

# 卓越新能 (688196)

证券研究报告

2022年06月06日

## 走生物质能化一体化道路，备战工业品减碳大市场！

### 1、卓越新能：国内生物柴油龙头，技术领先

公司是我国产销规模最大、持续经营时间最长的生物柴油企业，现已形成“生物质能化一体化”的产业布局，主要产品涉及 1) 生物质能源：生物柴油；2) 生物基化学材料。截至 2022 年 3 月，公司拥有生物柴油产能 40 万吨/年，生物基材料产能 9 万吨/年。公司研发实力行业领先，现已进入产能快速释放阶段，将以“用 3 至 5 年时间达到产能规模生物柴油 75 万吨/年、生物基材料 25 万吨/年”为目标，高速发展。

### 2、生物柴油：欧盟市场量价齐升，供不应求

“生物柴油”产业链主要涉及 1) 酯基生物柴油；2) 烃基生物柴油，也称“可再生柴油”，需要加氢；3) 生物航空煤油，是一种可持续航空燃料(SAF)。我国生物柴油产业有望长期受益于欧盟为达减碳目标而不断上涨的对相关燃料的需求。公司生物柴油业务伴随欧盟市场需求起飞，自 2015 年后步入业绩高增长期，率先分享欧盟市场供需缺口红利。2019 年后，欧盟政策对减碳力度的不断提升，生物柴油进入长期的量价齐升轨道，公司业务业绩随产能不断释放也进一步受益。我国于 2021 年提出碳中和的目标，2022 年来，相关政策持续颁布，公司业务或将进一步受益国内市场发展。

### 3、生物材料：减碳替代大势所趋，市场广阔

国内外相关政策加速落地，减碳要求正逐渐从能源领域向制造领域延伸：

1) 欧盟碳关税法规时间一再提前，范围扩大至塑料等多种制品，一旦正式实施，我国生产商出口成本或将受到较大影响；2) “替代传统化学原料”是我国“十四五”生物经济规划目标之一。生物柴油作为化石柴油的替代品，具有与石油作为动力燃料和化学材料相同的目标市场。公司已储备多种以生物柴油为原料的生物基化学原料产品，包括 1) 工业甘油：生柴副产品，作为化学中间体用途多；2) 生物酯增塑剂：替代石油基增塑剂，用于塑料生产；3) 醇酸树脂：用于油漆/涂料生产，能减少有害气体排放；4) 天然脂肪醇：是表面活性剂行业绿色化的发展方向；5) 生物基丙二醇：用于生物质 PTT 纤维、化妆品领域。

**4、盈利预测&投资建议：**预计 2022-2024 年，公司实现营收 43.25/ 58.59/ 74.55 亿元，归母净利润 4.83/ 6.48/ 8.13 亿元，对应 EPS 4.03/ 5.40/ 6.77 元/股，2022 年 6 月 3 日股价对应 PE 为 16.2/ 12.1/ 9.7x。我们看好公司作为当前在运行&目标产能均为国内第一的生物柴油生产商，同时新产能快速释放，并有望率先分享全球减碳大背景相关需求快速提升带来的红利，给予 2023 年 17 倍目标 PE，对应目标价 91.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**国内外减碳政策落实进展不达预期；原材料采购/出口业务变动&生物柴油价格波动/核心技术和管理人员储备供应不足/环保及安全生产的风险；产能释放节奏不及预期；公司流通市值较小风险。

### 投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	65.35 元
目标价格	91.80 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	30.00
A 股总市值(百万元)	7,842.00
流通 A 股市值(百万元)	1,960.50
每股净资产(元)	21.42
资产负债率(%)	4.76
一年内最高/最低(元)	84.20/44.50

### 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

唐婕 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

郭丽丽 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

戴飞 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520060004  
daifei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,598.40	3,083.49	4,325.27	5,859.01	7,455.37
增长率(%)	23.47	92.91	40.27	35.46	27.25
EBITDA(百万元)	268.61	304.63	341.00	502.98	718.89
净利润(百万元)	242.22	344.76	483.37	647.57	812.55
增长率(%)	12.37	42.33	40.21	33.97	25.48
EPS(元/股)	2.02	2.87	4.03	5.40	6.77
市盈率(P/E)	32.38	22.75	16.22	12.11	9.65
市净率(P/B)	3.53	3.17	2.66	2.18	1.92
市销率(P/S)	4.91	2.54	1.81	1.34	1.05
EV/EBITDA	21.77	19.05	18.29	12.12	7.83

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 卓越新能：国内生物柴油龙头，技术领先	4
2. 生物柴油：欧盟市场量价齐升，供不应求	6
2.1. 生物柴油产业涉及哪些品类？酯基、烃基、生物航煤	6
2.2. 欧盟运输部门减碳需求量大，我国相关产业受益崛起	7
2.3. 公司业绩伴随市场需求起飞，高附加值产品皆以备齐	9
3. 生物材料：减碳替代大势所趋，市场广阔	11
3.1. 欧盟碳关税+中国“十四五”生物经济规划——国内外政策加速落地	11
3.2. 生物柴油是多种生物材料的关键原料	13
3.3. 公司已储备多样生物基化学原料产品：	13
3.3.1. 工业甘油：生柴副产品再利用，化学中间体用途多	14
3.3.2. 生物酯增塑剂：替代石油基增塑剂，用于塑料生产	15
3.3.3. 醇酸树脂：用于油漆/涂料生产，减少有害气体排放	15
3.3.4. 天然脂肪醇：是表面活性剂行业绿色化的发展方向	16
3.3.5. 生物基丙二醇：用于生物质 PTT 纤维、化妆品领域	16
4. 研发实力：参与制订多项行业标准，承担多个国家级科研项目	16
5. 盈利预测&估值分析&投资建议	17
6. 风险提示	19

## 图表目录

图 1：卓越新能发展历程	4
图 2：卓越新能当前主营产品	4
图 3：卓越新能公司结构图（截至 2022 年 5 月 31 日）	5
图 4：卓越新能总营收&同比增速（亿元，%，按结构）	5
图 5：卓越新能归母净利润&同比增速（亿元，%）	5
图 6：卓越新能毛利率&净利率（%）	6
图 7：卓越新能历年研发支出&占总营收比例（亿元，%）	6
图 8：酯基生物柴油、烃基生物柴油、混掺柴油、化石柴油性质对比	7
图 9：可持续航空生物燃料生命周期示意图	7
图 10：NESTE SAF 供应链示意图	7
图 11：2010-2020 年全球液体生物燃料生产量变动（艾焦耳）	8
图 12：欧盟生物柴油市场供不应求（百万升）	8
图 13：我国生物柴油总产量、自用量与出口量对比（百万升）	8
图 14：我国生物柴油出口量逐年攀升，主要销往欧盟国家（百万升）	8
图 15：卓越新能生物柴油制造工艺流程	10
图 16：卓越新能的生产基地及产能情况（截至 2021 年年报）	10
图 17：卓越新能历年生物柴油的产销情况（万吨，%）	10

图 18: 卓越新能生物柴油分部营收&同比增速 (亿元, %)	10
图 19: 卓越新能生物柴油分部毛利&毛利率 (亿元, %)	10
图 20: 我国酯基生物柴油出口价近年来一路上涨 (人民币元/吨)	11
图 21: 欧盟生物柴油中可再生柴油产量渐增 (百万升)	11
图 22: CBAM 可能覆盖的行业示意图	12
图 23: 卓越新能现有生物基化学原料产品与生物柴油间生产关系示意图	13
图 24: 卓越新能生物基材料分部营收&同比增速 (亿元, %)	14
图 25: 卓越新能生物基材料分部毛利&毛利率 (亿元, %)	14
图 26: 卓越新能工业甘油制造生产流程	14
图 27: 卓越新能工业甘油分部营收&同比增速 (亿元, %)	14
图 28: 卓越新能工业甘油分部毛利&毛利率 (亿元, %)	14
图 29: 卓越新能生物酯增塑剂制造工艺流程	15
图 30: 卓越新能生物酯增塑剂分部营收&同比增速 (亿元, %)	15
图 31: 卓越新能生物酯增塑剂分部毛利&毛利率 (亿元, %)	15
图 32: 卓越新能醇酸树脂分部营收&同比增速 (亿元, %)	16
图 33: 卓越新能醇酸树脂分部毛利&毛利率 (亿元, %)	16
图 34: 卓越新能历年研发支出&占总营收比例 (亿元, %)	17
表 1: 欧盟碳关税政策落地进程	12
表 2: 公司各版块收入拆分 (百万元)	17
表 3: 可比上市公司产能目标&估值 (截至 2022 年 6 月 3 日)	18

## 1. 卓越新能：国内生物柴油龙头，技术领先

龙岩卓越新能源股份有限公司创立于 2001 年,2019 年在科创板上市(卓越新能,688196),主营以废油脂为原料进行生物柴油及其衍生品的研产销。公司现已形成“生物质能化一体化”的产业布局,主要产品涉及 1) 生物质能源:生物柴油;2) 生物基化学材料:工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等。公司是国内第一家从事废弃油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业,经过 20 多年发展,已成为我国产销规模最大、持续经营时间最长的生物柴油企业。截至 2022 年 3 月,公司拥有生物柴油产能 40 万吨/年,生物基材料产能 9 万吨/年。公司以“用 3 至 5 年时间达到产能规模生物柴油 75 万吨/年、生物基材料 25 万吨/年”作为目标,继续高速发展。

