，只能使用部分废油脂品种
废油脂出口	碘值 ≥ 80 ，酸值 $\leq 10\sim 12$ ，硫含量 $\leq 50\text{ppm}$ ，水杂 $\leq 2\%$ ，对废油脂品质有较高要求

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 7：卓越新能生物柴油产业链关系图



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

地沟油作为城市生活垃圾分离的一种废旧资源，其合理利用除具有经济价值外，还具有维护食品安全、环保、碳减排等多重社会和环境意义。

图表 8：生物柴油利用的社会意义

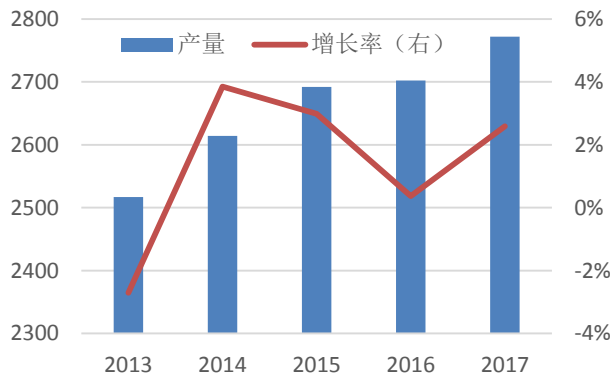
项目	具体内容
食品安全	为地沟油提供合法合规处置渠道，防止其回流餐桌和饲料领域，对维护食品安全具有重要意义。
环保	地沟油污染环境，容易散发恶臭、堵塞下水道等；其有效利用有助于改善环境质量，解决垃圾分类的后顾之忧。可作为可降解绿色化学品原料，减少芳烃等有害物质对人类健康的影响。
碳减排	生物柴油是再生清洁能源，1 吨生物柴油可实现 2.83 吨的碳减排。
其它	作为生物质可再生能源，是国家能源体系的重要补充之一。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(二) 欧盟是最大、最成熟消费地，“碳中和”促生物柴油需求持续增长

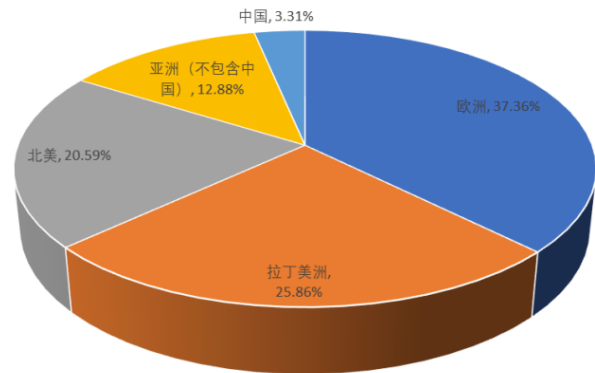
2017 年全球生物柴油产量 2772 万吨，主要分布在欧洲、拉丁美洲和北美。欧洲生物柴油产量占全球近 40%。

图表 9：全球历年生物柴油产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、UNSD、REN21，太平洋证券整理

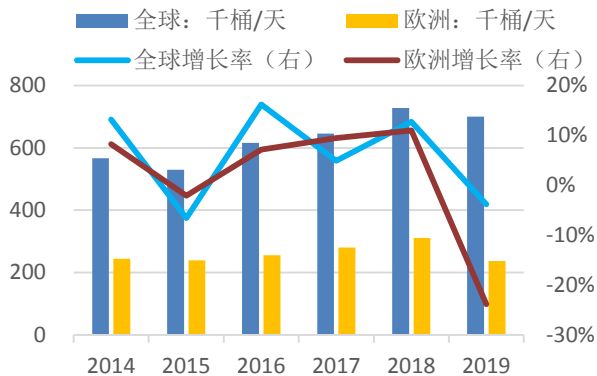
图表 10：全球生物柴油主要产区分布情况



资料来源：公司公告、REN21，太平洋证券整理

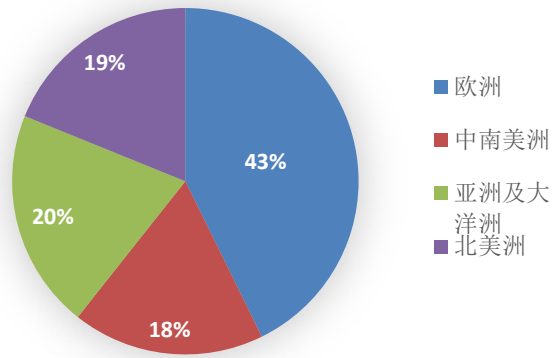
生物柴油的消费存在明显的地域性。主要集中在欧洲，美国，南美的巴西、阿根廷以及东南亚的印度尼西亚和泰国，其他地区有零星分布。2018 年欧洲生物柴油日消费量 310.74 千桶/日，占全球总消费量超过 40%。

图表 11：全球及欧洲历年生物柴油日消费量



资料来源：WIND，EIA，太平洋证券整理

图表 12：2019 年全球各地区日消费量占比



资料来源：WIND，EIA，太平洋证券整理

2019~2020 年前后，欧盟、中国等全球主要经济体陆续做出在 2050 年前后实现“碳中和”承诺。我们认为，在柴油使用领域，电动化受到使用场景的多重限制，其进程或将显著慢于以乘用车为主的汽油车。在这种背景下，尽量提升使用可再生燃料的比例，或将是柴油消费碳减排的重

要途径。生物柴油作为可再生清洁燃料，在碳减排中将发挥重要作用，预计未来需求量将持续增长。

生物柴油具有与化石柴油相似的指标，在某些指标上能对化石柴油起到改良作用，因此作为动力燃料是生物柴油最主要的应用领域，根据联合国统计司（UNDA）的统计，生物柴油应用领域中作为燃料用途占比 98.53%，其他领域仅占 1.47%。在燃料领域，人们一般将生物柴油掺混入化石柴油中制成混合柴油。生物柴油属清洁可再生能源，混合柴油与化石柴油相比，燃烧过程中有害气体排放较少。

