

山高环能 (000803.SZ)

废油脂龙头打通全产业链，静待航空需求释放

核心观点:

- **30万吨/年生物柴油产线将于2023年底建成投产，废油脂资源龙头加码后端产能。**9月26日公司公告拟与山东尚能设立合资子公司（公司持股51%）启动50万吨/年生物柴油产线（10万吨/年酯基+40万吨/年烃基）建设，其中10万吨/年酯基及20万吨/年烃基生物柴油一期产线预计将于22年10月启动、23年12月建成投产。此外公司与四川蓝邦签订保底6万吨/年生物柴油委托加工协议，进一步增厚产品附加值。叠加人民币汇率下跌，公司FOB模式采用美元结算下汇率损益有望大幅提高。公司作为餐厨运营龙头企业，正加速完善后端布局。
- **锁定餐厨产能规模已达4330吨/日，量、价齐升带动业绩增长。**截至中报锁定餐厨处理规模已达4330吨/日（较2021年末+113%），其中4030吨/日产能已实现并表运营。按照4%提油率测算下，公司目前4030吨/日项目满产可贡献超5万吨/年度油脂，而目前供需矛盾加剧下废油脂UCO价格超7700元/吨，废油脂销售带来利润弹性突出。
- **生物航煤为航空领域“新能源”，需求长期向上但废弃油脂原料却相当紧缺。**根据OECD数据，目前陆面交通的全球生物柴油需求已超4000万吨/年，并且航空领域对于生物航煤的需求亦有望释放（仅欧洲长期需求潜力就达4300万吨/年）。与旺盛的下游需求相比，粮食危机下主要原材料植物油的供应及使用逐步受限，而减排属性佳、经济效益高的废弃油脂的增量却相当有限，中长期维度来看废弃油脂供需矛盾加剧趋势不改。特别是对于公司而言，自有资源的竞争优势将更加显著。
- **盈利预测与投资建议：废油脂布局打开成长上限，维持“买入”评级。**我们预计公司2022至2024年归母净利润为1.80/2.87/4.08亿元，对应最新PE估值为24.9/15.6/11.0x。参考可比公司，给予2022年45倍PE估值，对应合理价值23.06元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**项目签订不及预期；废油脂业务扩张及价格不及预期等。

盈利预测:

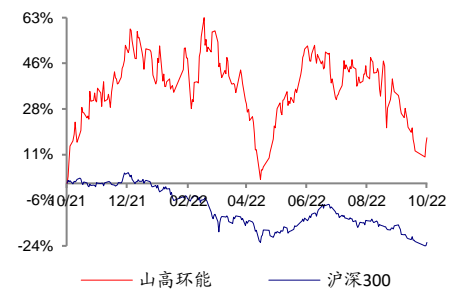
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	347	827	1,433	2,223	2,964
增长率(%)	1374.3	138.3	73.4	55.1	33.3
EBITDA(百万元)	75	228	371	560	745
归母净利润(百万元)	45	81	180	287	408
增长率(%)	126.2	78.4	124.0	59.1	42.2
EPS(元/股)	0.24	0.34	0.51	0.81	1.16
市盈率(x)	56.69	68.57	24.87	15.63	10.99
ROE(%)	7.5	6.3	11.4	15.4	17.9
EV/EBITDA(x)	34.37	24.50	14.77	10.60	7.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	12.74元
合理价值	23.06元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-13

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

- 北清环能(000803.SZ):量 2022-08-23
价齐升推动业绩增长,期待
后续并购加速
- 北清环能(000803.SZ):拟 2022-07-21
更名“山高环能”,期待后
续成长弹性
- 北清环能(000803.SZ):全 2022-07-14
年业绩潜力突出,看好行业
长期前景

联系人:

陈龙 021-38003623

shchenlong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、“资源+加工”齐头并进，量价齐升更具弹性.....	4
（一）公司启动 50 万吨/年生物柴油加工项目，国内烃基产线布局加速.....	4
（二）公司餐厨产能并购加码前端资源，委托加工模式增厚当期利润.....	4
（三）生物柴油量价齐升，人民币贬值下汇率损益有望大幅提高.....	7
二、欧洲“双碳”力度加大，生物航煤需求潜力突出.....	8
（一）航空领域减排势不可挡，欧洲 SAF 市场潜力可达 4300 万吨/年.....	8
（二）国内航空减排任务艰巨，后续生物航煤潜力亦可期待.....	10
三、盈利预测和投资建议.....	11
四、风险提示.....	11

