

2023 年 09 月 28 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 主业底部反转在即，生物柴油龙头行稳致远

## —卓越新能（688196.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

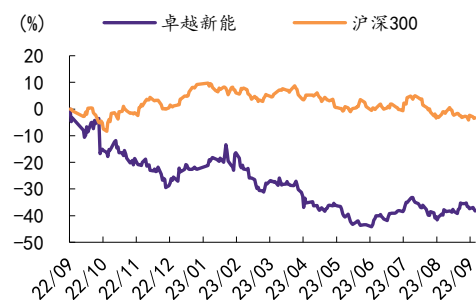
✉ liuhan@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-09-27

当前股价（元）	48.94
总市值（亿元）	59
总股本（百万股）	120
流通股本（百万股）	120
52 周价格范围（元）	43.04-76.95
日均成交额（百万元）	33.09

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《卓越新能（688196）：Q2 业绩环比改善，烃基生物柴油项目持续推进》2023-08-27

### ■ 欧盟相关审查局势逐步明朗，酯基生物柴油利润修复空间大

原料及原产地溯源审查带来的观望情绪导致国内酯基生物柴油价格下滑，出口价差显著提升。随着局势逐步明朗，酯基生物柴油生产利润有望大幅修复。长期来看，审查导致国内非合规产能及棕榈油基竞品产能下降，变相供给侧改革利好国内地沟油/泔水油为原料的企业长远发展。

### ■ 环保加码+经济回暖+厄尔尼诺，中期生物柴油有望量价齐升

欧盟议会通过《可再生能源指令（RED III）》，该指令提高 2030 年的可再生能源目标，并加大交通部门的减排目标，将提振欧洲生物柴油需求量。近年生物柴油需求的萎缩更多受经济环境影响，随着欧洲经济软着陆以及厄尔尼诺带来棕榈油价格潜在的上涨，生物柴油有望迎来量价齐升。

### ■ 生物航煤前景广阔，产能投放打造第二成长曲线

欧盟出台一系列政策推动生物航煤行业应用范围，RefuelEU 法规要求 2025 年生物航煤占航空燃料的比重需达 2%、2050 年需达 70%，同时美国、中国等也在积极推进航空碳减排及生物航煤掺混计划。公司 20 万吨/年烃基生物柴油（兼生物航煤）生产线和 5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目正稳步推进，投产后有望大幅增厚业绩。

### ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 38.9、44.8、65.4 亿元，EPS 分别为 2.51、3.46、6.25 元，当前股价对应 PE 分别为 19.5、14.1、7.8 倍，维持“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
主营收入（百万元）	4,345	3,891	4,480	6,542
增长率（%）	40.9%	-10.4%	15.1%	46.0%
归母净利润（百万元）	452	301	415	750
增长率（%）	31.0%	-33.3%	37.8%	80.6%
摊薄每股收益（元）	3.76	2.51	3.46	6.25
ROE（%）	16.2%	10.1%	12.7%	19.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、卓越新能，国内生物柴油龙头企业	5
1.1、生物质能化一体化布局，成就行业领跑者	5
1.2、生物柴油及生物基材料并行，产能持续增长	6
1.3、坚持稳健经营策略，长期复合增速可观	7
2、碳中和政策加码，生物柴油需求增长	8
2.1、绿色环保能源，助力交通领域碳减排	8
2.2、可再生能源指令(RED III)通过，欧盟需求提升	10
2.3、困境反转在即，经济复苏实现长期发展	13
2.4、违规产能出清优化产业结构，烃基项目持续落地	17
3、生物航煤/生物船燃打开市场新空间	19
3.1、中美欧三大经济体推动生物航煤政策	19
3.2、生物燃料将成为航运业脱碳的重要部分	21
4、对标 NESTE，卓越新能行稳致远	22
4.1、采购体系稳定，研发实力雄厚	22
4.2、拓展销售渠道，规模优势提升	23
4.3、延伸生物基材料，实现一体化布局	24
5、盈利预测及评级	25
6、风险提示	25

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：公司产品结构及应用领域	6
图表 4：公司主要产品产能及规划	7
图表 5：公司营收结构（亿元）及同比增速	7
图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速	7
图表 7：公司分产品毛利率(%)	8
图表 8：公司毛利率及净利率情况(%)	8
图表 9：公司期间费用率	8
图表 10：行业公司资产负债率(%)	8
图表 11：中国生物柴油行业产业链	9
图表 12：中国生物燃料划分	9
图表 13：欧盟生物燃料划分	9
图表 14：2017-2027E 年全球生物柴油消费量（万吨）	10
图表 15：2022 年全球生物柴油消费结构	10

图表 16: 2014-2022E 年欧盟生物柴油消费量 (万吨)	10
图表 17: 2014-2022E 年欧盟生物柴油原材料结构变化情况	10
图表 18: 欧盟生物柴油相关政策解读	11
图表 19: 欧盟可再生能源指令	11
图表 20: 不同原料生物柴油对比化石燃料温室气体减排量	12
图表 21: 欧盟生物柴油供需平衡情况	12
图表 22: 欧洲对于中国乃至亚洲地区生物柴油进口的针对性调整一直在持续	13
图表 23: 2019 年以来生物柴油单月出口量数据 (万吨)	13
图表 24: 2019 年以来生物柴油单月价格数据 (元/吨)	13
图表 25: 生物柴油+UCO 单月出口量数据 (万吨)	14
图表 26: 海南生物柴油月度出口量 (万吨)	14
图表 27: 俄罗斯出口欧洲柴油量 (千桶/天)	14
图表 28: 欧洲 ARA 柴油裂解价差 (美元/桶)	14
图表 29: 国内生物柴油产业链价格及价差 (元/吨)	15
图表 30: 中国酯基生柴 UCOME 出口利润 (美元/吨)	15
图表 31: 欧洲能源价格	15
图表 32: 欧元区 CPI 同比	15
图表 33: 欧洲加息或进入尾声 (%)	15
图表 34: 欧元区制造业及服务业 PMI 指数	15
图表 35: 马来西亚降雨量及棕榈油产量拟合	16
图表 36: 马来西亚棕榈油期货远月升水结构 (林吉特/吨)	16
图表 37: 欧洲 ARA 地区生物柴油价格 (美元/吨)	16
图表 38: PME 价格与棕榈油价格高度相关 (美元/吨)	16
图表 39: 中国市场湄水油价格与生物柴油生产利润 (元/吨)	17
图表 40: 欧洲烷基生物柴油 (分原料) 市场价格 (美元/吨)	17
图表 41: ARA 地区烷基生物柴油 (UCO) 市价走势 (美元/吨)	17
图表 42: 主要生物柴油企业产能占比情况	18
图表 43: 我国食用油消费量及潜在废弃油脂可利用量 (万吨)	18
图表 44: 烷基生物柴油产能扩张 (万吨)	18
图表 45: 中国已建烷基生物柴油产能 (万吨)	19
图表 46: 中国拟建、在建烷基生物柴油产能 (万吨)	19
图表 47: 美国航空碳减排路线图	19
图表 48: 欧盟航空碳减排路径	20
图表 49: 中国航空碳减排路线图	20
图表 50: 全球 SAF 现有产能情况	21
图表 51: SAF 产能扩张 (万吨)	21

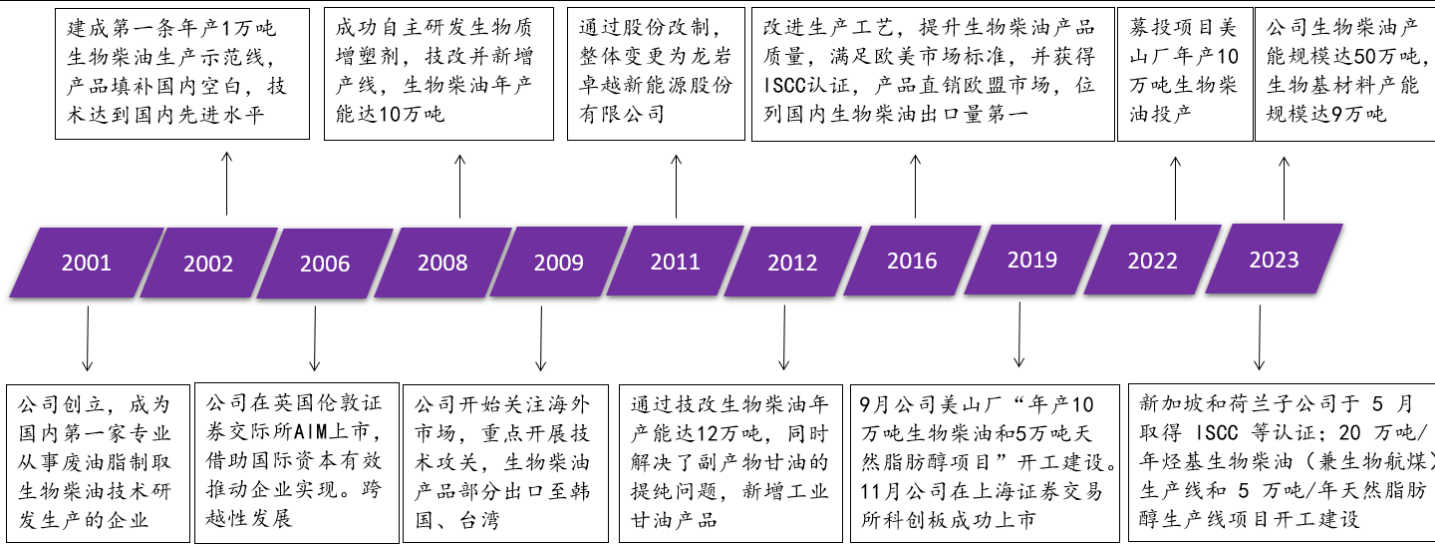
图表 52: 中国拟建、在建 SAF 产能(万吨) .....	21
图表 53: SAF 市场价格(美元/吨) .....	21
图表 54: Kaupang 轮生物燃料试点实现碳排放量减少 .....	22
图表 55: 国内首船国际航行船舶生物燃料油加注成功 .....	22
图表 56: 公司 2022 年生物柴油板块成本构成 .....	23
图表 57: 公司 2018 年上游供应商结构 .....	23
图表 58: 公司生物柴油市占率维持高位 .....	23
图表 59: 公司生物柴油销量稳步增长(万吨) .....	23
图表 60: 2019-2030 年生物基化学品替代情况 .....	24
图表 61: 2014-2022 年我国生物基材料市场规模 .....	24
图表 62: 公司业绩拆分与盈利预测 .....	25

