

## 证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

**卓越新能(688196)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 17 日

**财报点评**

# 业绩符合预期，看好生物柴油下半年业绩改善

**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：刘子栋**

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

**联系人：张玮航**

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

**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。

**● 营收增长利润小幅下滑，业绩符合预期**

2021 年上半年营收 11.22 亿元 (YoY+32.97%)，归母净利润 1.06 亿元 (YoY-27.54%)，业绩符合预期。其中 21Q2 营收为 7.19 亿元 (YoY+33.32%，QoQ+78.52%)，归母净利润为 0.49 亿元 (YoY-56.01%，QoQ-14.51%)。公司 21H1 毛利 9.30% (YoY-9.69pp)，四项费用率合计 5.29% (YoY-1.75pp)，其中研发费用率 4.57% (YoY+0.48pp) 销售净利率为 9.48% (YoY-7.91pp)。

**● 生物柴油量价齐升，原材料涨价拖累业绩，Q3 业绩有望改善**

分板块来看，公司现有生物柴油产能 38 万吨/年，其中美山基地 10 万吨/年生物柴油产能于今年 1 月份开始调试，6 月份开始全线生产，21H1 生物柴油板块营收 9.69 亿元 (YoY+31.11%)，其中外销收入 9.00 亿元，占比 92.86%，生物柴油产量为 15.40 万吨 (YoY+20%)，不含税销售均价约 6300 元/吨 (YoY+9.30%)。公司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，均实现快速增长。21H1 增塑剂营收 0.92 亿元 (YoY+19.60%)，工业甘油营收 0.33 亿元 (YoY+114.57%)，醇酸树脂营收 0.21 亿元 (YoY+133.42%)。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绿色环保，有望持续放量，带来业绩贡献。

**● 生物柴油出口需求向好，公司作为国内生物柴油龙头充分受益**

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，21H1 生物柴油共出口 58.0 万吨，同比增长 38.7%，出口均价 1200 美元/吨，同比增长 10.8%。公司是国内生物柴油龙头，国内出口占比约为 25%，公司新增年产 10 万吨生物柴油项目预计 21H2 开工建设，2022 年底有望投产；长期看公司规划用 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，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 3.66/4.63/5.55 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=21.5/17.1/14.2x，维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

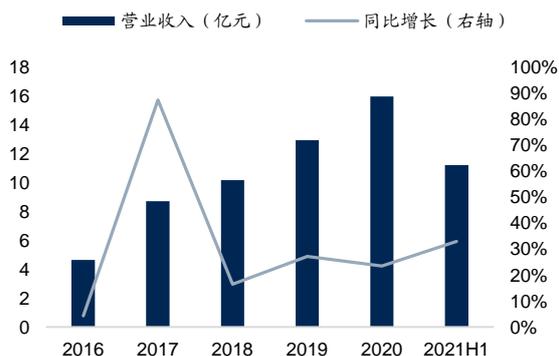
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,295	1,598	2,569	3,216	3,762
(+/-%)	27.2%	23.5%	60.7%	25.2%	17.0%
净利润(百万元)	216	242	366	463	555
(+/-%)	61.2%	12.4%	51.3%	26.3%	20.0%
摊薄每股收益(元)	1.80	2.02	3.05	3.86	4.63
EBIT Margin	14.2%	12.1%	13.7%	14.0%	14.3%
净资产收益率(ROE)	10.4%	10.9%	14.3%	15.6%	16.0%
市盈率(PE)	36.6	32.6	21.5	17.1	14.2
EV/EBITDA	37.6	41.1	19.9	15.4	12.9
市净率(PB)	3.82	3.55	3.09	2.66	2.27

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

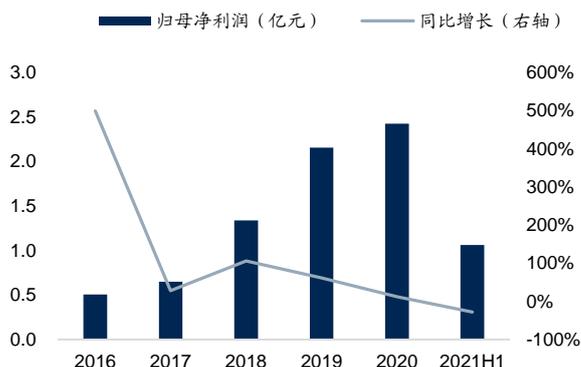
营收增长利润小幅下滑，业绩符合预期。2021 年上半年营收 11.22 亿元 (YoY+32.97%)，归母净利润 1.06 亿元 (YoY-27.54%)，业绩符合预期。其中 21Q2 营收为 7.19 亿元 (YoY+33.32%，QoQ+78.52%)，归母净利润为 0.49 亿元 (YoY-56.01%，QoQ-14.51%)。公司 21H1 毛利 9.30% (YoY-9.69pp)，四项费用率合计 5.29% (YoY-1.75pp)，其中研发费用率 4.57% (YoY+0.48pp) 销售净利率为 9.48% (YoY-7.91pp)。

