

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

卓越新能(688196)

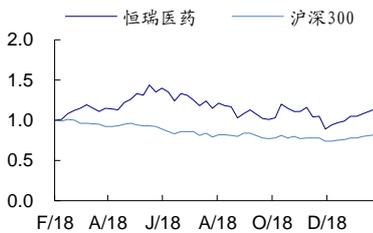
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	120/29
总市值/流通(百万元)	6,800/1,600
上证综指/深圳成指	3,412/13,607
12个月最高/最低(元)	75.50/30.60

证券分析师: 杨林

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306  
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 生物柴油龙头打造生物物质产业链布局

● 营收利润稳步增长, 业绩符合预期

2020 全年营收 15.98 亿元 (YoY+23.47%), 归母净利润 2.42 亿元 (YoY+12.37%), 业绩符合预期。分季度来看, Q1-Q4 营收分别为 3.04/5.39/3.59/3.95 亿元, 归母净利润分别为 0.35/1.11/0.47/0.49 亿元。公司全年毛利率 15.38% (-4.62pp), 四项费用率合计 7.64% (-1.43pp), 销售净利率为 15.15% (-1.50pp)。

● 生物柴油、生物基材料稳步放量, 毛利率略有收窄

生物柴油板块营收 13.54 亿元 (+27.76%), 毛利率 15.22% (-3.15pp), 由于人民币升值以及运输费用调入成本所致, 生物柴油全年外销销量 22.81 万吨 (+13.01%), 在东宝厂区产能受限背景下销量逆势增长, 均价 5934 元/吨 (+13.06%)。生物基材料板块包括 4 万吨/年增塑剂、2 万吨/年工业甘油、3 万吨/年醇酸树脂产能, 全年实现营收 2.37 亿元 (+2.92%), 毛利率 13.78% (-12.05pp), 产量 5.44 万吨 (+2.64%)。收入增长主要由于环保型醇酸树脂生产线年内建成并投入生产, 以及工业甘油产能释放所致。我们认为随着环保限严、下游需求提升, 公司的环保生物基材料有望持续放量, 带来业绩贡献。

● 生物柴油需求向好, 公司产品有望快速放量

受益于欧洲生柴强制掺混政策持续推动, 我国生物柴油出口量快速增长, 2020 年出口 91.1 万吨, 同比增长 37.6%, 2021 年 1-2 月累计出口 20.2 万吨, 同比增长 56.9%。公司现有生物柴油产能 30 万吨, IPO 募投 10 万吨生物柴油产能正在试运行。公司规划用 3 至 5 年时间完成生物柴油年产能 60 万吨、生物基材料产品年产能 20 万吨的产业布局。

● 风险提示: 原材料价格大幅波动风险; 在建项目进度不及预期的风险; 产品需求不及预期的风险。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.83/4.82/5.55 亿元, 同比增速 51.3%/26.3%/20.0%; 摊薄 EPS=3.05/3.86/4.63 元, 当前股价对应 PE=18.7/14.8/12.3x, 维持“买入”评级。

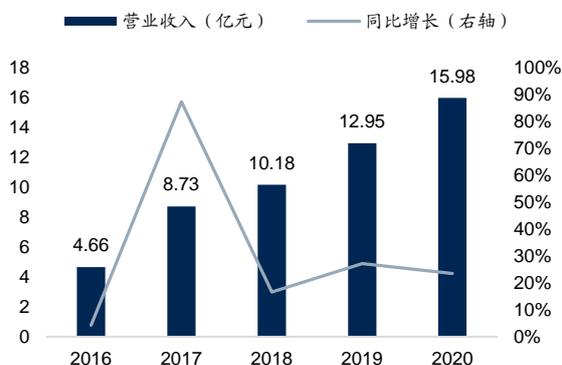
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,295	1,598	2,569	3,216	3,762
(+/-%)	27.2%	23.5%	60.7%	25.2%	17.0%
净利润(百万元)	216	242	366	463	555
(+/-%)	61.2%	12.4%	51.3%	26.3%	20.0%
摊薄每股收益(元)	1.80	2.02	3.05	3.86	4.63
EBIT Margin	14.2%	12.1%	13.7%	14.0%	14.3%
净资产收益率(ROE)	10.4%	10.9%	14.3%	15.6%	16.0%
市盈率(PE)	31.8	28.3	18.7	14.8	12.3
EV/EBITDA	32.7	35.7	17.2	13.3	11.2
市净率(PB)	3.31	3.08	2.68	2.31	1.97

