

卓越新能 (688196.SH)

业绩同比高增符合预期，设立荷兰子公司拓展海外市场

买入

核心观点

前三季度业绩同比高增，业绩符合预期。公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 36.3 亿元（同比+82.9%），实现归母净利润 4.30 亿元（同比+114.9%）；其中单三季度实现营收 13.6 亿元（同比+58.7%，环比+6.3%），实现归母净利润 1.65 亿元（同比+76.1%，环比+0.1%），公司单季度业绩创历史新高，业绩符合预期。

设立荷兰子公司，打造“国际化”平台。为进一步拓展欧洲生物能源市场，实现公司的国际化战略，公司拟用自有资金在荷兰设立全资子公司。有利于公司及时获取最新信息，为海外业务的快速发展提供支撑，同时有利于公司引进国际先进技术，吸引国际高端人才。这是继公司 9 月份在新加坡设立全资子公司新加坡卓越之后，设立的第二届海外全资子公司，充分实施“走出去”战略，打造“国际化”平台，开展可再生能源、生物基材料、循环经济等领域的研发发展。

扩建烷基生物柴油及合成树脂，巩固行业龙头地位。公司 9 月发布公告，在原有布局年产 10 万吨烷基生物柴油项目、年产 5 万吨脂肪醇项目（烷基一线项目）基础上，投资 3.8 亿元扩建新增年产 10 万吨烷基生物柴油和年产 5 万吨脂肪醇生产线（烷基二线项目），扩建完成后，公司烷基生物柴油的产能规模将达到 20 万吨/年。同时计划投资 5 亿元新建年产 10 万吨合成树脂生产装置，以公司生产的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，生产水性改性醇酸树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂和高端环氧树脂，产品可应用于环保型涂料、重防腐涂料、汽车涂料等、半导体和风电等高端特殊领域。

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；政策风险；新进入者竞争加剧等市场风险；宏观经济系统性风险；大规模传染疫情风险；汇率大幅贬值风险；自然灾害、恶劣天气等风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 5.85/6.67/7.49 亿元，同比增速 69.7%/14.0%/12.3%；摊薄 EPS 为 4.87/5.56/6.24 元，当前股价对应 PE 为 15.8/13.8/12.3x。公司是国内生物柴油龙头，未来三年产能翻倍增长，同时积极布局生物基材料，我们看好公司长期成长性与成长空间，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	4,482	5,131	5,772
(+/-%)	23.5%	92.9%	45.4%	14.5%	12.5%
净利润(百万元)	242	345	585	667	749
(+/-%)	12.4%	42.3%	69.7%	14.0%	12.3%
每股收益(元)	2.02	2.87	4.87	5.56	6.24
EBIT Margin	7.5%	3.7%	6.4%	6.3%	6.4%
净资产收益率(ROE)	10.9%	14.0%	19.9%	19.2%	18.4%
市盈率(PE)	38.1	26.7	15.8	13.8	12.3
EV/EBITDA	62.8	57.9	27.8	23.9	20.5
市净率(PB)	4.14	3.73	3.14	2.66	2.26

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	76.81 元
总市值/流通市值	9217/2304 百万元
52 周最高价/最低价	95.98/48.32 元
近 3 个月日均成交额	97.17 百万元

市场走势



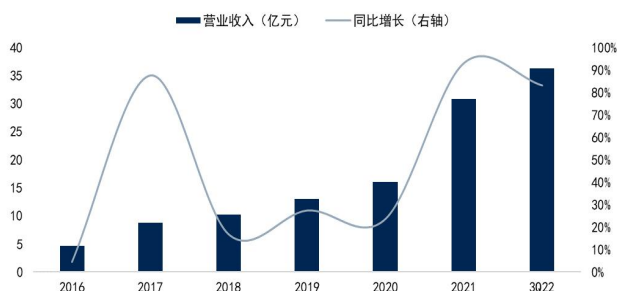
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《卓越新能(688196.SH)——重大事件快评-扩建烷基生物柴油，加快生物基材料布局》——2022-09-25
- 《卓越新能(688196.SH)——单季度业绩创历史新高，生物柴油龙头优势显现》——2022-06-24
- 《卓越新能(688196.SH)——生物柴油量价齐升，推动“生物质能一体化”发展》——2022-03-29
- 《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

