

买入（首次）

海外环保燃油政策促进生物柴油需求增加

卓越新能（688196）深度报告

2023年01月30日

投资要点：

分析师：黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：尹浩杨

SAC 执业证书编号：

S0340122070089

电话：0769-22119430

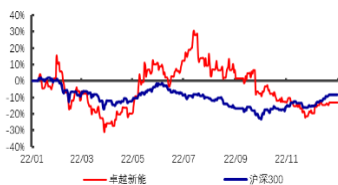
邮箱：

yinhaoyang@dgzq.com.cn

主要数据 2023年01月20日

收盘价(元)	62.71
总市值(亿元)	75.25
总股本(亿股)	12
流通股本(亿股)	0.3
ROE(TTM)	20.81%
12月最高价(元)	95.98
12月最低价(元)	48.32

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

相关报告

- 公司是再生生物柴油龙头企业。公司成立于2001年，目前为国内产销规模最大、出口量最大的再生生物柴油企业，也是国内首家研发从废弃油脂再生生物柴油技术并成功实现工业化生产的企业。
- 公司主营产品生物柴油品质与产量并重。公司生产的2#生物柴油质量达到欧洲标准EN14214，受到海外市场客户的肯定与青睐。2021年公司总产量达35.8万吨，其中出口量为31.79万吨，出口量市占率为24.58%，位列全国第一。
- 公司副产品生物基材料市场广阔。我国“十四五”生物经济发展规划中也提出要实现生物产业融合发展实现新跨越，包括生物基材料替代传统化学原材料、生物工艺取代传统化学工艺等；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质替代应用等。生物柴油生产过程中的副产品生物基材料作为新型、环保型材料，预计能乘上合成生物学与减碳减排的东风，获得可观的发展前景。
- 海外生物柴油市场受环保政策促进需求量增加。欧洲等地因碳中和目标计划升级环保政策，加大汽车燃料中生物柴油等可再生燃料的掺入量，有望推动海外生物柴油消费量增加。公司借助与海外客户稳定的交易协定以及优秀的产品质量有望增加海外市场占有率。
- 投资建议：预计2022-2024年EPS分别为4.46元、5.43元、6.61元，对应PE分别为14倍、12倍、10倍。公司作为再生生物柴油龙头企业，生物柴油产品因其优良品质与稳定产量，受到海外市场客户的青睐；近几年生物柴油出口市占率目前全国第一；积极增设生物柴油产能规模，以适应海外因环保政策促进需求量增加的生物柴油市场空间。同时响应国家绿色发展规划，拓展副产品生物基材料市场空间。预计随着国内外碳达峰目标逐步推进，公司有望保持业绩增长。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。政策推进不及预期风险；原材料价格波动风险；市场竞争剧烈风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1	量与质并重的生物柴油龙头企业	4
1.1	公司发展历程	4
1.2	主要产品产量与质量并重，副产品用途广泛	5
1.3	公司经营向好，营收与利润持续上升	8
2	绿色发展理念盛行促进再生能源与环保材料需求增加	13
2.1	再生能源受市场追捧，生物柴油脱颖而出	13
2.2	降碳减排转向制造端，生物基材料市场广阔	15
3	公司以优秀产品稳固海外市场	17
3.1	生物柴油产品质量优秀，产销量处于领先水平	17
3.2	公司海外客户市场稳定，布局紧跟海外动向	18
4	投资建议	18
5	风险提示	19

插图目录

图 1	公司发展历程	4
图 2	公司股权穿透图	5
图 3	主要业务及工艺流程图	6
图 4	2017-2021 年公司出口与国内销售额营收占比	7
图 5	2016-2019Q1 公司生物柴油海外客户销售额占营业收入比例	7
图 6	2017-2021 年全国与公司生物柴油出口量	8
图 7	2017-2021 年公司生物柴油产销情况	8
图 8	2017-2021 年公司其他副产品产量	8
图 9	2017-2022H1 公司销售营收组成比例	8
图 10	2017-2022 前三季度公司营业收入	9
图 11	2017-2022 前三季度公司归母净利润	9
图 12	2017-2021 年公司毛利率和净利率	9
图 13	2017-2021 年公司各业务毛利率	9
图 14	2020-2022 年前三季度可比公司毛利率	10
图 15	2020-2022 年前三季度可比公司净利率	10
图 16	2020-2022 年上半年可比公司营业周期（单位：天）	11
图 17	2020-2022 年上半年可比公司生物柴油产销率	11
图 18	2020-2022 年前三季度可比公司销售费用率	11
图 19	2020-2022 年前三季度可比公司管理费用率	11
图 20	2020-2022 年前三季度可比公司研发费用率	12
图 21	2020-2022 年前三季度可比公司财务费用率	12
图 22	2017-2022 年前三季度公司期间费用率	13
图 23	2017-2021 年全球生物柴油消费量	14
图 24	2021 年全球各地区生物柴油消费量占比	14
图 25	2010-2021 年美国生物柴油产量及消耗量（单位：百万加仑）	15
图 26	2010-2021 年欧盟地区生物柴油产量及消耗量（单位：百万升）	15
图 27	2020-2022 年中国生物柴油出口均价（单位：美元/吨）	15

图 28 2020-2022 生物柴油部分原材料价格（单位：元/吨）	15
图 29 2017-2021 年中国工业甘油进出口数量	16
图 30 2016-2019 中国增塑剂消费量	16
图 31 2018-2021 可比公司生物柴油产量（单位：万吨）	17
图 32 2018-2021 可比公司生物柴油销量（单位：万吨）	17

表格目录

表 1 公司生产基地分布及产能	6
表 2 公司与可比公司总营业收入比较	10
表 3 公司与可比公司归母净利润比较	10
表 4 公司在研项目（部分）	12
表 5 公司出口生物柴油质量检测与国内外市场标准	17
表 6 盈利预测简表（2023/01/20）	19

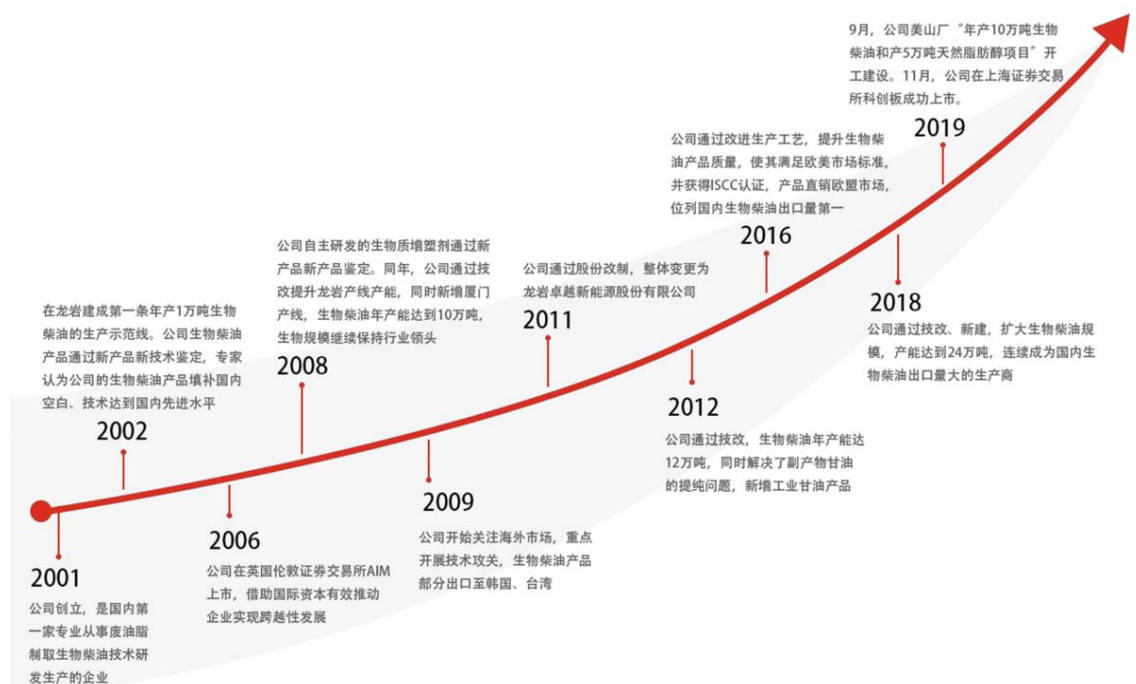
1 量与质并重的生物柴油龙头企业

1.1 公司发展历程

公司成立于 2001 年，目前为国内产销规模最大、出口量最大的再生生物柴油企业，也是国内首家研发从废弃油脂再生生物柴油技术并成功实现工业化生产的企业。2006 年，公司在英国 AIM 市场上市融资，借助国际资本推动企业发展。2011 年，公司经股份制改革后变更为龙岩卓越新能源股份有限公司。2019 年，公司成功在上交所科创板上市，目前已有超过 70 亿元市值。