图 1: 卓越新能发展历程



资料来源:卓越新能官网,卓越新能招股书&公告,天风证券研究所

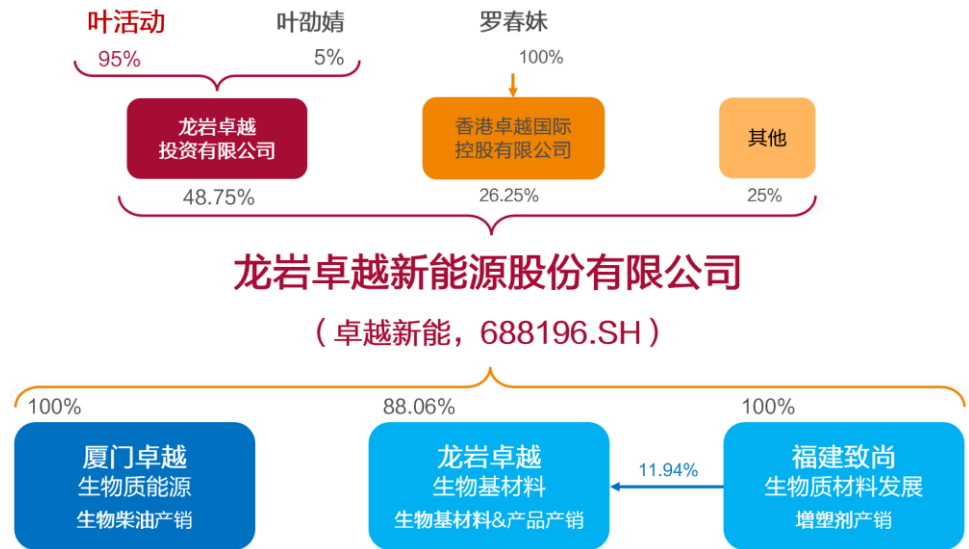
图 2: 卓越新能当前主营产品



资料来源:卓越新能官网,天风证券研究所

**公司股权结构简明清晰。**公司实控人为叶活动和罗春妹夫妇及其女儿叶劭婧,通过龙岩卓越投资有限公司、香港卓越国际控股有限公司间接持有上市公司 75% 的股权。上市公司最终控制方是叶活动和罗春妹及其女儿叶劭婧为一致行动人。上市公司拥有厦门卓越生物质能源、龙岩卓越生物基材料、福建致尚生物质材料发展三家子公司。公司目前尚未进行股权激励,公司将根据实际发展情况择时开展股权激励计划。

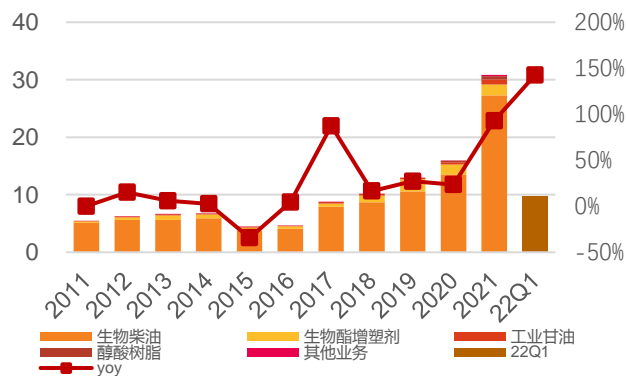
图 3：卓越新能公司结构图（截至 2022 年 5 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

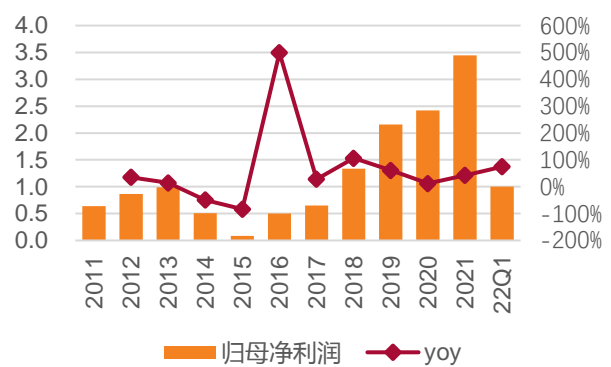
长期以来，公司主要营收和利润均由生物柴油贡献，得益于海外市场的成功开拓，公司整体业绩自 2015 年后企稳步入正增长快轨。2021 年，公司实现营业收入 30.83 亿元，同比增长 92.91%，实现归母净利润 3.45 亿元，同比增长 42.33%；2022Q1，公司实现营业收入 9.77 亿元，同比增长 142.58%，实现归母净利润 1.00 亿元，同比增长 74.59%；因影响公司的原材料与产成品价格的因素较多，因此公司盈利能力波动较大，而由于公司经营能力不断强加，公司盈利水平呈现整体上行的态势。2021 年，公司毛利率为 10.62%，较上年降 4.76pct；净利率为 11.18%，较上年降 3.97pct。值得注意的是，根据财税[2015]78 号“关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知”，公司销售自产的生物柴油、工业级混合油享受增值税即征即退政策，退税比例为 70%，因此公司部分年份的净利润会出现持平或高于毛利润的现象。

图 4：卓越新能总营收&同比增速（亿元，%，按结构）



资料来源：Wind，天风证券研究所

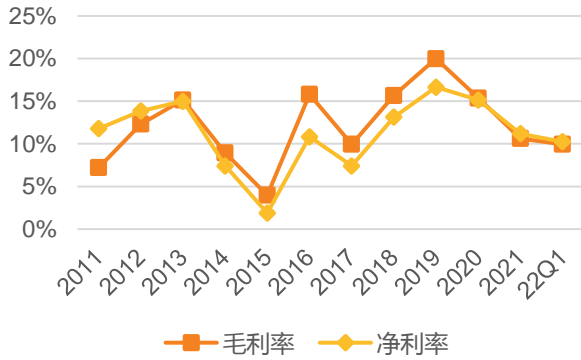
图 5：卓越新能归母净利润&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

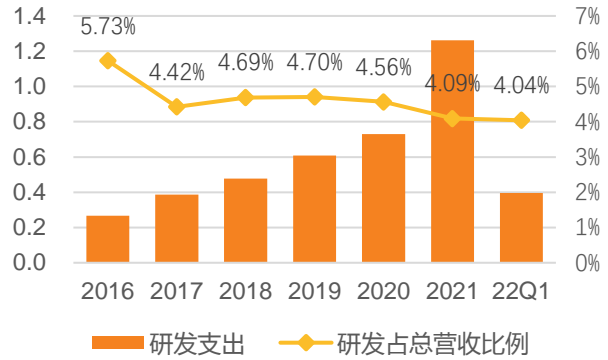


图 6：卓越新能毛利率&净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：卓越新能历年研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 生物柴油：欧盟市场量价齐升，供不应求

### 2.1. 生物柴油产业涉及哪些品类？酯基、烃基、生物航煤

“生物柴油”产业链主要涉及三大类产品：

- 1) **酯基生物柴油**，对应英文“Biodiesel”，在我国被称为“第一代生物柴油”。根据国家能源局，生物柴油通常指由植物油、动物油或废弃油脂（包括各类餐厨废油脂，如地沟油、泔水油）与甲醇或乙醇反应形成的脂肪酸甲酯或乙酯，也称 BD100 生物柴油，具有十六烷值高、低硫、无芳烃等特点，可作为车用柴油调和组分，是国际公认的可再生清洁燃料，符合 ASTM 国际柴油燃料油标准（D6751）。酯基生物柴油可根据原料分为 FAME、RME、SME、PME、TME、UCOME 等。酯基生物柴油目前主要领域在陆运交通，与化石柴油混掺使用。此外，其也是多种生物基化学原料产品的原材料，可制成多种环保材料替代传统化学原料。
- 2) **烃基生物柴油**，对应英文“Hydrocarbon Based Biodiesel”，在我国被称为“第二代生物柴油”；由于其在使用中通常由可再生的原料生产，因此也被称为“可再生柴油”，对应英文“Hydrogenation Derived Renewable Diesel”，常缩写为“HDRD”。烃基生物柴油以餐厨废油脂 UCO（Used Cooking Oils）、提炼的动物脂肪、以及不可食用的玉米油等可再生资源为原料，经过加氢处理-异构化-分馏的方式加工后制成。烃基生物柴油是一种真正的碳氢化合物，在分子结构和化学成分上与化石柴油相同，符合 ASTM 国际柴油燃料油标准（D975），被称为“石油柴油的低碳双胞胎”，可将温室气体排放量减少 80%。其与现有引擎和基础设施 100%兼容，可以在任何使用柴油的地方使用，且无需修改发动机或管道。可再生柴油的能量密度值与超低硫柴油（ULSD）相当，并且在寒冷和温暖的气候下都表现良好。
- 3) **生物航空煤油**，简称“生物航煤”，是可持续航空燃料（Sustainable Aviation Fuels, SAF）的一种。SAF 被全球航空业视为能否实现减排突破的关键，根据 IASC 基于美国能源信息署数据预测，到 2050 年，全球对 SAF 的需求将剧增至 2300 亿加仑（约 2 亿吨），对应万亿级人民币市场规模。根据 Kuehne Nagel，根据生产方法不同，SAF 分为两种主要类型：1）可持续航空生物燃料（生物航煤），由有机生物质（废物和低碳含量的原料）所生产，是指用于替代现有石油基航空燃料的生物燃料；2）可持续航空合成燃料，主要能源和原料为可再生电力、水和二氧化碳。目前以 NESTE 为代表的国际主流 SAF 生产商生产的产品皆为以废油作为原料的可持续航空生物燃料。根据 REN21 数据，全球已有 45 家航空公司使用了生物航煤，有 7 家航空公司积极参与投资生物航煤产能。2020 年全球 SAF 产量仅有约 10 万吨，占当年航空业燃油使用量不到 0.1%，产需缺口巨大。

图 8：酯基生物柴油、烃基生物柴油、混掺柴油、化石柴油性质对比

Item	NExBTL biodiesel	GTL diesel	FAME( RME)	EN590/2005
Density( 15 °C ) / ( kg · m <sup>-3</sup> )	775 – 785	770 – 785	≈ 885	≈ 835
Viscosity( 40 °C ) / ( mm <sup>2</sup> · s <sup>-1</sup> )	2.9 – 3.5	3.2 – 4.5	≈ 4.5	≈ 3.5
Cetane number	84 – 99	73 – 81	≈ 51	≈ 53
10% ( φ ) Distillation temperature / °C	260 – 270	≈ 260	≈ 340	≈ 200
90% ( φ ) Distillation temperature / °C	295 – 300	325 – 330	≈ 355	≈ 350
Cloud point / °C	-5 – -30	0 – -25	≈ -5	≈ -5
Lower heating value / ( MJ · kg <sup>-1</sup> )	≈ 44	≈ 43	≈ 38	≈ 43
Lower heating value / ( MJ · L <sup>-1</sup> )	≈ 34	≈ 34	≈ 34	≈ 36
w( Polyaromatics ) , %	0	0	0	≈ 4
w( Oxygen ) , %	0	0	≈ 11	0
Sulfur content / ( mg · kg <sup>-1</sup> )	≈ 0	< 10	< 10	< 10

NExBTL: next generation biomass to liquid technology; GTL diesel: gas-to-liquid hydrocarbon fuels produced from synthesis gas through variations of Fischer-Tropsch process; FAME( RME ) : fatty acid methyl esters ( rapeseed methyl ester ); EN590: the standard which describes the physical properties that all automotive diesel fuel must meet if it is to be sold in the European Union, Iceland, Norway and Switzerland .