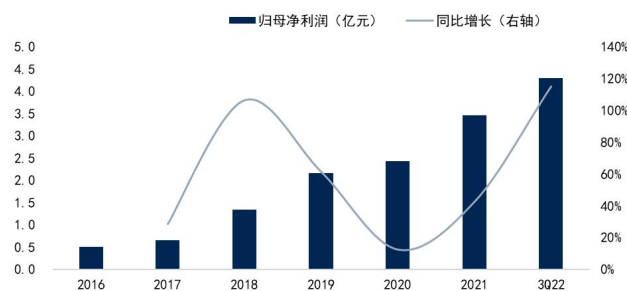
前三季度业绩同比高增，业绩符合预期。公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 36.3 亿元（同比+82.9%），实现归母净利润 4.30 亿元（同比+114.9%）；其中单三季度实现营收 13.6 亿元（同比+58.7%，环比+6.3%），实现归母净利润 1.65 亿元（同比+76.1%，环比+0.1%），公司单季度业绩创历史新高，业绩符合预期。

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

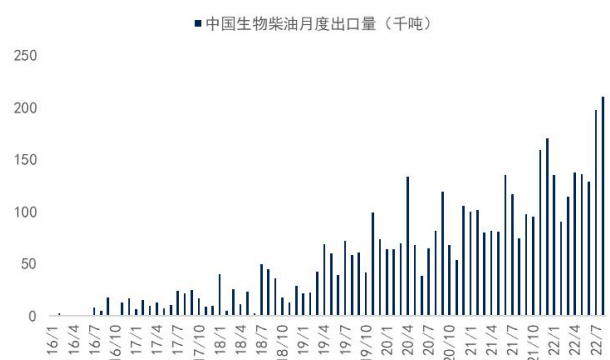
图2：卓越新能归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

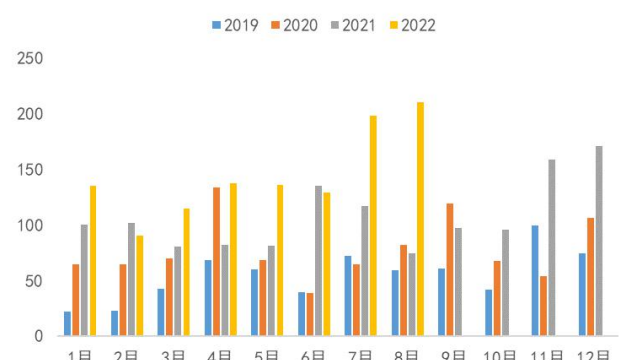
生物柴油国内出口快速增加，行业盈利维持高位。6月份以来，由于美联储加息锁表，以及印尼棕榈油解除出口禁令，全球原油价格与棕榈油价格持续下跌，生物柴油价格高位回落，但生物柴油-地沟油价差仍处于高位。目前国内生物柴油价格 10000 元/吨左右，原料地沟油主流价格在 6500-6800 元/吨。根据海关总署数据，2022 年 1-8 月国内生物柴油总出口量 115.1 万吨，同比增长 49.2%，其中 8 月份出口 21.0 万吨，同比增长 183.4%，环比增长 6.2%，8 月出口均价 1768.7 美元/吨，较年初上涨 8.8%，同比上涨 15.5%，环比下跌 5.2%。我们认为一方面公司在原料采购、产品销售等方面管控良好；另一方面生物柴油以美元结算为主，受益于人民币贬值带来的汇兑收益。