公司主要产品包括生物柴油与生物基材料。公司主要通过废弃油脂再生生物柴油，根据产品含硫量、碳链长度、凝固点等各指标不同，可分别销往欧洲等海外市场、国内增塑剂市场和燃料市场；同时在生产过程中进一步发掘工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等副产品生物基材料。

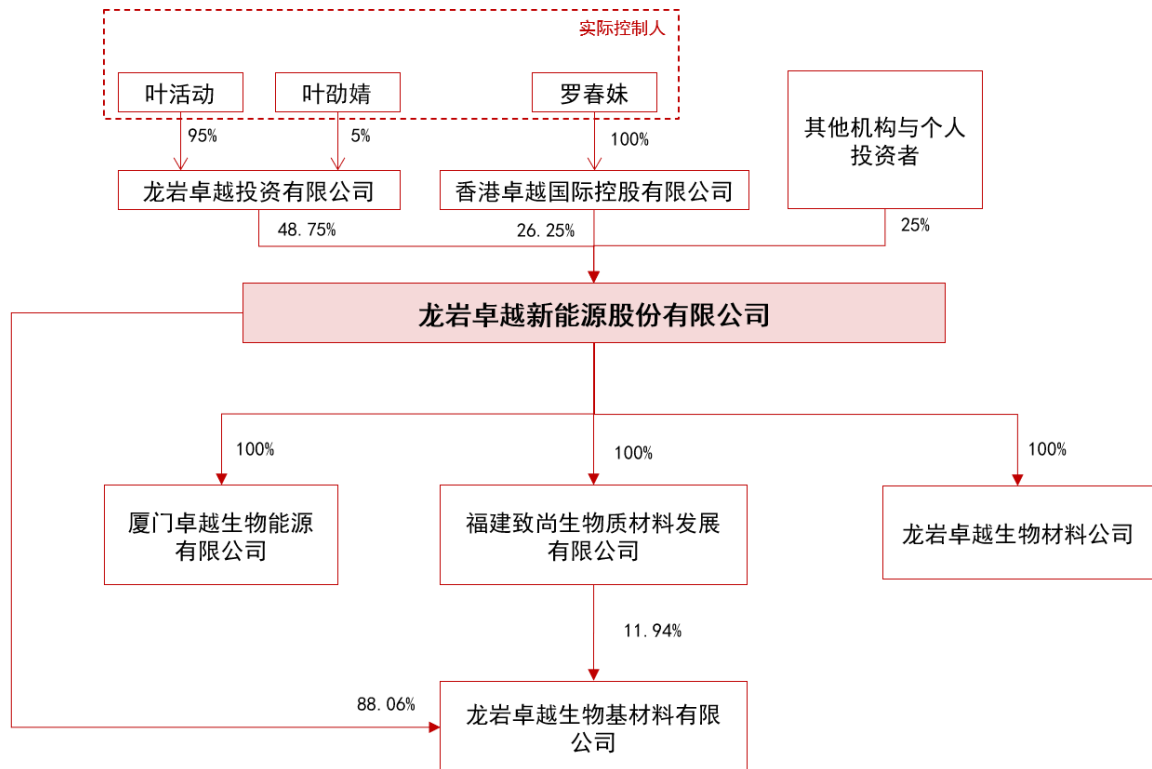
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权结构集中。叶活动、罗春妹夫妇，及其女儿叶劲婧为一致行动人；其分别通过龙岩卓越投资有限公司和香港卓越国际控股有限公司间接持有公司 75%的股权，成为公司实际控制人。其中叶活动曾获科技部“十二五科技支撑计划”农业领域生物液体燃料科技工程专家，自建立公司起任董事长；截至 2022 年 Q3 末统计，其个人持股比例达 46.31%。

图 2 公司股权穿透图



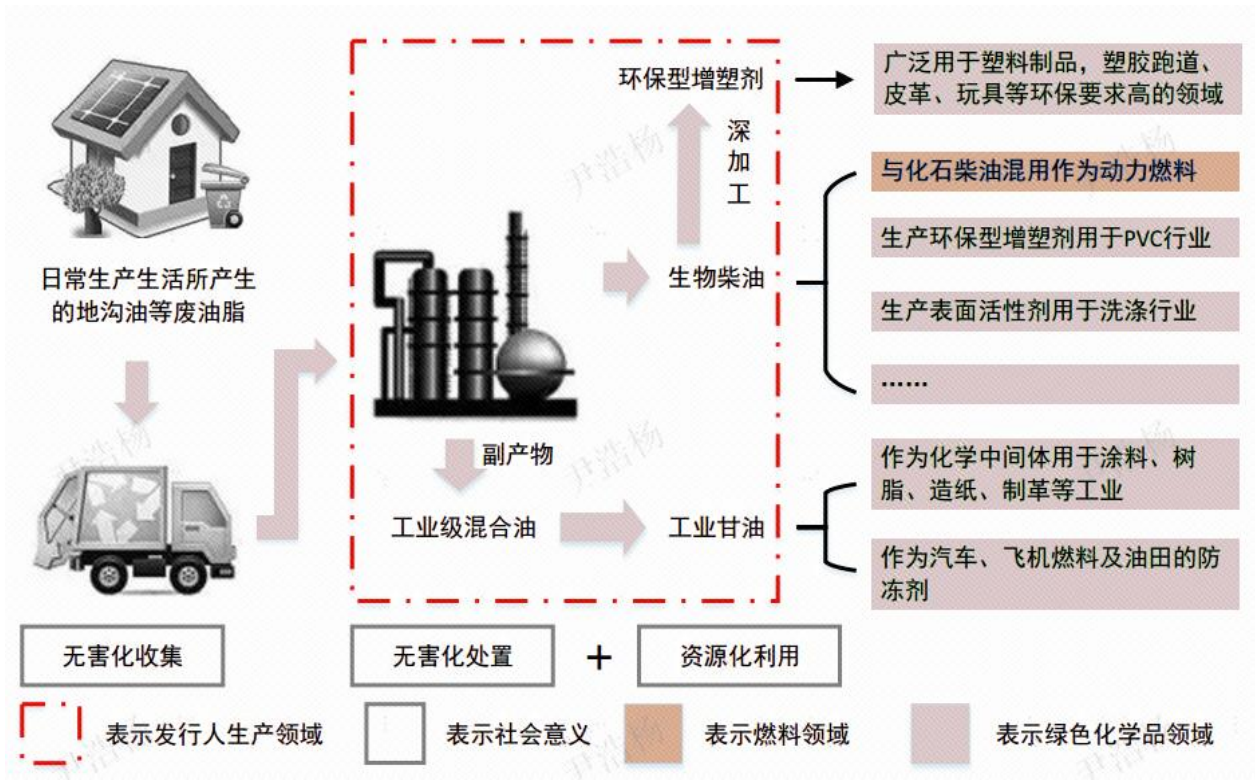
资料来源：公司公告，iFind，东莞证券研究所

1.2 主要产品产量与质量并重，副产品用途广泛

生物柴油是公司的主要产品，生物甘油、生物酯增塑剂和环保型醇酸树脂等生物基材料是在生产生物柴油过程中的副产物或进一步加工产物。公司从市场上采购餐厨废弃油脂等原料，经过多道催化工艺再生出生物柴油以及其他副产品等。

公司根据所生产的生物柴油所含的碳链结构不同，将其分为了 1#（12 和 14 碳为主）、2#（16 和 18 碳为主）、3#（18 和 20 碳为主）、4#（20 和 22 碳为主）。由于我国日常油脂使用习惯中以大豆油、菜籽油（以 16 和 18 碳为主）为主，因此公司生产的生物柴油也以 2# 类型产量最高，且销量最高。3# 和 4# 类型生物柴油产量较少，3# 部分销售给对色泽要求较低的增塑剂客户，或销往工业锅炉燃料市场；4# 主要用于公司自用或外销至工业锅炉燃料市场。

图 3 主要业务及工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司于龙岩、厦门等地分别建设有 6 个生产基地，目前名义产能达生物柴油 38 万吨/年，生物甘油 2 万吨/年，生物酯增塑剂 4 万吨/年以及环保型醇酸树脂 3 万吨/年。美山生产基地二期工程有 10 万吨的酯基生物柴油新增产能已建设完成，目前正在测试投产；另有年产 10 万吨烃基生物柴油项目和年产 5 万吨天然脂肪醇项目已开始建设，预计 2 年内建成。2022 年 1 月，公司与龙岩新罗区签订项目投资协议，在新罗生物精细化工产业园建设生物柴油和生物基增塑剂生产项目，预计能实现年产生生物柴油与生物基材料 20 万吨，目前仍在规划中。目前公司发展规划中计划通过不断技改并合理扩大产能规模，在未来 3 年内实现生物柴油、生物基绿色材料总产能超过 75 万吨。