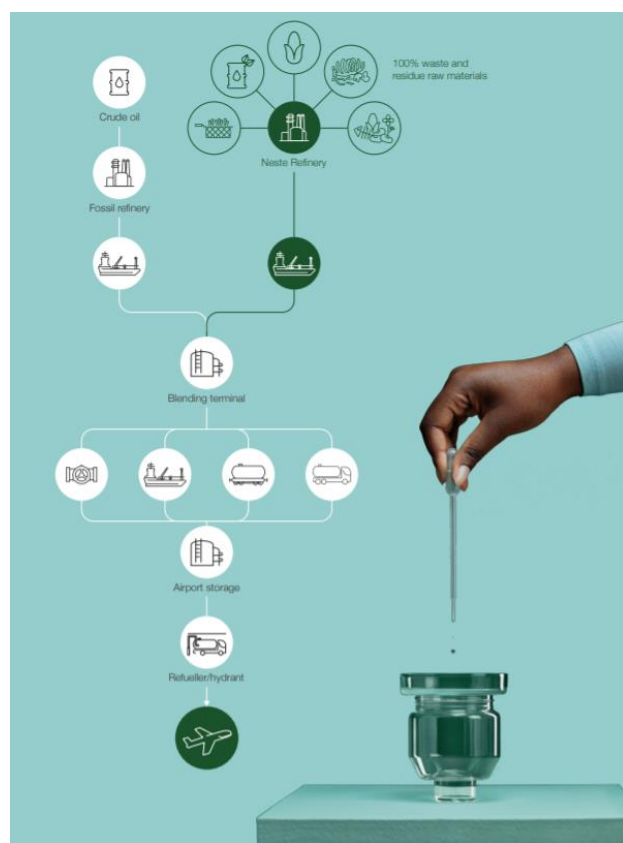
资料来源：《第二代生物柴油技术现状及发展趋势》(李春桃，等)，天风证券研究所

图 9：可持续航空生物燃料生命周期示意图



资料来源：Lufthansa，IASC 航空产业链公众号，天风证券研究所

图 10：NESTE SAF 供应链示意图



资料来源：NESTE 官网，天风证券研究所

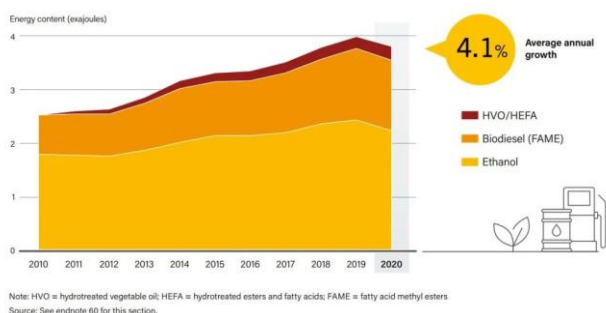
## 2.2. 欧盟运输部门减碳需求量大，我国相关产业受益崛起

以欧盟地区生物柴油需求为主导，带动全球产量整体呈现增长趋势。根据全球可再生能源组织 REN21 发布的《RENEWABLES 2021 GLOBAL STATUS REPORT》，2020 年全球液体生物燃料总产量为 1520 亿升（3.8EJ，约合 9076 万吨标油）。数据主要统计了燃料乙醇、酯

基生物柴油、烃基生物柴油三类生物燃料。**生物燃料强制掺混指令**是各国在道路运输领域**最主要使用的政策**。截至 2020 年底，至少 65 个国家执行了强制掺混指令，至少 17 个国家要求强制掺混基于废弃生物质的先进生物燃料。

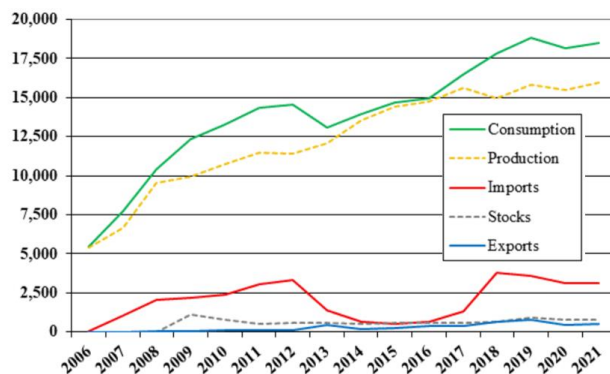
目前，**欧盟是全球生物柴油的主要生产和消费地区，本地区产能常年供不应求，需要进口补充供需缺口**。政策方面，根据欧盟 2021 年新完善的 RED II，要求 2030 年可再生能源在交运领域掺混比例达到 27-29%。由于生物柴油（&可再生柴油）是交运领域有替代潜力的可再生能源之一，这使其总需求量受益政策强制要求而不断上升。根据 USDA 2021 年数据，预计 2021 年欧盟生物柴油总消费量在 186.60 亿升（约 1630 万吨），同比增 2.56%，其中 161.11 亿升（约 1400 万吨）自产，其余来自进口。

图 11：2010-2020 年全球液体生物燃料生产量变动（艾焦耳）



资料来源：REN21，天风证券研究所

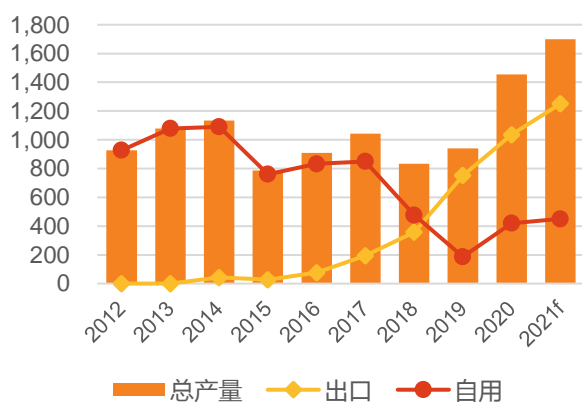
图 12：欧盟生物柴油市场供不应求（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所

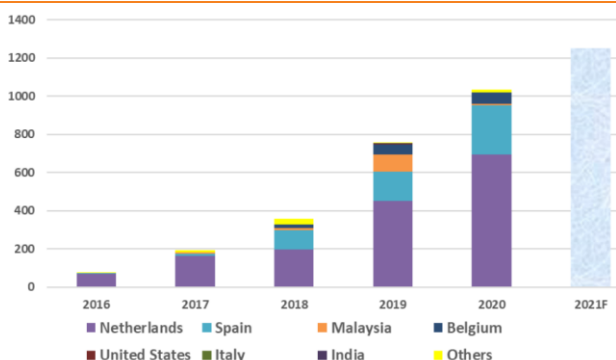
**对欧盟出口量的快速攀升给我国生物柴油产业带来新机会**。生物柴油产销走势在我国国内和国外的市场行情差异明显。根据 USDA 数据，2012 年-2019 年，我国生物柴油总产量几无增量，而 2019 年后开始快速增长。细究其结构，我们注意其增长原因来自我国对外出口量自 2015 年后持续增长，与欧盟减碳要求逐步增强带来的需求发展呈正相关。自 2016 至 2020 年，我国生物柴油出口量自 0.76 亿升（≈7 万吨）上升至 10.35 亿升（≈90 万吨），占全部产量 14.55 亿升（≈127 万吨）的 71.13%。其中主要出口目的地聚集在欧盟各国，包括荷兰、西班牙、比利时、意大利、以及以欧盟作为目的地的中转国马来西亚。综上所述，我国生物柴油产业有望长期受益于欧盟为达减碳目标而不断上涨的对相关燃料的需求。

图 13：我国生物柴油总产量、自用与出口量对比（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所

图 14：我国生物柴油出口量逐年攀升，主要销往欧盟国家（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所

我国于 2021 年提出碳中和的目标，此后相关政策在能源现代化和可再生能源领域持续颁布，生物柴油有望在我国逐渐站上历史舞台。



- 根据 2022 年 3 月 22 日发布的《“十四五”现代能源体系规划》，第三章增强能源供应链稳定性和安全性之强化战略安全保障提及，一是要增强油气供应能力，二就是要**加强安全战略技术储备**：要“按照不与粮争地、不与人争粮的原则，提升燃料乙醇综合效益，**大力发展纤维素燃料乙醇、生物柴油、生物航空煤油等非粮生物燃料**”；
- 根据 2022 年 6 月 1 日发布的《“十四五”可再生能源发展规划》，提及要稳步推进生物质能多元化开发，包括要大力发展非粮生物质液体燃料，**支持生物柴油、生物航空煤油等领域先进技术装备研发和推广使用**；要加强可再生能源多元直接利用，扩大可再生能源非电直接利用规模。**持续推进燃料乙醇、生物柴油等清洁液体燃料商业化应用**，在科学研究动力和安全性能的基础上，**扩大在重型道路交通、航空和航运中对汽油柴油的规模化替代**。

