

卓越新能 (688196. SH)

生物柴油底部已过，看好公司长期成长

买入

核心观点

2023年上半年业绩下滑，二季度业绩触底反弹。公司发布2023年中报，上半年实现营收18.29亿元（同比-19.1%），归母净利润1.52亿元（同比-42.8%），扣非归母净利润1.66亿元（同比-35.9%）；其中单二季度实现营收9.33亿元（同比-27.3%，环比+4.1%），实现归母净利润0.81亿元（同比-51.2%，环比13.1%），扣非归母净利润0.98亿元（同比-39.2%，环比+44.4%），主要二季度受人民币贬值影响造成投资损失。上半年毛利率10.0%（同比-2.6pcts），三费率为1.2%（同比+0.2pcts），净利率为8.3%（同比-3.4pcts）。

受到原油及菜籽油价格上涨推动，近期生物柴油价格开始反弹。2023年上半年受到经济衰退、大宗商品价格尤其是油脂价格下跌等因素影响，生物柴油价格一路下行，价格由9500元/吨最低跌至7500元/吨，2023年上半年国内生物柴油均价8460元/吨，同比下降23.0%。近期欧洲生物柴油价格开始反弹，主要受到原油及菜籽油价格上涨推动，目前国内生物柴油出口价格在1100-1200美元/吨，国内价格约8000-8200元/吨，目前生物柴油净利润约700-800元/吨。2023年上半年国内生物柴油出口117.5万吨，同比增加58.1%，欧洲市场需求势头良好。

公司加强自主研发创新，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。目前公司已形成生物柴油、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等产业布局，并完善了在卤代新材料及锂电池电解液添加剂等领域的技术储备。目前公司公司生物柴油产能规模50万吨，生物基材料产能规模9万吨，未来规划生物柴油产能达到85万吨、生物基材料产能达到42.5万吨。公司20万吨/年烃基生物柴油、5万吨/年天然脂肪醇生产线项目有望于2023年三季度开工建设。全力推进10万吨合成树脂生产装置建设，与公司的生物甘油、脂肪酸、环氧氯丙烷等产品形成产业链延伸，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。

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；宏观经济系统性风险等。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。由于生物柴油价格下行，公司新产能进度低于预期，我们下调2023-2025年归母净利润至3.3/5.8/7.6亿元（原值为5.6/6.5/8.1亿元），同比增速-27.0%/75.9%/30.8%；摊薄EPS为2.75/4.83/6.32元，当前股价对应PE为16.9/9.6/7.3x。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，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,083	4,345	3,932	5,055	6,122
(+/-%)	92.2%	40.9%	-9.5%	28.6%	21.1%
净利润(百万元)	345	452	330	580	758
(+/-%)	42.3%	31.0%	-27.0%	75.9%	30.8%
每股收益(元)	2.87	3.76	2.75	4.83	6.32
EBIT Margin	3.7%	4.6%	3.9%	7.1%	8.0%
净资产收益率(ROE)	14.0%	16.2%	10.8%	16.5%	18.4%
市盈率(PE)	16.2	12.3	16.9	9.6	7.3
EV/EBITDA	35.2	22.6	25.7	12.9	9.7
市净率(PB)	2.25	2.00	1.83	1.59	1.35

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

yanglin6@guosen.com.cn

0755-81981378

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

46.40元

总市值/流通市值

5568/5568百万元

52周最高价/最低价

94.80/42.58元

近3个月日均成交额

15.67百万元

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) - 四季度业绩承压，打造生物柴油及生物基材料行业龙头》——2023-04-03

《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》——2022-10-24

《卓越新能 (688196.SH) ——重大事件快评-扩建烃基生物柴油，加快生物基材料布局》——2022-09-25

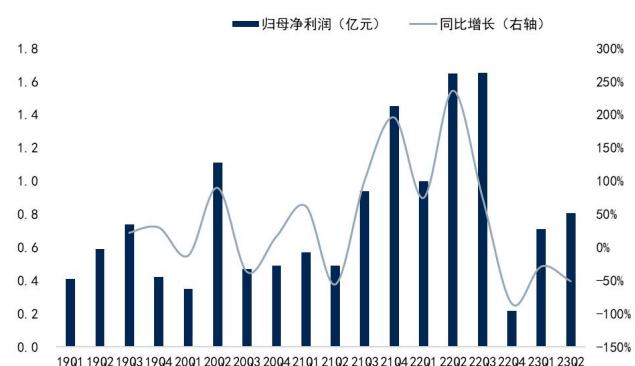
《卓越新能 (688196.SH) - 单季度业绩创历史新高，生物柴油龙头优势显现》——2022-06-24