图表索引

图 1: 通过积极收并购, 餐厨处理产能规模已达 4330 吨/日	5
图 2: 公司分部业务营收情况	6
图 3: 公司分部业务毛利率情况	6
图 4: 中国生物柴油出口量及同比增速	7
图 5: 中国 UCO 出口量及同比增速	7
图 6: 我国生物柴油及废弃油脂出口均价变化	7
图 7: 美元兑人民币即期汇率今年以来持续上涨	8
图 8: 欧盟政策中可再生能源使用比例不断提升	8
图 9: 欧洲陆面交通碳排放占比近三成	9
图 10: 十余项交通领域立法正在推进中	9
图 11: 强制添加+碳配额津贴+税收优惠, 欧盟多维度支持生物航煤应用	9
图 12: 2019 年我国航空煤油消耗量超 3000 万吨	11
图 13: 2019 年我国交通领域柴油消费量达 0.99 亿吨	11
表 1: 山高环能公告合作协议具体内容	4
表 2: 主流上市公司生物柴油产能布局规划	4
表 3: 山高环能餐厨处理项目表, 覆盖产能规模已达 4330 吨/日	5
表 4: 欧洲 2050 年生物航煤需求潜力超 4300 万吨/年	10
表 5: 中国对于生物柴油的政策支持力度在持续加大	10
表 6: 山高环能同业对比 (收盘价 2022/10/11)	11

一、“资源+加工”齐头并进，量价齐升更具弹性

（一）公司启动 50 万吨/年生物柴油加工项目，国内烃基产线布局加速

9月26日公司公告拟与山东尚能设立合资子公司（公司持股51%）启动50万吨/年生物柴油产线（10万吨/年酯基+40万吨/年烃基）建设，其中10万吨/年酯基及20万吨/年烃基生物柴油一期产线预计将于22年10月启动、23年12月建成投产。其中公司主要提供前期技术支持以及后期废油脂原材料供应，与拥有中国石油大学和UOP公司先进联合炼化工艺技术的山东尚能强强联手，进一步提高自身产业附加值。

表 1：山高环能公告合作协议具体内容

项目	具体内容
模式	成立子公司山高环能（广饶）新能源建设生物柴油项目
注册资本	3亿元
出资比例	山高环能（51%）、山东尚能（49%）
总产能规模	10万吨/年酯基生物柴油+40万吨/年烃基生物柴油
一期产能规模	10万吨/年酯基生物柴油+20万吨/年烃基生物柴油
合同工期	15个月（2022年10月至2023年12月）
甲方义务（山高环能）	提供前期技术支持；后续废油脂原材料供应及成品销售
乙方义务（山东尚能）	完成前期建设手续批复等；提供氢气等生产过程中原料

数据来源：山高环能《关于拟签署合作协议暨投资设立子公司公告》，广发证券发展研究中心

国内烃基产线建设加速，前端废油脂资源化龙头布局优势显著。除去公司外，近年以来国内对于烃基生物柴油（生物航煤）的产线布局亦在加速，已有海新能科完成40万吨/年烃基生物柴油产线运行；中石化启动我国10万吨/生物航煤的首次规模化试生产；卓越新能、嘉澳环保及东华能源远期烃基生物柴油产能规划目标分别达10万吨/年、50万吨/年和100万吨/年。于上述公司相比，山高环能作为全国餐厨运营龙头之一，已依托餐厨BOT项目构建废油脂收集网络，在前端废油脂资源回收领域优势显著，并基于资源优势绑定石化龙头，未来产能建设、放量的确定性更为突出。

表 2：主流上市公司生物柴油产能布局规划

公司	股票代码	最新在运产能（万吨/年）	在建及筹建产能（万吨/年）
山高环能	000803.SZ	-	10（酯基）+40（烃基）
卓越新能	688196.SH	40（酯基）	25（酯基）+20（烃基）
海新能科	300072.SZ	40（烃基）	-
嘉澳环保	603822.SH	30（酯基）	50（烃基）
东华能源	002221.SZ	-	100（烃基）