图表 13：各国际或地区承诺碳中和情况统计

国家及地区	目标日期	承诺性质	目标内容及其它	承诺日期
奥地利	2040 年	政策宣言	2030 年实现 100%清洁电力，并以约束性碳排放目标为基础。	2020 年 1 月
加利福尼亚	2045 年	行政命令	2045 年前实现电力 100%可再生	2018 年 9 月
加拿大	2050 年	政策宣示	制定具有法律约束力的五年一次的碳预算。	2019 年 10 月
智利	2050 年	政策宣示	2024 前关闭 8 座煤电厂，2040 淘汰煤电。	2019 年 6 月
中国	2060 年	政策宣示	努力在 2050 实现碳中和，2030 年碳达峰	2020 年 9 月 22 日
哥斯达黎加	2050 年	提交联合国	2050 年净排放量为零	2019 年 12 月
丹麦	2050 年	法律规定	到 2050 年建立“气候中性社会”的计划	2018 年
欧盟	2050 年	提交联合国	整个欧盟 2050 年净零排放	2019 年 12 月
斐济	2050 年	提交联合国	目标是在所有经济部门实现净碳零排放。	2018 年
法国	2050 年	法律规定		2019 年 6 月 27 日
芬兰	2035 年	执政党联盟协议	限制工业伐木，并逐步停止燃烧泥炭发电	2019 年 6 月
德国	2050 年	法律规定	德国将在 2050 年前“追求”温室气体中立。	2019 年 12 月
匈牙利	2050 年	法律规定	2050 年气候中和	2020 年 6 月
冰岛	2040 年	政策宣示	淘汰运输业的化石燃料、植树和恢复湿地	2018 年
爱尔兰	2050 年	执政党联盟协议	在未来十年内每年减排 7%。	2020 年 6 月
日本	21 世纪后半叶	政策宣言		2019 年 6 月
马绍尔群岛	2050 年	自主减排承诺	2050 年实现净零排放	2018 年 9 月
新西兰	2050 年	法律规定	生物甲烷除外，2050 年生物甲烷较 2017 年减少 24-47%。	2019 年 11 月
挪威	2050、2030	政策宣示	2030 年国际抵消碳中和，2050 国内碳中和	
葡萄牙	2050 年	政策宣示	净零排放	2018 年 12 月
新加坡	21 世纪后半叶	提交联合国	到 2040 年，内燃机车将逐步淘汰	2020 年 3 月
斯洛伐克	2050 年	提交联合国	2050 年实现“气候中和”。	
南非	2050 年	政策宣示	2050 年成为净零经济体	2020 年 9 月
韩国	2050 年	政策宣示	在 2050 年前使经济脱碳，并结束煤炭融资	2020 年 4 月
西班牙	2050 年	法律草案		2020 年 5 月
瑞典	2045 年	法律规定	较巴黎协定提前五年。至少 85%由国内完成	2017 年
瑞士	2050 年	政策宣示	深化《巴黎协定》规定的减排 70-85%的目标	2019 年 8 月 28 日
英国	2050 年	法律规定	在 2045 年实现净零排放	2019 年 6 月 27 日
乌拉圭	2030 年	自主减排承诺	预计到 2030 年，该国将成为净碳汇国	

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

欧洲是生物柴油生产和应用最早的地区，也是生物柴油研究和推广的主要地区，具有多年的使用生物柴油的历史，是生物柴油应用的成熟市场。作为碳减排的重要手段之一，欧盟出台了一系列鼓励消费生物柴油的政策。欧盟多数成员国结合自身情况，制定了符合本国实际情况的强制添加比例以目标。预计随着《可再生能源指令 2》于 2021 年实施，欧洲生物柴油需求将在未来 10 保持持续增长态势。

图表 14：生物柴油利用的社会意义

时间	政策	主要内容
2003 年 2006 年	《在交通领域促进使用生物燃料油或其他可再生燃料油的条例》、《欧盟生物燃料战略》	规划生物燃料占全部燃料的比重从 2005 年的 2% 增长到 2010 年的 5.75%；到 2030 年，生物燃料在交通运输业燃料中占的比重将达到 25%
2009 年	《可再生能源指令》	制定了生物燃料使用的强制目标：每个成员国必须保证到 2020 年欧盟温室气体排放量比 1990 年减少 20%；可再生能源占能源总比例达到 20%，运输部门中生物燃料占总燃料消费的比例不低于 10%。如果生物燃料的原料来源为废弃物、非食物纤维或木质纤维等，在计算运输部门生物燃料消费比例时，相比常规生物燃料其使用量遵循双倍减排计数原则（即使用量若为 1 升，计算完成量时为 2 升）。
2014 年	《可预见的能源和气候目标框架（2020~2030）》	强调可替代的可再生燃料将有助于解决 2030 年的交通运输部门碳减排的挑战，重点将放到电动汽车和立足于非粮作物的生物柴油
2015 年	《生物柴油调合燃料的 B20/B30 标准》	允许在化石柴油中添加 20% 或 30% 的生物柴油，相比于之前欧盟车用柴油标准，生物柴油与化石柴油的掺混比例进一步提高
2015 年	欧盟间接土地使用变化指令	农业土地上种植的农作物为原料的生物燃料份额的上限为 7% 等。
2018 年	《可再生能源指令 2》（RED II）	2018 年签订，2021 年生效。新的指令为欧盟制定了一个新的可再生能源目标，其占比在 2030 年达到至少 32%，其中可再生燃料在运输中所占份额的目标提高 14%，传统生物燃料上限 7%；先进生物燃料 PART A 下限：2022 年 0.2%、2025 年 1%、2030 年 3.6%。PART B 2030 年上限 1.7%。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 15：欧盟生物柴油分类及 RED2 等相关法规强制添加要求

生物燃料分类	定义	在交通部门的应用要求				
		RED I /CCP/ILUC	2019 年	RED II		
传统生物燃料	以粮食为原料的生物燃料（大豆油 S、菜籽油、棕榈油、向日葵油）	10%	<7%	7.30%	2030 年达到 14%	2021:<7%； 2030:<3.8%

先进生物燃料	part A	非粮食为原料的生物柴油，主要有： 在池塘或光生物反应器中的土地上种植藻类 秸秆 棕榈油厂废水和空的棕榈果串，粗甘油，甘蔗渣 葡萄渣和酒糟坚果壳，去核的果壳，玉米来自林业和以森林为基础的工业的废物和残留物的生物量部分 非食品纤维素材料除锯材和单板原木外的其他木质纤维素材料					下限： 2021：1.5% 2030：6.8%
	part B	用过的食用油 某些种类的动物脂肪		--			上限：2030： 1.7% (可修改)

