

卓越新能（688196.SH）

生物柴油量价齐升，推动“生物质能化一体化”发展

买入

核心观点

2021Q4 营收利润均创历史新高，2022Q1 业绩同比大幅增长。2021 全年营收 30.83 亿元（+92.9%），归母净利润 3.45 亿元（+42.3%），其中四季度单季营收 11.02 亿元（同比+178.7%，环比+28.2%），归母净利润 1.45 亿元（同比+196.2%，环比+54.2%）。公司发布 2022 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 65.2%，扣非归母净利润 0.95 亿元，同比增长 75.4%，业绩符合预期。

生物柴油新增产能如期投产，生柴全年量价齐升。公司美山厂区 10 万吨/年生物柴油 21 年一季度投产并迅速达产，现有产能规模 40 万吨/年，全年营收 27.3 亿元，同比增长 101.7%；产量达到 35.8 万吨，同比增长 54.7%；销售量 33.1 万吨，同比增长 44.7%；销售均价 8273 元/吨，同比增长 39.4%。公司生物基材料产能规模 9 万吨/年，全年营收 3.3 亿元，同比增长 40.6%，毛利率 33.3%，同比增加 19.5pp，其中工业甘油毛利率大增 67.0pp 至 77.4%。

生物柴油出口需求旺盛，看好行业全年高景气。2021 年我国生物柴油产量约 150 万吨，同比增长 16.8%；出口约 130 万吨，同比增长 39.7%；年度出口均价由 1060 美元/吨上涨至 1391 美元/吨，同比增长 31.2%。2022 年 1-2 月生物柴油出口 22.6 万吨，同比增长 11.9%，出口均价 1650 美元/吨，同比增长 55.2%。欧盟对于废油脂资源为原料生产的生物柴油等生物燃料具备长期的政策支持和鼓励，我们看好废油脂基生物柴油的长期成长空间。

公司是国内生物柴油龙头，未来三年生物柴油产能翻倍。公司新建 10 万吨生产线已于 2021 年 12 月 1 日开工，目前各车间已封顶，预计于 2022 年 10 月完成项目建设。年产 5 万吨天然脂肪醇项目和年产 10 万吨烷基生物柴油项目的前期工作有序推进，预计于 2022 年下半年开工建设。公司规划 3 至 5 年完成生物柴油 75 万吨/年、生物基材料 25 万吨/年的规模。

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；在建项目进度不及预期的风险。

投资建议：上调 2022 年盈利预测，维持“买入”评级。

上调 2022 年盈利预测至 4.81 亿元（原值 4.55 亿元），维持 2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 4.81/5.55/6.25 亿元，同比增速 39.4%/15.6%/12.5%；摊薄 EPS=4.01/4.63/5.21 元，当前股价对应 PE=16/14/12x。公司是国内生物柴油行业龙头，海外生物柴油供不应求，看好生物柴油行业景气度，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,598	3,083	4,128	4,910	5,529
(+/-%)	23.5%	92.9%	33.9%	18.9%	12.6%
净利润(百万元)	242	345	481	555	625
(+/-%)	12.4%	42.3%	39.4%	15.6%	12.5%
每股收益(元)	2.02	2.87	4.01	4.63	5.21
EBIT Margin	7.5%	3.7%	4.7%	4.4%	4.6%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	14.0%	16.8%	16.8%	16.4%
市盈率 (PE)	31.5	22.2	15.9	13.8	12.2
EV/EBITDA	52.1	48.1	31.2	27.2	22.9
市净率 (PB)	3.44	3.09	2.68	2.32	2.01

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

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林
010-88005379

证券分析师：薛聪
010-88005107/0755-81981378

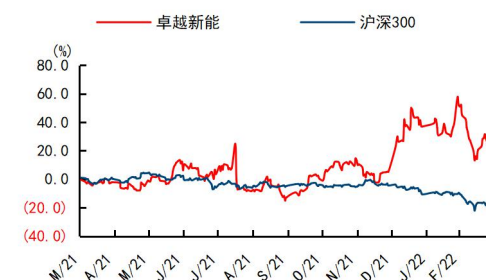
yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	63.66 元
总市值/流通市值	7639/1910 百万元
52 周最高价/最低价	84.20/44.50 元
近 3 个月日均成交额	90.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《卓越新能-688196-2021 年业绩预告点评：产能释放叠出口景气，全年业绩创新高》——2022-01-18
- 《卓越新能-688196-重大事件快评：扩建生物柴油及生物基增塑剂，成长确定性强》——2022-01-05
- 《卓越新能-688196-2021 年中报点评：业绩符合预期，看好生物柴油下半年业绩改善》——2021-08-17
- 《卓越新能-688196-财报点评：业绩符合预期，生物柴油龙头打造生物质产业链布局》——2021-04-01
- 《卓越新能-688196-深度报告：碳中和推动生物柴油龙头快速成长》——2021-03-23

