

2023年07月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023Q1 业绩环比改善，生物航煤驱动成长

—嘉澳环保（603822.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

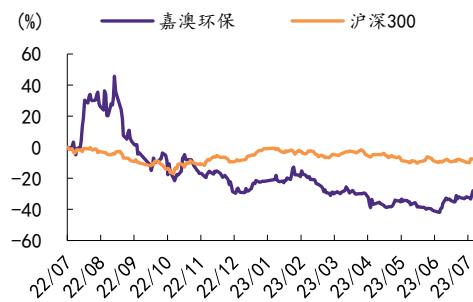
分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2023-07-27

当前股价（元）	34.15
总市值（亿元）	26
总股本（百万股）	77
流通股本（百万股）	77
52周价格范围（元）	28.1-70.49
日均成交额（百万元）	62.07

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

增塑剂拖累 2022 年业绩，2023Q1 实现扭亏

受国际政治经济等影响，2022 年塑料制品加工下游的萎缩，导致公司环保增塑剂销量、毛利双双下滑，同时拖累整体业绩。2022 年公司生物质能源、增塑剂均价分别为 10570 元/吨、10826 元/吨，同比分别+16.4%、+5.1%；销量分别为 20.3 万吨、8.6 万吨，同比分别+273%、-32.5%；毛利率分别为 6.5%、3.7%，同比分别-3.3pct、-12.6pct。随着疫情管控政策改变和下游需求恢复，公司 2023 年一季度实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 25.75%；归母净利润 1019.43 万元，环比扭亏。公司增塑剂业务边际转好，一季度实现销量 1.88 万吨，环比+6.5%。生物质能源方面，2022 年下半年开始受原油及植物油价格疲软影响，生物柴油及原料弱势运行。公司在定价时主要以锁定原材料价格加上利润空间作为对外销售的 fob 价格，受绝对价格下跌影响较小。2022 年 6 月新增 20 万吨生物柴油产能投产，2023 年产能释放将增厚公司业绩。

双碳趋势不改，生物柴油前景广阔

全球碳中和背景下，国内外的环保政策日益严格推动生物柴油行业高速发展。根据 IEA 数据，2021 年全球生物柴油消费量约为 4027 万吨，预计 2027 年消费量增长至 5619 万吨，年复合增长率约为 5.7%。从消费量来看，全球最大的生物柴油消费地区是欧盟，占全球生物柴油总消费的 34.7%。根据欧盟理事会及欧洲议会初步达成《可再生能源指令 III》，2030 年交通运输燃料温室气体排放减少 14.5%，或可再生能源占交通部门最终能源消费的 29%，较《可再生能源指令 II》进一步提升。同时基于政策性引导，欧盟生物柴油原料结构中废弃油脂的占比已从 2014 年的 12.7% 上升至 2021 年的 22.1%，预计 2022 年提升至 25.9%，且该比例有望继续提高，国内出口生物柴油空间大幅增加。公司利用各类废弃油脂为原料加工生产生物柴油，与欧盟美国等以粮食作物为原料加工生产的生物柴油相比，不仅具有更高的二氧化碳减排值，而且不与人类争夺粮食资源，更具可持续意义。

推进 50 万吨生物航煤项目，实现长期发展

公司连云港年产 50 万吨生物航煤项目稳步推进，该项目计划于 2023 年 1 月开工建设，主体工程开工 24 个月内建成。生物航煤属于可持续航空燃料，是航空业减排二氧化碳的核心减排方式。根据欧盟 RED 法令，2025 年可持续航空生物燃料占航空燃料的比重需达 2%，2050 年需达 63%。在 63% 添加比例预期下，对应生物航煤需求潜力超 4300 万吨/年。后续美国等全球各国生物航煤市场亦将陆续开启，目前已有 22

个国家/地区颁布了 SAF 相关法案（包含美国、日本、英国等）。2023 年 7 月民航局适航司提出《航空替代燃料可持续性要求（征求意见稿）》，为国内发展 SAF 奠定基础。

盈利预测

公司增塑剂业务边际转好，未来随着生物质能源业务放量及生物航煤业务拓展，公司业绩有望持续增长。预测公司 2023-2025 年收入分别为 33.08、43.94、56.98 亿元，EPS 分别为 1.01、2.54、5.47 元，当前股价对应 PE 分别为 34、13.5、6.2 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

经济下行；原材料价格大幅波动；产能投放不及预期；下游需求不及预期；公司产品价格大幅波动等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	3,211	3,308	4,394	5,698
增长率（%）	67.6%	3.0%	32.8%	29.7%
归母净利润（百万元）	-32	78	196	424
增长率（%）	-131.8%		152.4%	115.7%
摊薄每股收益（元）	-0.42	1.01	2.54	5.47
ROE（%）	-3.0%	5.7%	9.5%	11.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：				
现金及现金等价物	229	564	1,074	2,357
应收款	224	230	306	397
存货	646	639	834	1,052
其他流动资产	184	190	252	327
流动资产合计	1,283	1,623	2,465	4,133
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	852	1,149	1,215	1,190
在建工程	591	236	95	38
无形资产	115	109	103	98
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	138	138	138	138
非流动资产合计	1,695	1,633	1,551	1,464
资产总计	2,979	3,256	4,016	5,597
流动负债：				
短期借款	1,070	1,070	1,070	1,070
应付账款、票据	186	184	240	303
其他流动负债	264	264	264	264
流动负债合计	1,520	1,518	1,574	1,637
非流动负债：				
长期借款	191	191	191	191
其他非流动负债	187	187	187	187
非流动负债合计	378	378	378	378
负债合计	1,898	1,895	1,952	2,015
所有者权益				
股本	77	77	77	77
股东权益	1,081	1,360	2,064	3,583
负债和所有者权益	2,979	3,256	4,016	5,597

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-31	75	188	406
少数股东权益	1	-3	-8	-17
折旧摊销	63	63	82	86
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-331	-7	-277	-321
经营活动现金净流量	-298	127	-15	154
投资活动现金净流量	-302	57	77	81
筹资活动现金净流量	934	204	516	1112
现金流量净额	335	388	578	1,347

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,211	3,308	4,394	5,698
营业成本	3,025	2,971	3,879	4,894
营业税金及附加	18	18	25	32
销售费用	13	13	18	23
管理费用	104	107	142	184
财务费用	50	41	27	-9
研发费用	92	95	126	163
费用合计	259	256	312	361
资产减值损失	-14	-14	-14	-14
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-64	77	193	426
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	3	3	3	3
利润总额	-66	75	190	423
所得税费用	-35	0	2	17
净利润	-31	75	188	406
少数股东损益	1	-3	-8	-17
归母净利润	-32	78	196	424

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	67.6%	3.0%	32.8%	29.7%
归母净利润增长率	-131.8%		152.4%	115.7%
盈利能力				
毛利率	5.8%	10.2%	11.7%	14.1%
四项费用/营收	8.1%	7.7%	7.1%	6.3%
净利率	-1.0%	2.3%	4.3%	7.1%
ROE	-3.0%	5.7%	9.5%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	63.7%	58.2%	48.6%	36.0%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.0
应收账款周转率	14.4	14.4	14.4	14.4
存货周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
每股数据(元/股)				
EPS	-0.42	1.01	2.54	5.47
P/E	-81.5	34.0	13.5	6.2
P/S	0.8	0.8	0.6	0.5
P/B	4.9	2.0	1.3	0.7

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。