表 1 公司生产基地分布及产能

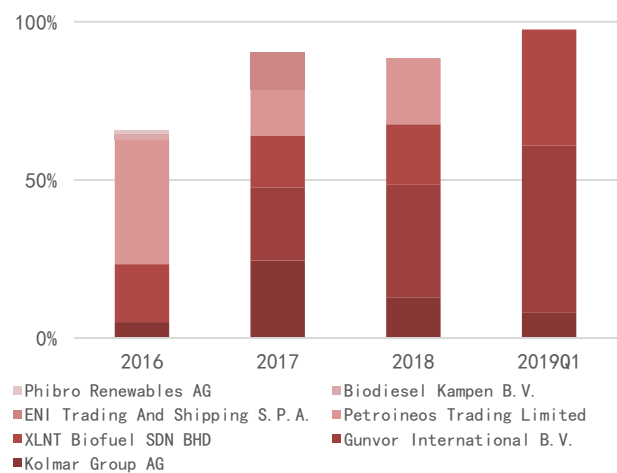
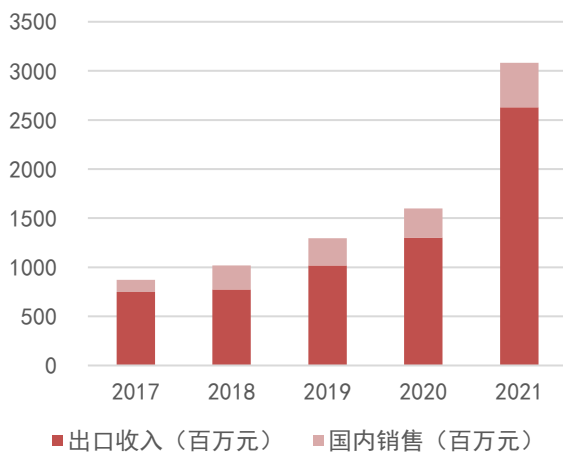
生产基地	所在地	产品	年产能	备注
卓越新能平林生产基地	龙岩市铁山镇平林工业区	酯基生物柴油	8 万吨	我国第一条生物柴油工业化生产线示范基地
卓越新能东宝生产基地	龙岩市龙洲工业区东宝工业集中区	酯基生物柴油	10 万吨	卓越新能生物柴油新技术应用示范基地、技术研发中心建设所在地
卓越新能美山基地	龙岩市新罗区苏坂镇美山	酯基生物柴油	10 万吨	二期 10 万吨酯基生物柴油项目建设正测试投产； 烃基生物柴油、天然脂肪醇、丙二醇等项目开始建设；
厦门卓越生产基地	厦门市同安工业集中	酯基生物柴油	10 万吨	充分发挥重要经济港口地理

	区			优势，为公司原料进口与产品出口起到积极作用
福建致尚生物质材料发展有限公司	龙岩市东肖经济开发区	生物酯增塑剂	4 万吨	
龙岩卓越生物基材料有限公司	龙岩市新罗区适中镇	生物甘油	2 万吨	
		环保型醇酸树脂	3 万吨	

资料来源：公司公告，公司官网，东莞证券研究所整理

除了生物柴油产能在行业内领先，产品质量也具备一定优势。2016 年，公司生产的 2# 生物柴油质量达到欧洲标准 EN14214，受到海外市场客户的肯定与青睐，近年海外出口销售数额与占比均有所上升；通过分析近几年前几大海外客户，可以发现公司生物柴油出口具有稳定的客户群体，主要包括 Gunvor International B.V.、Petroineos Trading Limited、Kolmar Group AG 等，这些客户均为国际市场重要的燃料油贸易与供应商。

图 4 2017-2021 年公司出口与国内销售额营收占比 图 5 2016-2019Q1 公司生物柴油海外客户销售额占营业收入比例

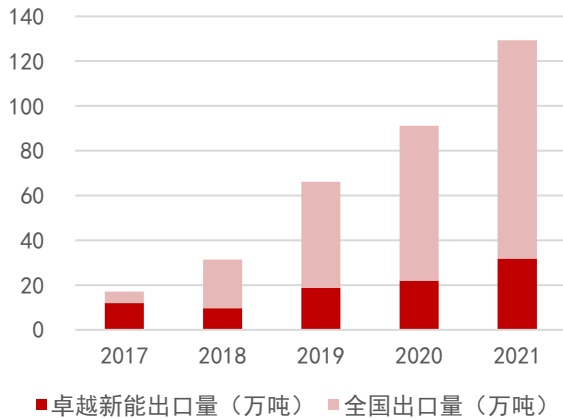


资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

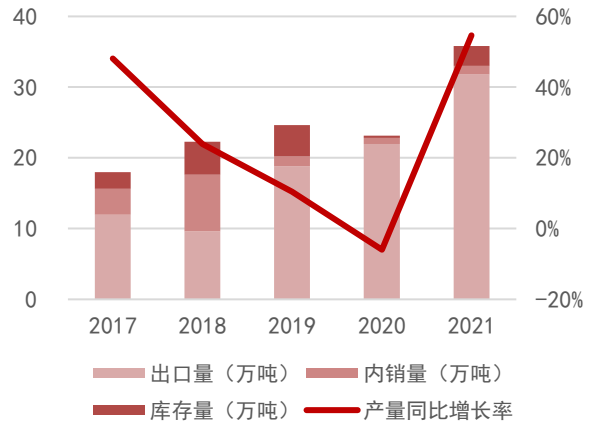
2017 年全国生物柴油出口量为 17.03 万吨，其中公司出口量达 11.98 万吨，市场占有率达 70.37%；而到 2021 年，全国生物柴油出口量为 129.37 万吨，公司出口量达 31.79 万吨，市场占有率为 24.58%，位列全国第一。从公司的产销情况来看，从 2017 年开始公司生物柴油产量逐年稳定提升，除 2020 年因原材料采购与物流运输受到一定影响而产量有所缩量；2021 年公司总产量达 35.8 万吨，其中出口量为 31.79 万吨，占比 88.81%，体现公司生物柴油主要以出口为主。另一方面，截至 2022 年上半年公司生物柴油的名义产能已达到 38 万吨，新落成的美山二期 10 万吨酯基生物柴油生产线正测试投产，同时还有 10 万吨烃基生物柴油产能正在有序建设以及 5 万吨天然脂肪醇生产线。

图 6 2017-2021 年全国与公司生物柴油出口量



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

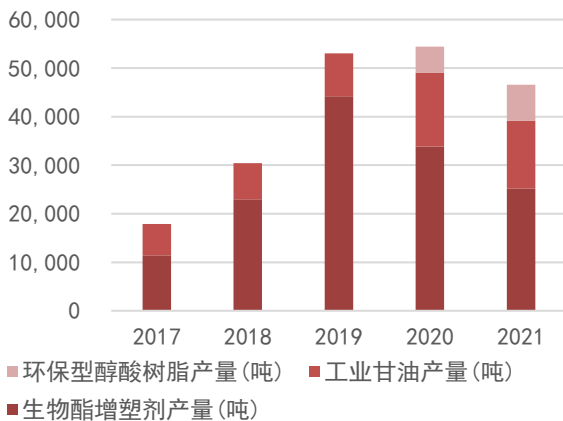
图 7 2017-2021 年公司生物柴油产销情况



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

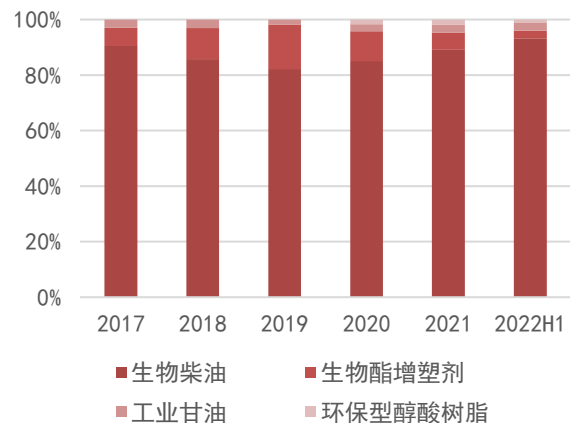
除生物柴油外，公司还将生产过程中的副产物提炼出工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂以供工业使用。据统计，2017-2020 年随着公司生物柴油产能规模的不断扩大，副产品的产量也在增加；2021 年因公司生物柴油转化率和高品质得率得到提高，表现为副产物产量略有下降。2021 年，公司生产生物酯增塑剂 25207.51 吨，工业甘油 13934.70 吨，环保型醇酸树脂 7462.30 吨。随公司总体产能增加以及工业甘油等生物基材料在国内市场的热度增加，预期副产品生物基材料将为公司提供更高收益。