资料来源：太平洋证券整理

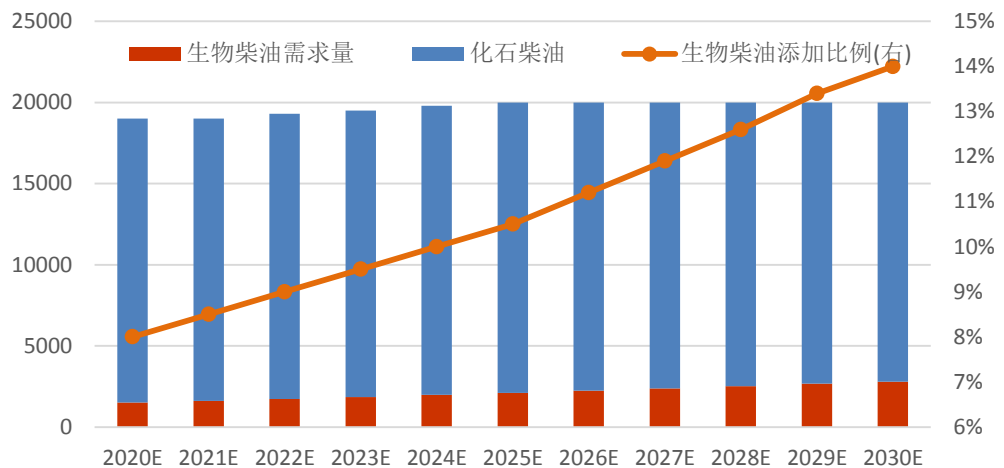
图表 16：欧盟主要国际生物柴油强制混合比例及目标

国家	2016	2017	2018	2019	2020-2030 目标
德国	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	2020 年目标 6%
英国	4.75%	4.75%	7.25%	8.50%	2020 年目标 9.75%；2032 年目标 12%
法国	7.70%	7.70%	7.50%	7.90%	2020 年目标 8.2%
荷兰	7.00%	7.75%	8.50%	9.25%	2020 年目标 16.4%
意大利	5.50%	6.50%	7.00%	8.00%	2020 年目标 9%
西班牙	4.30%	5.00%	6.00%	7.00%	2020 年目标 8.5%
捷克	2.00%	4.00%	6.00%	6.00%	2020 年目标 10%
葡萄牙	7.50%	9.00%	9.00%	10.00%	2020 年目标 10%
芬兰	10.00%	12.00%	15.00%	18.00%	2020 年目标 20%
波兰	7.10%	7.10%	7.50%	8.00%	2020 年目标 8.5%
爱尔兰	6.00%	8.00%	8.00%	10.00%	2020 年目标 11%
丹麦	5.75%	5.75%	5.75%	8.00%	
希腊	7.57%	7.00%	7.00%	7.00%	维持 7%
葡萄牙	7.50%	7.50%	7.50%	10.00%	维持 10%
挪威	5.50%	8.00%	10.00%	12.00%	2020 年目标 20%
比利时	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	2020 年目标 8.5%
瑞典			19.30%	20.00%	2020 年目标 21%
澳大利亚	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	2020 年目标 8.75%
斯洛伐克	5.50%	5.80%	5.80%	6.90%	2020 年 7.6%；2021 年 8.0%；2022-2030 年 8.2%
匈牙利	4.90%	4.90%	4.90%	6.40%	维持 6.4%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

欧盟 28 国 2019 年的柴油消费量接近 2 亿吨，我们按照到 2030 年欧洲柴油消费量 2 亿吨、生物柴油添加比例达到《可再生能源指令 2》要求下限的 14% 测算，届时欧洲生物柴油需求量约为 2800 万吨，约是 2020 年的两倍。按照 7000 元/吨计算，对应市场空间超过 1500 亿元。

图表 17：2020~2030 年欧盟市场生物柴油需求测算



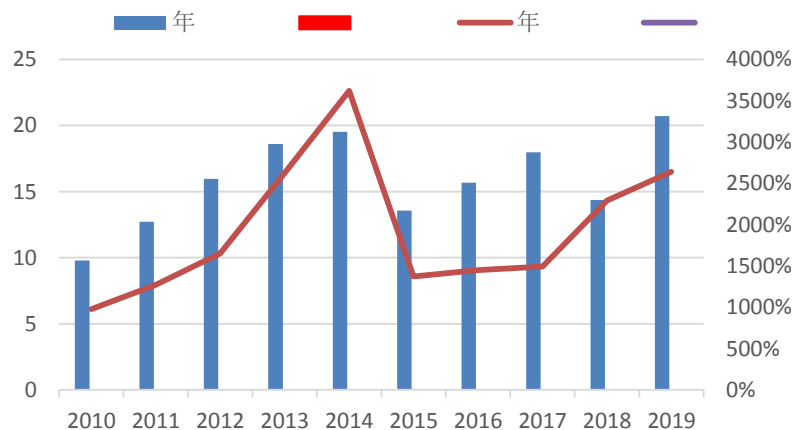
资料来源：太平洋证券整理

三、垃圾分类、碳中和有望从供需两端推动我国生物柴油消费增长

(一) 目前国内生物柴油主要用于绿色化学品原料

国内生物柴油主要作为生物基绿色化工原料，年产销量在 100 万吨左右。生物柴油成分为脂肪酸甲酯，因此可以用于生产环保型增塑剂、表面活性剂、工业溶剂、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 18：我国历年生物柴油产销量及增速（单位：千桶/日）



资料来源：wind，太平洋证券整理

在原油价格近年持续低迷的背景下，生物柴油作为燃料出口欧盟的价值量更高，我国相对规模较大的卓越新能、东江能源、三聚环保等生产的生物柴油均以出口为主。卓越新能目前是国内产能和出口规模的双龙头。