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**营收业绩稳步增长,业绩符合预期。**2020 全年营收 15.98 亿元 (YoY+23.47%), 归母净利润 2.42 亿元 (YoY+12.37%), 业绩符合预期。分季度来看, Q1-Q4 营收分别为 3.04/5.39/3.59/3.95 亿元, 归母净利润分别为 0.35/1.11/0.47/0.49 亿元。

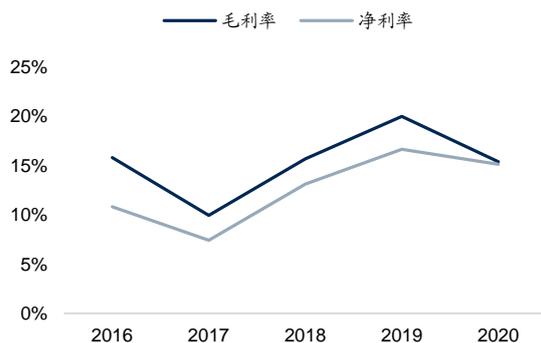
**图 1: 卓越新能营业收入及增速**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

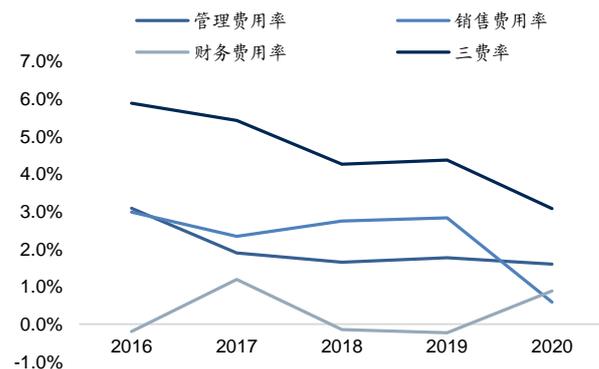
**图 2: 卓越新能归母净利润及增速**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**毛利率、净利率降低,三费率下降,研发费用率保持平稳。**公司 2020 年销售毛利率 15.38%, 同比降低 4.62pp, 一方面由于会计政策变更将运输费用 (2019 年约 2756 万元) 计入营业成本, 我们预计影响毛利率约 2pp; 另一方面由于人民币大幅升值, 导致公司出口毛利下降 2.63pp。销售费用率 0.59% (-2.24pp), 主要由于 2020 年起公司将运输费用由销售费用计入营业成本; 管理费用率 1.60% (-0.17pp); 财务费用率 0.89% (+1.12pp), 主要由于人民币升值带来约 2600 万元汇兑损失; 研发费用率 4.56% (-0.14pp), 主要因公司研发与技改投入强度进一步提高。公司四项费用率合计 7.64% (-1.43pp), 销售净利率为 15.15% (-1.50pp)。

**图 3: 卓越新能毛利率、净利率变化情况**


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图 4: 卓越新能三项费用率变化情况**


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

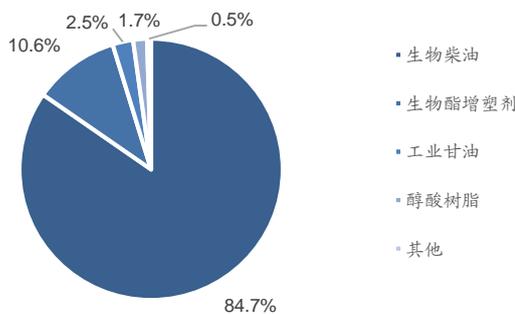
**生物柴油、生物基材料稳步放量,毛利率略有收窄。**公司实现营业收入 15.98 亿元 (YoY+23.47%), 营业成本 13.53 亿元 (YoY+30.61%)。公司主要产品生物柴油虽受东宝厂事故影响, 但销售稳定增长, 出口价格平稳上升, 同时生物基材料中新增的环保型醇酸树脂和工业甘油产能释放, 是收入上升的主要原因。但受制于原料价格上升, 人民币升值, 使毛利率空间有所收窄。