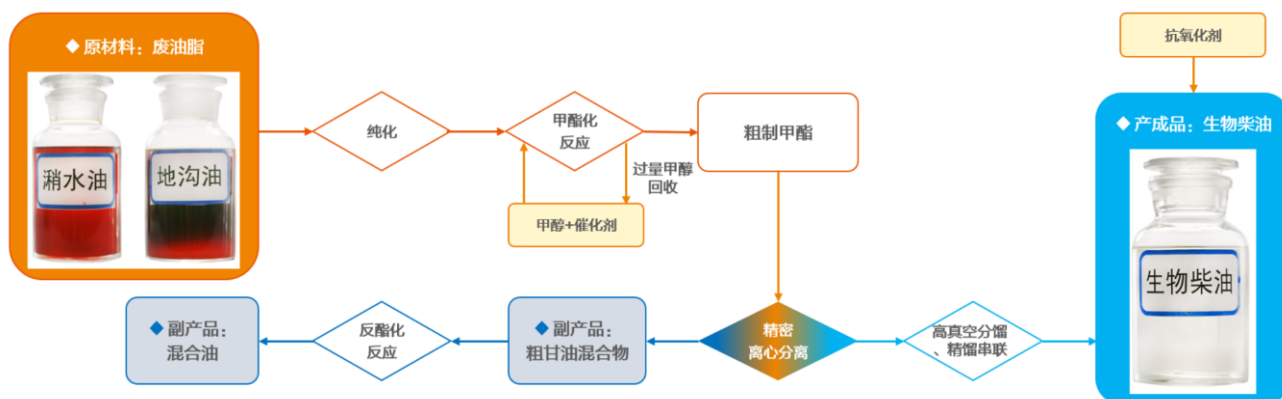
我们认为，随生物柴油产业链在资源利用效率再提升方面的价值不断在国际市场被认可，生物柴油在我国国内市场亦将拥有相应地位。

### 2.3. 公司业绩伴随市场需求起飞，高附加值产品皆以备齐

生物柴油业务为公司第一大主业。公司主要使用废油脂制取生物柴油

- **采购模式**。公司原材料采购主要包括废弃油脂、甲醇和辅料。其中，废弃油脂为生产生物柴油的主要原材料。由于我国废油收集行业存在收运管理体系规范和健全度尚需提升，行业内经营者众多、市场集中度较低等特点，个人户长期以来为经营主力。因此，公司的废油脂供应商主要包括直接从事废油脂收集业务的个人（个体户）、企业及中间商。**公司采用市场化定价方式购买废弃油脂，目前已构建了稳定、规范的废弃油脂采购体系和覆盖全国（包括福建省内、两广地区、江浙沪地区、云贵川渝地区、湘赣地区以及其他区域等六个片区）及东南亚地区的采购渠道**，并与众多供应商建立了长期稳定的业务互信关系，实现了原料的稳定供应及合理成本采购。**随着公司生产规模的逐步扩大，公司稳步提升的废弃油脂收购量，使公司的采购价格和供应量保障在行业内具有优势地位。**
- **生产模式**。公司使用所掌握的生产技术和废油脂资源，**通过纯化工序、进入甲酯化工序转化成粗酯。粗酯通过公司高真空多塔分馏工序，根据碳链结构和沸点的差异分离出 1#、2#、3#、4#生物柴油**。公司不同型号的生物柴油的产量是受原材料废油脂中碳链结构组分情况而定，为便于标识，公司依据碳链结构的不同，将四类产品分别命名为 1#、2#、3#和 4#。公司目前大量产出 2#生物柴油。2021 年内，公司产品无外协生产情况。**截至 2022 年 3 月，公司酯基生物柴油产能规模达 40 万吨，是目前国内规模最大的生物柴油生产企业。**
- **销售模式**。公司生物柴油根据碳链、凝固点、色号等可依次划分为 2#、3#和 4#。其中**2#产品根据客户对含硫量、凝固点、碘值、色泽等指标的不同要求，主要销往欧洲市场**，部分销往国内增塑剂市场和燃料市场；3#产品销售给环保型增塑剂客户，或销往工业锅炉燃料市场；4#产品主要作为公司的锅炉燃料自用和部分销往工业锅炉燃料市场。公司产品均为买断式销售，以直销客户为主，部分为贸易商，**主要客户为国际知名的大型燃料油生产和贸易商**，包括 Gunvor International BV、Petroineos Trading Limited、Kolmar Group AG、Eni Trading and Shipping SPA 等，2021 年的 CR5 销售额对收入贡献达 64.5%。公司一般通过竞争性报价方式，与出口客户签订合同，主要以即期信用证方式结算。多年来，公司坚持稳健的经营方针，确保各产品产销平衡，产销率持续保持高位，**连续多年位列国内同类企业出口量首位。**

图 15：卓越新能生物柴油制造工艺流程



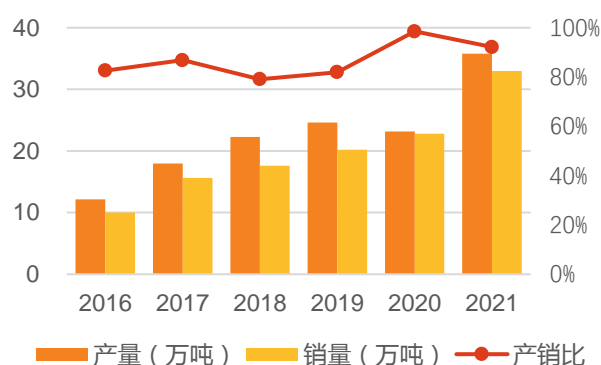
资料来源：卓越新能官网，卓越新能招股说明书，天风证券研究所

图 16：卓越新能的生产基地及产能情况（截至 2021 年年报）

生产基地	主要产品	年产能
卓越新能平林生产基地	生物柴油	8 万吨
卓越新能东宝生产基地	生物柴油	10 万吨
卓越新能美山生产基地	生物柴油	10 万吨
厦门卓越生物质能源有限公司	生物柴油	10 万吨

资料来源：卓越新能 2021 年年报，天风证券研究所

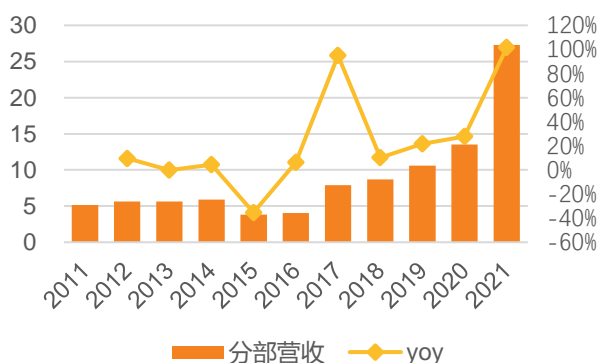
图 17：卓越新能历年生物柴油的产销情况（万吨，%）



资料来源：卓越新能招股书，卓越新能历年年报，天风证券研究所

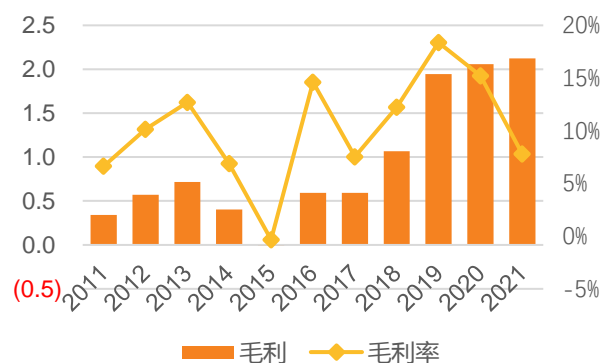
公司生物柴油业务自 2015 年后步入业绩高速增长期，率先分享欧盟市场供需缺口红利。根据前述 USDA 数据，可见自 2016 年起，欧盟市场对进口生物柴油需求快速提升，而我国生物柴油市场随之崛起。公司作为我国生物柴油龙头企业，其业绩顺应这一行业大背景快速增长。进入 2019 年后，欧盟政策对减碳的力度不断提升，生物柴油进入长期的量价齐升轨道，公司业务业绩随产能不断释放也进一步受益。截至 2021 年，公司业务营收创历年新高，达到 27.30 亿元，同比增 101.66%，实现毛利 2.12 亿元，同比增 3.14%。

图 18：卓越新能生物柴油分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：卓越新能生物柴油分部毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

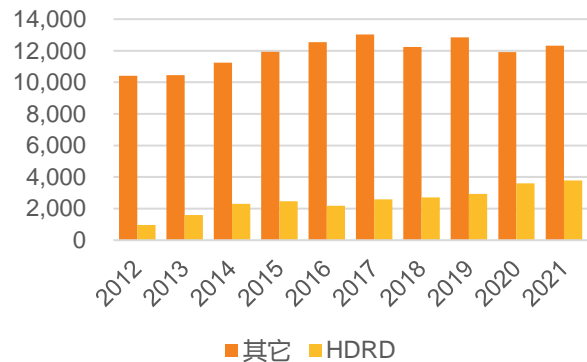
近年来，欧盟生物柴油市场未来增量将主要由烃基生物柴油贡献的趋势逐渐明显，公司已积极开展相关研发工作。相较于酯基生物柴油，烃基生物柴油具备高十六烷值、低硫、低冷滤点等优点，还可通过深加工应用于航空燃油领域。公司于 2019 年成功开发以废油脂为资源采用固定床催化加氢脱氧、加氢异构工艺制备烃基生物柴油的应用新技术；2021 年，“废油脂制备烃基生物柴油技术研究”项目已于进入中试研究阶段；7 月，公司公告《关于将超募资金用于烃基生物柴油生产线项目的议案》等 2 项议案，拟投资 4.8 亿元新建年产 10 万吨烃基生物柴油生产线项目，建设周期 24 个月；同年，公司参与《柴油机燃料调合用烃基生物柴油》行业标准制订工作；参与起草的《烃基生物柴油》（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。

图 20：我国酯基生物柴油出口价近年来一路上涨（人民币元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：欧盟生物柴油中可再生柴油产量渐增（百万升）