图 8 2017-2021 年公司其他副产品产量



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

图 9 2017-2022H1 公司销售营收组成比例

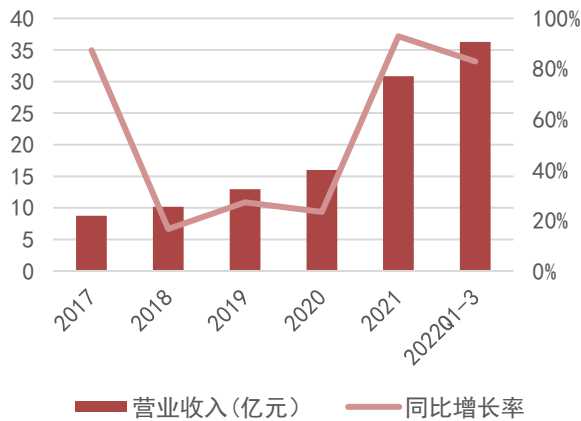


资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

1.3 公司经营向好，营收与利润持续上升

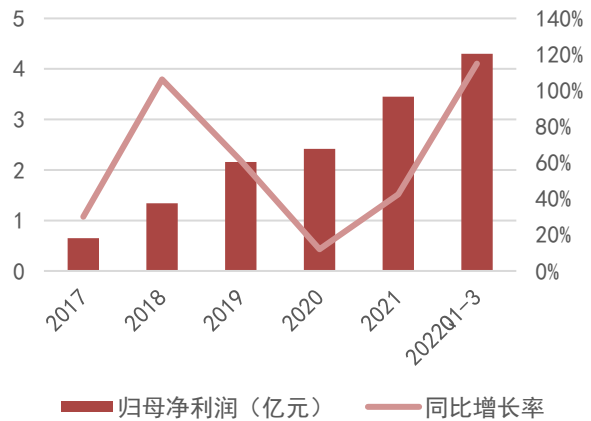
公司经营持续改善，近五年营收与利润均稳定上升。在 2017-2021 这五年间，公司的营业收入年均复合增长率达 37.08%，归母净利润的年均复合增长率达 51.78%。而在 2022 年前三季度公司实现营业收入 36.25 亿元，同比增长 82.94%；实现归母净利润 4.30 亿元，同比增长 114.94%。主要是因为公司持续扩大产能，保证产品质量，凭借过硬的生物柴油品质和稳定的供应，持续保持高位产销率以及国内生物柴油企业出口量首位。随着产能进一步释放，技术进一步提高，产品质量保持稳定高品质，预计未来公司营收与归母净利润均能稳定上升。

图 10 2017-2022 前三季度公司营业收入



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

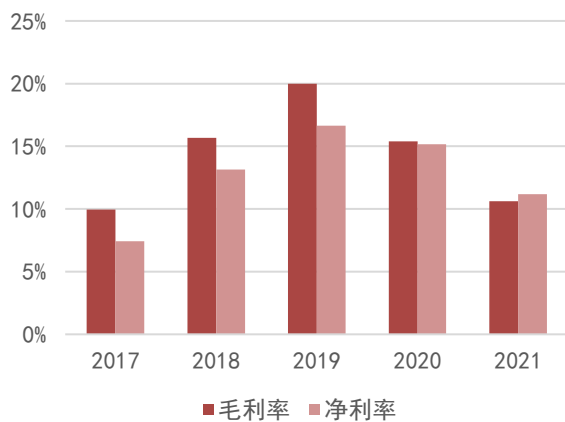
图 11 2017-2022 前三季度公司归母净利润



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

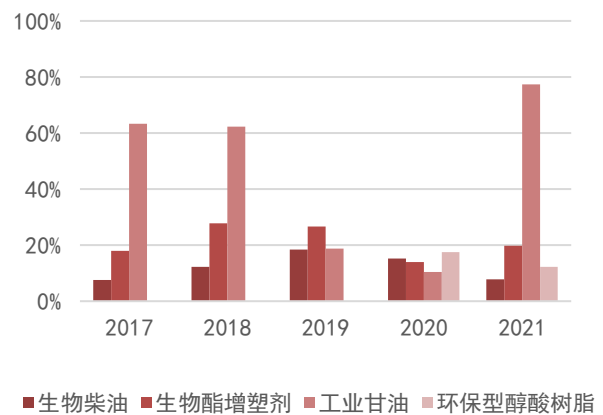
在毛利率和净利率方面，由于受原材料采购成本波动影响，公司综合毛利率时有波动。2017 年-2019 年，公司综合毛利率与净利率均稳步上升；2020 年与 2021 年，因为产销量增加以及产品市场价格上升，使业务营收与归母净利润均同比有所上升，但是受到原材料采购价格提高、运输物流受阻、人民币升值（出口业务以美元结算）等影响，营业成本的上涨幅度较营收的上涨幅度更高，导致毛利率和净利率同比有所下降。

图 12 2017-2021 年公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 13 2017-2021 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司以生物柴油的生产与营销为主营业务，因此选取同样以生物柴油为主营产品的嘉澳环保（603822）以及山高环能（000803）作为可比公司，还有来自芬兰的生物柴油领域领军企业 Neste。从营业收入来看，2022 年前三季度公司取得 36.25 亿元的营业收入，超过同期的国内可比公司，且维持正向增长；近三年来公司也是在营业收入上领先于国内可比公司，但相较于国外领军企业 Neste 仍有一定差距。从归母净利润看，公司 2022 年前三季度取得 4.30 亿元的归母净利润，同样超过同期的国内可比公司，且维持正向增长，增速基本与领军企业 Neste 持平。可见在营收和盈利方面，公司当之无愧为国内再生生物柴油行业的龙头企业，紧跟再生生物柴油行业的飞速发展。

表 2 公司与可比公司总营业收入比较

	2020A		2021A		2022Q1-3	
	总营业收入 (亿元)	同比增长率 (%)	总营业收入 (亿元)	同比增长率 (%)	总营业收入 (亿元)	同比增长率 (%)
卓越新能	15.98	23.47%	30.83	92.91%	36.25	82.94%
嘉澳环保	12.30	14.39%	19.16	55.77%	23.24	86.05%
山高环能	3.47	1374.26%	8.27	138.33%	11.55	241.56%
Neste 可再生能源分部	300.69	6.75%	415.47	38.17%	-----	-----

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

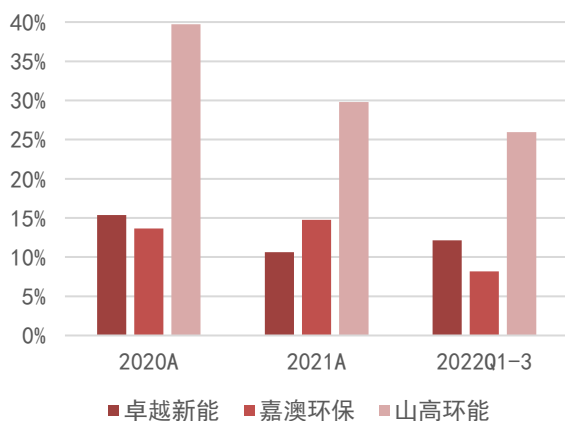
表 3 公司与可比公司归母净利润比较

	2020A		2021A		2022Q1-3	
	归母净利润 (亿元)	同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长率 (%)	归母净利润 (亿元)	同比增长率 (%)
卓越新能	2.42	12.37%	3.45	42.33%	4.30	114.94%
嘉澳环保	0.37	-40.23%	1.02	174.61%	0.36	-49.42%
山高环能	0.45	-123.42%	0.81	78.38%	0.91	1402.08%
Neste 可再生能源分部	87.32	-32.61%	121.12	38.71%	-----	-----

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

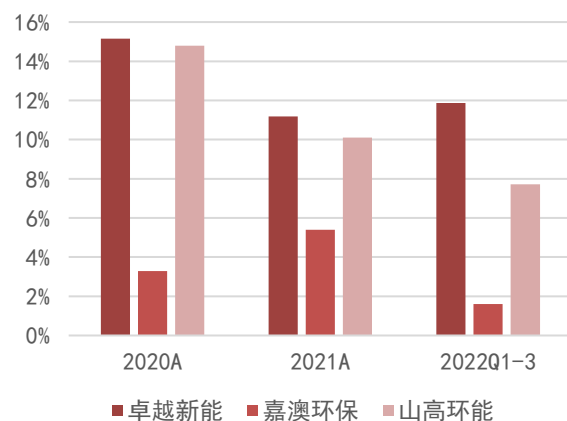
在毛利率和净利率方面，公司 2022 年前三季度毛利率为 12.14%，逊色于可比公司山高环能同期毛利率 25.97%；但在净利率上，2022 年前三季度公司以 11.87%的净利率胜于可比公司。山高环能由于其自身投产经营固废与餐厨处理业务，对于生物柴油原料的餐厨废弃油脂来源更为丰富以及成本更低，毛利率上优于公司；但由于山高环能管理费用与财务费用均高于公司，因此净利率上低于公司。