生物柴油板块营收 13.54 亿元 (+27.76%), 毛利率 15.22% (-3.15pp), 公

司生物柴油出口销售金额占 96.23%，由于人民币大幅升值，导致公司出口毛利率下降 2.63pp 至 16.32%。生物柴油全年产量 23.15 万吨（-5.96%），外销量 22.81 万吨（+13.01%），主要由于公司东宝厂储罐区事故，导致下半年产能受限，预计损失产能产量在 5 万吨左右，生物柴油全年均价 5934 元/吨（+13.06%）。我们认为随着东宝厂区复产，以及“年产 10 万吨生物柴油（非粮）生产线”开始调试生产，2021 年公司生物柴油产能将由 30 万吨/年提升至 40 万吨/年，产量有望大幅增长。

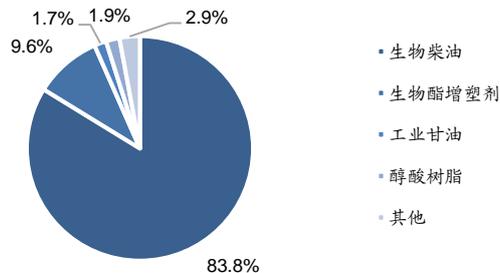
生物基材料板块包括 4 万吨/年增塑剂、2 万吨/年工业甘油、3 万吨/年醇酸树脂产能，全年实现营收 2.37 亿元（+2.92%），毛利率 13.78%（-12.05pp），产量 5.44 万吨（+2.64%）。其中增塑剂营收 1.69 亿元（-18.49%），销量 3.40 万吨（-22.89%），主要受下游开工率低影响，全年均价 4975 元/吨（+5.71%）；工业甘油产能释放，营收 0.40 亿元（+79.87%），产量 1.52 万吨（+70.91%），均价 2663 元/吨（+5.24%）；环保型醇酸树脂生产线年内建成并投入生产，营收 0.27 亿元，完成产量 5370 吨，均价为 4933 元/吨。我们认为随着环保限产、下游需求提升，公司的环保生物基材料有望持续放量，带来业绩贡献。

图 5：卓越新能各板块营业收入占比



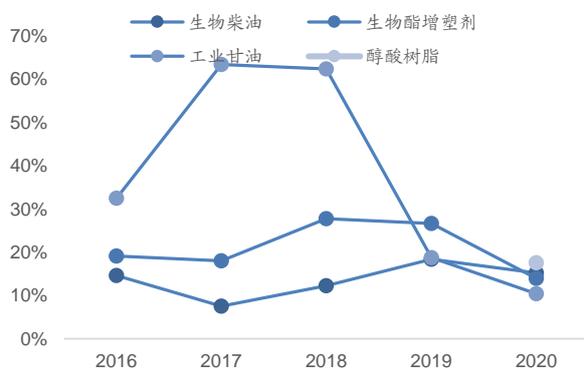
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6：卓越新能各板块毛利润占比



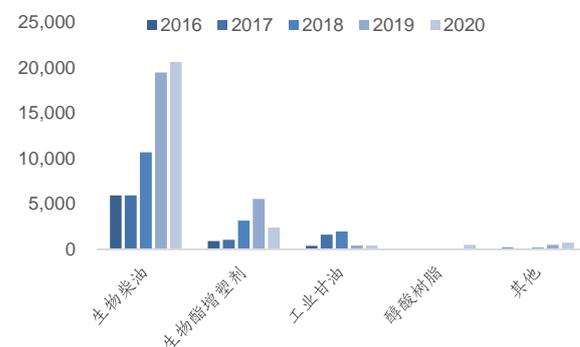
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：卓越新能各板块毛利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：卓越新能各板块毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**生物柴油零碳燃料，碳中和效果显著，国内出口需求向好。**生物柴油属于零碳清洁能源。特别是利用地沟油制成的生物柴油。2019 年，全球生物柴油总产量约 3700 万吨，同比增长 13%，其中欧盟约占 30%。我国生物柴油主要出口欧

盟，由于废油脂制取的生物柴油在欧洲拥有双倍减排计数和较高减排值的政策优势，在市场竞争中具有加强的性价比优势，我们认为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。受益于欧洲生柴强制掺混政策持续推动，我国生物柴油出口量快速增长，2020年出口91.1万吨，同比增长37.6%，2021年1-2月累计出口20.2万吨，同比增长56.9%。

**发挥研发优势，不断加强技术创新能力。**公司2020年研发投入7296万元，同比增长19.82%，占营业收入比例为4.56%。公司目前在研项目48项，截至2020年底，公司已获得授权专利114项，其中2020年度申请专利53项（发明专利14项），获得授权专利36项，专利申请数和授权数逐年增加。公司自主研发的环保型醇酸树脂是由公司自产的长链不饱和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，3万吨/年产能已经于2020年投产运行。