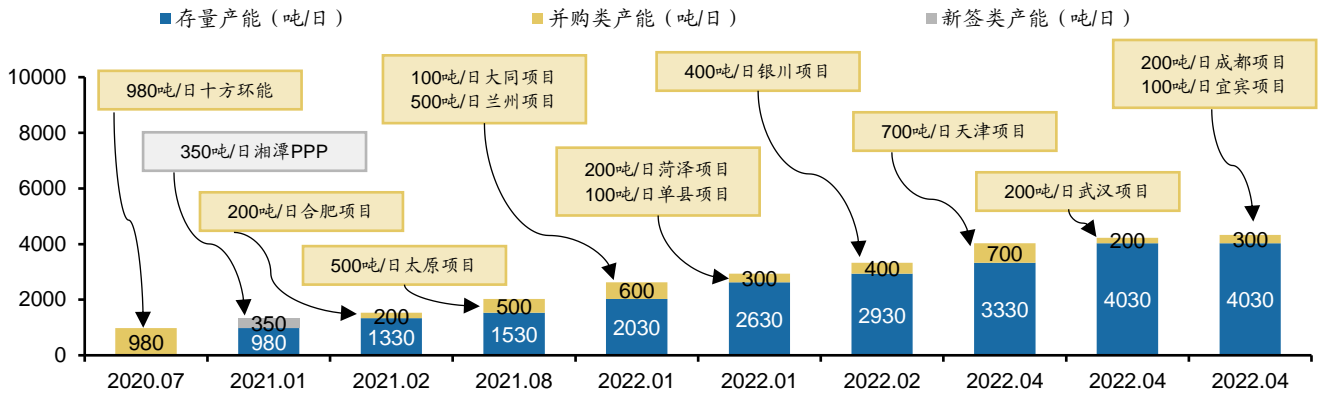
数据来源：各公司产能建设公告及定期报告整理，Wind，广发证券发展研究中心

（二）公司餐厨产能并购加码前端资源，委托加工模式增厚当期利润

锁定餐厨产能规模已达4330吨/日，量、价齐升带动业绩增长。公司作为废油脂资源化龙头企业，积极谋求优质项目并购整合机会，截至目前锁定餐厨处理规模已达4330吨/日（较2021年末+113%），其中4030吨/日产能已实现并表运营。按照4%提油率

测算下，公司目前4030吨/日项目满产可贡献超5万吨/年废油脂，而目前供需矛盾加剧下废油脂UCO价格超8000元/吨，废油脂销售带来利润弹性突出。并且公司正筹划70万吨/年生物柴油产能布局，有望成为利润新增长点。

图 1：通过积极收并购，餐厨处理产能规模已达4330吨/日



数据来源：公司定期报告、项目收购公告整理，Wind，广发证券发展研究中心

表 3：山高环能餐厨处理项目表，覆盖产能规模已达 4330 吨/日

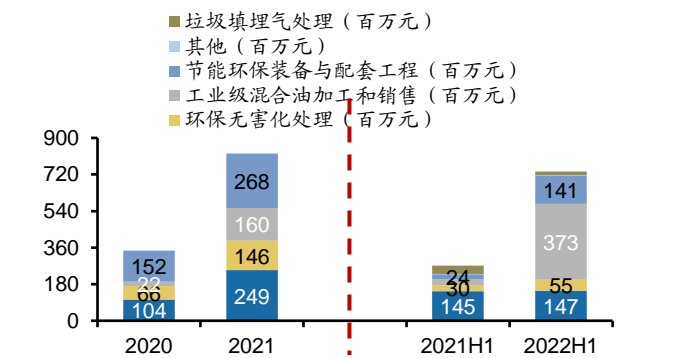
合并报表内运营项目名称	垃圾处置能力 (吨/日)	并表时间	项目性质	特许经营年限	项目状态
济南市餐厨垃圾收运处理项目	480	2019	BOT	25 年	运营 (国家第三批试点城市示范项目，餐厨厨余垃圾协同处理)
青岛市餐厨垃圾处理项目	300	2019	BOT	25 年	运营 (首批通过国家验收试点城市项目，率先采用预处理+全物料厌氧发酵工艺及沼气产品化应用)
烟台市餐厨垃圾处理项目	200	2019	BOT	25 年	运营 (餐厨垃圾处理沼气和垃圾填埋气协同利用，实现热电联产+精致天然气，实现能源自给自足)
太原市餐厨废弃物处理项目	500	2021	BOT	30 年	运营 (太原市六城区及四个开发区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理)
湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目	350	2021	PPP	20 年	试运营 (餐厨垃圾、厨余垃圾、废弃油脂、废渣综合处理)
武汉百信餐厨废弃物处理项目	200	2022	BOO	28 年	运营 (地处国家中心城市武汉市，处置范围覆盖主城区内 6 个行政区域)
兰州餐厨垃圾处理项目	500	2022	BOT	30 年	运营 (全国餐厨废弃物无害化处理、资源化利用首批试点企业)
大同餐厨废弃物处置项目	100	2022	BOT	28 年	运营 (山西省首个餐厨餐厨垃圾处理项目，餐厨与废弃油脂协同处理)
银川保绿特餐厨废弃物收运、处置项目	400	2022	BOT	30 年	运营 (全国 33 个餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点企业，餐厨与废弃油脂协同处理)
同华菏泽餐厨废弃物收运、处置项目	200	2022	PPP	30 年	运营 (菏泽市区及五县的餐厨垃圾收运处置)

同华单县餐厨废弃物处置项目	100	2022	BOT	30年	运营（单县唯一餐厨废弃物处理厂，主要服务于单县行政区）
天津市津南餐饮垃圾处理厂特许经营项目	300	2022	BOO	25年	运营（服务于天津市内六区和环城四区的餐厨垃圾收运处置）
天津市滨海新区有机废弃物综合利用处置项目	400	2022	BOO	30年	在建（为天津市滨海新区首个有机废弃物综合利用处置项目，项目建成后将填补新区餐厨垃圾处理设施空白）
合计	4030		-	-	-
拟收购项目	垃圾处置能力(吨/日)	协议签订时间	项目性质	特许经营年限	项目状态
成都市餐厨垃圾无害化处理厂项目	200	2022	BOT	-	已签订框架协议并锁定交易
宜宾市长宁县餐厨垃圾处理项目	100	2022	BOT	20年	已签收购协议，并购中
合计	300		-	-	/
公司餐厨处理规模合计	4330		-	-	-