《卓越新能 (688196.SH) - 生物柴油量价齐升，推动“生物质能化一体化”发展》——2022-03-29

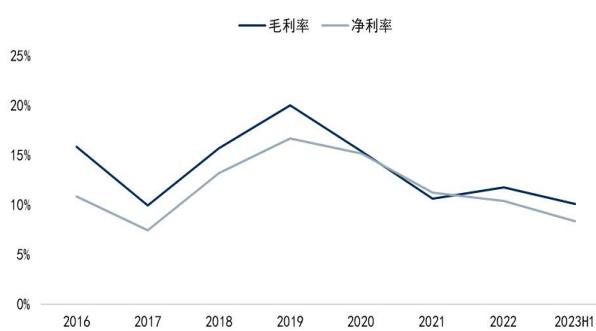
2023年上半年业绩下滑，二季度业绩触底反弹。公司发布2023年中报，上半年实现营收18.29亿元（同比-19.1%），归母净利润1.52亿元（同比-42.8%），扣非归母净利润1.66亿元（同比-35.9%）；其中单二季度实现营收9.33亿元（同比-27.3%，环比+4.1%），实现归母净利润0.81亿元（同比-51.2%，环比13.1%），扣非归母净利润0.98亿元（同比-39.2%，环比+44.4%），主要二季度受人民币贬值影响造成投资损失。上半年毛利率10.0%（同比-2.6pcts），三费率为1.2%（同比+0.2pcts），净利率为8.3%（同比-3.4pcts）。

图1：卓越新能营业收入及增速

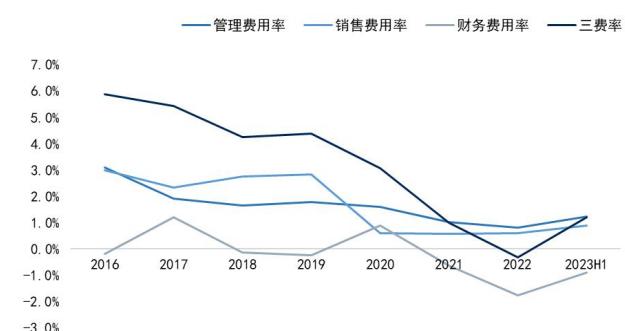

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

图3：卓越新能毛利率、净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

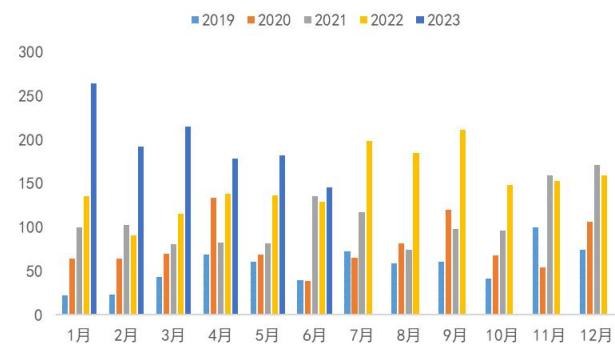
图4：卓越新能三费率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

欧洲市场需求势头良好，国内出口继续增长，“散乱小”产能有望出清。根据卓创资讯数据，2023年上半年国内生物柴油产量58.1万吨，同比下降0.7%；根据海关总署数据，2023年上半年国内生物柴油出口117.5万吨，同比增加58.1%，工业混合油出口84.2万吨，同比增长9.2%。自今年3月份以来，国内生物柴油产量、出口量均呈现月度环比下滑趋势，据多方面公开消息报道，德国近期对有关国内生物柴油进口标注错误的指控，同时对国内酯基生物柴油原料问题仍在审计，导致近期国内市场需求活跃度不高，但未来国内供给端有望通过这次事件进一步格局优化，“散乱小”产能有望出清。