图表 19：竞争格局：我国及欧洲主要生物柴油生产企业概况

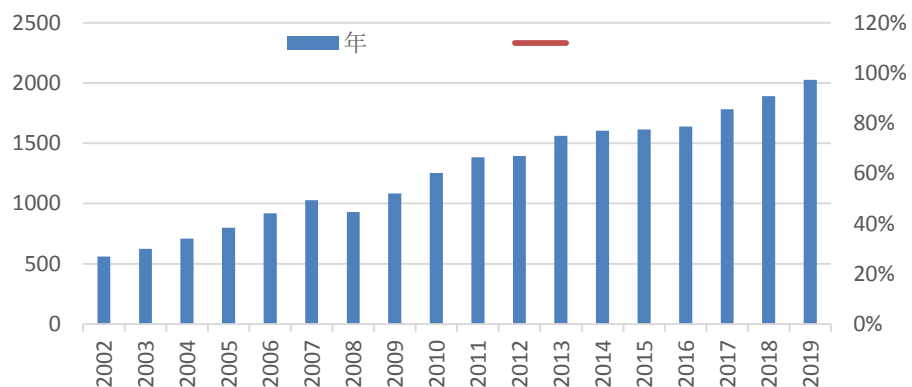
	公司名称	概况
国内	卓越新能	国内产能和出口龙头，现有生物柴油产能 28 万吨，2021 年 40 万吨，远期 60 万吨。
	河北金谷集团	现拥有年产 10 万吨生物柴油生产线
	唐山金利海	现有年产 6 万吨生物柴油生产线。2018 年生物柴油年收入为 2.89 亿元。
	浙江东江能源科技	上市公司嘉澳环保子公司，生物柴油产能 5 万吨，2018 年销售生物柴油 7.16 万吨。在建 10 万吨生物柴油项目预计 2021 投产。
	河北隆海生物能源	现拥有年产 6 万吨生物柴油生产线。2018 年实现生物柴油年收入 0.79 亿元。
	荆州大地生物工程	现有生物柴油产能 5 万吨，2017 年因产线调整柴油产品及附属产品都没有产出。
	上海中器环保科技	生物柴油生产能力为 100 吨/天，废弃油脂处置能力为 120 吨/天。
	三聚环保	依托悬浮床技术生产二代生物柴油，现有产能 9 万吨，在建 40 万吨，远期规划产能达 100 万吨级。
欧洲	Biopetrol Industries AG	位于瑞士巴尔，是欧洲最大的生物柴油和医药级甘油生产商之一，全球排名第二。
	凯美瑞亚斯凯特	位于德国马格德堡，德国生产生物柴油的主要企业之一，具有 100 多年的经营历史。
	Greenergy Fuels Holdings	位于英国，是欧洲最大的以废油脂为原料的生物柴油生产商之一。
	Biocom Energía, S.L.	西班牙最大的第二代生物柴油生产商，产品质量符合欧洲 EN14214 质量认证标准。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

近年来随着环保意识的提升，环境压力的加大，各国在多种领域相继出台了禁止使用邻苯类化合物政策，欧盟亦颁布实施了 REACH 法规、RoHS 以及 WEEE 指令，许多企业已逐步采用环保型增塑剂替代传统的增塑剂品种。

根据公司招股说明书，2015 年全国增塑剂产量达到 300 万吨，其中传统邻苯类增塑剂使用比例由 81%降为 65%，环保、功能性增塑剂使用比例提高到 35%以上。据此估算，2015 年我国环保、功能性增塑剂产量达到 105 万吨；预计目前环保、功能性增塑剂产量约在 120~130 万吨左右。

图表 20：我国历年 PVC 表观消费量（单位：万吨）



资料来源：wind，太平洋证券整理

（二）垃圾分类带动废油脂处置需求，碳中和推动生物柴油添加需求

我国尚未强制要求在柴油中强制添加生物柴油。目前，河南、安徽等多个省份及地市已开始使用乙醇汽油，在柴油领域，也有部分省、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。目前中石化上海石油建成 B5 生物柴油调和基地 1 座，达到年发货 40 万—60 万吨 B5 生物柴油的规模，旗下加油站日均加注约 1.58 万辆次。上海石油正在积极推进 B10 生物柴油的研发。

2020 年，我国做出在 2030 年碳达峰，2060 年实现碳中和的承诺，预计“达峰计划”有望于 2021 年发布实施。根据行业测试数据，1 吨生物柴油可实现 2.83 吨的碳减排，生物柴油作为可再生低碳清洁能源，有望在我国燃料领域的碳减排中发挥重要作用。

图表 21：我国推广生物柴油使用相关政策法规

时间	单位	名称	内容
2011 年	商务部	关于“十二五”期间石油流通行业发展的指导意见	加快车用燃油低硫化步伐，全面推动清洁汽柴油在全国范围内使用，切实降低机动车尾气污染。积极研究制订生物柴油、乙醇汽油等替代能源的市场流通政策，构建高效、清洁、低碳的能源供应体系。
2014 年	国务院办公厅	能源发展战略行动计划（2014-2020 年）	积极发展交通燃油替代。加强先进生物质能技术攻关和示范，重点发展新一代非粮燃料乙醇和生物柴油，超前部署微藻制油技术研发和示范。加快发展纯电动汽车、混合动力汽车和船舶、天然气汽车和船舶，扩大交通燃油替代规模。
2014 年	国家能源局	生物柴油产业发展政策	结合餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工作，建设废弃油脂回收供应体系。建立餐饮、食品加工等废弃油脂定点回收、定向供应机制，实现区域内废弃油脂应收尽收和资源化利用。鼓励废弃油脂供应单位积极向生物柴油生产企业交售废弃油脂；生产企业生物柴油产品收率（以可转化物计）达到 90% 以上，吨生物柴油产品耗甲醇不高于 125 千克、新鲜水不高于 0.35 立方米、综合能耗不高于 150 千克标准煤；副产甘油须回收、分离与纯化；“三废”达标排放；鼓励京津冀、长三角、珠三角等大气污染防治重点区域推广使用生物柴油。
2016 年	国家能源局	生物质能发展“十三五”规划	到 2020 年，生物质能基本实现商业化和规模化利用，其中生物柴油利用规模为 200 万吨，替代化石能源 300 万吨/年；加快生物柴油在交通领域的应用。对生物柴油项目进行升级改造，提升产品质量，满足交通燃料品质需要。健全生物柴油产品标准体系。开展市场封闭推广示范，推进生物柴油在交通领域的应用。
2017 年	质监局 国标委	国标《生物柴油调和燃料（B5）》（GB 25199-2017）	B5 柴油：体积分数为 1%-5% 的 BD100 生物柴油与体积分数为 95%-99% 的石油柴油的混合燃料。BD100 生物柴油：由动植物油脂或废弃油脂与醇（例如甲醇或乙醇）反应制得的脂肪酸单烷基酯，最典型的为脂肪酸甲酯（FAME），以 BD100 表示。标准还规定产品的具体分类、要求、实验方法、检验规则、日志、包装、运输和贮存