数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

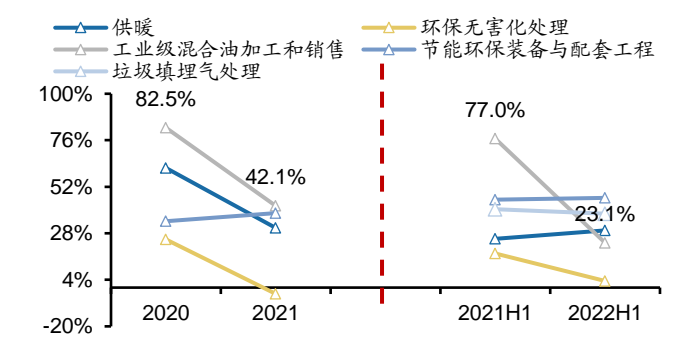
工业级混合油UCO销售成为核心主业，期待后续废油脂销量进一步提升。从收入结构来看，公司现已形成环保+供暖的业务格局，其中环保行业可以细分为环保无害化处理、垃圾填埋气处理、UCO加工和销售以及节能环保装备与配套工程，2022年H1供暖和环保行业细分业务分别实现收入1.47亿元、0.55亿元、0.18亿元、3.73亿元、1.41亿元。UCO加工和销售势头强劲，2022年H1收入占比达50.79%，同比增加40pct。虽然UCO加工和销售毛利率保持高位，但是受上半年国内疫情影响，公司自产油脂量降低，外采油脂比重上升拉低毛利。我们预期一方面公司在手项目并表投产支撑持续成长性，另一方面废弃油脂深度加工有望打开新的盈利空间。

图 2：公司分部业务营收情况



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 3：公司分部业务毛利率情况



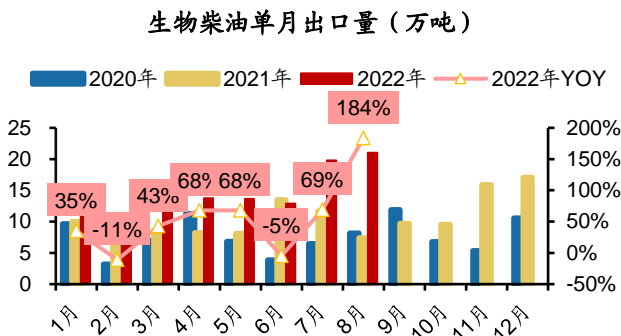
数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

委托加工增厚当期利润，已锁定6万吨/年生物柴油委托加工产能。2022年9月22日山高环能与四川蓝邦签订《废弃油脂及生物柴油销售协议》，协议明确公司废油脂将由四川蓝邦进行委托加工，锁定四川蓝邦具备的不低于6万吨/年符合欧盟ISCC认证的废弃油脂加工生物柴油产能。通过与下游加工企业深度绑定，一方面将最终销售产品由废弃油脂转变为生物柴油，提高附加值；另一方面通过提前绑定加工产能，铺开生物柴油销售渠道，在避免原材料价格波动风险同时为后续自身烃基产线提前铺路。

（三）生物柴油量价齐升，人民币贬值下汇率损益有望大幅提高

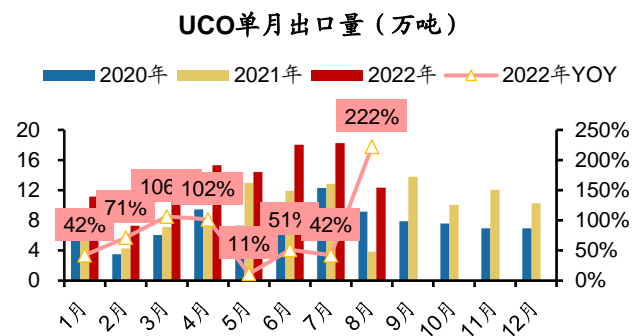
2022年1-8月生物柴油和UCO出口量同比增加49%和63%，价格涨幅达54%和107%。根据海关统计数据平台，2022年1-8月我国生物柴油和UCO出口量分别达115万吨（同比+49%）和111万吨（同比+63%），其中2022年8月生物柴油及UCO出口分别同比增长184%和222%，需求维持高景气。从价格角度来看，截至2022年8月，生物柴油和UCO出口月均价分别达1.04万元/吨和1.00万元/吨，较2021年1月分别上涨54%和107%。公司作为生物柴油行业的资源方，可充分受益于生物柴油及UCO价格量价齐升下带来的利润弹性，正处于盈利黄金时段。