2021Q4 营收利润均创历史新高，2022Q1 业绩同比大幅增长。2021 全年营收 30.83 亿元（+92.9%），归母净利润 3.45 亿元（+42.3%），其中四季度单季营收 11.02 亿元（同比+178.7%，环比+28.2%），归母净利润 1.45 亿元（同比+196.2%，环比+54.2%）。公司发布 2022 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 65.2%，扣非归母净利润 0.95 亿元，同比增长 75.4%，业绩符合预期。

图1：卓越新能营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

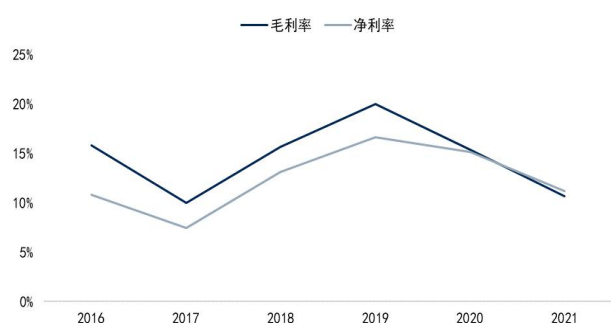
图2：卓越新能归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

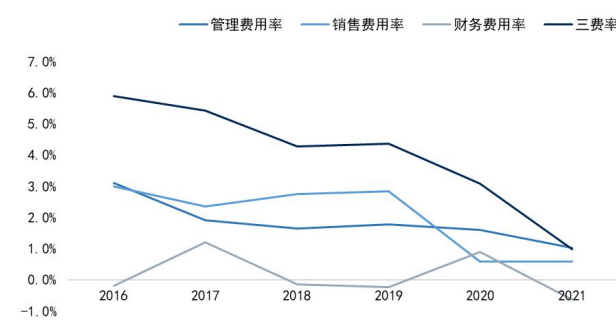
收入大幅增长导致毛利率、净利率有所下降，成本控制优异三费率大幅降低。公司全年毛利率 10.6%，同比降低 4.8pp；净利率 11.2%，同比降低 4.0%。公司毛利率、净利率有所下滑，主要由于生物柴油价格大幅增长，而公司生物柴油单吨盈利较为稳定；毛利率低于净利率，主要由于公司享受增值税即征即退税款，全年共计 1.96 亿元计入其他收益。**公司销售费用率平稳，管理、财务费用率大幅下降，全年三费率 1.0%，同比降低 2.1pp。**其中销售费用率 0.58%（-0.01pp）；管理费用率 1.03%（-0.57pp），主要因营业收入大幅增长，管理费用增幅小于营业收入增幅；财务费用率-0.63%（-1.52pp），主要因利息收入增加及汇兑净损失减少所致。

图3：卓越新能毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

生物柴油新增产能如期投产，生柴全年量价齐升。公司美山厂区 10 万吨/年生物柴油 21 年一季度投产并迅速达产，现有产能规模 40 万吨/年，全年营收 27.3 亿元，同比增长 101.7%；产量达到 35.8 万吨，同比增长 54.7%；销售量 33.1 万吨，同比增长 44.7%；销售均价 8273 元/吨，同比增长 39.4%。

公司生物基材料价格大幅提升，现有产能规模 9 万吨/年，全年营收 3.3 亿元，同比增长 40.6%，毛利率 33.3%，同比增加 19.5pp。其中生物质增塑剂营收 1.9 亿