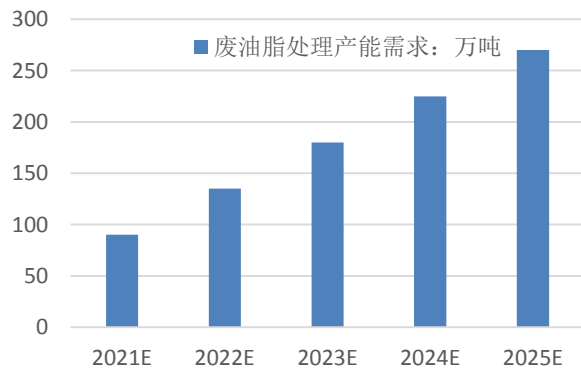
2020 年	上海食品安全工作联合会 《餐厨废弃油脂制 B10 柴油》团体标准	B10 柴油:体积分数为 5%-10%的 BD100 生物柴油与体积分数为 90%-95%的室友柴油的调合燃料。标准对生物柴油产品质量管控做出全面规定,油脂的闭环管理资源化利用以及再利用产业化发展,推动全社会的食品安全和大气污染治理。
--------	-------------------------------------	---

资料来源: wind, 太平洋证券整理

根据住建部等 12 部门于 2020 年 12 月印发的《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》,目标到 2020 年底 46 个主要城市基本建成分类投放、收集及运输转运体系,到 2025 年全国城市生活垃圾回收利用率达到 35%以上,并要求推进生活垃圾中低值可回收物的回收和再利用。参考上海垃圾分类试点的做法,垃圾分类将带动废油脂处理需求,生物柴油是较优选择。假设我国 2025 年城市垃圾产生量 3 亿吨,按照 35%湿垃圾分出量、废油脂处理装置占湿垃圾重量 3%计算,届时仅垃圾分类就将带动超过 300 万吨的废油脂处理需求。

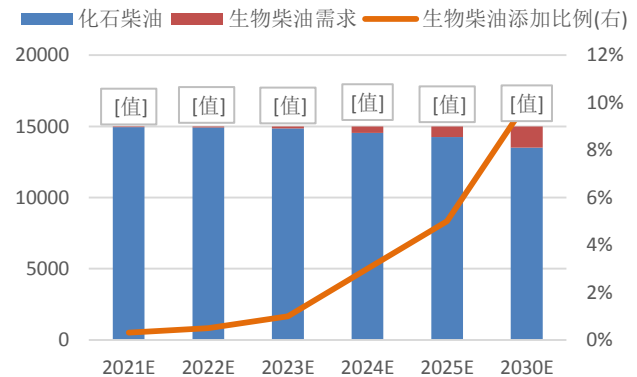
2019 年,中国柴油表观消费量为 14619.3 万吨,同比下滑 6.25%;中国煤油表观消费量为 3869.6 万吨,同比上涨 4.32%。如果未来我国推行 B5 生物柴油标准,按照 1.5 亿吨柴油消费量测算,对应生物柴油需求可达 750 万吨;远期推行 B10 生物柴油将带来 1500 万吨生物柴油需求。

图表 22: 垃圾分类带来废油脂处置需求预测



资料来源: 太平洋证券整理

图表 23: 我国生物柴油添加需求预测



资料来源: 太平洋证券整理

四、公司分析：管理财务稳健，产品竞争优势显著、进入扩张周期

(一) 公司生物柴油产品符合欧美标准，享受碳减排双倍计数

公司依据碳链长度的不同，将生物柴油产品分别命名为 1#、2#、3#和 4#。其中 2#生物柴油原料来源广泛，产量最高，约占总产量 85%，并且 2#生物柴油具有十六烷值较高、冷滤点较低、热稳定性好等优点，是公司出口欧洲市场的主要品种。3#、4#占比较少，主要应用于机械、锅炉燃料，制备醇酸树脂。由于公司目前未采购椰子酸油、棕榈仁酸油等原料，故公司未生产 1#产品。

公司生物柴油产品均符合我国、欧盟、美国等国家的生物柴油标准。其中，硫含量考虑到产品收率及性价比，根据客户建议，出厂标准设定为<15ppm。

图表 24：公司生产生物柴油种类及应用领域、性能

项目	1#	2#	3#	4#
碳链结构	12 碳和 14 碳为主，少量 16 碳	16 碳和 18 碳为主，微量 20 碳	18 碳和 20 碳为主，少量 16 碳和 22 碳	20 碳和 22 碳为主，少量 18 碳
碘值 (gI2/100g)	<50	80-90 和小部分 40-60	95-110	65-75
冷滤点	8° C	0-5° C	5-8° C	5° C
色号	50	50	300	500
硫含量	<10ppm	<10ppm 或 <15ppm	<50ppm	<200ppm
应用领域	燃料、表面活性剂的原料	清洁能源、环氧甲酯、生物酯增塑剂	机械、锅炉燃料、醇酸树脂、氯化甲酯	锅炉清洁燃料
性能	热值稍低、皂化值高，活性强	碘值适中、色相好、气候适应期长，热值接近化石柴油，应用领域广	色号深、碘值高、热值较高	色号深、热值高、燃烧效率高

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 25：公司出口生物柴油与我国、欧美生物柴油标准对比

国家和地区	我国生物柴油 BD100	欧洲生物柴油	美国生物柴油	公司出口 2# 生物柴油检测值	
实施/检测日期	2017	2014	2019	2016.6.23	2019.5.11
硫含量/ppm	≤50	≤10	≤500 (S500) ≤15 (S15)	9.7	13.5
酸值/(mgKOH/g)	≤0.5	≤0.5	≤0.5	0.2	0.22
氧化安定性 (110 °C) /h	≥6.0	≥8.0	>3	12.9	12.2
多不饱和脂肪酸 (%)	-	-	≤1.0	<0.6	<0.6
单甘酯含量/%	≤0.8	≤0.7	≤0.4 (1-B 级)	<0.10	<0.10
二甘酯含量/%	-	≤0.2	-	<0.10	<0.10
三甘酯含量/%	-	≤0.2	-	<0.10	<0.10
磷含量/(mg/kg)	≤10.0	≤4	≤10	<4	<4
水分/(mg/kg)	≤500	≤500	≤500	420	210
甘油含量	≤0.240	≤0.25	≤0.24	0.013	0.038