图 4：中国生物柴油出口量及同比增速



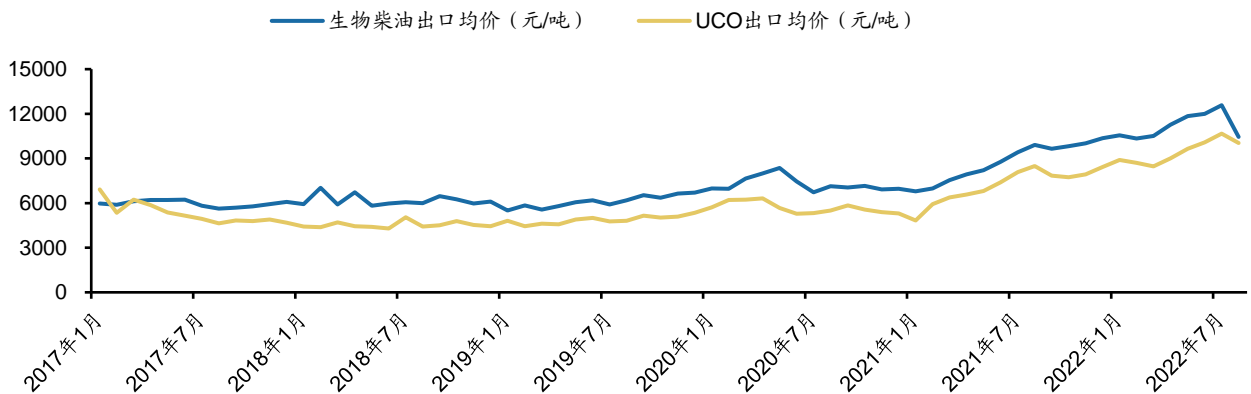
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：中国UCO出口量及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

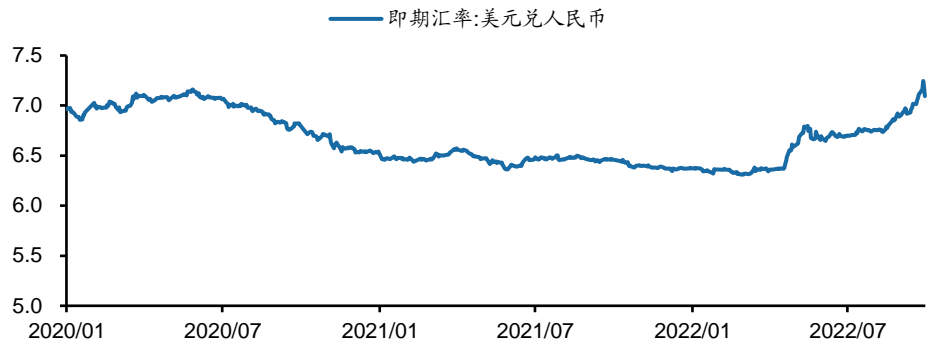
图 6：我国生物柴油及废弃油脂出口均价变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

FOB模式下销售生物柴油/UCO采用美元结算，人民币贬值下公司汇率损益有望提升。根据卓越新能招股说明书披露，行业出售生物柴油/UCO一般采用FOB商业模式，及“生物柴油/UCO产品在指定合同交易期内装运港越过船舷即可完成交货，由买方负责从此起点之后的货物损失风险，并且采用美元结算”。由于今年以来美元兑人民币的汇率不断提高，即期汇率已由2022年1月4日的6.37上涨至2022年9月30日的7.09，使得采用美元结算的生物柴油/UCO企业将充分享受到汇率变动带来的盈利提升。

图 7: 美元兑人民币即期汇率今年以来持续上涨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

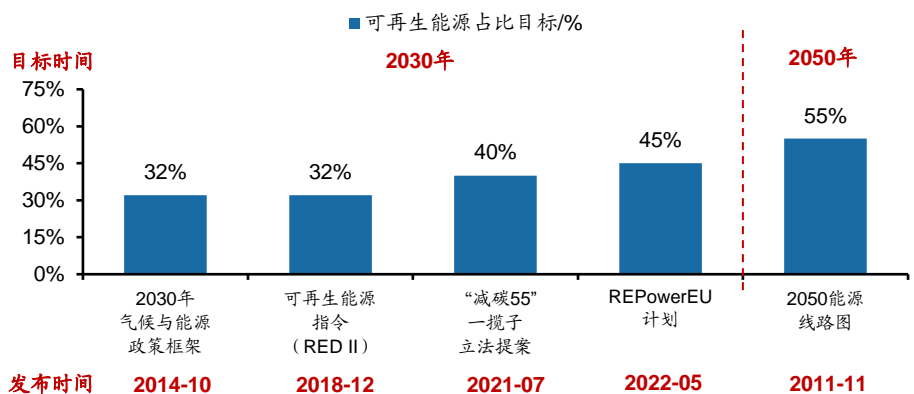
二、欧洲“双碳”力度加大，生物航煤需求潜力突出

(一) 航空领域减排势不可挡，欧洲 SAF 市场潜力可达 4300 万吨/年

欧洲“双碳”政策持续加码，可再生能源占比目标持续提高。在 2019 年发布的纲领路线图《欧洲绿色协议》的指引下，欧盟 2021 年颁布《欧盟气候法》明确“2030 年比 1990 年碳排放减少 55%、2050 年实现碳中和”的目标，随后即提出“fit for 55”一揽子立法提案（包括修订现有法律及制定新法案）及政策提议，为实现上述目标提供法律依据及有效路径；今年 6 月欧洲方面已启动 8 项提案的立法程序。我们预计伴随“fit for 55”计划的推动，更多行业的减碳要求上升至立法层面，欧盟新一轮规模更广、影响更深的减碳行动将至。