图 14 2020-2022 年前三季度可比公司毛利率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

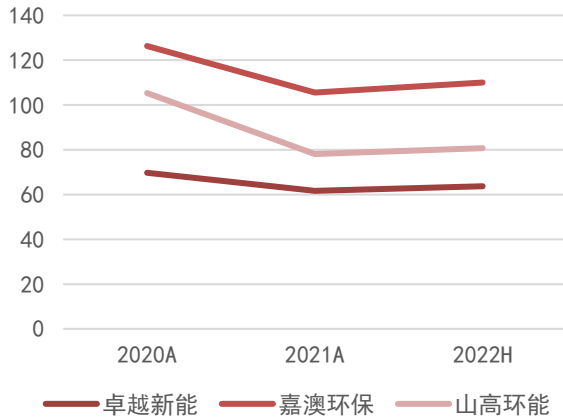
图 15 2020-2022 年前三季度可比公司净利率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

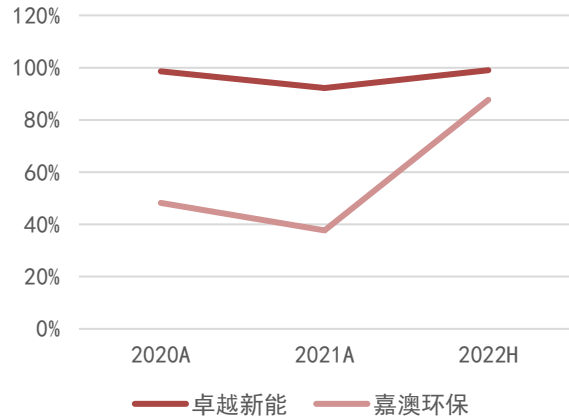
因生物柴油具有商品属性，因此对比可比公司的营业周期与产品产销率可以反映出公司对于产品的经营与销售情况。卓越新能公司的营业周期低于可比公司，显示公司具有良好的经营情况与回收应收账款效率。公司的生物柴油产销率接近 100%，高于可比公司嘉澳环保，显示公司的生物柴油受到市场认可，具有较强的市场优势。

图 16 2020-2022 年上半年可比公司营业周期（单位：天）



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

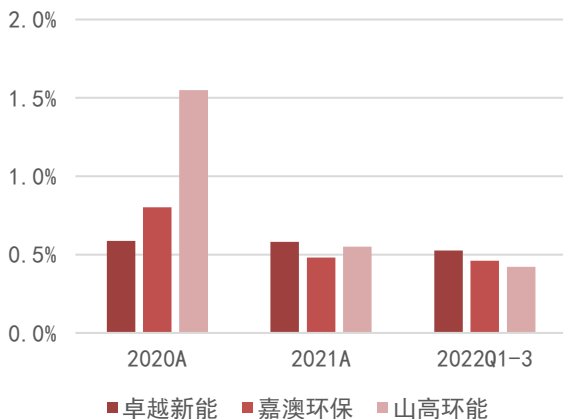
图 17 2020-2022 年上半年可比公司生物柴油产销率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

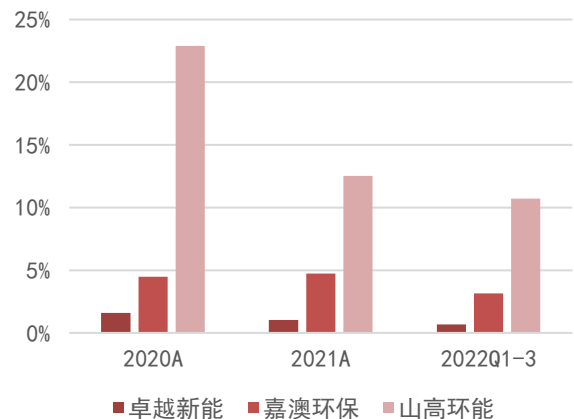
期间费用方面，销售费用因早期涉及商品在销售过程的运输费用与储存费用而费用较高，在 2020 年因会计准则调整，将商品在销售过程中的运输支出转换为营业成本，因此销售费用与销售费用率有一定的下调。2020-2022 前三季度，销售费用随业务规模同向增加，而销售费用率保持稳定下降，至 2022 年前三季度已降至 0.53%。对比行业内可比公司，2021 年销售费用均在 0.50%至 0.55%左右，原因是生物柴油等主营产品的方式主要是通过买断式合约销售，产销率较高，销售过程中成本相对较低。管理费用同样随业务规模同向增加，管理费用率随公司经营改善、管理质量提高而逐渐下降，至 2022 年前三季度公司管理费用率已降至 0.67%。行业中其他可比公司管理费用率相差较大，其中公司的管理费用率相比而言较低，显示公司的管理质量更高。

图 18 2020-2022 年前三季度可比公司销售费用率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 19 2020-2022 年前三季度可比公司管理费用率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司注重科技研发与技术升级，以市场需求为导向持续进行新技术研发，力求更高的产品得率、更低的生产成本和满足市场要求的产品质量。研发费用持续保持较高水平，2022 年前三季度公司研发费用达 1.54 亿元，同比增长 78.74%，占同期营业收入的 4.25%。历年来公司专利数逐步提高，截至 2022 年前三季度已有 80 个专利；而在研项目投入资金合计超过 1.34 亿元，涵盖了生物柴油、工业甘油、环保型醇酸树脂、生物酯增塑剂等多种产品的生产、纯化工艺，目标继续保持全球行业领先或国内领先水平。

财务费用方面，公司 2021-2022 年前三季度均为较大的负值，原因是一方面公司通过将部分闲置募集资金购买保本型理财产品以获取投资收益和利息收入，同时负债较少，利息支出较低；另一方面受汇率波动影响，汇兑净损失较 2020 年有所减少，综合统计下财务费用有所减少。在可比公司中财务费用率是处于较优水平的。

图 20 2020-2022 年前三季度可比公司研发费用率

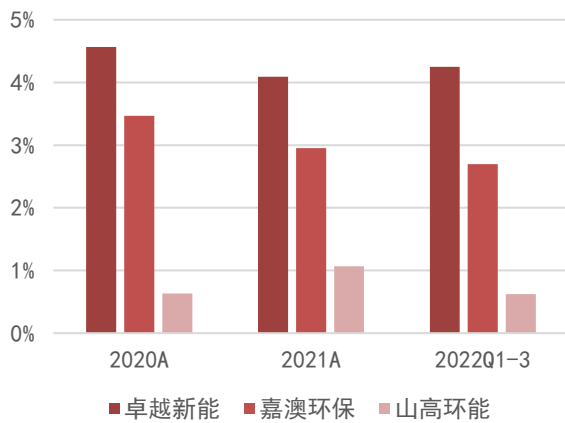
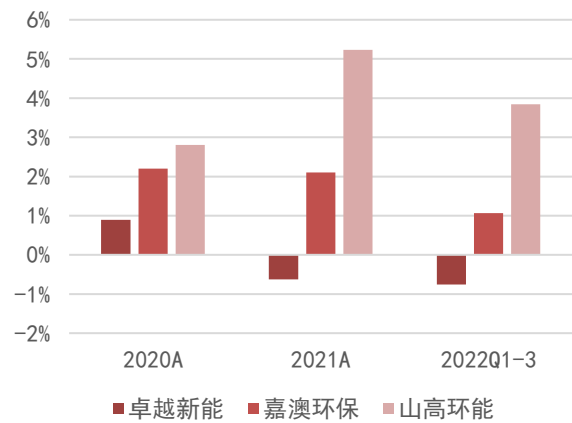