# 1、卓越新能，国内生物柴油龙头企业

## 1.1、生物质能化一体化布局，成就行业领跑者

卓越新能是国内第一家从事废弃油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，也是目前国内产销量和出口量最大的生物柴油生产企业，是中国生物柴油龙头企业，逐步形成了以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”的产业布局，产品链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用率不断增加。是国家级高新技术企业、福建省循环经济示范企业、福建省创新型示范企业、福建省战略性新兴产业骨干企业、福建省工业龙头企业。公司利用废动植物油生产生物柴油技术的不断进步，产业化不断发展，可大量消耗地沟油、泔水油等废油脂，积极有效解决、减少地沟油回流餐桌问题，同时为国家提供新能源、新材料产品，为我国石油替代开辟一条新途径。

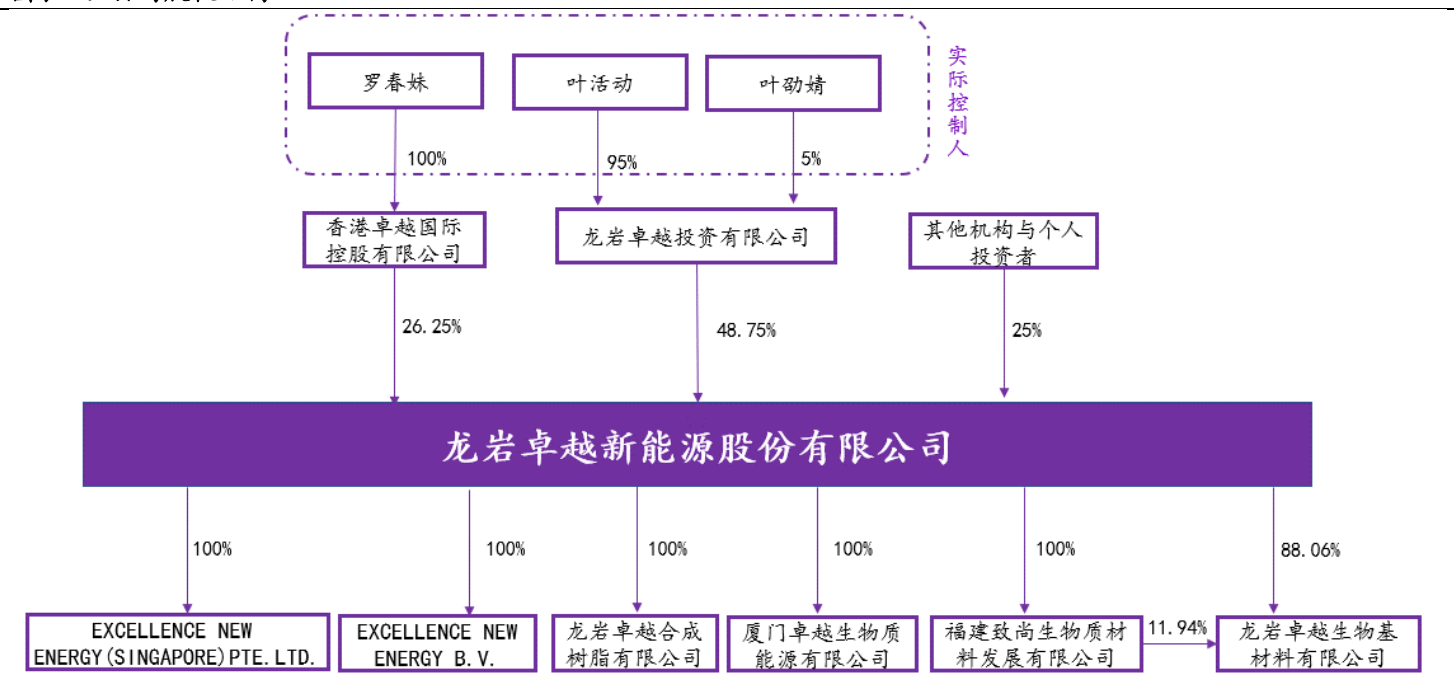
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华鑫证券研究

卓越新能的实际受益人及董事长为叶活动先生，叶活动、罗春妹、叶劲婧为一致行动人，三人系亲属关系，通过龙岩卓越投资有限公司及香港卓越国际控股有限公司间接持有公司共计 75%股权，股权清晰、集中度较高。子公司厦门卓越被认定为国家级高新技术企业、福建省循环经济示范企业、福建省科技小巨人企业、福建省专精特新中小企业，厦门市重点工业企业。子公司福建致尚是公司生物酯增塑剂生产基地，被认定为国家级高新技术企业、福建省专精特新中小企业、福建省制造业单项冠军企业、福建省科技小巨人企业。子公司卓越生物基是公司工业甘油和醇酸树脂生产基地，是国家级高新技术企业。2023 年公司新加坡及荷兰设立全资子公司，深耕布局，海外团队开始在原料资源开发、产品终端销售、市场信息方面逐步发挥作用，成为卓越新能拓展海外市场的重要一环。

图表 2：公司股权结构

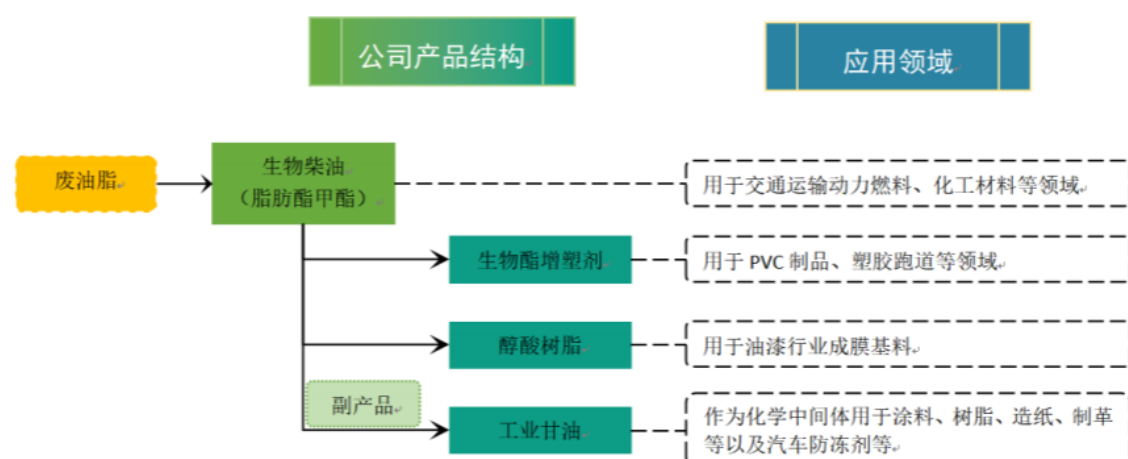


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 1.2、生物柴油及生物基材料并行，产能持续增长

卓越新能的产品结构主要分为两大板块：生物能源行业及生物基材料。生物能源行业板块，公司主要生产生物柴油，应用于交通运输动力燃料、化工材料等领域，目前公司也在积极推进烃基生物柴油项目。生物基材料板块，公司生产环保型醇酸树脂、工业甘油、生物酯增塑剂以及天然脂肪醇等产品，主要应用于工业领域。

图表 3：公司产品结构及应用领域



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

生物能源方面，目前公司生物柴油年产能达 50 万吨，20 万吨/年烃基生物柴油（兼生物航煤）在建。生物基材料方面，现有生物酯增塑剂、工业甘油、环保型醇酸树脂等产能合计 9 万吨，另有天然脂肪醇、合成树脂（水性改性醇酸树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂和高