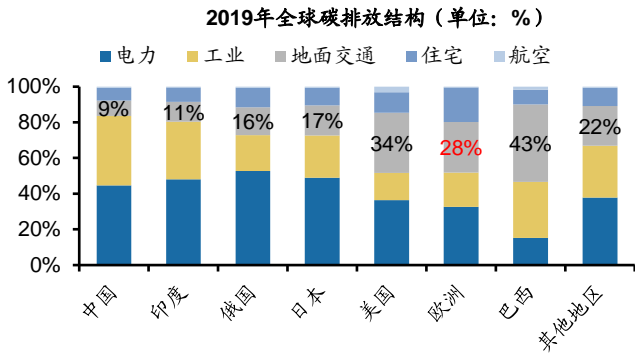
交通领域减排是重中之重，十余项相关法例正在推进中，生物燃料是实现减排方式之一。根据 CEADs 披露，欧洲交通领域碳排放占比显著高于中国，2019 年欧洲地面交通碳排放比例达 28%（中国同期仅 9%）。高排放比例下，目前欧洲与陆面运输、航空、船舶相关的十余项减排法案亦在加速推进中。而生物柴油（含生物航煤）作为绿色清洁能源的一种，在重多立法提案中均有明确提及，相关产业潜力值得关注。

图 8: 欧盟政策中可再生能源使用比例不断提升



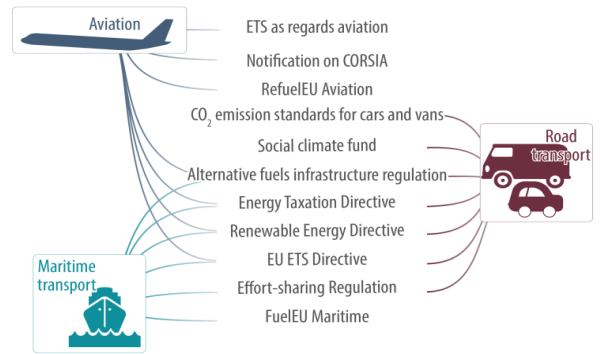
数据来源: ECIU, 广发证券发展研究中心

图 9：欧洲陆面交通碳排放占比近三成



数据来源：CEADs, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10：十余项交通领域立法正在推进中



数据来源：ECIU, 广发证券发展研究中心

强制添加+碳配额收紧+税收优惠，欧盟多维度支持生物航煤应用。根据欧委会及官网梳理，目前欧洲层面已经推动多项法案立法来加快生物航煤的推广：(1)“可持续航空燃料”法案明确未来生物燃料的强制添加比例；(2)“航空碳交易”制度明确后续航空领域碳配额总量及免费配额比例均为大幅减少，促使企业使用生物航煤等清洁能源实现减排；(3)要求成员国强制减免生物航煤的税率。

图 11：强制添加+碳配额津贴+税收优惠，欧盟多维度支持生物航煤应用

2021.7 欧盟委员会“Fit for 55”囊括众多航空减排相关立法提案					
	可再生能源指令 (修正) (Revision RED II)	“可持续航空燃料”法案 (ReFuelEU Aviation)	“航空碳交易制度”法案 (Ets as regards aviation)	碳交易制度指令 (EU ETS directive)	能源税收指令 (Energy Taxation Directive)
欧委会提议 Commission proposal	✓	✓	✓	✓	✓
法令草案 Draft report		✓	✓	✓	
议会投票通过 Committee Vote			✓	✓	
法案执行 Adoption					
法案中与生物航煤相关内容	交通运输领域2030年温室气体减排13% - 2030年先进生物燃料使用比例达2.2%	可持续航空燃料(SAF)是短期最佳原材料 - 2050年生物航煤使用比例达63%。	使用SAF可获得减排指标 - 国际航班纳入考核体系	将航空行业碳交易独立考核	成员国需强制减免生物航煤行业的税率

数据来源：ECIU, 广发证券发展研究中心

明确强制添加比例：2050年生物航煤添加比例需达63%，对应欧洲生物航煤潜在需求超4300万吨/年。在“可持续航空燃料”法案 (ReFuelEU Aviation) 中明确生物航煤是未来数十年间航空领域实现减排的重要手段，可持续航空生物燃料(生物航煤)占航空燃料的比重2025年需达2%、2050年需达63%。参考疫情前2019年欧盟6854万吨的航空燃料使用量，最高63%添加比例预期下，对应生物航煤需求潜力超4300万吨/年。目前“可持续航空燃料”法案已处于法令草案阶段。