元, 同比增长 11.5%, 毛利率 19.8%, 同比增长 5.8pp, 销量 2.5 万吨, 同比降低 25.6%; 工业甘油营收 0.86 亿元, 同比增长 112.3%, 毛利率 77.4%, 同比增长 67.0pp, 销量 1.3 万吨, 同比降低 8.3%; 环保型醇酸树脂营收 0.58 亿元, 同比增长 115.0%, 毛利率 12.2%, 同比降低 5.3pp, 销量 0.8 万吨, 同比增长 39.0%。

生物柴油出口需求旺盛, 看好行业全年高景气。2021 年我国生物柴油产量约 150 万吨, 同比增长 16.8%; 出口约 130 万吨, 同比增长 39.7%; 年度出口均价由 1060 美元/吨上涨至 1391 美元/吨, 同比增长 31.2%。2022 年 1-2 月生物柴油出口 22.6 万吨, 同比增长 11.9%, 出口均价 1650 美元/吨, 同比增长 55.2%。目前生物柴油出口价格在 1800-1900 美元/吨, 国内价格约 10700-11000 元/吨, 地沟油主流价格约 8000-8400 元/吨。

未来十年, 欧盟对于可再生的生物燃料添加使用比例将逐年提升, 特别是利用废油脂资源为原料生产的生物柴油等生物燃料将得到长期的政策支持和鼓励, 同时对高风险 ILUC 生物燃料的使用提出到 2030 年逐步淘汰, 例如棕榈油基的生物燃料。废油脂甲酯将成为替代棕榈油甲酯的主力, 需求量有望大幅提升, 我们看好废油脂基生物柴油的长期成长空间。

图5: 我国生物柴油产量、出口量



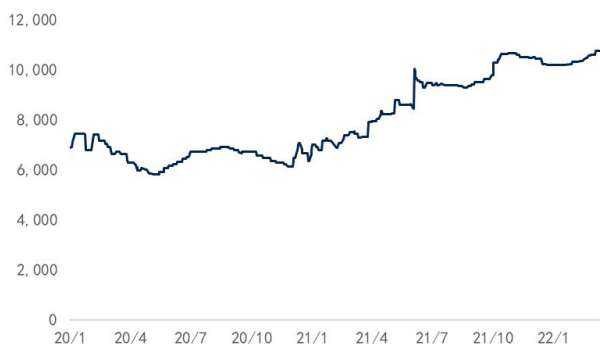
资料来源: 卓创资讯、海关总署、国信证券经济研究所整理

图6: 我国生物柴油月度出口量



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

图7: 我国生物柴油价格（元/吨）



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图8: 我国生物柴油出口价格（美元/吨）



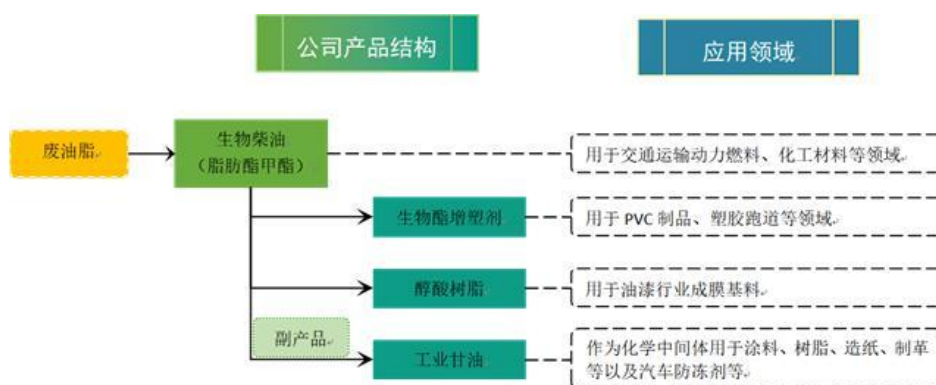
资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

公司研发投入进一步提升，降本增效稳步推进。2021 年，公司投入研发经费 1.26 亿元，同比增长 72.9%，3 年复合增长率 43.9%，全年新增专利申请 48 项，专利授权 33 项，累计获得专利技术 137 项。公司参与起草的《烷基生物柴油》（NB/T 10897—2021）和《生物柴油（BD100）原料》（NB/T 13007—2021）行业标准已于 2021 年 12 月获得国家能源局批准，将于 2022 年 6 月开始实施。