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

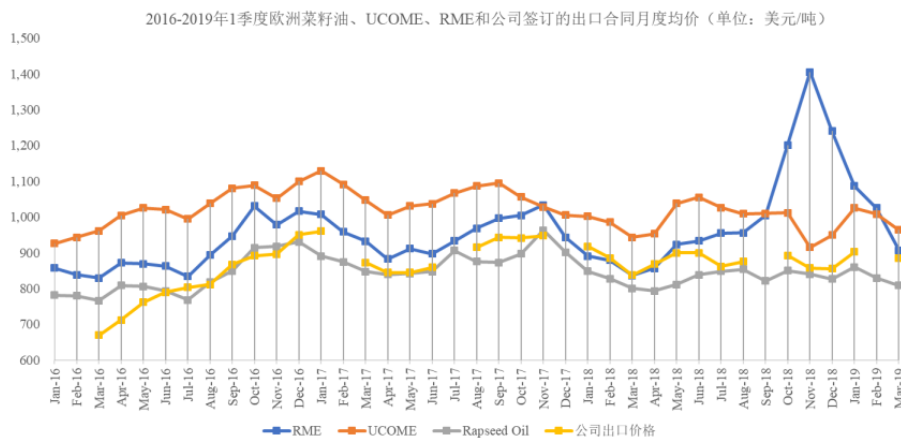
公司生物柴油产品碳减排参考值在 90%左右，按照欧盟生物柴油强制添加政策，大于 60%的部分可以碳减排双倍计数，且由于粮食基生物柴油碳减排参考值多低于 60%，公司产品竞争优势明显，即使价格相对粮食基生物柴油高出 200~300 美元/吨，仍有更高的性价比，长期处于供不应求的状态。

图表 26：欧盟生物柴油分类及对应碳减排参考值

生物柴油种类（按原料）	温室气体减排参考值
RME(菜籽油制备的生物柴油)	38%
SME(大豆制备的生物柴油)	31%
向日葵油	51%
PME(棕榈油制备的生物柴油)	19%
棕榈油（油厂甲烷捕获工艺）	56%
标准比例要求	60%
UCOME（废动植物生物柴油）	83%

资料来源：RED，太平洋证券整理

图表 27：公司产品价格与欧洲市场 UCOME、RME、菜籽油价格走势比较



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

（二）公司已建立完善废油脂采购体系

地沟油等废油脂属于城市生活垃圾（餐厨垃圾）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。由于废油脂收运单体规模小、工作环境恶劣、转运预加工复杂等因素，一直以来该行业以个人经营为主，行业内经营者众多、市场集中度较低。

公司已经建立较为完善的供应商管理体系，制定了采购流程和质检等相关管理制度，以保障公司原料的充足供给、保证原料及产品的质量达标、稳定。

图表 28：公司国内外废油脂采购渠道及工作方法

地区	渠道	工作方法
国内	通过废油脂生产企业追溯经销商	通过拜访各地的餐馆酒店、食品加工厂，了解其废油脂的去向，取得废油脂经营者的联系方式，通过对经营者的实地走访及后续的商谈，双方建立业务关系
	废油脂经销商相互引见	通过废油脂经营者之间的相互介绍引见，公司采购部实地走访经营者及商谈，双方建立业务关系
	经销商主动上门	随着公司在业内知名度逐步提升，有部分废油脂经营者主动致电公司采购部门，公司采购部实地走访并商谈，双方建立业务关系
国外	国贸部负责	通过东南亚等地的油脂精炼企业，了解其废油脂去向，取得废油脂经营者的联系方式，通过实地走访及商谈，双方建立业务关系，有些贸易商主动联系公司后双方接洽后并建立合作关系

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

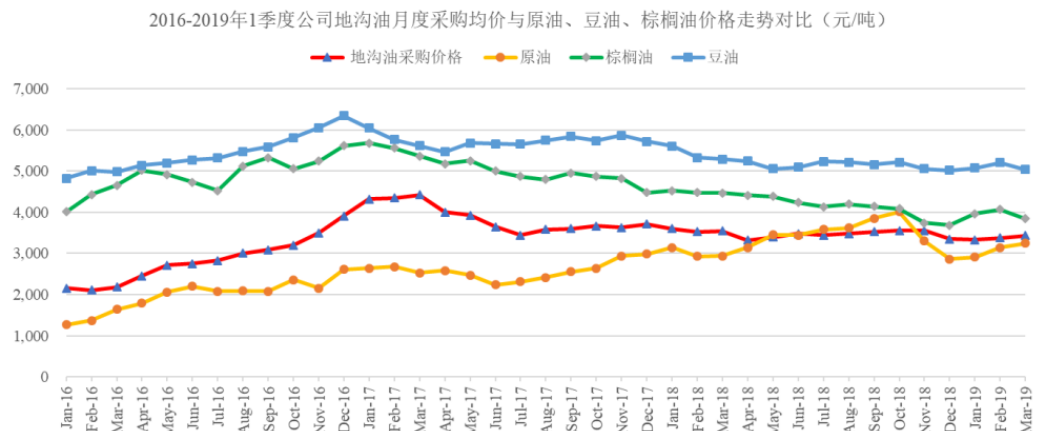
图表 29：公司废油脂采购管理制度



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司废油脂的采购价格，主要参考原油及大豆油、棕榈油等主要油脂的期现货价格以及生物柴油市场行情，综合研判后与供应商谈判确定。

图表 30：公司地沟油采购价与主要油脂价格走势比较（单位：元/吨）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(三) 进入产能扩张期，生物柴油规划产能翻倍至 60 万吨

公司近年通过新建及技改不断扩充生物柴油产能的同时，也逐步实现对副产品综合的加工利用，相关深加工产品品类不断增加。2020 年公司生物柴油产能达到 28 万吨；另外，生物质增塑剂、工业甘油、水性醇酸树脂产能分别为 4 万吨、2 万吨、3 万吨。