表 4: 欧洲 2050 年生物航煤需求潜力超 4300 万吨/年

目标年份	2019 年欧洲航煤使用量 (万吨)	可持续航空生物燃料		可持续航空合成燃料	
		目标添加比例	需求规模 (万吨)	目标添加比例	需求规模 (万吨)
2025	6854	2%	137	-	-
2030		5%	343	1%	48
2035		20%	1371	5%	343
2040		32%	2193	8%	548
2045		38%	2605	11%	754
2050		63%	4318	28%	1919

数据来源: 欧盟《关于确保可持续航空运输的公平竞争环境》, 广发证券发展研究中心

备注: 需求规模=2019 年欧盟航煤使用量 × 目标添加比例

(二) 国内航空减排任务艰巨, 后续生物航煤潜力亦可期待

中国生物燃料政策持续加码, “双碳”时代下国内生物柴油产业稳步推进。尽管我国在此前已经立下“不与人争粮”基本国策, 但考虑到“双碳”时代下减排压力, 以及与海外减排制度的接轨 (例如欧盟正在推进立法, 后续所有飞往欧洲的国际航班都需执行欧盟的燃料标准), 我国发展以生物柴油、生物航煤为主的生物燃料亦是大势所趋。

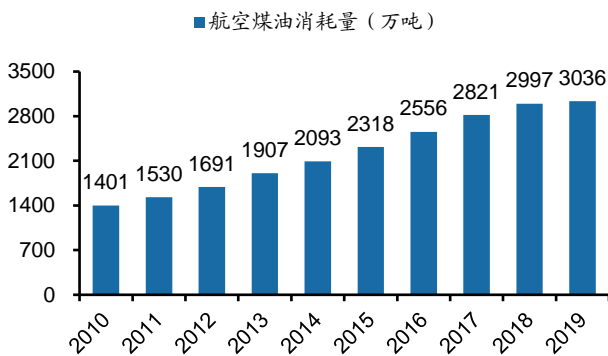
表 5: 中国对于生物柴油的政策支持力度在持续加大

政策标题	年份	生物柴油相关内容
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016	完善原料供应体系, 有序发展生物柴油
《“十三五”生物产业发展规划》	2017	有序开发利用废弃油脂资源和非食用油料资源, 发展生物柴油
《B5 柴油》(GB 25199-2017)	2017	国家标准《B5 柴油》(GB 25199-2017)发布实施, 为生物柴油的使用提供了质量标准
《关于完整准确全面贯彻新发展理念, 做好碳达峰碳中和工作的意见》	2021	大力发展风能、太阳能、生物质能、海洋能、地热能等非化石能源, 实施可再生能源替代行动
《2030 年碳达峰行动方案》	2021	大力推进先进生物液体燃料、可持续航空燃料替代传统燃油 , 积极扩大先进生物液体燃料等新能源、清洁能源在交通运输领域应用。这将为生物柴油行业的发展带来长期利好。
《国家发展改革委、国家能源局关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	2022	完善油气清洁高效利用机制。持续推动油气管网公平开放并完善接入标准, 在满足安全和质量标准等前提下, 支持生物燃料乙醇、 生物柴油 、生物天然气等清洁燃料接入油气管网。

数据来源: 国务院、发改委等政府官网, Wind, 广发证券发展研究中心

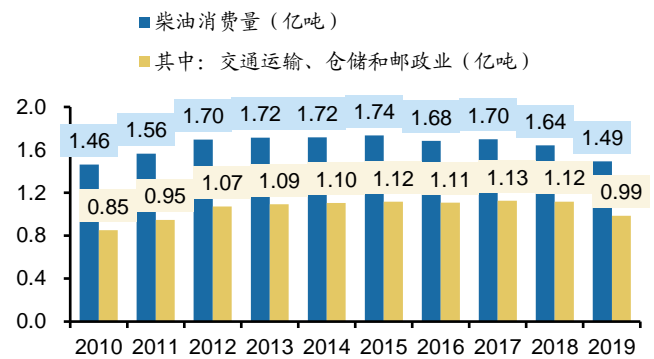
2019 年中国航空煤油消耗量达 3000 万吨, 生物航煤理论替代潜力突出。根据 Wind 数据统计, 我国航空煤油消费量由 2010 年 1400 万吨增长至 2019 年 3036 万吨, 按照欧洲 63% 的远期添加比例需求下, 对应生物航煤市场潜力达 1913 万吨。此外陆面交通柴油消费量近 1 亿吨, 传统生物柴油亦有广阔添加前景。

图 12: 2019年我国航空煤油消耗量超3000万吨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2019年我国交通领域柴油消费量达0.99亿吨



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

盈利预测与投资建议: 废油脂布局打开成长上限, 维持“买入”评级。我们预计公司 2022 至 2024 年归母净利润为 1.80/2.87/4.08 亿元, 对应最新 PE 估值为 24.9/15.6/11.0x。参考可比公司, 给予 2022 年 45 倍 PE 估值, 对应合理价值 23.06 元/股, 维持“买入”评级。

表 6: 山高环能同业对比 (收盘价 2022/10/12)

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS 元/股			PE 倍		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
688196.SH	卓越新能	89	74.23	CNY	2.87	4.30	5.18	20.34	17.28	14.32
603822.SH	嘉澳环保	34	45.05	CNY	1.39	2.96	4.68	29.90	15.21	9.62