端环氧树脂)等项目稳步推进。

图表 4：公司主要产品产能及规划

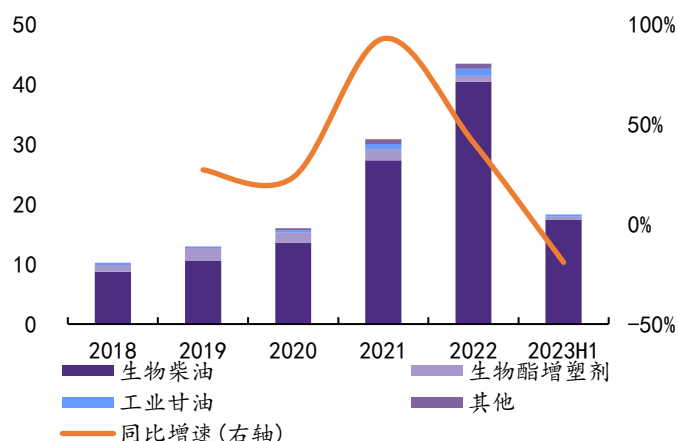
业务板块	产品	单位	现有产能	在建产能	预计投产时间
生物柴油	一代	万吨	50		
	二代	万吨		20	2025
	天然脂肪醇	万吨		5	2025
生物基材料	工业甘油	万吨			
	合成树脂	万吨	合计9	10	2026
	生物基增塑剂	万吨			

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 1.3、坚持稳健经营策略，长期复合增速可观

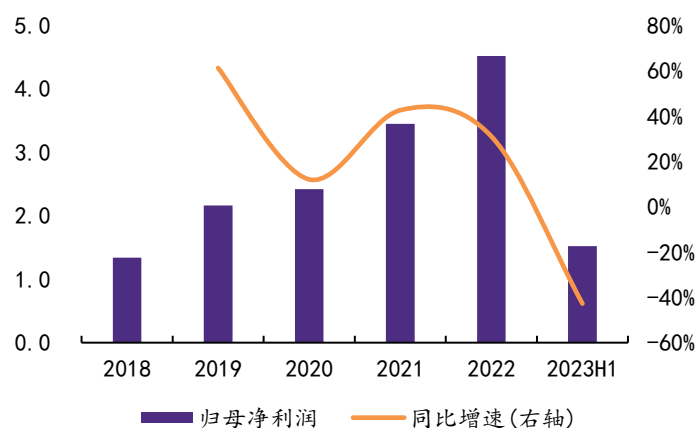
生物柴油产品贡献公司主要盈利。2022 年公司营业收入 43.45 亿元，同比增长 40.93%。其中生物柴油产品收入为 40.44 亿元，占该年营业收入的 93.07%，公司产品以出口为主，海外营业收入 40.25 亿元，占营业总收入 92.64%。2022 年公司归母净利润为 4.52 亿元，同比增长 31%。公司 2023H1 实现营业收入 18.29 亿元，同比下降 19.09%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比下降 42.76%。其中 Q2 单季度营业收入 9.33 亿元，同比下降 27.31%，环比增加 4.12%；单季度归母净利润 0.81 亿元，同比下降 51.19%，环比增加 13.07%。

图表 5：公司营收结构（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

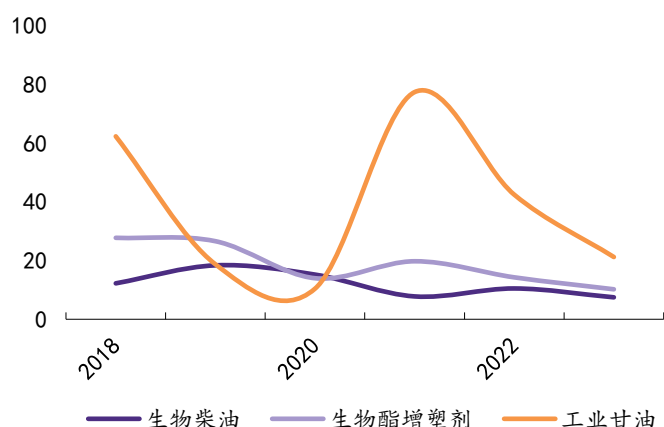
图表 6：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

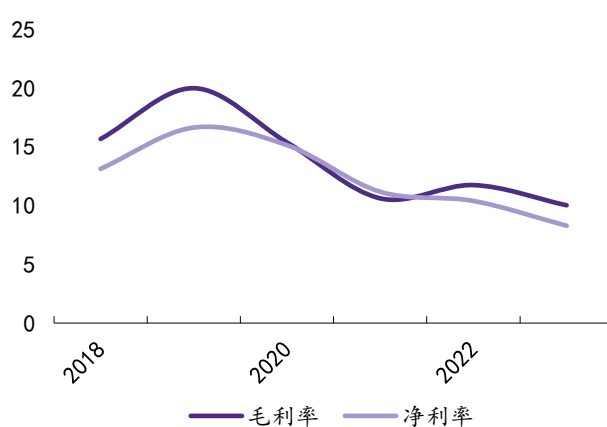
毛利率/净利率承压。2023 年上半年受到经济衰退影响，大宗商品价格尤其是油脂价格下跌和阶段大幅波动等因素影响，生物柴油市场价格下行和波动，导致公司毛利及净利率下降。公司近年来分产品毛利率中，工业甘油的毛利率长期占据首位。2023H1 生物柴油、生物酯增塑剂、工业甘油毛利率分别为 7.47%、10.21%、21.21%，较 2022 年均毛利率分别下降 3.02pct、4.07pct、21.24pct。

图表 7：公司分产品毛利率(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

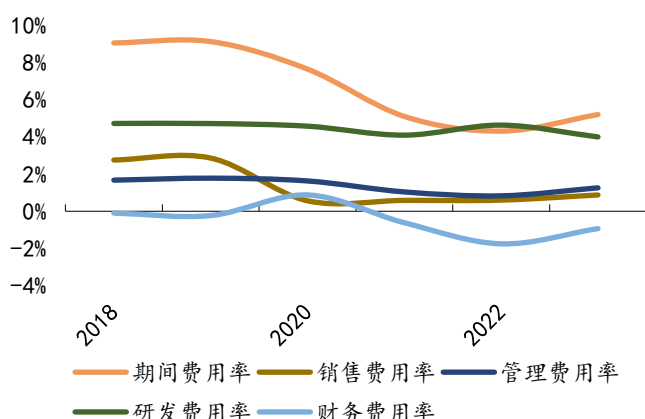
图表 8：公司毛利率及净利率情况(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

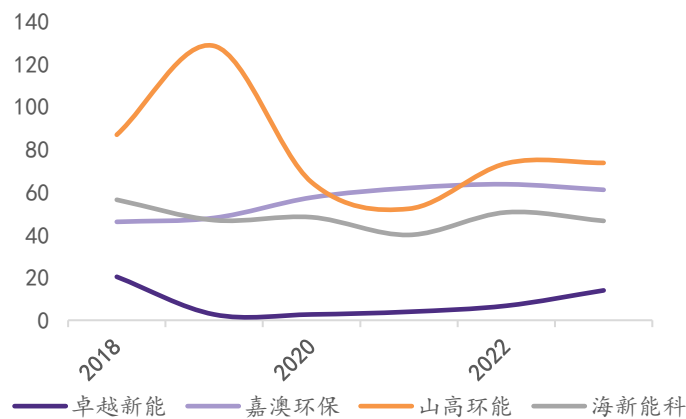
期间费用率整体呈现下降趋势。2022 年期间费用率为 4.30%，较 2021 年同比下降。公司持续保持较高的研发投入，2022 年研发投入超 2 亿，同比增速达 60%，在同行业公司中保持领先。公司持续优化资产结构，风格稳健，2019-2023 年资产负债率呈稳步上升趋势，从 2.71% 上升到 13.99%，整体来看，公司的资产负债结构健康，举债能力好，信用度高，可为后续持续经营及扩张提供保障。

图表 9：公司期间费用率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 10：行业公司资产负债率(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

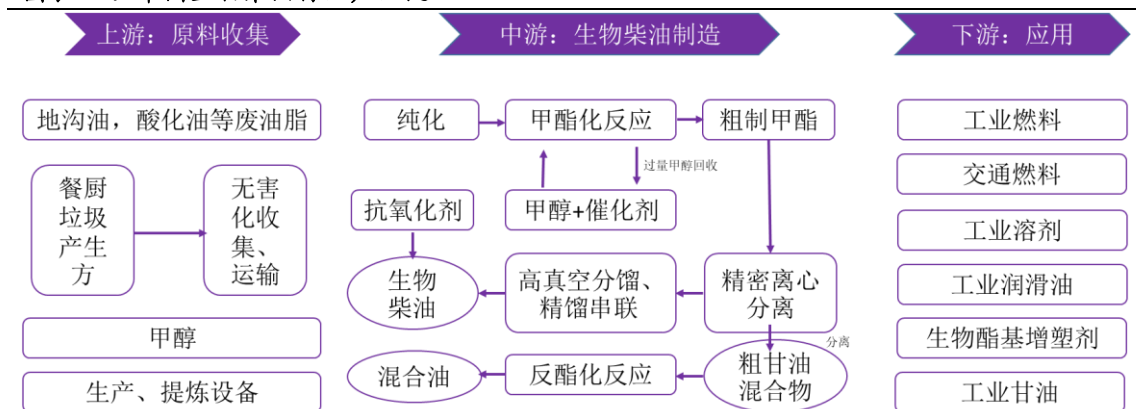
## 2、碳中和政策加码，生物柴油需求增长

### 2.1、绿色环保能源，助力交通领域碳减排

生物柴油行业上游的市场参与者是生物柴油生产原材料的提供方，在我国主要为地沟油、酸化油等废油脂收集行业，包括各类原料油、甲醇、生产仪器设备等；中游主体是生物柴油的生产制造企业，负责生物柴油的研发、生产和装配；下游为生物柴油的终端应用，包括工业燃料、交通燃料、工业溶剂、工业润滑油、生物酯增塑剂、工业甘油等。