图 21 2020-2022 年前三季度可比公司财务费用率



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 4 公司在研项目（部分）

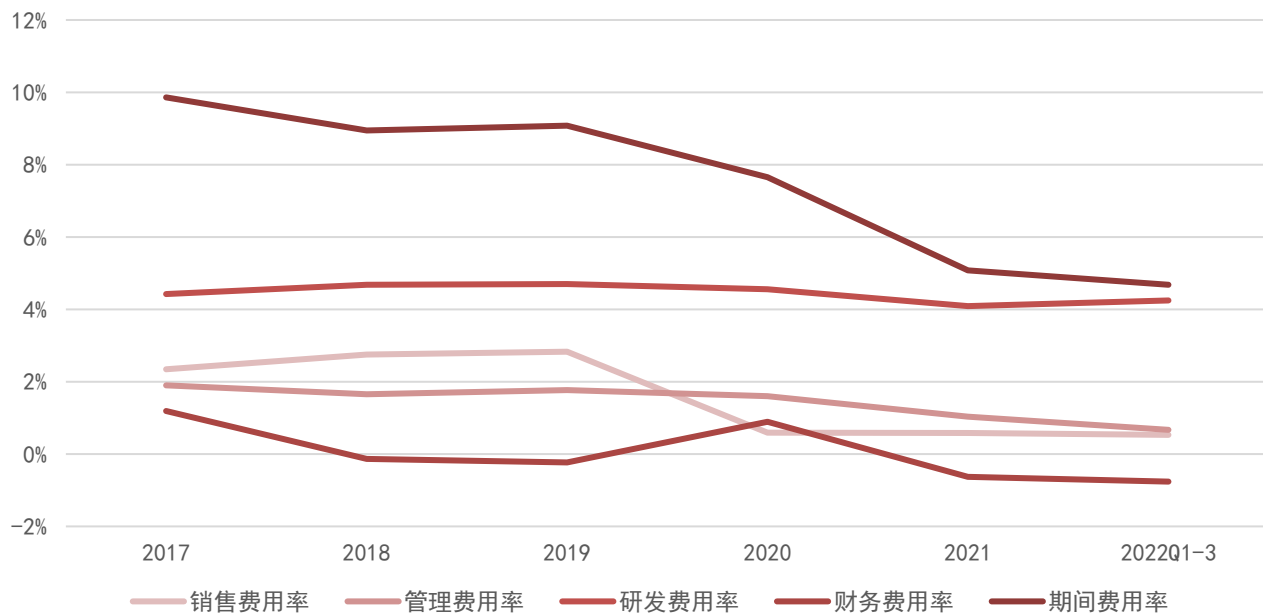
项目名称	项目目的	已投入经费（万元）
生物柴油精制技术研发	提高高品质生物柴油得率。	2185.70
生物柴油高效连续甲酯化技术研发	提高废弃油脂转化率，提高连续化生产效率，提高生物柴油得率。	2870.46
烷基生物柴油新技术研发	进一步提高废弃油脂原料的适应性，增强催化剂效率，提高高品质烷基生物柴油得率。	2271.52
生物柴油生产过程节能减排及安全生产技术研发	综合利用余热、余气、余压、生物质能等资源，开发节能减排新技术；开发先进适用安全生产工艺和技术装备。	2320.98
生物酯增塑剂精细化及智能化控制技术研发	提升生物酯增塑剂精制技术水平，提高高品质生物酯增塑剂得率。	614.44

醇酸树脂酯化回流冷却装置的研究	提升了生产水性醇酸树脂安全性和稳定性，节省反应时间，同时提升产品质量。	236.82
粗甘油快速纯化分离的工艺研究	开发粗甘油快速纯化工艺技术，减少能耗，降低成本，提高了甘油的生产效率。	294.97

资料来源：公司公告，东莞证券研究所整理

纵观近 5 年公司的期间费用率，随着公司经营规模的增大，管理费用率保持在较低水平，研发经费率维持稳定，而销售费用率因 2020 年会计准则调整有所下降，财务费用因 2021 年利息收入增加和汇兑净损失减少而下降，因此整体期间费用率在 2020-2021 年间有所下降。体现了公司经营持续向好，注重技术研发，财务压力较低。

图 22 2017-2022 年前三季度公司期间费用率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

2 绿色发展理念盛行促进再生能源与环保材料需求增加

2.1 再生能源受市场追捧，生物柴油脱颖而出

自 2005 年《京都协定书》的生效以及 2015 年全球多个国家签署《巴黎协定》，确定全球一致应对气候变化和碳排放问题起，各国都在从不同方面进行节能减排的尝试与技术改进。其中，生物柴油作为一种可再生的生物质能走上了舞台。

生物柴油是生物质能的一种，通过可再生的油脂资源，如动植物油脂、餐厨废弃油等，经过工艺处理生成的脂肪酸甲酯与烷烃混合物的液体燃料，可与普通柴油掺混或替代使用，具有相近的燃烧性能以及更低的生命周期碳排放量；或进一步制成生物航煤，成为目前航空领域中几乎唯一可用的可再生燃料；或作为下游化学品如环保增塑剂等的原材料。生物柴油按原料来源区分可分为：以可食用的生

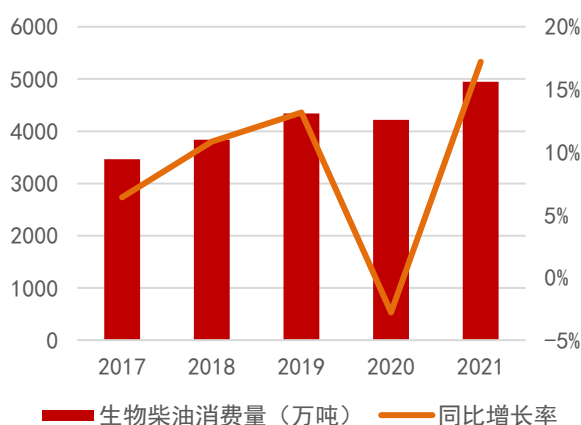
物质资源（如动物脂肪、菜籽油、大豆油等）为原料生产的生物柴油，与以非粮生物质资源（如地沟油等餐厨废油、工业废油等）为原料生产的生物柴油。在我国由于坚守“不与民争粮、不与粮争地”原则，故一直以来都使用餐厨废油、工业废油等为原材料生产生物柴油。这一方面能有效帮助城市餐厨垃圾的资源化、无害化、减量化处理，另一方面也能通过产出可再生生物能源以减少其全生命周期的碳排放。生物柴油根据加工工艺和成品组分差异也可以分为酯基生物柴油（FAME）和烃基生物柴油（HVO）两类。目前技术上，以催化剂催化酯交换反应生成脂肪酸甲酯为主要成分的酯基生物柴油生产技术较为成熟，并成为生物柴油市场的主流；相较于酯基生物柴油，烃基生物柴油是通过加氢脱氧、异构化技术产生的以烷烃混合物为主要成分的生物柴油，结构与化石柴油更为相近，目前技术仍在初步工业化阶段，产能主要集中在美国、芬兰、荷兰、法国等地，在中国则处于起步阶段。

在应用上，我国对于生物柴油的应用仍比较少，多用于民用船舶、挖掘机等与化石柴油混合使用，或直接用于工业锅炉燃料，具有一定的减排效益。

在国外特别是欧美地区，生物柴油与化石柴油混合用于车用燃料是生物柴油的主要用途之一，因此欧美地区对于生物柴油的质量标准等具有更为完善与严格的标准，欧盟 2003 年颁布的车用生物柴油标准 EN14214 仍然是目前世界上要求最严格的生物柴油标准。欧盟 2009 年出台的《可再生能源指令》（RED）至今经过多次更新，根据 2021 年最新版 REDII 修订版规定：2030 年交通领域中可再生能源的使用比例应达到 29%，可再生能源的总体占比目标为 45%，其中对于以生物柴油为主的生物燃料设定了总体占比 14% 以上的子目标，并且在联盟内不同国家逐渐限制以粮食为原料的生物燃料的比例，直至为 0；以实现 2050 年碳中和目标。

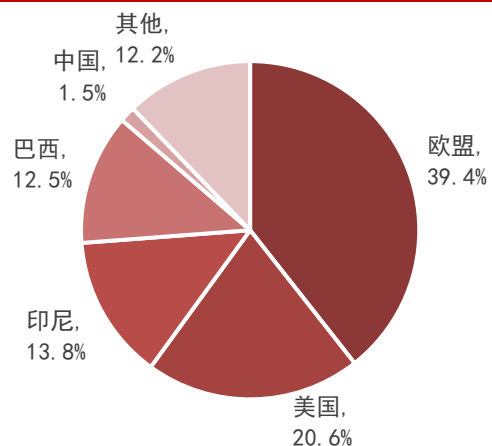
美国、巴西、阿根廷、马来西亚和印尼等地也有相关的生物柴油掺混比例要求和目标提出，但与欧盟有所不同的情况在于，这些地区基本上可以实现生物柴油的自产自销；而欧盟则需要大量进口。