图3：我国生物柴油月度出口量



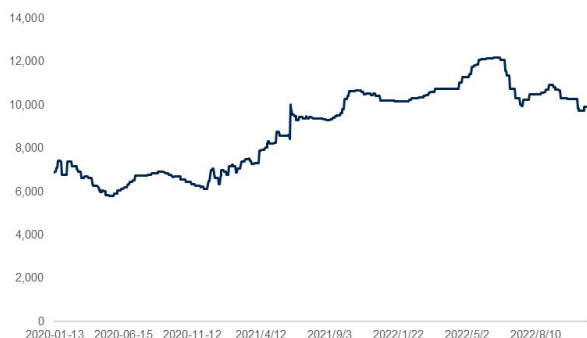
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2019 年至今我国生物柴油月度出口量



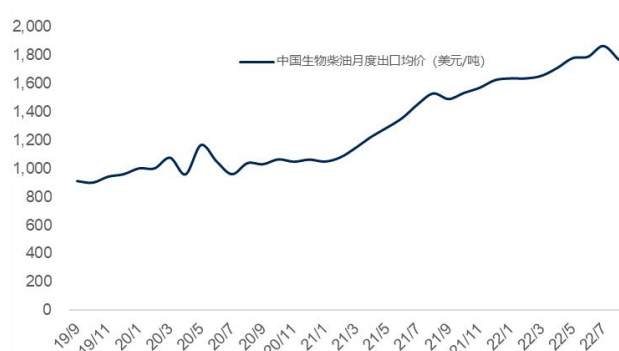
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：我国生物柴油价格（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：我国生物柴油出口价格（美元/吨）



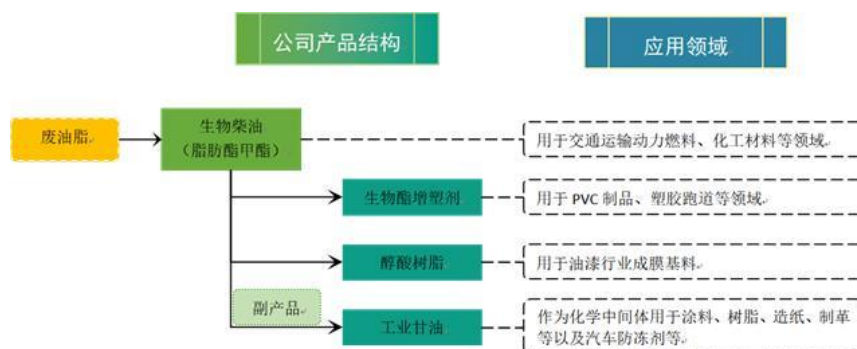
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

设立荷兰子公司，打造“国际化”平台。为进一步拓展欧洲生物能源市场，实现公司的国际化战略，公司拟用自有资金在荷兰设立全资子公司。有利于公司及时获取最新信息，为海外业务的快速发展提供支撑，同时有利于公司引进国际先进技术，吸引国际高端人才。这是继公司9月份在新加坡设立全资子公司新加坡卓越之后，设立的第二家海外全资子公司，充分实施“走出去”战略，打造“国际化”平台，开展可再生能源、生物基材料、循环经济等领域的研发发展。

扩建烷基生物柴油及合成树脂，巩固行业龙头地位。公司9月发布公告，在原有布局年产10万吨烷基生物柴油项目、年产5万吨脂肪醇项目（烷基一线项目）基础上，投资3.8亿元扩建新增年产10万吨烷基生物柴油和年产5万吨脂肪酸生产线（烷基二线项目），扩建完成后，公司烷基生物柴油的产能规模将达到20万吨/年。同时计划投资5亿元新建年产10万吨合成树脂生产装置，以公司生产的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，生产水性改性醇酸树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂和高端环氧树脂，产品可应用于环保型涂料、重防腐涂料、汽车涂料等、半导体和风电等高端特殊领域。

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85万吨/年、生物基材料40万吨/年的规模，持续巩固行业龙头地位。