图表 11：中国生物柴油行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

国内习惯按工艺划分代系。中国市场将酯基生物柴油称之为二代，将氢化、异构生物柴油称之为三代，将微生物油脂及非油脂类生物质气化称为三代。

图表 12：中国生物燃料划分



资料来源：金联创，华鑫证券研究

欧洲将使用来自食物链的原料(如菜籽油、大豆油、棕榈油等植物油)制取的生物柴油统称为一代生物柴油,而将不影响人类食物链的原料(如废弃动植物油脂)制取的生物柴油称为二代生物柴油,也称先进生物燃料,包括 Part A 和 Part B 两类。PARTA 主要以各种农作物的非食用部分为原料,包含秸秆、藻类、棕榈油厂废水、木质纤维素、松油、妥尔油等: PARTB 主要以废油脂、动物脂肪作为原料。

图表 13：欧盟生物燃料划分

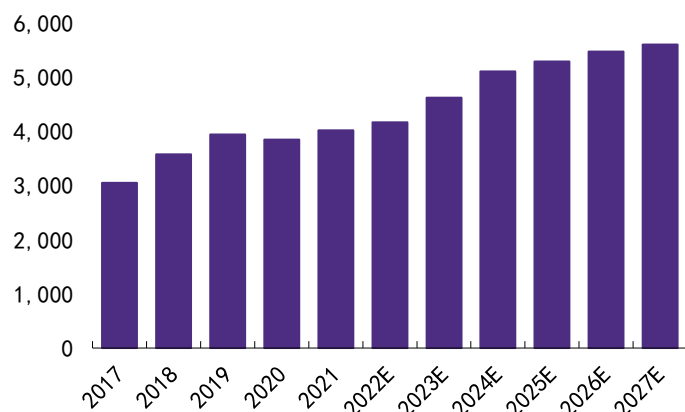
一代生物柴油	二代生物柴油	
菜籽油 大豆油 棕榈油等	A类	B类
	藻类 秸秆 棕榈油厂废水 松油 妥尔油 坚果外壳 木质纤维素等	废弃油脂 动物脂肪

资料来源：金联创，USDA，华鑫证券研究

2021 年全球生物柴油消费量约为 4127 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，欧盟是全球最大的生物柴油消费地区，占全球生

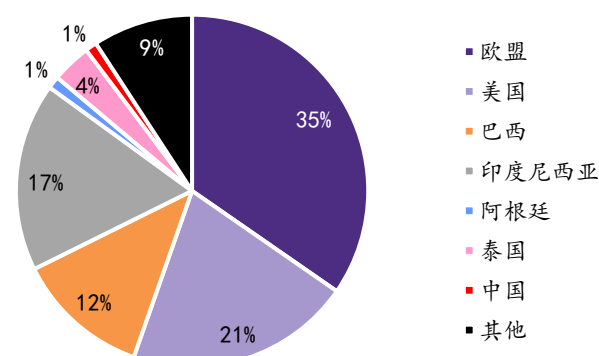
物柴油总消费的 35%。

图表 14：2017-2027E 年全球生物柴油消费量（万吨）



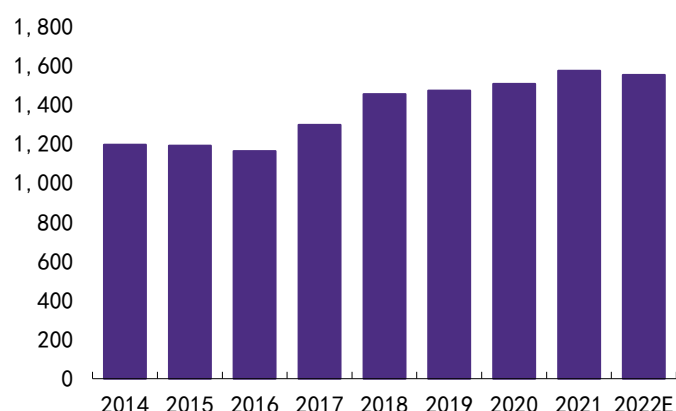
资料来源：IEA，华鑫证券研究

图表 15：2022 年全球生物柴油消费结构



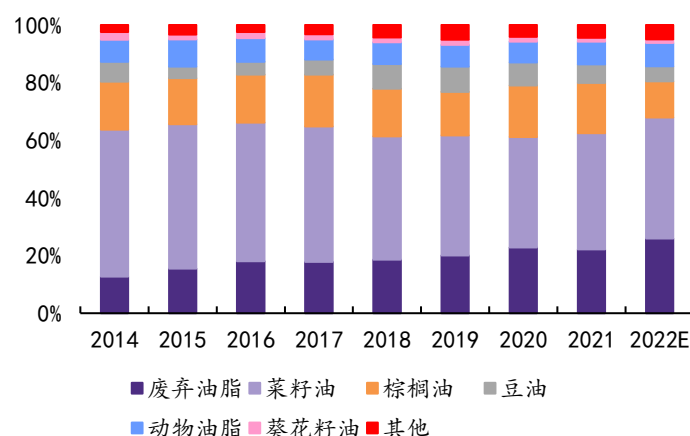
资料来源：经合组织，华鑫证券研究

图表 16：2014-2022E 年欧盟生物柴油消费量（万吨）



资料来源：丰信生物招股说明书，华鑫证券研究

图表 17：2014-2022E 年欧盟生物柴油原材料结构变化情况



资料来源：USDA，华鑫证券研究

## 2.2、可再生能源指令(RED III)通过，欧盟需求提升

2023 年 9 月 8 日，欧盟投票通过了最新版本的可再生能源指令（RED III），该指令将提高 2030 年的可再生能源目标，并加大了交通部门的减排目标。根据修订后的 RED III，到 2030 年，交通部门的可再生能源占比将从先前协议的 14% 提高到 29%，而这次修订还首次将航空和海运纳入了指令的范围。此外，各国还可以选择在交通领域削减 14.5% 温室气体排放，而不是采取能源目标。

图表 18：欧盟生物柴油相关政策解读

时间	政策文件	事件
1997年	《京都议定书》	欧盟承诺在2008-2012年的第一个承诺期将温室气体排放量减少8%
2006年	《欧盟生物燃料战略》	到2030年生物燃料在交通运输业燃料中占比达到25%
2009年	《可再生能源指令（第一版）》	成员国到2020年温室气体排放量比1990年减少20%，可再生能源占能源总比例达到20%，运输部门生物燃料消费比例不低于10%，以废弃物为原料的生物燃料可遵循双倍减排计数原则
2014年	《可预见的能源和气候目标框架》	重点放在电动汽车和非粮作物的生物柴油
2015年	《生物柴油调合燃料B20/B30标准》	允许化石柴油中添加20%或30%的生物柴油
2018年	《可再生能源指令（第二版）》	2030年可再生能源消费比例达到32%，可再生燃料在运输部门的占比达到14%
2021年	可再生能源指令（RED II）的修订	2030年欧盟可再生能源占最终能源总消费总量由32%上升至40%，可再生燃料在运输部门的占比达到26%
2021年	“减碳55%”（Fit for 55）一揽子立法提案	在2030年前实现减排55%（相较于1990年基准）；建立碳边境调节机制
2023年	《可再生能源指令III》	2030年可再生能源目标比例提升至45%，其中运输部门可再生能源消费比例提至29%

资料来源：前瞻产业研究院，商务部，传感器专家网，华鑫证券研究

**欧盟计划逐步淘汰用于生物燃料生产的棕榈油。**欧盟生物柴油消费量预计将在 2023 年增长 1.9%，达到 1611 万吨。2021 和 2022 年部分生物柴油产量损失预计将在 2023 年得到恢复，但 1426 万吨的产量仍将低于 2019 年的水平，因为预计进口量的增加将减少欧盟内部生产的空间。烃基生物柴油的产量预计将增长 6.3%，因为它具有更高的温室气体减排值优势。酯基生物柴油产量预计将进一步下降 1.3%。2023 年，棕榈油基生物柴油产量预计将下降 15%，份额由菜籽油、食用油和动物脂肪制成的生物柴油取代。

目前欧盟本土生物柴油的生产和进口依然以粮食基生物原料为主。但基于政策性引导，欧盟生物柴油原料结构中废弃油脂的占比从 2014 年的 12.69% 上升至 2021 年的 22.10%，且比例有望继续提高。