资料来源：USDA，天风证券研究所

未来，公司一方面将继续扩张生物柴油产能。根据 2021 年年报，公司“用 3 至 5 年时间达到产能规模生物柴油 75 万吨/年”；另一方面，公司的生物柴油也是其生物材料的主要原材料，较大的生物柴油产能为公司在全球减碳趋势加剧的背景下为可持续发展奠定了深厚基础。

### 3. 生物材料：减碳替代大势所趋，市场广阔

#### 3.1. 欧盟碳关税+中国“十四五”生物经济规划——国内外政策加速落地

近年来，随着全球主要经济体对碳排放的重视程度和要求不断提高，我们已经可以从政策端看到，减碳要求正逐渐从能源领域向制造领域延伸：

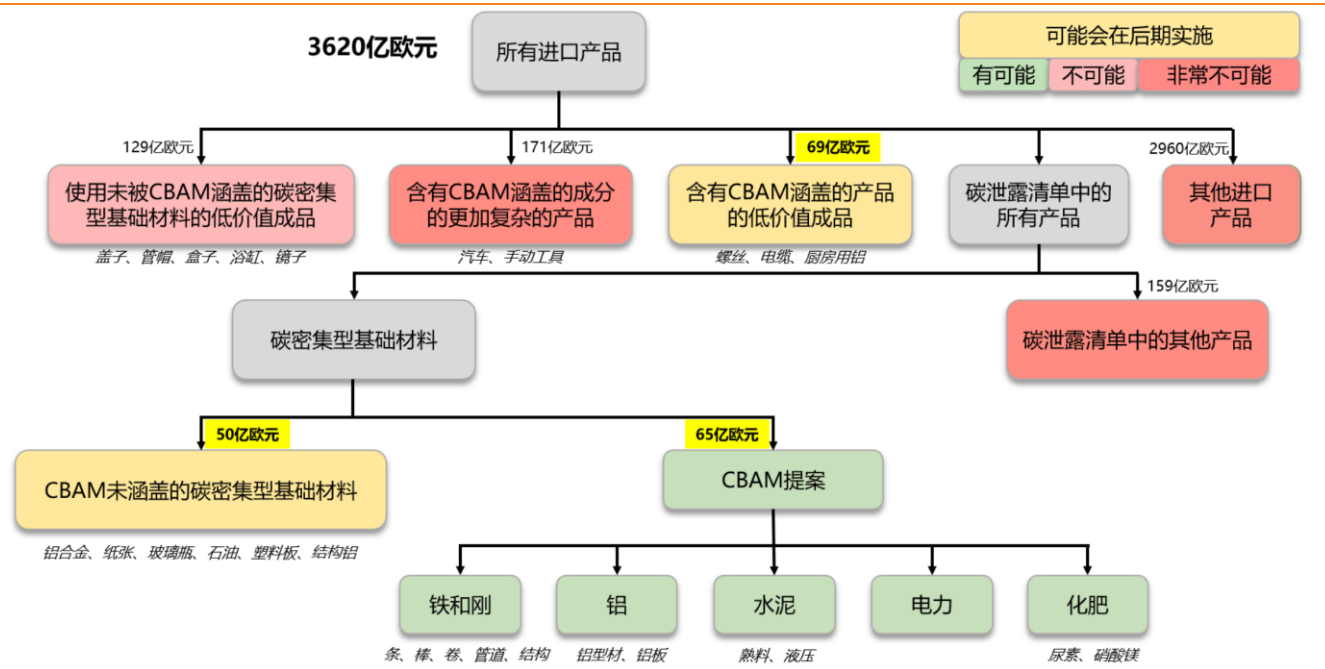
- **欧盟：碳关税法规时间一再提前，范围扩大至塑料等多种制品。**自 2021 年 7 月欧盟委员会首次提出碳边境调节机制（CBAM，即“碳关税”）提案以来，截至 2022 年 5 月，碳关税在提案中实施时间已从 2026 年提前至 2025 年；范围从重工业的五大产品类型（铁和钢、铝、水泥、电力、化肥）进一步纳入了有机化学品、塑料、氢和氨；所涉碳排放类型从直接排放扩大到间接排放。综合来看，碳关税一旦正式实施，将较大程度上提高各出口国成本。我国作为对欧盟的出口大国，同样将受到较大影响。根据腾讯研究院测算，我国因对外出口制造业产品大多处于国际产业链的中低端，能耗高，增加值低，在国际贸易中常作为“碳排放”的净输出国。2018 年中国出口产品隐含二氧化碳排放 15.3 亿吨，进口货物隐含二氧化碳排放 5.42 亿吨。

表 1：欧盟碳关税政策落地进程

时间	主体	事件&主要内容	关税覆盖范围	时间安排
2020 年	欧盟	通过《欧洲绿色协议》。		<ul style="list-style-type: none"> <li>承诺到 2030 年，将温室气体排放量较 1990 年减少 55%；</li> <li>到 2050 年实现碳中和。</li> </ul>
2021/7	欧盟委员会	首次提出碳边境调节机制 (CBAM) 提案。	该关税的征收范围主要涉及 <b>重工业的五大产品类型，包括：铁和钢、铝、水泥、电力、化肥。</b> <b>排放类型：直接排放。</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>计划于 2023 年 1 月 1 日起开始实施。</li> <li>2023 年至 2025 年是实施的过渡期，进口产品无需缴纳碳关税，但进口商需定期提交关于碳排放量报告。</li> <li>2026 年起，欧盟将正式全面开征碳关税。</li> </ul>
2022/3	经济与金融事务委员会 (ECOFIN)	会议通过了前述提案。		
2022/5	欧洲议会 - 环境、公共卫生和食品安全委员会 (ENVI)	通过了关于 CBAM 的法规的报告。	新的法规提案在前述范围上， <b>进一步纳入了有机化学品、塑料、氢和氨。</b> <b>排放类型：直接+间接。</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>将正式实施时间提前到 2025 年；</b></li> <li>提出将在 2030 年之前将欧盟碳市场 (EU-ETS) 所有行业纳入 CBAM 机制。</li> </ul>

资料来源：中国环境网，环球零碳网，《欧盟计划 2023 年启动全球首个碳关税政策》(未来城市设计与运营, 2022,(04)), 天风证券研究所

图 22：CBAM 可能覆盖的行业示意图



资料来源：Sandbag, comext 数据库，碳中和资料库，中国环境报社网，天风证券研究所

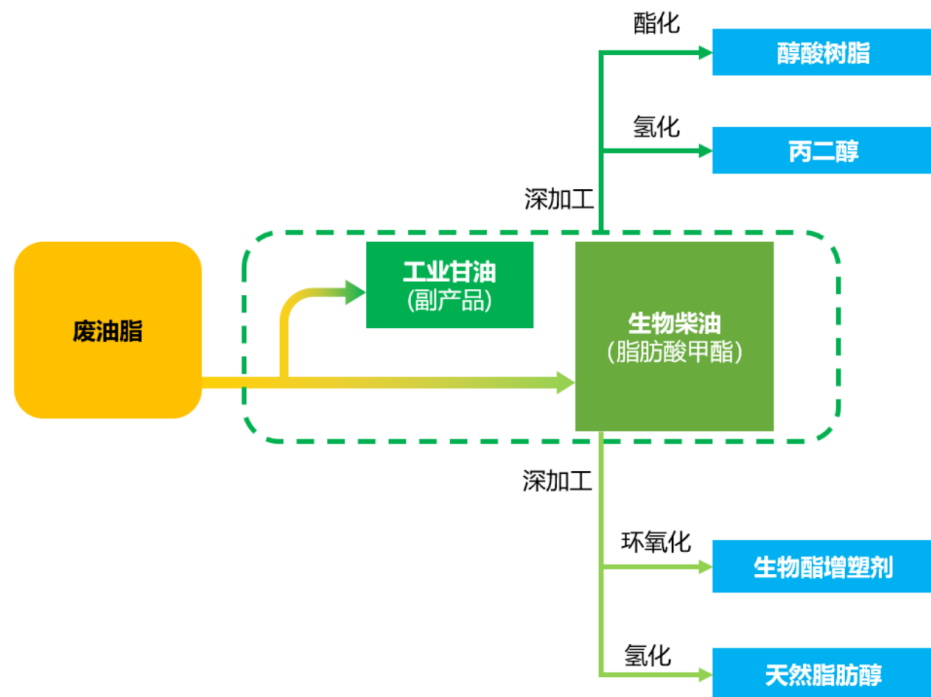
➢ 我国：“替代传统化学原料”是“十四五”生物经济规划目标之一。2022 年 5 月 10 日，国家发展改革委发布《“十四五”生物经济发展规划》，在发展目标“生物产业融合发展实现新跨越”中提出，要“生物技术和生物产业更加广泛惠及人民健康、粮食安全、能源安全、乡村振兴、绿色发展。……生物能源稳步发展，生物基材料替代传统化学原料、生物工艺替代传统化学工艺等进展明显”。规划明确了绿色低碳为四大优先重点发展领域之一，提出要顺应“追求产能产效”转向“坚持生态优先”的新趋势，发展面向绿色低碳的生物基替代应用，重点围绕生物基材料、生物质能等方向，构建生物质循环利用技术体系，构建生物质能生产和消费体系，推动环境污染生物修复和废弃物资源化利用，确保生态安全和能源安全。

### 3.2. 生物柴油是多种生物材料的关键原料

生物基材料是指使用可再生生物资源制造得到的材料。其来源于生物资源，与传统的石油基材料相比，其质量和性能相当，又大幅度降低了碳排放，可作为石化材料在工业和生活领域的新型替代品，实现绿色低碳的可持续发展。近年来，在各国政策引导下，生物燃料（源自生物质的液体或气体燃料，主要包括乙醇、生物柴油和沼气）的增长也同时推动了生物基材料产业的快速发展。