龙岩市政府计划以公司核心，规划建设美山生物精细化工产业园，涵盖生物质燃料加工、油脂加工、化工新材料等生物燃料相关产业链，美山基地将成为公司产能扩展的主要基地。随着公司 IPO 的美山 10 万吨募投项目在 2021 年投产，公司进入新一轮产能扩展期。预计到 2023 年公司生物柴油产能达到 60 万吨，较 2020 年增长超过 100%；各类化学品总产能达到 79 万吨，较 2020 年亦实现翻倍的增长。

图表 31：公司生物柴油及其他产品未来 3 年产能规划（单位：万吨）

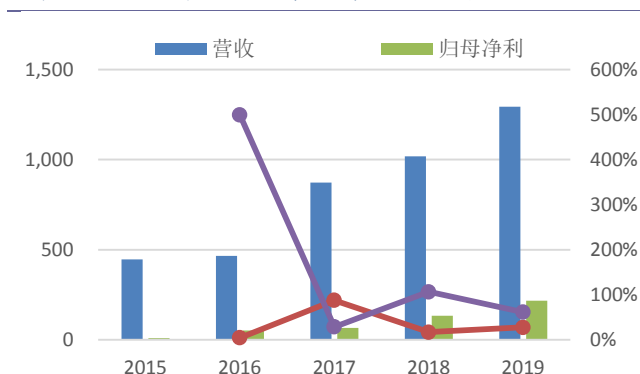
产品名称	2020	2021E	2022E	2023E
生物柴油	28	40	50	50
烃基生物柴油				10
生物柴油合计	28	40	50	60
生物质增塑剂	4	4	4	4
工业甘油	2	2	2	2
醇酸树脂	3	3	3	3
天然脂肪醇				5
丙二醇				5
总计	37	49	59	79

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 财务分析：盈利能力持续提升、负债率极低、现金流良好

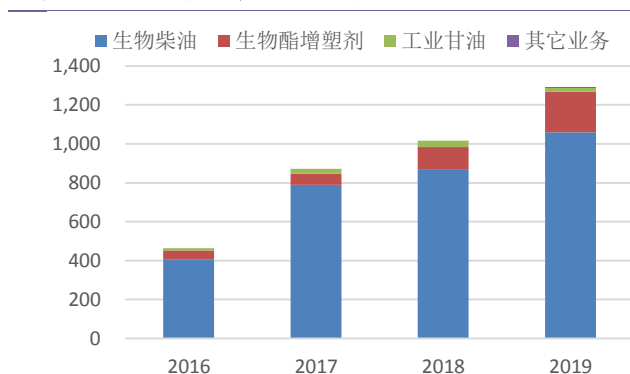
生物柴油是公司最主要的收入及利润来源，占比长期维持在 80% 以上。2015 年以来公司营收及净利持续稳定增长，且得益于公司生物柴油业务毛利率的大幅提升，公司近年净利增速显著大于营收增速。2015 年以来，公司 ROE(加权)、销售净利率水平也均呈现持续提升态势，2019 年分别达到 25.09%、16.65%，彰显公司生物柴油盈利能力持续增强并达到了较高水平。

图表 32：公司营收及净利持续稳定增长（百万元）



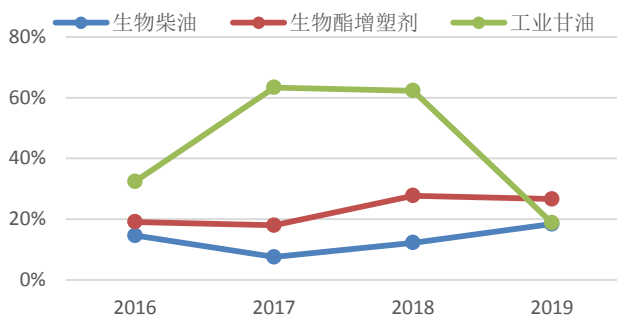
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 33：公司历年收入结构（百万元）



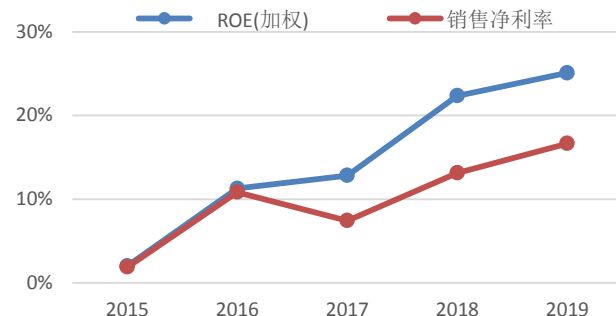
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 34：公司各产品历年毛利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

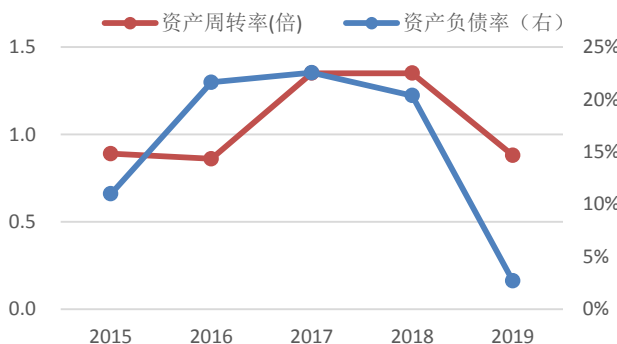
图表 35：不同商品种类对应的毛利率水平



资料来源：WIND，太平洋证券整理

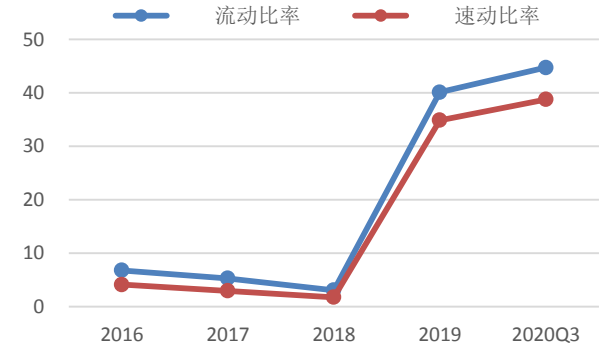
公司资产负债率长期维持在较低水平，2019 年资产负债率仅为 2.71%。较低的资产负债率表明公司财务结构的稳健，也为公司未来扩产、对外投资等提供了良好的财务基础。2019/2020 年，公司流动比率、速动比率维持在 40 倍左右的高位，基本没有债务风险，财务状况十分稳健。公司资产周转率在 1 倍左右波动，2019 年为 0.88 倍，和公司业务性质相匹配。