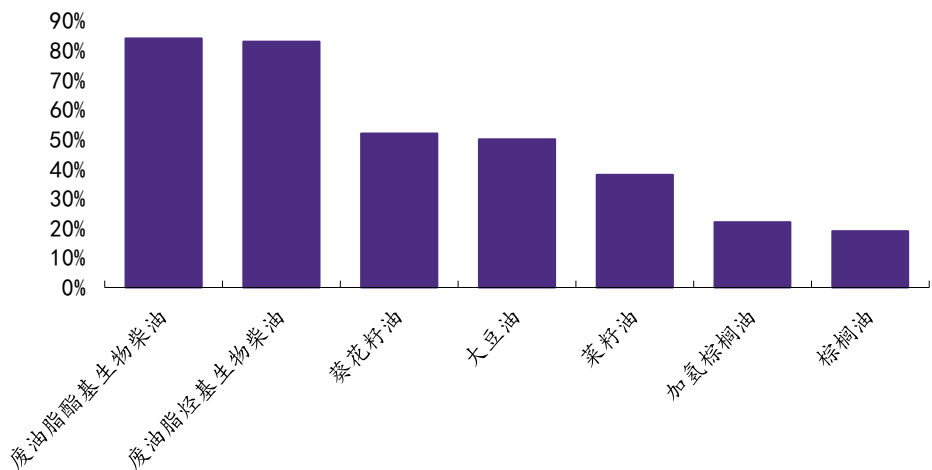
图表 19：欧盟可再生能源指令

	RED	RED II	RED III
交通部门可再生能源目标	2020 年交通运输业可再生能源达到10%	2030 年交通运输业可再生能源达到14%，相当于可再生能源在交通运输部门最终能源消耗的份额至少达到26%	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%
传统生物燃料：粮食原料	份额上限7%	份额上限7%	2030年降至3.8%，高ILUC风险原料比例逐步降至0%
先进生物燃料：Part A	-	2030年至少3.5%	2030年至少5.5%(RFNBOs最低份额要求为1%)
先进生物燃料：Part B	-	2030年比例不超过1.7%(UCOME部分国家上限浮动，如荷兰为10%)	

资料来源：USDA、丰信生物招股说明书、百思道生物燃料网、Argus，华鑫证券研究

我国生物柴油以地沟油为原料，在各类生物柴油中减排量最高。不同原料种类以及加工工艺对应不同的温室气体减排值，其中废弃油脂温室气体减排比例可达 84%，位列第一。当前各国对于地沟油基生物柴油 (UCOME) 大多以双倍量计算生物燃料使用量，更容易达到欧洲各国设定的掺混比例要求，故而 UCOME 在欧洲具有特殊的竞争力，相比较而言价格也最高。未来部分国家或修改相关双倍计数规则，但长期来看地沟油基生物柴油高碳减排优势仍能维持对其他生物燃料较高的溢价。

图表 20：不同原料生物柴油对比化石燃料温室气体减排量



资料来源：立鼎产业研究，华鑫证券研究

我们预计至 2030 年 10%(中性假设)的交通领域生物柴油添加下欧盟生物柴油供应缺口达到 402 万吨，年均复合增速 12%。预计至 2030 年 12%(乐观假设)的交通领域生物柴油添加下欧盟生柴供应缺口将达到 833 万吨，年均复合增速 24%。

主要假设：

- (1) 欧盟生物柴油产量增速自 2024 年起维持 3.0%。
- (2) 交通运输领域生物柴油消费量占生物柴油总消费量比例将缓慢上升至 94%。
- (3) 传统生物燃料在生物柴油消费中的占比逐年下降，至 2030 年下降至 3.8%以下；先进生物燃料在生物柴油消费中的占比逐年上升。
- (4) 传统生物柴油中的棕榈油将在 2026 年被全面取代，比例下调至 0。

图表 21：欧盟生物柴油供需平衡情况

单位：万吨		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
产量	生物柴油产量同比增速	2.8%	0.4%	0.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	生物柴油产量	1412	1418	1426	1469	1513	1558	1605	1653	1703	1754
消费量	柴油交运需求同比		0.4%	-3.3%	2.0%	1.5%	1.2%	0.8%	0.5%	0.1%	-0.5%
	交通领域柴油消费量	19730	19813	19168	19551	19845	20083	20244	20345	20365	20263
	交通领域生物柴油添加比例	7.3%	7.3%	7.7%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.1%	9.6%	10.0%
	交通领域生物柴油消费量	1432	1444	1470	1545	1607	1687	1761	1851	1945	2026
	交运生柴占生柴消费量比例	91.1%	91.3%	91.3%	92.0%	92.5%	93.0%	93.5%	94.0%	94.0%	94.0%
	生物柴油消费量	1572	1581	1611	1679	1738	1814	1884	1970	2069	2156
消费细分：传统生物燃料	其中：传统生物燃料	4.38%	4.28%	4.47%	4.21%	3.91%	3.76%	3.76%	3.76%	3.76%	3.76%
	菜籽油(RME)	2.93%	3.03%	3.24%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
	棕榈油(PME)	0.97%	0.73%	0.71%	0.50%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	大豆油(SME)	0.38%	0.37%	0.38%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
	葵花籽油	0.10%	0.14%	0.13%	0.15%	0.15%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
	传统生物燃料消费量	863	847	856	823	776	755	761	765	766	762
消费细分：先进生物燃料	其中：先进生物燃料	2.88%	3.01%	3.20%	3.69%	4.19%	4.64%	4.94%	5.34%	5.79%	6.24%
	Part A	0.40%	0.44%	0.48%	1.66%	2.14%	2.64%	3.00%	3.44%	3.94%	4.44%
	Part B	2.49%	2.57%	2.72%	2.03%	2.05%	2.00%	1.94%	1.90%	1.85%	1.80%
	先进生物燃料消费量	569	596	614	721	831	932	1000	1086	1179	1264
需求-供应(10%添加；中性)	欧盟生柴供应缺口	159	163	185	210	225	256	279	316	366	402
	2023-2030复合增速		2%	14%	12%						
需求-供应(12%添加；乐观)	欧盟生柴供应缺口	159	163	185	231	289	364	452	554	680	833
	2023-2030复合增速		2%	14%	24%						

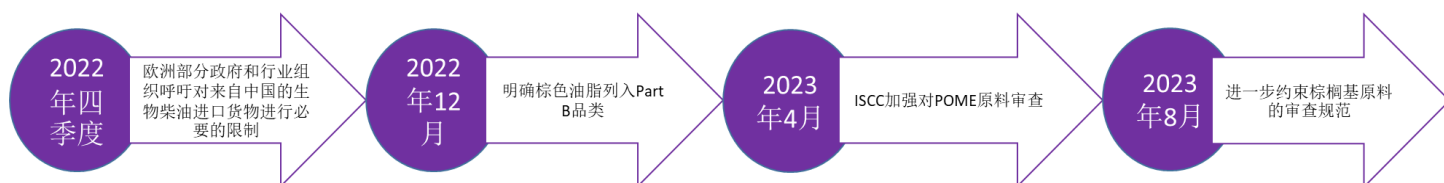
资料来源：USDA，华鑫证券研究

## 2.3、困境反转在即，经济复苏实现长期发展

**短期：ISCC 原料审查和欧盟反规避审查压制短期交投氛围，静待豁免落地。**

2022 年底，欧盟委员会明确棕色油脂列入 Part B 品类，2023 年 4 月加强对唯一被列入 Part A 部分的棕榈油基原料 POME 的溯源工作，自 2023 年 8 月所有棕榈油加工厂和精炼厂都要获得单独认证，收集点必须在每次审计前提供原产地清单、原产地名称和地址必须在整个供应链的可持续文件上转发体现。ISCC 启动了更加严格的原料溯源审查，并对中国部分生物柴油及原料从业商家进行了突击诚信审计。由于部分企业未能在规定期限内回复 ISCC 问询，导致了认证证书被吊销。同时欧盟委员会会对从中国和英国进口的生物柴油（无论是否申报原产于中国或英国）可能规避（2019 年 11 月 28 日第 2019/2092 号实施条例）对原产于印尼的进口生物柴油实施的反补贴措施展开调查。

图表 22：欧洲对于中国乃至亚洲地区生物柴油进口的针对性调整一直在持续

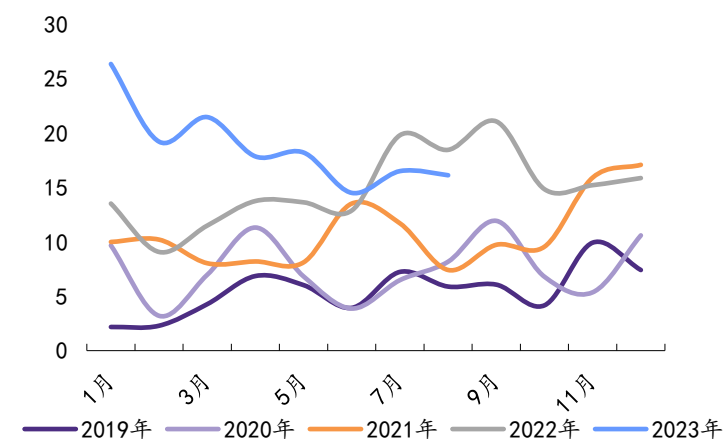


资料来源：金联创，华鑫证券研究

ISCC 原料审查自 2023 年 4 月开始，大概率近期结束。欧盟反规避审查 2023 年 8 月开始，公布的调查过渡时间为 9 个月，因此不确定性会在 2024 年 5 月前结束。审查短期引发业者观望情绪导致国内酯基生物柴油价格及出口量均下滑。长期将驱动国内非合规产能及棕榈油基竞品产能下降，变相供给侧改革利好国内地沟油/泔水油为原料的企业长远发展。