数据来源: A 股同行业公司盈利预测来自 Wind 一致预测, Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

餐厨项目签订不及预期: 公司资产重组切入餐厨项目, 依靠收购标的出色的盈利能力以及股东背景加持, 未来拿单潜力突出。但倘若公司未来中标、并购餐厨项目不及预期, 将直接影响公司业绩。

废油脂业务扩张不及预期: 提油率作为餐厨项目盈利能力的重要指标, 目前政策加持叠加公司的BOT项目构建的地域壁垒, 公司收集餐厨垃圾中油脂含量正显著提升。但若后续餐厨收集体系无法进一步完善, 地沟油依旧掌握在个体油贩中, 存在提油率下滑风险。

UCO价格下跌风险: 目前生物柴油/UCO价格正处于历史相对较高水平, 但近期价格已经有所回落, 倘若价格持续回落将对公司盈利造成显著冲击。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	311	768	719	1,005	1,381	经营活动现金流	-100	-119	97	196	397
货币资金	86	324	100	104	204	净利润	51	84	188	299	425
应收及预付	168	286	352	529	663	折旧摊销	25	97	105	125	138
存货	10	43	114	154	235	营运资金变动	-188	-323	-216	-268	-202
其他流动资产	47	115	153	218	279	其它	13	24	21	41	36
非流动资产	1,504	1,993	2,998	3,481	3,648	投资活动现金流	-57	-372	-1,103	-595	-277
长期股权投资	1	20	20	20	20	资本支出	-9	-120	-1,104	-596	-278
固定资产	362	317	364	404	436	投资变动	-48	-255	0	0	0
在建工程	57	25	35	43	49	其他	0	3	1	1	1
无形资产	392	890	1,837	2,272	2,402	筹资活动现金流	193	728	782	402	-21
其他长期资产	691	741	741	741	741	银行借款	193	346	698	456	44
资产总计	1,816	2,760	3,717	4,486	5,029	股权融资	287	598	112	0	0
流动负债	876	750	1,107	1,177	796	其他	-287	-216	-28	-54	-65
短期借款	38	118	516	572	117	现金净增加额	36	238	-224	4	100
应付及预收	240	241	241	285	323	期初现金余额	39	75	324	100	104
其他流动负债	598	392	350	319	357	期末现金余额	75	313	100	104	204
非流动负债	298	692	992	1,392	1,892						
长期借款	50	144	444	844	1,344						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	248	548	548	548	548						
负债合计	1,174	1,442	2,099	2,569	2,688						
股本	191	240	352	352	352						
资本公积	664	1,194	1,194	1,194	1,194						
留存收益	-195	-115	65	352	760						
归属母公司股东权益	598	1,287	1,579	1,866	2,274						
少数股东权益	43	31	39	51	68						
负债和股东权益	1,816	2,760	3,717	4,486	5,029						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	347	827	1,433	2,223	2,964
营业成本	209	580	1,036	1,603	2,142
营业税金及附加	3	5	5	7	7
销售费用	5	5	6	9	10
管理费用	79	103	115	167	207
研发费用	2	9	11	16	18
财务费用	10	43	27	53	64
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
营业利润	40	87	242	383	534
营业外收支	27	-6	5	10	25
利润总额	67	80	247	393	559
所得税	16	-3	59	94	134
净利润	51	84	188	299	425
少数股东损益	6	3	8	12	17
归属母公司净利润	45	81	180	287	408
EBITDA	75	228	371	560	745
EPS (元)	0.24	0.34	0.51	0.81	1.16

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	1374.3%	138.3%	73.4%	55.1%	33.3%
营业利润增长	115.2%	116.0%	179.9%	58.2%	39.4%
归母净利润增长	126.2%	78.4%	124.0%	59.1%	42.2%
获利能力					
毛利率	39.7%	29.8%	27.7%	27.9%	27.7%
净利率	14.8%	10.1%	13.1%	13.4%	14.3%
ROE	7.5%	6.3%	11.4%	15.4%	17.9%
ROIC	5.1%	8.0%	7.5%	9.5%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	64.7%	52.2%	56.5%	57.3%	53.4%
净负债比率	183.0%	109.4%	129.7%	134.0%	114.8%
流动比率	0.36	1.02	0.65	0.85	1.73
速动比率	0.32	0.68	0.41	0.53	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.30	0.39	0.50	0.59
应收账款周转率	2.30	6.23	7.30	7.30	7.30
存货周转率	35.44	19.25	12.62	14.46	12.63
每股指标 (元)					
每股收益	0.24	0.34	0.51	0.81	1.16
每股经营现金流	-1	0	0	1	1
每股净资产	3.13	5.36	4.49	5.30	6.46
估值比率					
P/E	56.69	68.57	24.87	15.63	10.99
P/B	4.28	4.29	2.84	2.40	1.97
EV/EBITDA	34.37	24.50	14.77	10.60	7.89

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。