**在建项目有序推进，行业政策助力公司持续发展。**公司是国内产销规模最大、持续经营时间最长的生物柴油企业，现有生物柴油产能30万吨/年，IPO募投的美山基地10万吨/年生物柴油产能正在试运行，预计到2021年生物柴油产能将达到40万吨/年。此外，公司持续筹划美山基地产业规划，一方面推进新建年产10万吨生物柴油的工作，另一方面稳步开展年产5万吨天然脂肪醇和年产10万吨烃基生物柴油项目开工建设的准备工作。公司规划用3至5年时间完成生物柴油年产能60万吨、生物基材料产品（工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂、天然脂肪醇、丙二醇等）年产能20万吨的产业布局，将公司建设成为规模布局合理、市场占有率高、综合效益良好、创新能力强劲的“生物质能化一体化”的领先优秀企业。

**投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.83/4.82/5.55亿元，同比增速51.3%/26.3%/20.0%；摊薄EPS=3.05/3.86/4.63元，当前股价对应PE=18.7/14.8/12.3x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	300	400	626	964	营业收入	1598	2569	3216	3762
应收款项	92	141	176	206	营业成本	1353	2123	2649	3085
存货净额	202	436	543	633	营业税金及附加	17	33	42	49
其他流动资产	14	23	29	34	销售费用	9	15	19	23
<b>流动资产合计</b>	<b>1118</b>	<b>1100</b>	<b>1475</b>	<b>1937</b>	管理费用	26	46	57	66
固定资产	505	572	624	669	财务费用	14	(13)	(23)	(27)
无形资产及其他	50	48	46	44	投资收益	39	10	0	0
投资性房地产	613	613	613	613	资产减值及公允价值变动	9	0	0	0
长期股权投资	0	10	20	30	其他收入	31	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2286</b>	<b>2343</b>	<b>2778</b>	<b>3293</b>	营业利润	258	374	472	567
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(9)	0	0	0
应付款项	14	21	26	31	<b>利润总额</b>	<b>249</b>	<b>374</b>	<b>472</b>	<b>567</b>
其他流动负债	35	54	68	79	所得税费用	7	7	9	11
<b>流动负债合计</b>	<b>49</b>	<b>76</b>	<b>94</b>	<b>110</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	(300)	(300)	(300)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>242</b>	<b>366</b>	<b>463</b>	<b>555</b>
其他长期负债	14	14	14	14					
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>(286)</b>	<b>(286)</b>	<b>(286)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>63</b>	<b>(211)</b>	<b>(192)</b>	<b>(177)</b>	净利润	242	366	463	555
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	0	0	0
股东权益	2224	2553	2970	3470	折旧摊销	0	35	50	57
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2286</b>	<b>2343</b>	<b>2778</b>	<b>3293</b>	公允价值变动损失	(9)	0	0	0
					财务费用	14	(13)	(23)	(27)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(602)	(265)	(129)	(109)
每股收益	2.02	3.05	3.86	4.63	其它	4	0	0	0
每股红利	0.00	0.31	0.39	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>(369)</b>	<b>136</b>	<b>383</b>	<b>504</b>
每股净资产	18.53	21.28	24.75	28.91	资本开支	(163)	(100)	(100)	(100)
ROIC	14%	18%	21%	23%	其它投资现金流	563	410	0	0
ROE	11%	14%	16%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>400</b>	<b>300</b>	<b>(110)</b>	<b>(110)</b>
毛利率	15%	17%	18%	18%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	14%	14%	负债净变化	0	(300)	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	16%	16%	支付股利、利息	0	(37)	(46)	(56)
收入增长	23%	61%	25%	17%	其它融资现金流	(68)	0	0	0
净利润增长率	12%	51%	26%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(68)</b>	<b>(337)</b>	<b>(46)</b>	<b>(56)</b>
资产负债率	3%	-9%	-7%	-5%	<b>现金净变动</b>	<b>(37)</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>338</b>
息率	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%	货币资金的期初余额	337	300	400	626
P/E	28.3	18.7	14.8	12.3	货币资金的期末余额	300	400	626	964
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0	企业自由现金流	(577)	14	261	377
EV/EBITDA	35.7	17.2	13.3	11.2	权益自由现金流	(645)	(274)	283	404

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032