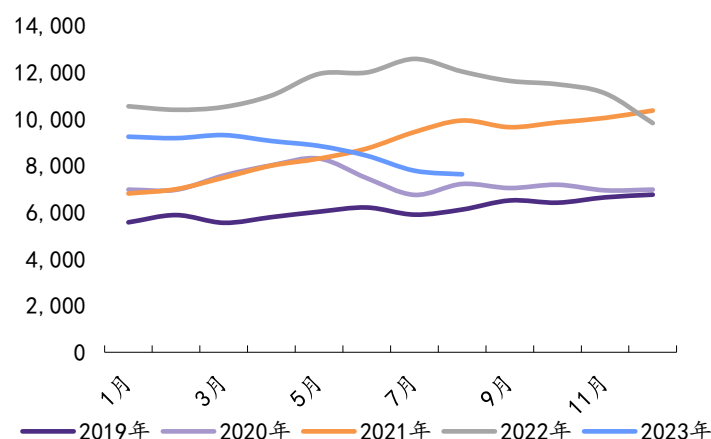
海关数据显示，2023 年 8 月份以税则号 38260000 出口的生物柴油总量为 16.11 万吨，较 2023 年 7 月环比减少 2.3%，同比下降 12.7%。出口均价 7625.8 元/吨，环比下降 2.0%，同比下降 36.6%。从我国生物柴油出口国占比来看，欧洲仍然是主要流向，今年欧洲大多数国家的柴油表观消费量创近年来新低，生物柴油掺混量下降。市场需求的萎缩更多受全球经济环境的影响。

图表 23：2019 年以来生物柴油单月出口量数据（万吨）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 24：2019 年以来生物柴油单月价格数据（元/吨）

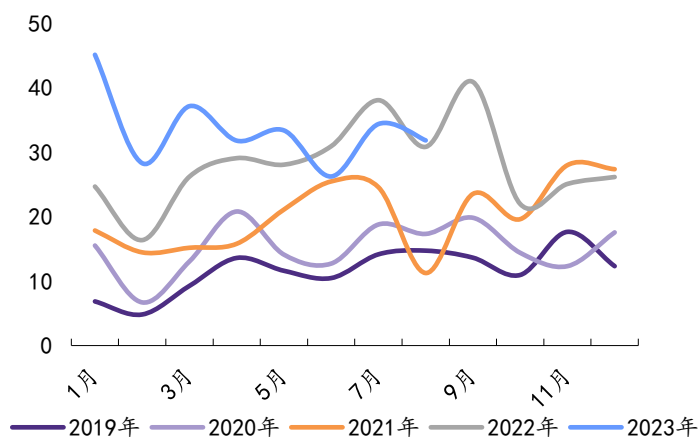


资料来源：WIND，华鑫证券研究



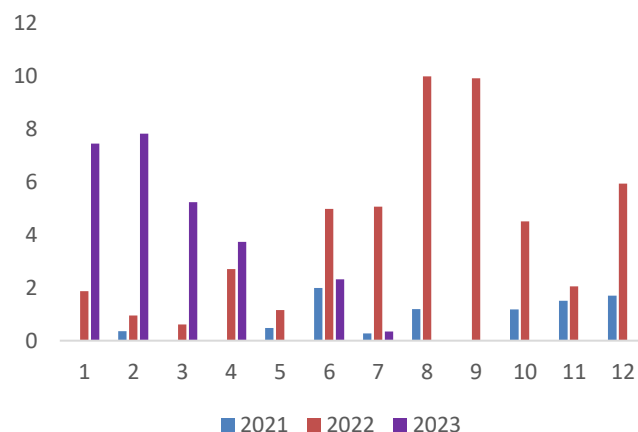
上游方面，部分商家认为 UCO 并不属于反规避调查产品范围，因此 UCO 的整体出口价格无明显波动。加之集装箱海运费的价格低廉，一定程度刺激了液袋 UCO 交易，去往欧洲及北美的 UCO 成交支撑价格坚挺。且部分欧洲买家因暂停采购中国生物柴油成品，转向 UCO 市场，一定程度支撑 UCO 的交投氛围。2023 年 1-8 月生物柴油+UCO 累计出口量为 268 万吨，较去年同期增长 19.6%。

图表 25：生物柴油+UCO 单月出口量数据（万吨）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 26：海南生物柴油月度出口量（万吨）

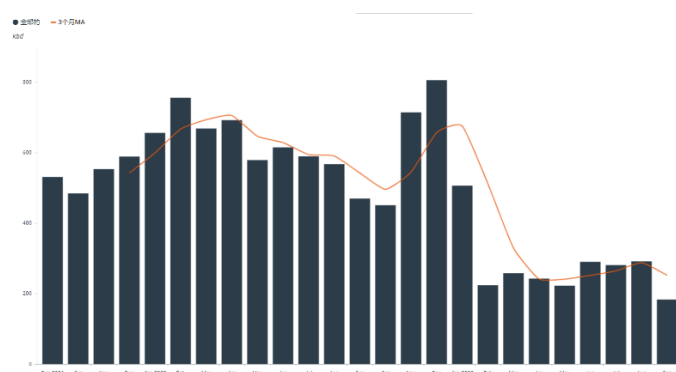


资料来源：海关总署，华鑫证券研究

### 俄成品油出口下降致欧洲柴油价差中枢上移，国内生物柴油出口利润扩大

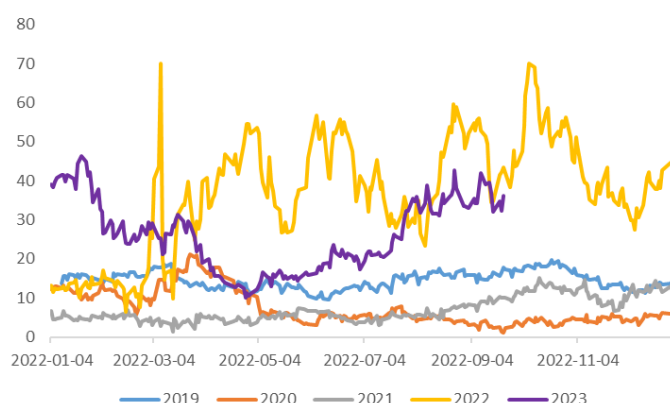
因炼厂秋季检修，计划外的炼厂停产，极端高温导致的产量减少等加剧了欧洲柴油供应紧张，欧洲柴油进口量已升至今年 1 月以来高位，裂解利润亦升至 8 个月以来高位至 40 美元/桶。俄罗斯政府近期表示为了稳定国内市场，已暂时禁止向四个前苏联加盟共和国以外的所有国家出口汽油和柴油，欧洲柴油偏紧基本面或长期维持。中国酯基生物柴油与欧洲价差拉大，目前酯基生柴出口价差在 300 美元/吨以上，考虑运费、途损、港杂等费用，出口利润非常可观，政策扰动结束后生产利润修复空间大。

图表 27：俄罗斯出口欧洲柴油量（千桶/天）



资料来源：路透，华鑫证券研究

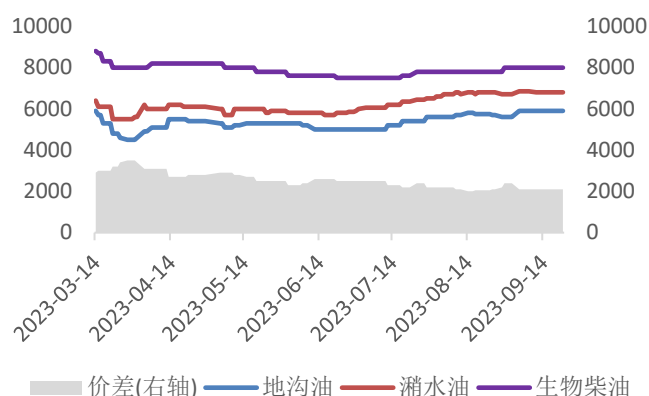
图表 28：欧洲 ARA 柴油裂解价差（美元/桶）



资料来源：彭博，WIND，华鑫证券研究

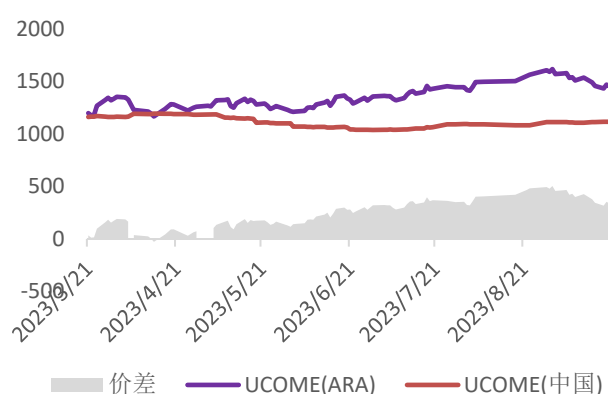


图表 29：国内生物柴油产业链价格及价差(元/吨)