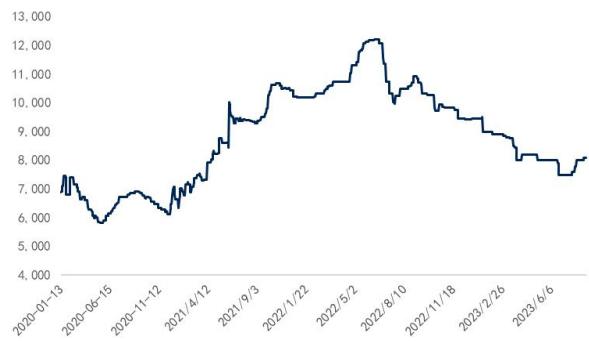
图5：我国生物柴油月度出口量


资料来源：Wind、海关总署，国信证券经济研究所整理

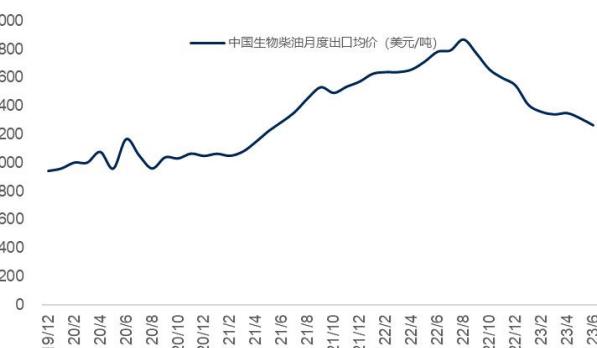
图6：2019年至今我国生物柴油月度出口量


资料来源：Wind、海关总署，国信证券经济研究所整理

2023年上半年生物柴油价格下行，受到原油及菜籽油价格上涨推动，近期生物柴油价格开始反弹。2023年上半年受到经济衰退、大宗商品价格尤其是油脂价格下跌等因素影响，生物柴油价格一路下行，价格由9500元/吨最低跌至7500元/吨，2023年上半年国内生物柴油均价8460元/吨，同比下降23.0%。近期欧洲生物柴油价格开始反弹，主要受到原油及菜籽油价格上涨推动，目前国内生物柴油出口价格在1100-1200美元/吨，国内价格约8000-8200元/吨，HVO(UCO)FOB价格约2100-2200美元/吨。原材料方面，目前地沟油主流价格约5400-5500元/吨，餐厨费油价格约5800-5900元/吨，目前生物柴油净利润约700-800元/吨。

图7：我国生物柴油价格（元/吨）


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图8：我国生物柴油出口价格（美元/吨）


资料来源：Wind、海关总署，国信证券经济研究所整理

欧盟生物柴油需求有望持续增长，生物柴油应用领域不断拓宽。今年3月欧盟理事会和议会就可再生能源指令《RED III》的修订达成临时协议，到2030年将可再生能源在欧盟总能源消费中的份额提高到42.5%，再增加2.5%的指示性补充目标，使其达到45%。同时，欧盟碳边境调节机制（CBAM）将于2023年10月1日起正式生效，其中2023年至2026年为过渡期，从2027年开始全面征收“碳关税”。现阶段生物柴油的应用主要是作为清洁能源应用于道路交通领域，国外已经在陆续推广生物柴油在船舶航运、航空运输、发电领域的试点应用，生物燃油（包括生物柴油和生物航油）在船舶和航空领域的应用将逐渐增加。

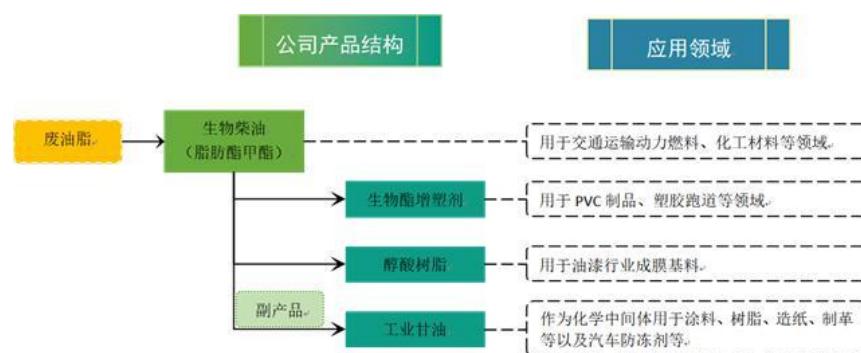
公司加强自主研发创新，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。目前公司已形成生物柴油、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等产业布局，目前公司生物柴油产能规模50万吨，生物基材料产能规模9万吨，未来规划生物柴油产能达