图7：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

欧盟 RED III 生物柴油总量上调结构进一步优化，航空煤油拉动生物柴油需求。9 月 14 日，欧洲议会表决通过了对欧盟修订后的可再生能源指令（RED II）的修正案，提出到 2030 年可再生燃料在交通运输业的占比达到 29%，高于 2021 年提议的 26%，同时 PART A 类型先进生物燃料 2022 年至少达到 0.2%，并在 2025 年增加到 1%，2030 年增加到 4.4%（高于欧盟委员会此前提议的 2.2%），PART B UCOME 部分原料不设置上限，欧盟成员国必须在 2024 年 12 月 31 日前实施修订后的 RED III。同时提议 2030 年前淘汰豆油基生物柴油及棕榈油基生物柴油。航空煤油方面，2025 年欧洲飞机开始强制生物航煤（SAF）2% 的添加比例，2030 年混掺比例达到 5%，2050 年添加比例达 63%，对应生物航煤需求潜力超过 4300 万吨/年。日本政府计划到 2030 年将国内航空公司燃料的 10% 全都替换为可持续航空燃料。我们看好废油脂基生物柴油的长期成长空间。

投资建议：维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 5.85/6.67/7.49 亿元，同比增速 69.7%/14.0%/12.3%；摊薄 EPS 为 4.87/5.56/6.24 元，当前股价对应 PE 为 15.8/13.8/12.3x。公司是国内生物柴油龙头，未来三年产能翻倍增长，同时积极布局生物基材料，我们看好公司长期成长性与成长空间，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	300	325	829	904	1175	营业收入	1598	3083	4482	5131	5772
应收款项	92	279	246	281	316	营业成本	1353	2756	3879	4453	5005
存货净额	202	441	636	729	819	营业税金及附加	17	36	49	54	61
其他流动资产	14	20	31	36	40	销售费用	9	18	22	26	29
流动资产合计	1118	1227	1842	2050	2450	管理费用	26	32	47	53	60
固定资产	505	561	716	859	975	研发费用	73	126	200	224	248
无形资产及其他	50	51	50	49	48	财务费用	14	(19)	(5)	(9)	(18)
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	3342	3692	4207	其他收入	31	84	96	115	133
短期借款及交易性金融负债	0	13	500	300	200	营业利润	258	363	603	687	772
应付款项	14	15	32	36	41	营业外净收支	(9)	(1)	0	0	0
其他流动负债	35	51	79	90	101	利润总额	249	362	603	687	772
流动负债合计	49	79	611	427	342	所得税费用	7	17	18	21	23
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	585	667	749
长期负债合计	14	24	(206)	(206)	(206)	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	63	102	404	220	136	净利润	242	345	585	667	749
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	2938	3471	4071	折旧摊销	27	45	62	74	86
负债和股东权益总计	2286	2573	3342	3692	4207	公允价值变动损失	(9)	(5)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	14	(19)	(5)	(9)	(18)
每股收益	2.02	2.87	4.87	5.56	6.24	营运资本变动	(602)	(527)	(127)	(117)	(114)
每股红利	0.72	0.82	0.97	1.11	1.25	其它	4	0	0	0	0
每股净资产	18.53	20.58	24.48	28.93	33.92	经营活动现金流	(342)	(141)	504	609	721
ROIC	14%	11%	19%	20%	20%	资本开支	0	(104)	(201)	(201)	(201)
ROE	11%	14%	20%	19%	18%	其它投资现金流	563	350	60	0	0
毛利率	15%	11%	13%	13%	13%	投资活动现金流	563	245	(141)	(201)	(201)
EBIT Margin	8%	4%	6%	6%	6%	权益性融资	(16)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	5%	8%	8%	8%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	23%	93%	45%	14%	13%	支付股利、利息	(86)	(98)	(117)	(133)	(150)
净利润增长率	12%	42%	70%	14%	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)	140	(333)	(250)
息率	0.9%	1.1%	1.3%	1.4%	1.6%	现金净变动	(37)	25	504	75	271
P/E	38.1	26.7	15.8	13.8	12.3	货币资金的期初余额	337	300	325	829	904
P/B	4.1	3.7	3.1	2.7	2.3	货币资金的期末余额	300	325	829	904	1175
EV/EBITDA	62.8	57.9	27.8	23.9	20.5	企业自由现金流	0	(476)	10	67	131
						权益自由现金流	0	(358)	272	(124)	48

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提及的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