资料来源：钢联数据，华鑫证券研究

图表 30：中国酯基生柴 UCOME 出口利润(美元/吨)

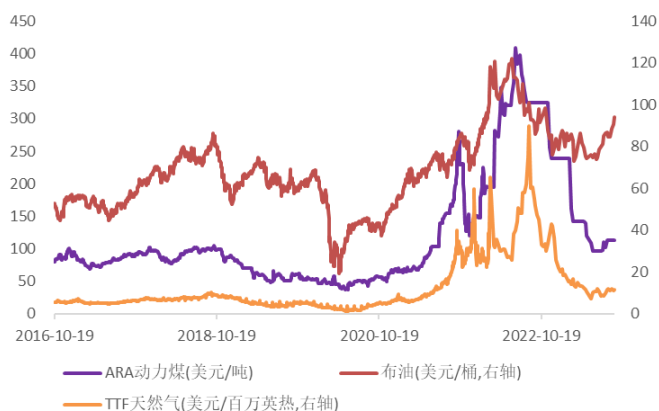


资料来源：彭博，WIND，华鑫证券研究

### 中期：欧美经济软着陆，柴油使用量上升带动生物柴油需求增长

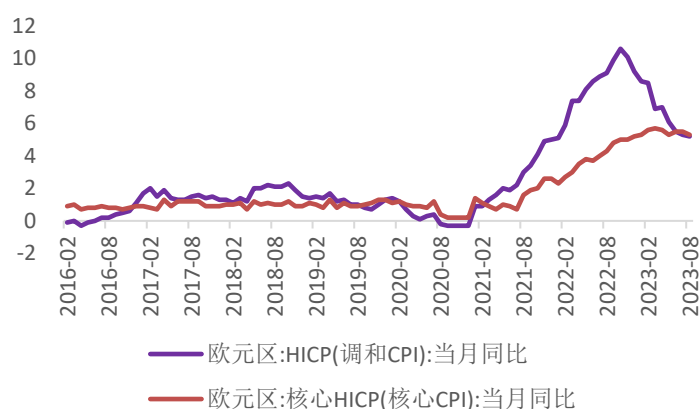
俄乌冲突给欧洲带来的供应链冲击和能源危机已明显缓解，能源和电力等生产成本的下降将带动制造业回暖。加息周期已接近尾声，且财政政策依然维持相对宽松，欧洲经济已经度过了最艰难的时刻。IMF 预计美国和欧元区 2023 年的经济增长预计分别为 1.8% 和 0.9%，2024 年分别为 1.0% 和 1.5%。

图表 31：欧洲能源价格



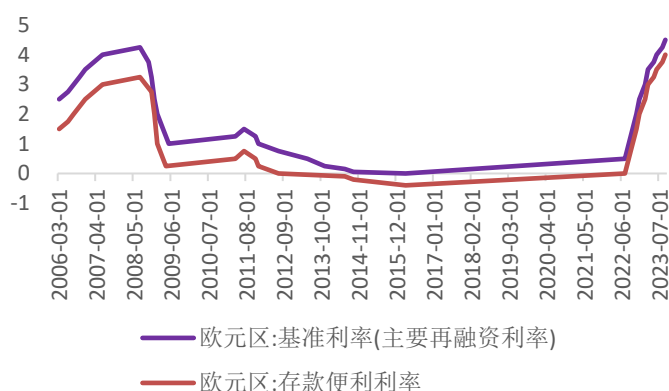
资料来源：WIND，彭博，华鑫证券研究

图表 32：欧元区 CPI 同比



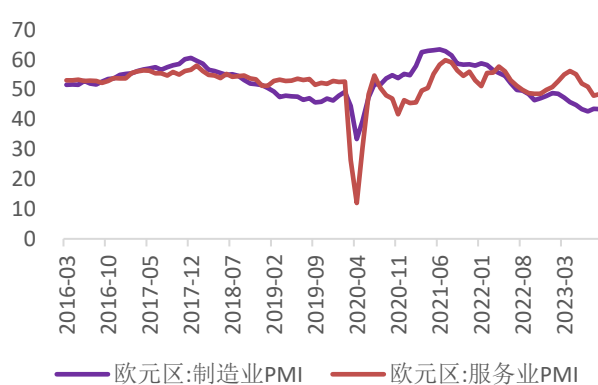
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 33：欧洲加息或进入尾声(%)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 34：欧元区制造业及服务业 PMI 指数

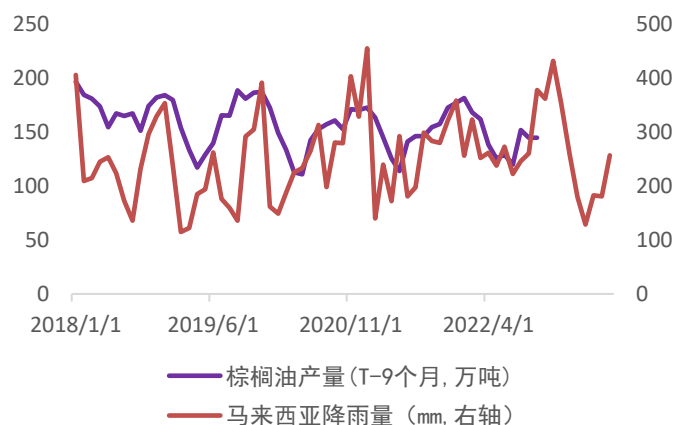


资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 厄尔尼诺引发气候异常，棕榈油 2024 年供给或下降，潜在推高油脂价格

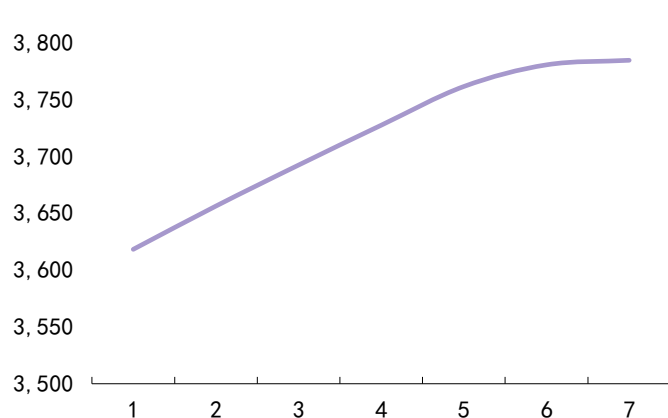
厄尔尼诺主要指太平洋东部和中部的热带海洋的海水温度异常地持续变暖，造成一些地区干旱而另一些地区又降雨量过多。厄尔尼诺年份下，太平洋周边国家易出现西旱东涝的现象，即太平洋西侧干燥少雨，有较大出现旱灾的概率，中东侧可能出现洪涝灾害。国家气候中心预计将于今年秋季形成一次中等强度的东部型厄尔尼诺事件，8 月开始东南亚的棕榈油主产区已出现干旱的情况，对于棕榈油产量的第一轮影响预计在 2024Q2。9 月底马来西亚棕榈油期货价格已开始呈现远月升水的 Contango 结构。

图表 35：马来西亚降雨量及棕榈油产量拟合



资料来源：WIND，华鑫证券研究

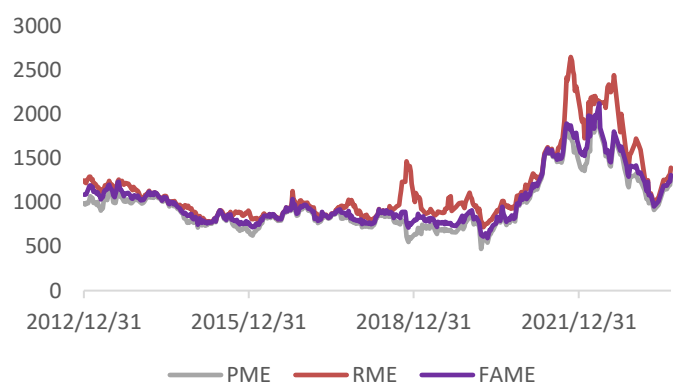
图表 36：马来西亚棕榈油期货远月升水结构(林吉特/吨)



资料来源：彭博，华鑫证券研究

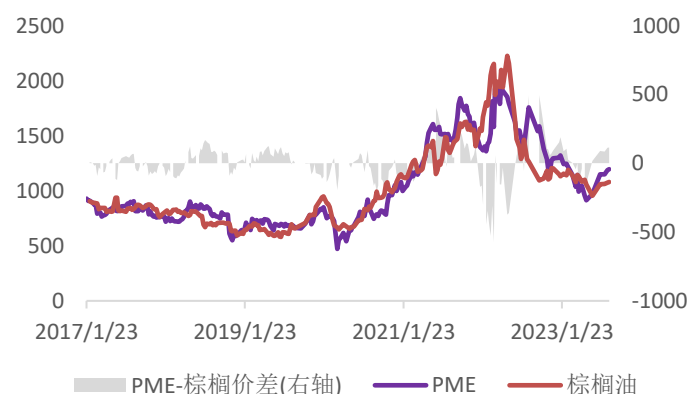
截至 9 月下旬生物柴油全国均价为 8000 元/吨，原料方面，地沟油市场价为 5900 元/吨左右，潽水油市场价格在 6850 元/吨左右，棕榈酸化油价格为 6600 元/吨。生物柴油原料上涨带来了成本的增加，但生物柴油价格却未有明显上调，利润已经出现倒挂，多家企业处于停产状态。即使考虑到绝对价格上升导致税赋增加的影响，目前绝对价格上涨也明显利好生物柴油生产厂商单吨净利润。