到 85 万吨、生物基材料产能达到 42.5 万吨。

公司形成并完善了在合成树脂、卤代新材料及锂电池电解液添加剂等领域的技术储备，主要包括：①针对不同客户需求，开发了多种型号的环保型醇酸树脂、水性丙烯酸烤漆树脂、UV 固化丙烯酸环氧树脂、低介电强韧性环氧树脂等产品的工艺配方。②开发了低温光催化氯化技术，生产主要应用于动力电池电解液助剂领域的氯代碳酸乙烯酯（CEC）产品，其主要组分含量领先于行业水平。

公司 20 万吨/年烃基生物柴油、5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目有望于 2023 年三季度陆续开工建设。同时全力推进 10 万吨合成树脂生产装置建设，与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，打造生物柴油及生物基材料行业龙头。

图9：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

投资建议：由于生物柴油价格下行，公司新产能进度低于预期，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 3.3/5.8/7.6 亿元（原值为 5.6/6.5/8.1 亿元），同比增速 -27.0%/75.9%/30.8%；摊薄 EPS 为 2.75/4.83/6.32 元，当前股价对应 PE 为 16.9/9.6/7.3x。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，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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	325	723	1368	1331	1550	营业收入	3083	4345	3932	5055	6122
应收款项	279	28	215	277	335	营业成本	2756	3835	3496	4336	5198
存货净额	441	473	569	707	848	营业税金及附加	36	48	43	53	64
其他流动资产	20	7	28	35	43	销售费用	18	26	24	30	37
流动资产合计	1227	1922	2280	2451	2877	管理费用	32	36	43	55	65
固定资产	561	688	819	939	1046	研发费用	126	201	173	222	269
无形资产及其他	51	103	100	97	93	财务费用	(19)	(76)	(11)	(17)	(24)
投资性房地产	734	273	273	273	273	投资收益	13	(51)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	41	15	15	15
资产总计	2573	2985	3471	3759	4290	其他收入	84	(19)	18	15	15
短期借款及交易性金融负债	13	66	500	300	200	营业利润	363	448	340	598	781
应付款项	15	55	28	35	42	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	51	26	71	88	105	利润总额	362	447	340	598	781
流动负债合计	79	147	599	423	348	所得税费用	17	(4)	10	18	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	24	55	55	55	55	归属于母公司净利润	345	452	330	580	758
长期负债合计	24	55	(175)	(175)	(175)	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	102	202	424	248	172	净利润	345	452	330	580	758
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	40	8	6	6
股东权益	2470	2784	3047	3511	4118	折旧摊销	45	55	81	93	105
负债和股东权益总计	2573	2985	3471	3759	4290	公允价值变动损失	(5)	(41)	(15)	(15)	(15)
						财务费用	(19)	(76)	(11)	(17)	(24)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(527)	780	(277)	(177)	(177)
每股收益	2.87	3.76	2.75	4.83	6.32	其它	0	(40)	(8)	(6)	(6)
每股红利	0.82	1.16	0.55	0.97	1.26	经营活动现金流	(141)	1246	118	480	672
每股净资产	20.58	23.20	25.40	29.26	34.31	资本开支	0	(262)	(201)	(201)	(201)
ROIC	11%	18%	15%	25%	28%	其它投资现金流	350	(530)	591	0	0
ROE	14%	16%	11%	17%	18%	投资活动现金流	350	(792)	390	(201)	(201)
毛利率	11%	12%	11%	14%	15%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	4%	7%	8%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	6%	9%	10%	支付股利、利息	(98)	(139)	(66)	(116)	(152)
收入增长	93%	41%	-10%	29%	21%	其它融资现金流	6	222	434	(200)	(100)
净利润增长率	42%	31%	-27%	76%	31%	融资活动现金流	(183)	(56)	138	(316)	(252)
资产负债率	4%	7%	12%	7%	4%	现金净变动	25	397	645	(37)	219
息率	1.8%	2.5%	1.2%	2.1%	2.7%	货币资金的期初余额	300	325	723	1368	1331
P/E	16.2	12.3	16.9	9.6	7.3	货币资金的期末余额	325	723	1368	1331	1550
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	775	(250)	62	201
EV/EBITDA	35.2	22.6	25.7	12.9	9.7	权益自由现金流	0	997	(35)	(122)	124

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 ±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 ±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提供。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