图表 36：公司历年资产负债率及周转率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

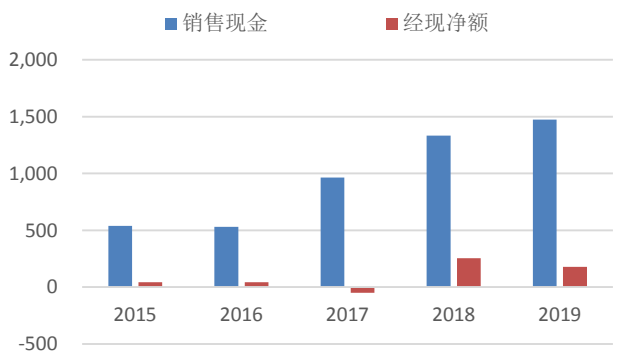
图表 37：公司历年流动及速动比率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

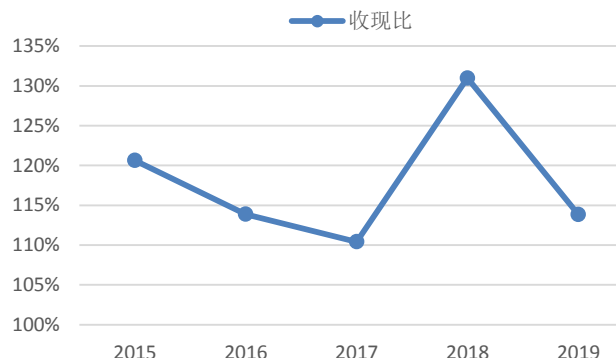
公司历年销售商品收到的现金、经现净额与营业收入、净利率基本相匹配；历年收现比均在 100%以上，2019 年收现比为 113.83%，彰显公司产品销售的现金流长期稳定向好。

图表 38：公司历年收到现金及经现净额（百万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 39：公司历年收现比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.31 亿元、3.47 亿元、4.64 亿元，对应每股收益分别为 1.93 元、2.89 元、3.87 元。主要假设：

- 公司生物柴油 2020~2022 年产能 28 万吨、40 万吨、50 万吨，相对保守估计对应产量分别为 20.5 万吨、32 万吨、40 万吨。生物柴油是公司未来 2 年主要的业绩增长点。
- 3 万吨醇酸树脂作为新增产能，产能缓慢爬坡，2020~2022 年产销量分别为 4500 吨、1 万吨、2 万吨。
- 公司生物柴油毛利率水平小幅提升；各产品价格及毛利率水平整体保持相对稳定。

图表 40：公司业绩分拆及预测表

产品	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
生物柴油	销量(吨)	201851	205000	320000	400000
	增长率	14.49%	1.56%	56.10%	25.00%
	均价(元/吨)	5248.612	5406.0702	5676.374	5960.192
	增长率	6.28%	3.00%	5.00%	5.00%
	营业收入(百万元)	1059.437	1108.2444	1816.44	2384.077
	增长率	21.68%	4.61%	63.90%	31.25%
	毛利率	18.37%	18.60%	20.10%	20.20%
生物质增塑剂	营业收入(百万元)	207.73	213.27	229.03	240.48
	增长率	83.01%	2.67%	7.39%	5.00%
	营业成本	152.48	156.54	168.11	176.51
	毛利率	26.60%	26.60%	26.60%	26.60%
工业甘油	营业收入(百万元)	22.49	43.40	56.97	59.82
	增长率	-28.84%	92.97%	31.25%	5.00%
	毛利率	18.74%	18.74%	18.74%	18.74%
醇酸树脂	销量(吨)		4500	10000	20000
	增长率			122.22%	100.00%
	均价(元/吨)		5555.56	5833.33	6008.33
	增长率			5.00%	3.00%
	营业收入(百万元)		25.00	58.33	120.17
	增速			133.33%	106.00%
	毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
营业收入总计		1294.53	1399.65	2175.36	2826.43
	增速	27.22%	8.12%	55.42%	29.93%
营业成本总计		1035.60	1112.73	1709.56	2217.85
综合毛利率		20.00%	20.50%	21.41%	21.53%
期间费用率		10.29%	11.10%	12.22%	11.97%
净利润		215.5646	231.10708	346.8082	464.175

资料来源：太平洋证券整理

(二) 估值分析及投资建议

预计公司 2020~2022 年净利分别为 2.31 亿元、3.47 亿元、4.64 亿元，对应每股收益分别为 1.93 元、2.89 元、3.87 元，按照 2021 年 1 月 5 日股价，对应 PE 分别为 31 倍、21 倍、16 倍。

目前 A 股从事生物柴油生产的企业较少，除公司外，仅有三聚环保和嘉澳环保两家公司。鉴于产品类似公司可比性不强，我们选取中信行业分类，其它化学制品 III，市值最高的 10 家公司进行比较。相对可比公司 2021 年平均市净率为 31 倍的估值水平，公司估值水平明显偏低，具体较大的修复空间。

图表 41：公司与中信其它化学制品 III 估值比较

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	企业价值 EBITDA (倍)
					TTM	20E	21E		
11	688196.SH	卓越新能	71	71	30	28	20	3	29
		平均值			43	66	31	5	37
1	688065.SH	凯赛生物	373	373	87	82	50	4	55
2	688106.SH	金宏气体	154	154	84	74	58	6	41
3	300072.SZ	三聚环保	133	133	-24	266	27	2	31
4	603906.SH	龙蟠科技	112	112	63	56	39	8	46
5	300910.SZ	瑞丰新材	108	108	66	53	35	11	80
6	603601.SH	再升科技	98	98	28	26	23	5	37
7	002326.SZ	永太科技	97	97	53	--	--	3	19
8	603916.SH	苏博特	90	90	22	20	16	3	15
9	300596.SZ	利安隆	84	84	33	27	21	4	24
10	603010.SH	万盛股份	83	83	33	28	20	6	34

资料来源：WIND，太平洋证券整理

六、风险提示

公司产能释放不及预期，公司产品价格出现超预期的波动。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。