公司降本增效稳步推进，对已掌握的领先的产业化、规模化生物柴油连续法生产技术工艺进行进一步优化创新，使废油脂转酯化率达到 99%；生物柴油高品质得率先后从 85%提高到 88%以上，部分超过 90%。

公司是国内生物柴油龙头，未来三年生物柴油产能翻倍。公司新建 10 万吨生产线已于 2021 年 12 月 1 日开工，目前各车间已封顶，预计于 2022 年 10 月完成项目建设。年产 5 万吨天然脂肪醇项目和年产 10 万吨烷基生物柴油项目的前期工作有序推进，预计于 2022 年下半年开工建设。公司规划 3 至 5 年完成生物柴油 75 万吨/年、生物基材料 25 万吨/年的规模，持续巩固行业龙头地位。

图9：卓越新能现有产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调 2022 年盈利预测至 4.81 亿元（原值 4.55 亿元），维持 2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 4.81/5.55/6.25 亿元，同比增速 39.4/15.6/12.5%；摊薄 EPS=4.01/4.63/5.21 元，当前股价对应 PE=16/14/12x。公司是国内生物柴油行业龙头，海外生物柴油供不应求，看好生物柴油行业景气度，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	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	300	325	801	759	933	营业收入	1598	3083	4128	4910	5529
应收款项	92	279	226	269	303	营业成本	1353	2756	3639	4353	4895
存货净额	202	441	596	712	800	营业税金及附加	17	36	45	52	58
其他流动资产	14	20	29	34	39	销售费用	9	18	21	25	28
流动资产合计	1118	1227	1752	1875	2175	管理费用	26	32	43	51	57
固定资产	505	561	716	859	975	研发费用	73	126	184	215	238
无形资产及其他	50	51	50	49	48	财务费用	14	(19)	(4)	(8)	(15)
投资性房地产	613	734	734	734	734	投资收益	39	13	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	9	5	15	15	0
资产总计	2286	2573	3252	3516	3932	其他收入	31	84	93	117	135
短期借款及交易性金融负债	0	13	500	300	200	营业利润	258	363	495	573	644
应付款项	14	15	30	36	40	营业外净收支	(9)	(1)	0	0	0
其他流动负债	35	51	74	88	99	利润总额	249	362	495	573	644
流动负债合计	49	79	604	424	339	所得税费用	7	17	15	17	19
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	24	24	24	24	归属于母公司净利润	242	345	481	555	625
长期负债合计	14	24	(206)	(206)	(206)	现金流量表（百万元）					
负债合计	63	102	397	218	133	净利润	242	345	481	555	625
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2224	2470	2855	3299	3799	折旧摊销	27	45	62	74	86
负债和股东权益总计	2286	2573	3252	3516	3932	公允价值变动损失	(9)	(5)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	14	(19)	(4)	(8)	(15)
每股收益	2.02	2.87	4.01	4.63	5.21	营运资本变动	(602)	(527)	(72)	(144)	(111)
每股红利	0.72	0.82	0.80	0.93	1.04	其它	4	0	0	0	0
每股净资产	18.53	20.58	23.79	27.49	31.66	经营活动现金流	(342)	(141)	455	470	600
ROIC	14%	11%	15%	16%	16%	资本开支	0	(104)	(201)	(201)	(201)
ROE	11%	14%	17%	17%	16%	其它投资现金流	563	350	60	0	0
毛利率	15%	11%	12%	11%	11%	投资活动现金流	563	245	(141)	(201)	(201)
EBIT Margin	8%	4%	5%	4%	5%	权益性融资	(16)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	23%	93%	34%	19%	13%	支付股利、利息	(86)	(98)	(96)	(111)	(125)
净利润增长率	12%	42%	39%	16%	12%	其它融资现金流	(69)	118	487	(200)	(100)
资产负债率	3%	4%	12%	6%	3%	融资活动现金流	(258)	(79)	161	(311)	(225)
息率	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	现金净变动	(37)	25	476	(42)	174
P/E	31.5	22.2	15.9	13.8	12.2	货币资金的期初余额	337	300	325	801	759
P/B	3.4	3.1	2.7	2.3	2.0	货币资金的期末余额	300	325	801	759	933
EV/EBITDA	52.1	48.1	31.2	27.2	22.9	企业自由现金流	0	(476)	(22)	(63)	20
						权益自由现金流	0	(358)	240	(255)	(66)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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