其中，生物柴油作为化石柴油的替代品，具有与石油作为动力燃料和化学材料相同的目标市场。以生物柴油为原料进一步延伸加工，生产的塑料增塑剂、醇酸树脂、天然植物蜡、脂肪醇等，都具有可再生、低毒、可降解、价优等优势。公司认为，生物柴油生产商布局既延伸了生物柴油的产业链，又可提高生物柴油产业的综合经济效益。

图 23：卓越新能现有生物基化学原料产品与生物柴油间生产关系示意图



资料来源：卓越新能 2021 年年报，天风证券研究所

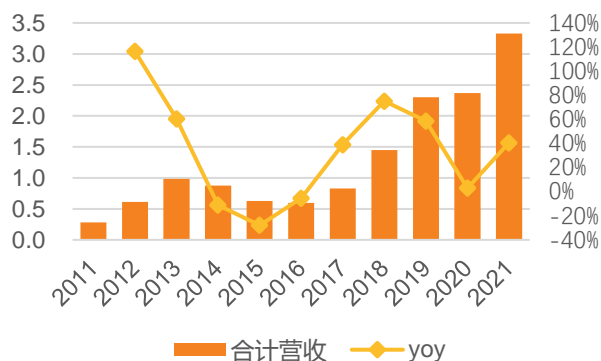
### 3.3. 公司已储备多样生物基化学原料产品：

长期以来，公司注重在生物基材料领域的技术研发和品类扩宽。截至 2021 年年报，公司相关产品主要包括生物酯增塑剂、醇酸树脂、甘油等；截至 2022 年 4 月，天然脂肪醇、生物基丙二醇前期工作正在推进。目前，公司生物基材料年产能合计达 9 万吨，公司计划用 3 至 5 年时间完成 25 万吨的目标，以成为“生物质能化一体化”的领先企业。

近年来，生物基材料在公司整体业绩中的占比也在不断提高。截至 2021 年年报，公司的生物基材料分部合计实现营收 3.33 亿元，同比增 40.56%；合计实现毛利 1.11 亿元，同比增 239.62%，毛利率达 33.30%，贡献了公司近 34%的毛利润。

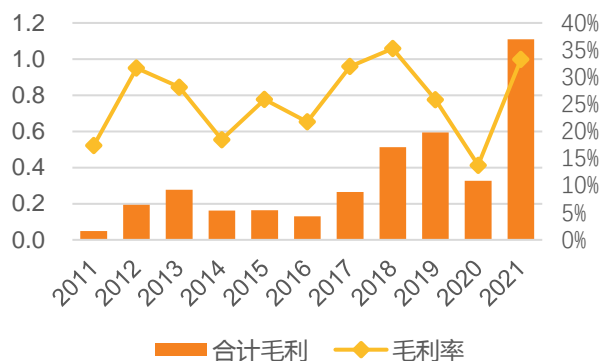


图 24：卓越新能生物基材料分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：卓越新能生物基材料分部毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3.1. 工业甘油：生柴副产品再利用，化学中间体用途多

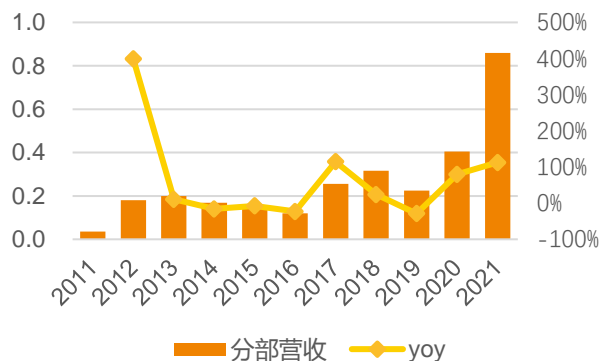
工业甘油由酯基生物柴油生产过程中的副产品粗甘油加工而来。公司利用废油脂生产生物柴油，在甲酯化过程中会分离副产物粗甘油。粗甘油杂质多、味道重、甘油含量低。传统的粗甘油回收利用依靠的是蒸发、蒸馏技术，甘油得率较低、有异味，质量无法达到行业标准。而公司根据副产物特点，采用自主研发的粗甘油萃取纯化、高效离心预处理、高真空闪蒸脱味、高真空精馏等技术，实现甘油工业化生产，该项技术在实际运用中工况稳定、得率较高、过程质量可控，最终产品工业甘油质量符合市场标准。该业务亦为公司提高废弃油脂综合利用，实现生产过程减排，以及提高企业盈利水平的深加工产品。公司工业甘油客户多样，产品用途广泛，如作为化学中间体用于涂料、树脂、造纸、制革等以及汽车防冻剂等。

图 26：卓越新能工业甘油制造生产流程



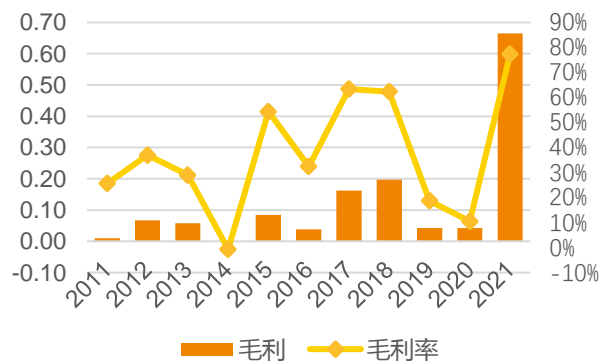
资料来源：卓越新能招股说明书，天风证券研究所

图 27：卓越新能工业甘油分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：卓越新能工业甘油分部毛利&毛利率（亿元，%）

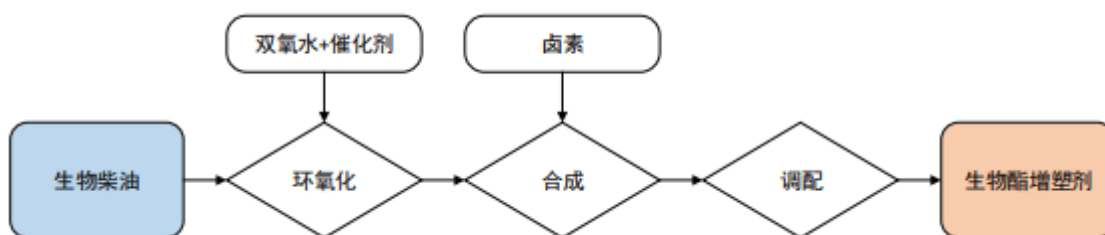


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3.2. 生物酯增塑剂：替代石油基增塑剂，用于塑料生产

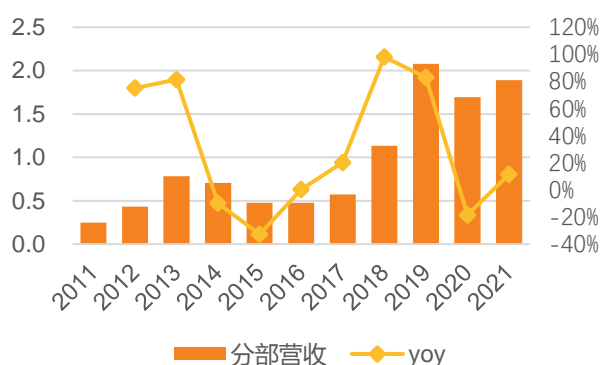
生物酯增塑剂是国内生物柴油的最主要的应用方向，是生产 PVC（聚氯乙烯）的重要替代原料，在环保健康制品领域备受青睐。生物酯增塑剂是以中短链饱和占比较高的生物柴油深加工后得的新型增塑剂，相较于 DOP 等传统石油基增塑剂，生物酯增塑剂具备无毒、环保、可降解、不含芳烃等特性。利用生物酯增塑剂生产的 PVC 产品可广泛应用于食品包装、医疗用品、儿童玩具、人造皮革、塑胶跑道和供水管道等，同时也用作纤维素树脂和合成橡胶的无毒增塑剂与软化剂。在制品加工环节，以生物柴油制备的环保型增塑剂与邻苯类增塑剂、钡、镉、锌等金属稳定剂配合使用时，可发挥良好的协同作用，并提高塑料制品的综合性能。公司的生物酯增塑剂目前在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。

图 29：卓越新能生物酯增塑剂制造工艺流程



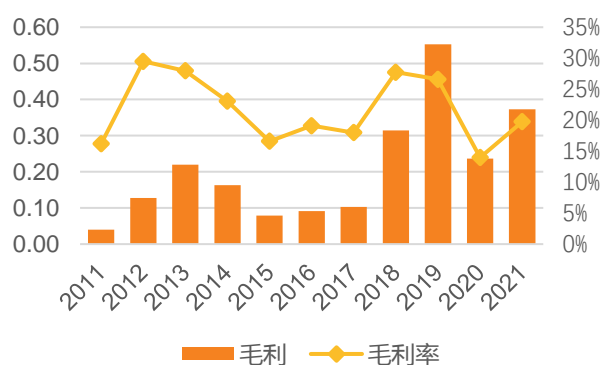
资料来源：卓越新能招股说明书，天风证券研究所

图 30：卓越新能生物酯增塑剂分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：卓越新能生物酯增塑剂分部毛利&毛利率（亿元，%）

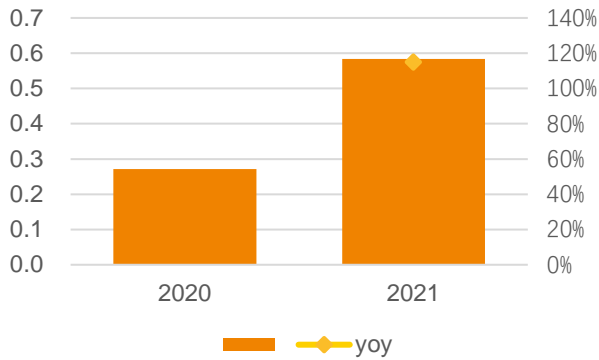


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3.3. 醇酸树脂：用于油漆/涂料生产，减少有害气体排放