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



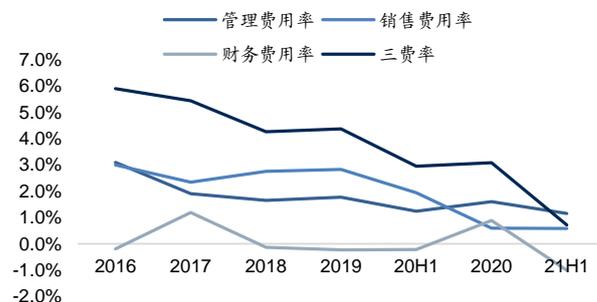
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

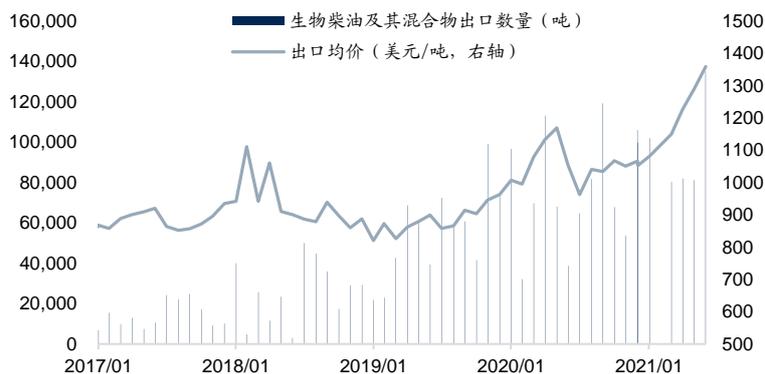


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

生物柴油量价齐升，原材料价格上涨拖累业绩，Q3 价差扩大盈利能力显著增强。分板块来看，公司现有生物柴油产能 38 万吨/年，其中美山基地 10 万吨/年生物柴油产能于今年 1 月份开始调试，6 月份开始全线生产，21H1 生物柴油板块营收 9.69 亿元 (YoY+31.11%)，其中外销收入 9.00 亿元，占比 92.86%，生物柴油产量为 15.40 万吨 (YoY+20%)，不含税销售均价约 6300 元/吨 (YoY+9.30%)。

根据卓创资讯数据，2021 年二季度国内地沟油价格由 5500 元/吨最高上涨至 8000 元/吨，自 6 月上旬以来价格有所回落，目前地沟油价格在 6500-6800 元/吨左右。国内生物柴油价格自 5 月份以来始终维持在 9000 元/吨以上高位，我们生物柴油-地沟油价差在 21Q3 环比显著改善，公司生物柴油盈利能力有望大幅提升。

图 5: 生物柴油出口及均价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司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，均实现快速增长。21H1 增塑剂营收 0.92 亿元 (YoY+19.60%)，工业甘油营收 0.33 亿元 (YoY+114.57%)，醇酸树脂营收 0.21 亿元 (YoY+133.42%)。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绿色环保，有望持续放量，带来业绩贡献。

**生物柴油是零碳燃料，欧盟政策推动需求有望进一步向好。**2021 年 7 月，欧盟 RED II 修订版立法正式执行，新提案提议欧盟到 2030 年可再生能源在最终能源总消费总量中的总体份额目标从 32% 上升到 40%，可再生燃料占运输部门最终能源消费的份额从 14% 上升到 26%，温室气体减排目标减排目标从 40% 上升到 55%。同时，新提案提出了对生物燃料政策进行调整，即将取消使用 Part B 类型原料生产的生物燃料的添加量双倍计数规则，代以执行的是 Part A 的先进生物燃料产品执行下限目标，Part B 的产品维持上限目标，同时大幅限制以粮食作物为原料的生物燃料的添加上限。

目前在欧盟执行双倍计数的国家只有英国和荷兰，因此双倍计数规则的取消对 Part B 原料类生物柴油影响有限，但欧盟对于粮食作物为原料的生物能源产品的严格限制，将引导市场向以废旧资源生产的生物燃料倾斜，市场将大幅增加对该类生物燃料的需求，因此，对利用废旧资源为原料生产的生物柴油等生物燃料将带来长期的利好。

**生物柴油出口需求向好，公司作为国内生物柴油龙头充分受益。**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，21H1 生物柴油共出口 58.0 万吨，同比增长 38.7%，出口均价 1200 美元/吨，同比增长 10.8%。公司是国内生物柴油龙头，国内出口占比约为 25%。

公司正在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，预计下半年开工建设，2022 年底有望投产；另一方面稳步开展年产 5 万吨天然脂肪醇和年产 10 万吨烷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=21.5/17.1/14.2x，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%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	337	300	400	626
P/E	32.6	21.5	17.1	14.2	货币资金的期末余额	300	400	626	964
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	企业自由现金流	(577)	14	261	377
EV/EBITDA	41.1	19.9	15.4	12.9	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。

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