图 23 2017-2021 年全球生物柴油消费量



资料来源：世界银行，东莞证券研究所

图 24 2021 年全球各地区生物柴油消费量占比

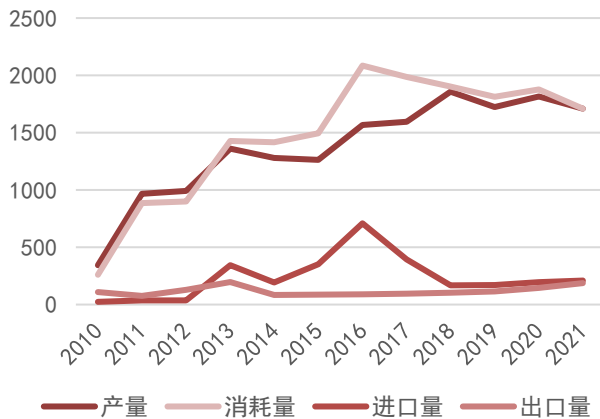


资料来源：世界银行，东莞证券研究所

以美国和欧盟为例，美国自 2010 年起根据《可再生燃料标准》确定了使用生物柴油掺杂标准，并发布生物柴油补贴政策，导致此后十年间生物柴油的产量与消耗

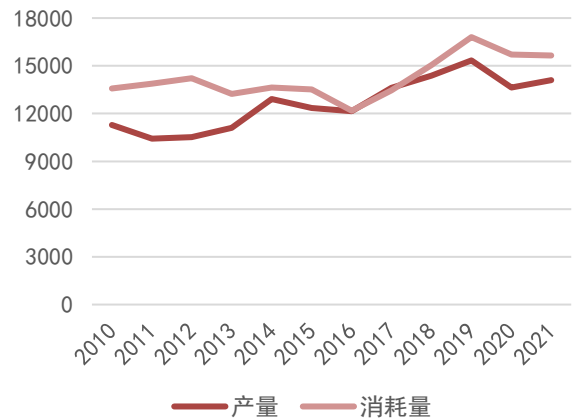
量逐步上升，除 2015-2017 年消耗量增长幅度高于产量增长幅度而使得需要增加进口量外，其余时间美国生物柴油产量与消耗量基本持平。而欧盟则自 RED 公布后一直保持生物柴油的高消耗量，但本地区的产量跟不上消耗量，2021 年欧盟地区产出生物柴油近 141 亿升，而同年生物柴油消耗量则达 156.5 亿升，之间相差的 15.5 亿升缺口则需要通过寻求海外市场的进口来补充。

图 25 2010-2021 年美国生物柴油产量及消耗量（单位：百万加仑）



资料来源：美国能源信息署，东莞证券研究所

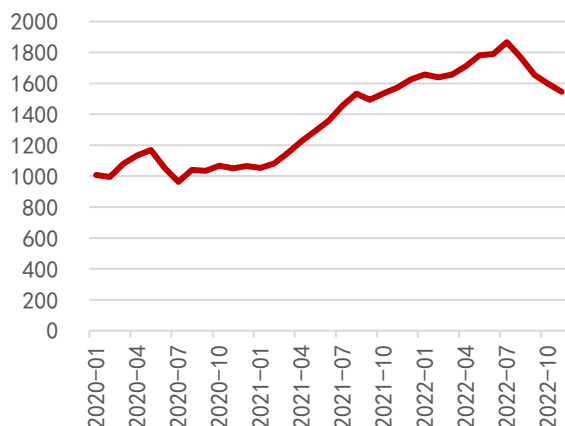
图 26 2010-2021 年欧盟地区生物柴油产量及消耗量（单位：百万升）



资料来源：IEA，东莞证券研究所

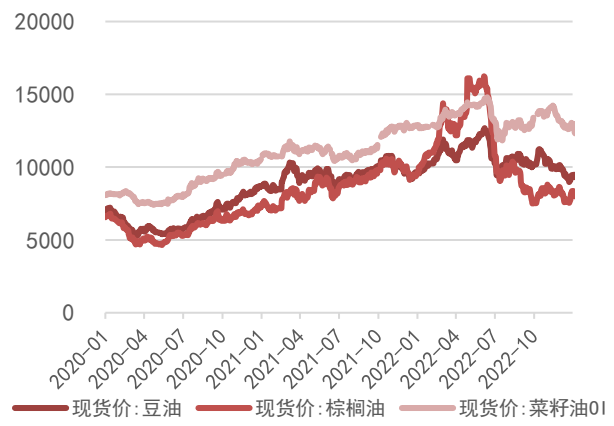
近年来随着生物柴油海外市场需求量增加，生物柴油出口价格也在不断提高，传导至部分原材料如大豆油、棕榈油及菜籽油等价格也随着上升。而地沟油等废弃餐厨油脂价格低于菜籽油等原材料，因此选择使用废弃餐厨油脂不仅能符合国家政策需要，减少粮食损耗，降低生命周期碳排放量；同时还能扩大生物柴油-废弃油脂间价差，增加企业商品盈利。

图 27 2020-2022 年中国生物柴油出口均价（单位：美元/吨）



资料来源：海关总署，iFinD，东莞证券研究所

图 28 2020-2022 生物柴油部分原材料价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.2 降碳减排转向制造端，生物基材料市场广阔

在开发生物柴油产品的过程中，部分质量较差不符合出产标准的生物柴油在公司的进一步研发下，经过加工形成以生物酯增塑剂、工业甘油、水性醇酸树脂和天然脂肪醇等为

主的生物基材料，不仅进一步提高对上游废弃油脂的利用率，同时所产材料相较于传统材料更具环保性，也能极大增强公司在生产过程中的降碳减排。

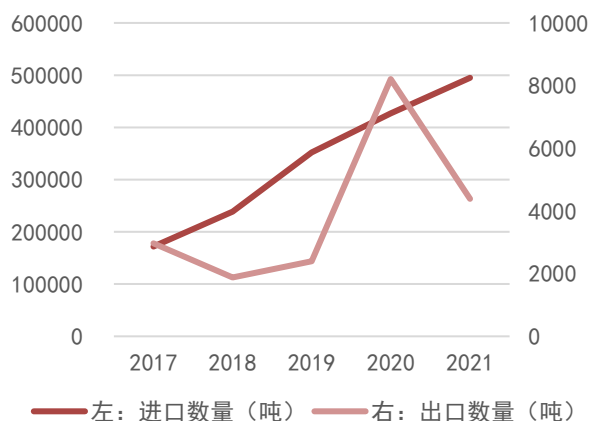
生物酯增塑剂，是一种以中短链饱和占比较高的生物柴油经过进一步加工所得到的无毒、环保、可降解的新型塑料增塑剂，可以用于 PVC 制品、塑胶跑道等的制造中，由于生物酯增塑剂不含芳烃类化合物，因此在环保制品领域受到青睐。

工业甘油，同样由生物柴油生产过程中的副产物进一步加工而来，产品用途十分广泛，如作为化学中间体用于树脂、造纸、制革以及汽车防冻液等，是化工产业中的重要原料之一。通过生物柴油生产过程中副产物进一步加工而成的工业甘油，生产过程中无污染物排放，相较于化工合成的传统工业甘油要更具环保性。

水性醇酸树脂，是公司通过将自产的长链不饱和占比较高的生物柴油或高碘值废油脂与提炼的工业甘油经过深加工而形成的一种生物基新材料，可以作为油漆行业的主要成膜基料用于各种油漆的生产中，水性醇酸树脂以水为溶媒，在制漆、刷漆、喷漆过程中可以取代对有机溶剂的使用，以此减少挥发性有机物（VOCs）的排放。

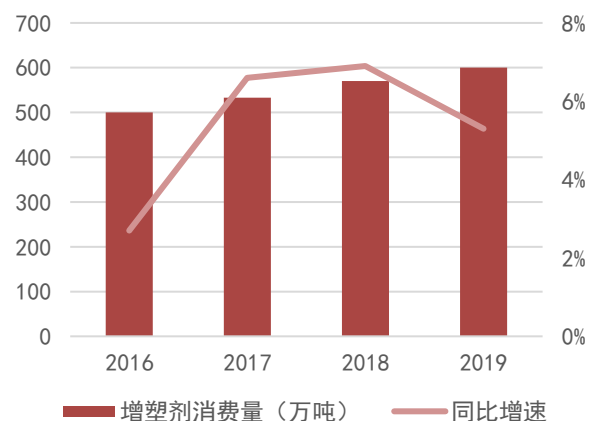
近年来随着全球对于碳排放的越发重视，对减碳的要求也逐渐从能源端向制造端延伸：一方面，欧盟出台的“碳边境调节机制”要求将对进口产品核实碳排放量报告，并预计于 2026 年起征收碳关税，涉及的产品包括钢铁、铝、水泥、电力、化肥；以及新增的有机化学品、塑料、氢和氨等。另一方面，我国“十四五”生物经济发展规划中也提出要实现生物产业融合发展实现新跨越，包括生物基材料替代传统化学原材料、生物工艺取代传统化学工艺等；顺应“追求产能产效”转向“坚持生态优先”的新趋势，发展面向绿色低碳的生物基替代应用等。生物基材料作为新型、环保型材料，预计能乘上合成生物学与减碳减排的东风，获得可观的发展前景。比照我国近几年的工业甘油进出口情况以及增塑剂消费量情况，可以发现随着工业和制造业的发展，对于甘油和增塑剂等中间材料的需求是逐步上升的，公司生产的绿色生物基材料有望以相近的化工特性与更低的生命周期碳排放，得到市场的青睐。