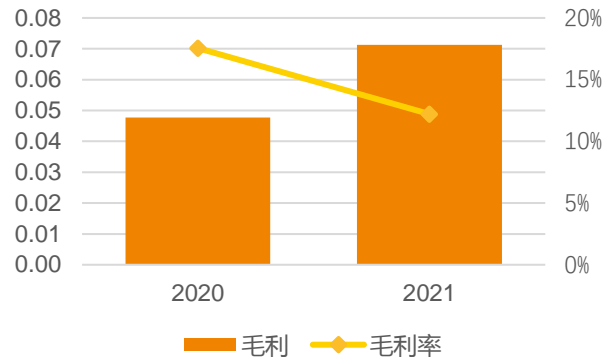
环保型醇酸树脂由酯基生物柴油和工业甘油深加工而成。通过生物柴油的分馏工序，公司将分馏出的长链不饱和脂肪酸甲酯占比较高的生物柴油，结合公司自产的工业甘油以及部分高碘值的废油脂和多元酸等，通过公司自主创新的抗水解酯化和核壳酯化技术深加工成水性醇酸树脂。该类树脂以水为溶媒，用于各种油漆/涂料的生产，是油漆行业的主要成膜基料，其中水性醇酸树脂以水为溶媒，在制漆、刷漆、喷漆过程可大大减少对有机溶剂的使用和减少 VOC（Volatile Organic Compounds，挥发性有机化合物）的排放。该产品解决了同类产品抗水解功能弱、生产的水性油漆稳定性差、保存期短的难题，该技术在行业内具有领先水平。随着我国环保意识的增强，水性醇酸树脂具有良好的市场前景。

图 32：卓越新能醇酸树脂分部营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：卓越新能醇酸树脂分部毛利&毛利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3.4. 天然脂肪醇：是表面活性剂行业绿色化的发展方向

天然脂肪醇以生物柴油为原料，通过氢化制备而成。天然脂肪醇原料来源于动植物油脂，具有 8 至 22 碳原子链的脂肪族醇类，是合成醇系表面活性剂的主要原料。由脂肪醇制备而来的表面活性剂主要为阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂。根据中国洗涤用品工业协会的统计数据，这两类表面活性剂的用量占据了国内表面活性剂近 90% 的市场。表面活性剂用途几乎覆盖了人们生产生活的方方面面，既有个人清洁用的沐浴露、香波、牙膏、洗面奶、洗手液等，也有家庭洗涤所用洗衣液、餐具洗涤剂，亦包括工业用的润湿剂、清洁剂等，还有部分用于农业中作为农药的乳化剂等，用途广泛。由脂肪醇制备而来的表面活性剂具备可再生、可持续发展以及对人体和环境安全等特点，已成为表面活性剂行业绿色化的发展方向。当前我国脂肪醇产能与需求有缺口，存在部分依赖进口的情形。公司天然脂肪醇项目的投产能在一定程度上满足市场的需求。

### 3.3.5. 生物基丙二醇：用于生物质 PTT 纤维、化妆品领域

公司已成功开发甘油加氢气制备 1,3-丙二醇的应用新技术，截至 2021 年年报，已完成中试。根据生物基能源与材料公众号，1,3-丙二醇作为重要的有机合成原料和中间体而得到广泛的应用，它是不饱和聚酯、环氧树脂、聚氨酯树脂的重要原料；在食品、医药和化妆品工业中广泛用作吸湿剂、抗冻剂、润滑剂和溶剂；还可用作烟草增湿剂、防霉剂，食品加工设备润滑油和食品标记油墨的溶剂；作为发展生物质纤维 PTT 的主要原料，其可替代乙二醇、丁二醇生产多醇聚酯。

## 4. 研发实力：参与制订多项行业标准，承担多个国家级科研项目

公司核心技术主要来源于自主研发创新，重点围绕废油脂综合利用、生物柴油生产工艺、催化剂优选、副产物回收利用、产业链延伸等方面开展研发活动，经过长期规模化工业生产的应用提升，已形成一系列连续法稳定生产、确保各产品质量、资源高效转化、安全与清洁生产、自动化控制等具有行业领先的核心技术。主要体现在：

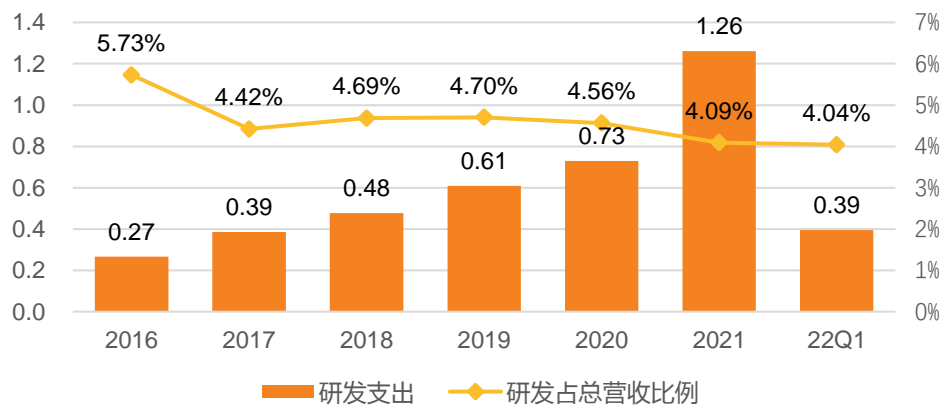
- 1) 针对我国各区域废油脂特性，筛选优化出具有多功能特性的催化剂，连续甲酯化工艺，遏制逆反应技术，使废油脂甲酯化转化率达 99%；
- 2) 生产工艺适应性强，可以完全满足各种混合废油脂资源，生产工况安全可靠，生产过程实现节能和清洁生产，产品质量稳定可控，高品质得率超过 88%；
- 3) 掌握废油脂纯化、连续甲酯化、连续高真空多塔分馏等关键核心技术工艺与装备，生产过程中融合了自动化控制技术；

- 4) 通过自主创新的高真空多塔分馏技术工艺设备，能根据粗制生物柴油的低沸物含量、碳链结构、冷滤点、产品用途等产品执行标准，分馏出各种型号的生物柴油产品以适应市场需求和下游生物基新材料的使用，消除了废油脂成分复杂和结构不一带来的影响，为公司细分客户需求提高收益率以及为公司后续的生物柴油深加工奠定了基础。
- 5) 公司在酯基生物柴油的核心技术持续优化提升的同时，**着手推进烃基生物柴油的示范建设，并积极向副产物粗甘油提炼、生物柴油深加工成生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂、天然脂肪醇、生物基丙二醇等生物基材料应用开发，也取得了一系列成果。**

**参与制订多项行业标准，承担多个国家级科研项目。**公司二十年来一直专注于以废弃油脂资源生产生物柴油及生物基材料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，建有省级企业技术中心、重点实验室、工程技术中心等；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、全国“生物质能源产业技术创新战略联盟”的副理事长单位。

多年来，公司陆续承担多个科研项目和课题，包括“国家重点新产品计划”、“国家火炬计划”、“十五”国家科技攻关计划、“十一五”国家科技支撑计划、“十二五”国家科技计划”、“国家重大产业技术开发专项”、“十三五”国家重点专项课题等研究课题项目等，取得一系列科技成果，培养一大批科技人才。公司与中国林科院林产化学工业研究所、中国科学院广州能源研究所、厦门大学等研究院所和高校保持紧密的技术合作与交流。公司围绕“生物质能+生物精细化工”路线持续加大研发投入，已形成一系列稳定生产、确保各产品质量、资源高效转化、安全与清洁生产、自动化控制等具有行业领先的核心技术，生物柴油产业链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用能力不断提升、**整体技术处于业内领先水平。**

图 34：卓越新能历年研发支出&占总营收比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 盈利预测&估值分析&投资建议

### 核心假设：

- 1、 欧盟市场生物柴油供不应求，公司生物柴油产能按已公布计划增加，产销比保持；
- 2、 公司生物基材料按已公布计划投产，产能利用率和产销比保持。

表 2：公司各版块收入拆分（百万元）

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
生物柴油	营业收入	1059.44	1353.58	2729.62	3798.35	5099.05	6428.25
	yoy	21.68%	27.76%	101.66%	39.15%	34.24%	26.07%

	毛利	194.62	205.98	212.46	276.59	379.90	481.27
	毛利率	18.37%	15.22%	7.78%	7.28%	7.45%	7.49%
生物酯增塑剂	营业收入	207.73	169.33	188.80	303.20	395.09	478.34
	yoy	83.01%	-18.49%	11.50%	60.59%	30.31%	21.07%
	毛利	55.26	23.66	37.30	78.88	129.36	190.79
	毛利率	26.60%	13.98%	19.76%	26.02%	32.74%	39.89%
工业甘油	营业收入	22.49	40.46	85.87	126.87	190.30	255.76
	yoy	-28.84%	79.87%	112.26%	47.74%	50.00%	34.40%
	毛利	4.21	4.22	66.46	108.42	166.20	221.73
	毛利率	18.74%	10.43%	77.40%	85.46%	87.34%	86.69%
醇酸树脂	营业收入		27.16	58.39	92.03	169.58	233.02
	yoy			114.97%	57.61%	84.26%	37.41%
	毛利		4.77	7.13	6.34	0.20	5.00
	毛利率		17.55%	12.21%	6.89%	0.12%	2.15%
天然脂肪醇	营业收入						55
	yoy						
	毛利						8.25
	毛利率						15.00%
其他业务	营业收入	4.87	7.86	20.81	4.83	5.00	5.00
	yoy	177.60%	61.64%	164.68%	-76.81%	3.58%	0.00%
	毛利	4.84	7.14	4.03	4.58	4.70	4.70
	毛利率	99.47%	90.73%	19.37%	94.79%	94.00%	94.00%
	<b>合计</b>	<b>1294.53</b>	<b>1598.40</b>	<b>3083.49</b>	<b>4325.27</b>	<b>5859.01</b>	<b>7455.37</b>
	yoy	27.22%	23.47%	92.91%	40.27%	35.46%	27.25%
	毛利	258.93	245.77	327.38	474.81	680.37	911.74
	毛利率	20.00%	15.38%	10.62%	10.98%	11.61%	12.23%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2022-2024 年，公司实现营收 43.25/ 58.59/ 74.55 亿元，归母净利润 4.83/ 6.48/ 8.13 亿元，对应 EPS 4.03/ 5.40/ 6.77 元/股，2022 年 6 月 3 日股价对应 PE 为 16.2/ 12.1/ 9.7x。

估值分析：1) 通过对比国内生物柴油产业相关公司（嘉澳环保、北清环能），我们注意到不同公司因产能和业务构成差异，2023E 的估值区间在 9.1-14.9X，比较各公司截至 2022 年 5 月 31 日已公布生物柴油产能目标来看，卓越新能以现有 40 万吨酯基，自 2021 年起 3-5 年目标 65 万吨酯基+10 万吨烷基位列国内产能第一；2) 我们同时参考全球生物柴油产能领先的芬兰 NESTE，其以现有合计产能 330 万吨，目标 300 万吨烷基+150 万吨生物航煤，当前总市值约合 2426.78 亿人民币，PE (TTM) 为 16.7x。我们看好卓越新能作为当前在运行产能和目标产能均为国内第一的生物柴油生产商，同时新产能快速释放，并实行“生物质能一体化”战略，有望分享全球减碳大背景相关需求快速提升带来的红利，给予 2023 年 17 倍目标 PE，对应目标价 91.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比上市公司产能目标&估值（截至 2022 年 6 月 3 日）

股票代码	股票简称	目前已公布生物柴油产能目标	总市值 (亿元人民币)	PE (TTM)	Wind 一致预期	
		截至 22/5/31		截至 22/5/31	2022E	2023E
603822.SH	嘉澳环保	酯基 30 万吨	32.99	30.2	15.1	9.1
000803.SZ	北清环能	酯基 30 万吨+烷基 40 万吨	50.98	46.0	26.0	14.9
NESTE.FIN	芬兰 NESTE	烷基 300 万吨+SAF150 万吨	2426.78	16.7	-	-

资料来源：Wind，Nasdaqomxnordic，天风证券研究所



## 6. 风险提示

1. **国内外减碳政策落实进展不达预期。**公司长期可持续发展与国内外减碳政策落实进展息息相关。
2. **原材料采购风险。**废弃油脂（主要指地沟油、酸化油和泔水油）价格波动是影响公司生产成本的主要因素，其收购涉及原料收集、加工、运输等多个环节，同时也会受到原油、植物油大宗商品价格、回流其它领域等的影响，因而影响因素较多，存在价格风险。同时，废弃油脂的收集以个人经营者为主，存在的经营灵活、分散的行业特点。
3. **出口业务变动&生物柴油价格波动风险。**公司出口业务占比较高，若生物柴油出口价格波动大、公司产品不能持续满足欧盟要求或主要出口业务资质的续期、欧盟国家的贸易政策变化，都将会对公司短期内的盈利产生不利影响和风险。
4. **核心技术和管理人员储备供应不足风险。**随着公司生产规模的进一步扩大，未来项目的建成投产以及市场推广，公司面临技术和岗位人员储备供应不足的风险。
5. **环保及安全生产的风险。**生物柴油闪点高于化石柴油，不属于危险化学品，但生产所需的小部分原辅材料具有易燃、腐蚀性的物理化学性质。未来可能存在生产设备出现故障，或者危险材料和设备使用不当，导致火灾、危险物泄漏等意外事故，公司将面临员工伤亡、财产损失、甚至产线停工等风险，并可能受到相关部门的行政处罚，将对公司的生产经营带来一定的不利影响。
6. **产能释放节奏不及预期。**高速增长的产能是公司业绩高增长的支撑，若项目投产节奏受到影响，则将使公司业绩增长速度放缓。
7. **公司流通市值较小风险。**截至 2022 年 6 月 3 日，公司总股本 1.2 亿股，非限售流通股 3000 万股，对应流通市值 19.61 亿元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	300.07	325.32	773.65	956.01	1,443.76
应收票据及应收账款	81.01	261.96	50.42	372.73	165.71
预付账款	8.50	20.08	23.80	32.56	40.34
存货	202.47	441.33	628.24	752.73	919.53
其他	526.39	178.03	108.20	69.99	66.62
<b>流动资产合计</b>	<b>1,118.43</b>	<b>1,226.73</b>	<b>1,584.31</b>	<b>2,184.02</b>	<b>2,635.95</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	217.41	532.85	581.51	636.96	705.90
在建工程	287.28	28.18	171.14	278.35	358.76
无形资产	50.46	50.84	49.42	48.12	46.74
其他	612.66	733.94	750.00	750.00	750.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,167.81</b>	<b>1,345.82</b>	<b>1,552.06</b>	<b>1,713.43</b>	<b>1,861.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,286.24</b>	<b>2,572.55</b>	<b>3,136.37</b>	<b>3,897.45</b>	<b>4,497.35</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	13.70	14.91	17.18	31.73	77.33
其他	33.07	60.38	135.74	224.70	281.47
<b>流动负债合计</b>	<b>46.77</b>	<b>75.29</b>	<b>152.92</b>	<b>256.43</b>	<b>358.80</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.84	23.80	30.00	40.00	50.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.84</b>	<b>23.80</b>	<b>30.00</b>	<b>40.00</b>	<b>50.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>62.52</b>	<b>102.47</b>	<b>182.92</b>	<b>296.43</b>	<b>408.80</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	1,259.09	1,259.09	1,259.09	1,259.09	1,259.09
留存收益	844.63	1,090.99	1,574.36	2,221.93	2,709.46
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2,223.72</b>	<b>2,470.08</b>	<b>2,953.45</b>	<b>3,601.02</b>	<b>4,088.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,286.24</b>	<b>2,572.55</b>	<b>3,136.37</b>	<b>3,897.45</b>	<b>4,497.35</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	242.22	344.76	483.37	647.57	812.55
折旧摊销	27.19	45.28	100.63	152.15	225.34
财务费用	10.51	(7.44)	18.72	29.29	28.02
投资损失	(38.54)	(13.11)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(552.25)	(529.97)	2.41	(388.84)	103.19
其它	563.90	100.98	4.74	5.00	5.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>253.02</b>	<b>(59.50)</b>	<b>599.87</b>	<b>435.18</b>	<b>1,164.10</b>
资本支出	185.97	92.04	284.61	303.52	363.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(370.38)	90.49	(404.89)	(527.05)	(686.63)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(184.41)</b>	<b>182.53</b>	<b>(120.28)</b>	<b>(223.52)</b>	<b>(323.32)</b>
债权融资	(14.30)	31.83	(31.26)	(29.29)	(28.02)
股权融资	(98.40)	(138.00)	0.00	0.00	(325.02)
其他	24.56	(1.64)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(88.14)</b>	<b>(107.81)</b>	<b>(31.26)</b>	<b>(29.29)</b>	<b>(353.04)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(19.53)</b>	<b>15.22</b>	<b>448.33</b>	<b>182.36</b>	<b>487.75</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,598.40</b>	<b>3,083.49</b>	<b>4,325.27</b>	<b>5,859.01</b>	<b>7,455.37</b>
营业成本	1,352.63	2,756.11	3,850.46	5,178.65	6,543.63
营业税金及附加	17.18	36.01	46.71	64.45	80.52
销售费用	9.37	17.92	25.09	33.98	43.24
管理费用	25.62	31.73	43.25	58.59	63.37
研发费用	72.96	126.14	134.08	187.49	246.03
财务费用	14.30	(19.29)	18.72	29.29	28.02
资产/信用减值损失	(0.33)	0.03	0.09	0.09	0.09
公允价值变动收益	8.91	4.55	4.74	5.00	5.00
投资净收益	38.54	13.11	10.00	10.00	10.00
其他	(198.95)	(245.32)	(284.88)	(356.93)	(385.69)
<b>营业利润</b>	<b>258.16</b>	<b>362.50</b>	<b>506.65</b>	<b>678.59</b>	<b>851.34</b>
营业外收入	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.19	0.95	0.50	0.50	0.50
<b>利润总额</b>	<b>248.97</b>	<b>361.64</b>	<b>506.15</b>	<b>678.09</b>	<b>850.84</b>
所得税	6.75	16.88	22.78	30.51	38.29
<b>净利润</b>	<b>242.22</b>	<b>344.76</b>	<b>483.37</b>	<b>647.57</b>	<b>812.55</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>242.22</b>	<b>344.76</b>	<b>483.37</b>	<b>647.57</b>	<b>812.55</b>
每股收益(元)	2.02	2.87	4.03	5.40	6.77

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.47%	92.91%	40.27%	35.46%	27.25%
营业利润	17.44%	40.42%	39.76%	33.94%	25.46%
归属于母公司净利润	12.37%	42.33%	40.21%	33.97%	25.48%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.38%	10.62%	10.98%	11.61%	12.23%
净利率	15.15%	11.18%	11.18%	11.05%	10.90%
ROE	10.89%	13.96%	16.37%	17.98%	19.87%
ROIC	41.61%	40.84%	39.72%	50.08%	45.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	2.73%	3.98%	5.83%	7.61%	9.09%
净负债率	-13.49%	-12.66%	-26.19%	-26.55%	-35.31%
流动比率	22.97	15.59	10.36	8.52	7.35
速动比率	18.81	9.98	6.25	5.58	4.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	25.88	17.98	27.69	27.69	27.69
存货周转率	7.51	9.58	8.09	8.49	8.92
总资产周转率	0.72	1.27	1.52	1.67	1.78
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.02	2.87	4.03	5.40	6.77
每股经营现金流	2.11	-0.50	5.00	3.63	9.70
每股净资产	18.53	20.58	24.61	30.01	34.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.38	22.75	16.22	12.11	9.65
市净率	3.53	3.17	2.66	2.18	1.92
EV/EBITDA	21.77	19.05	18.29	12.12	7.83
EV/EBIT	24.22	22.38	25.95	17.38	11.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com