图 29 2017-2021 年中国工业甘油进出口数量



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 30 2016-2019 中国增塑剂消费量



资料来源：datayes，东莞证券研究所

3 公司以优秀产品稳固海外市场

3.1 生物柴油产品质量优秀，产销量处于领先水平

公司产能随新建项目落地逐步释放，与可比公司嘉澳环保比较近四年的生物柴油年产量，可知公司产量位于领先水平，目前公司具有名义产能达 38 万吨/年，另有 10 万吨/年的酯基生物柴油生产线正在测试投产，10 万吨/年的烃基生物柴油生产线仍在建，以及年产能分别为 10 吨和 15 吨的两条烃基生物柴油生产线已做出建设规划，计划在 3 年内达到 75 万吨生物柴油的年产能，有望通过扩大产量优势，以优良数量和稳定供应提高市场认可度和占有率。同时对生物柴油销量进行对比，可以发现公司销量也超越可比公司嘉澳环保，处于行业内领先水平。

图 31 2018-2021 可比公司生物柴油产量（单位：万吨）

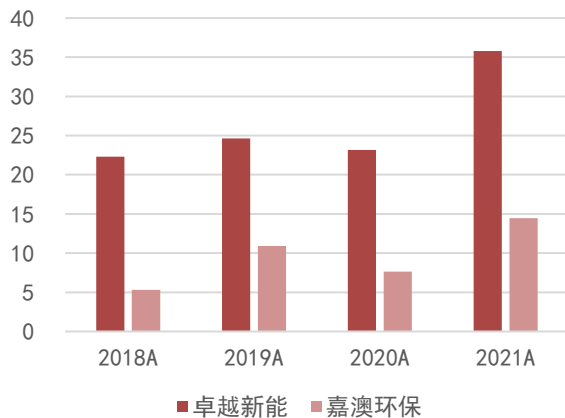
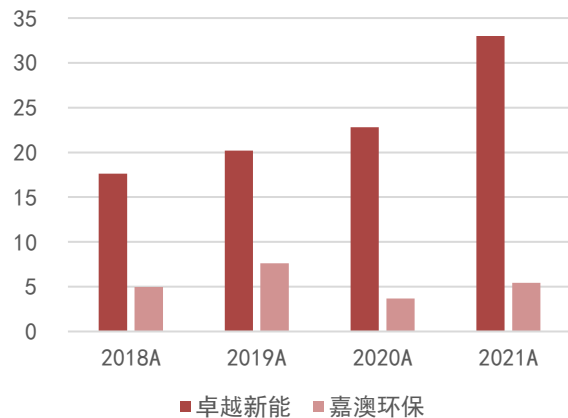


图 32 2018-2021 可比公司生物柴油销量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所整理

公司高度重视产品质量，按照更为严格的欧洲生物柴油标准 EN14214 作为目标改进自身工艺与技术，目前无论出口还是内销的生物柴油，均满足目标市场的质量标准与客户的需求，从而为公司的产品销售提供有力的支撑。公司生物柴油产品满足欧洲地区进口标准，有望受益于欧盟政策引导下，汽车燃料掺入可再生生物能源限制带来的生物柴油高需求。

表 5 公司出口生物柴油质量检测与国内外市场标准

	我国生物柴油 BD100	欧洲生物柴油 EN14214	美国生物柴油 ASTMD6751	公司出口 2#生物柴油检测值	
实施/检测日期	2017	2014	2019	2016. 6. 23	2019. 5. 11
硫含量/ppm	≤50	≤10	≤500 (S500) \ ≤15 (S15)	9. 7	13. 5
酸值/ (mgKOH/g)	≤0. 5	≤0. 5	≤0. 5	0. 2	0. 22
氧化安定性 (110℃) /h	≥6. 0	≥8. 0	>3	12. 9	12. 2
多不饱和脂肪酸 (%)	-	-	≤1. 0	<0. 6	<0. 6

单甘酯含量/%	≤0.8	≤0.7	≤0.4（1-B级）	<0.10	<0.10
二甘酯含量/%	-	≤0.2	-	<0.10	<0.10
三甘酯含量/%	-	≤0.2	-	<0.10	<0.10
磷含量/（mg/kg）	≤10.0	≤4	≤10	<4	<4
水分/（mg/kg）	≤500	≤500	≤500	420	210
甘油含量	≤0.240	≤0.25	≤0.24	0.013	0.038

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.2 公司海外客户市场稳定，布局紧跟海外动向

欧盟 ISCC 认证是在欧盟《可再生能源指令（RED）》出台后，为核实进口商品的生产链碳排放而设立的、全球适用的可持续性认证体系，涵盖所有可持续原料，包括农业和林业生物质、循环和生物基材料以及可再生能源等。仅有通过 ISCC 认证的产品才可以进入到欧盟市场，目前我国有超过 800 家企业单位已获得 ISCC 认证，其中包括卓越新能、嘉澳环保、山高环能等生物柴油出口企业。自 2016 年公司获得欧盟生物柴油 ISCC 认证后，公司凭借着优良的生物柴油产品质量和稳定可靠的产量，打开海外市场，与多个客户形成稳定的交易协定，包括有全球第三大燃料油贸易商瑞士 Gunvor（贡沃国际公司）、燃料贸易商瑞士 Kolmar、中石油与全球第三大炼油公司英力士集团合资的境外大型成品油生产销售公司英国 Petroineos（英力士炼油公司）、全球知名生物燃料贸易商马来西亚 XLNT 等国际知名的大型燃料油生产与贸易商，其需求为公司带来稳定的海外市场，也为公司 80%以上的营收以及近 100%的产销率奠定了保障。另一方面，随着海外对于可再生能源与生物柴油的需求增加，公司也积极向海外布局，成立了新加坡卓越和荷兰卓越全资子公司，以及时把握海外市场发展动向、响应市场需求，稳定海外市场。未来预计随着海外市场需求增加，以这些国际知名的大型燃料油生产与贸易商为锚点，以及所经营的品牌效应，进一步扩张海外市场占有率。

同时公司跟随海外对于二代生物柴油 HVO（烃基生物柴油）迅猛的发展势头，积极布局 HVO 的生产技术和生产线建设。技术研发上追求更高得率；烃基生物柴油一期 10 万吨年产能生产线目前仍在建设中，二期 10 万吨生产线也已列入规划。

4 投资建议

卓越新能是再生资源中再生生物柴油的龙头企业，目前为国内产销规模最大、出口量最大的再生生物柴油企业，也是国内首家研发从废弃油脂再生生物柴油技术并成功实现工业化生产的企业。主营产品酯基生物柴油商品因其较高品质与稳定产量，受到海外客户的认可和青睐。

同时公司一方面加大科技研发投入，研发工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂以及脂肪酸等生物柴油副产品的生产工艺，以减少生物柴油生产过程中的损耗；同时研发第二代生物柴油——具有更优异性能的烃基生物柴油的生产工艺，以提高生物柴油的品

质和附加值。另一方面继续增加对于生物柴油的产能建设，在现有的近 40 亿吨/年产能的基础上，有望在 3 年内达到 75 亿吨/年的生物柴油年产能目标，由此响应海外环保政策进一步升级，生物柴油等可再生能源需求增加的趋势。

预计随着国内外碳达峰目标逐步推进，公司有望保持业绩增长。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 4.46 元、5.43 元、6.61 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍、10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6 盈利预测简表（2023/01/20）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3083	4426	4546	6161
营业总成本	2949	4117	3842	5380
营业成本	2756	3849	2951	4185
营业税金及附加	36	51	82	117
销售费用	18	26	1	1
管理费用	32	37	352	520
财务费用	(19)	(28)	366	439
研发费用	126	182	92	117
其他经营收益	228	249	110	117
公允价值变动净收益	5	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
其他收益	210	233	233	233
营业利润	363	558	677	825
加 营业外收入	0	1	0	0
减 营业外支出	1	4	0	0
利润总额	362	556	677	825
减 所得税	17	21	26	31
净利润	345	535	652	793
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	345	535	652	793
基本每股收益(元)	2.87	4.46	5.43	6.61
PE（倍）	22	14	12	10

5 风险提示

（1）**政策推进不及预期风险：**海外环保政策升级推动汽车燃油增加生物柴油掺入量，带动海外生物柴油消费需求增加。若政策推进不及预期可能会影响海外市场生物柴油需求量，从而影响公司业绩。

（2）**原材料价格波动风险：**目前餐厨废弃油脂等原材料的价格仍有波动，可能会影响公司产品的成本与盈利。

（3）**市场竞争剧烈风险：**随着“双碳”理念逐渐推行，餐厨废弃油脂的资源化利用受到重视，热门领域可能未来存在逐步加强的市场竞争，可能会影响公司的经营与盈利。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843