图表 37：欧洲 ARA 地区生物柴油价格(美元/吨)



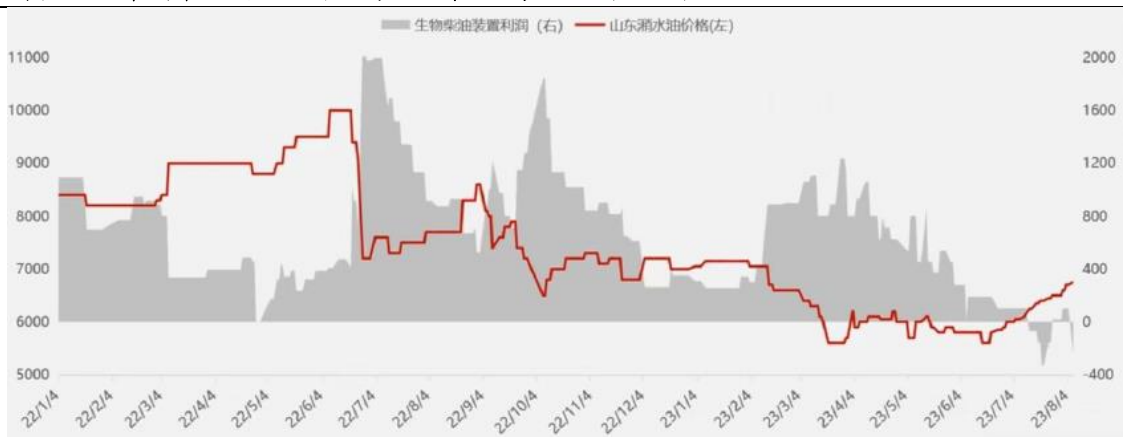
资料来源：彭博，华鑫证券研究

图表 38：PME 价格与棕榈油价格高度相关(美元/吨)



资料来源：彭博，华鑫证券研究

图表 39：中国市场滴水油价格与生物柴油生产利润(元/吨)



资料来源：金联创，华鑫证券研究

### 长期：国内烷基生物柴油技术进步，逐鹿全球市场获取高额利润

第二代生物柴油是通过加氢工艺脱除油脂中的氧和部分碳生成的烃类，其组成和结构与石化柴油完全相同，各项指标均优于石化柴油，但工艺和设备要求高。8月下旬，受植物油上涨带动，以及低硫柴油供应紧俏和计划中九月炼油厂停产影响，HVO 市价出现了显著上涨，HVO (UCO) 现货价格在9月中旬上涨至每吨2470美元，接近自1月中旬以来的最高水平。受可观利润驱动，国内HVO产能扩张迅速，目前包括卓越新能在内的国内企业在积极推动二代生物柴油产能落地。

图表 40：欧洲烷基生物柴油(分原料)市场价格(美元/吨)



资料来源：百思道生物能源研究院，华鑫证券研究

图表 41：ARA 地区烷基生物柴油(UCO)市价走势(美元/吨)



资料来源：百思道生物能源研究院，华鑫证券研究

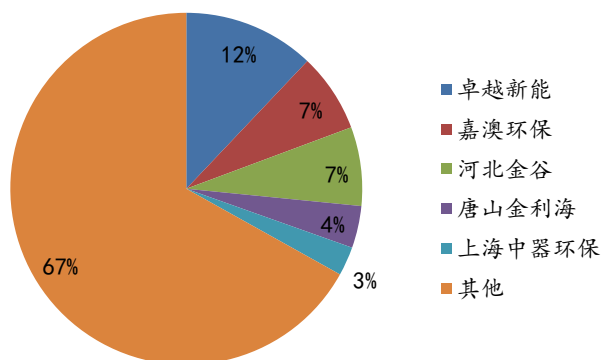
## 2.4、违规产能出清优化产业结构，烷基项目持续落地

根据 USDA 统计，2022 年预计我国生物柴油生产企业约 46 家，名义产能约为 414 万吨，实际产量约为 214 万吨，产能利用率突破 50%，较过去 30%左右的平均水平提升明显，但仍处于较低水平。

原料采购成为限制产能利用率扩张的主要因素。目前主要废弃油脂资源仍掌握在个体商贩，废油脂合规回收利用率低。随着有关部门继续加强“地沟油”收储运体系建设和监管，废弃油脂回收市场有望规范，生物柴油企业原料供应或将更加稳定。我国是最主要的

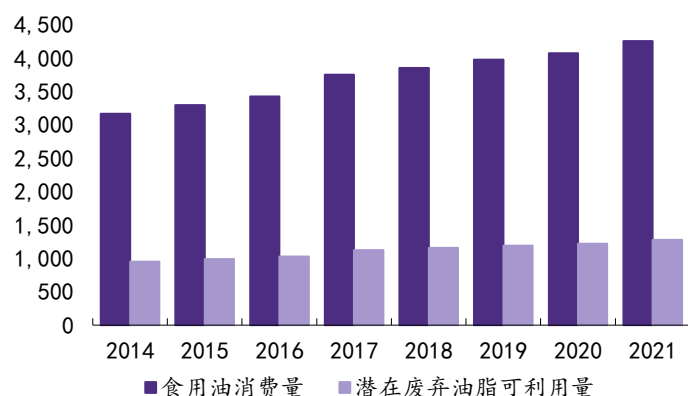
废弃油脂资源国。根据国家粮油信息中心统计，2021 年我国年食用油消费量约 4255 万吨，占全球消费量约 20%。以废弃油脂产生量约占食用油总消费量的 30%估算，对应 2021 年食用油消费预计产生废弃油脂约 1200 万吨。我国生物柴油市场产能集中度相对较高，CR5 达到 33%，CR10 超过 40%。

图表 42：主要生物柴油企业产能占比情况



资料来源：丰信生物招股说明书，华鑫证券研究

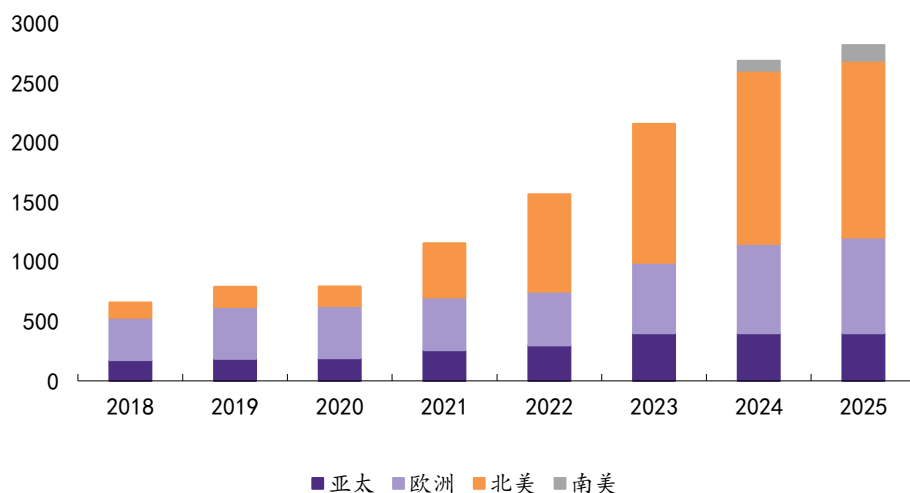
图表 43：我国食用油消费量及潜在废弃油脂可利用量(万吨)



资料来源：国家粮油信息中心，华鑫证券研究

烃基生物柴油(HVO)蓬勃发展。到 2025 年全球产能预计可以超过 2800 万吨，60%以上的产能集中在北美，欧洲达到 800 万吨，亚洲大概 400 万吨。所有装置和新增产能都需要更多原料支持，对于废弃物的原料需求更大，因此未来是原料市场的竞争。

图表 44：烃基生物柴油产能扩张(万吨)



资料来源：Argus，华鑫证券研究

亚洲 HVO 密集扩产，新加坡，印尼均有超百万吨产能扩建计划。目前国内烃基生物柴油产能接近 200 万吨/年，三聚环保旗下的产能最大，达到 40 万吨，但原料供应和技术瓶颈导致开工率受限，易高环保目前运行稳定性最高。目前国内在建拟建烃基生物柴油产能达到 295 万吨，多数布局在 2025 年左右，考虑到投资成本及技术瓶颈，实际投产及达产量或低于预期。

图表 45：中国已建烷基生物柴油产能(万吨)

省份	企业名称	产能
山东	三聚环保	40
	东营汇东新能源	15
	临沂汇邦	20
	中地油新能源	40
江苏	张家港易高环保	25
	扬州建元	14
河南	君恒实业集团	20
河北	石家庄常佑	20
总计		194

资料来源：金联创，华鑫证券研究

图表 46：中国拟建、在建烷基生物柴油产能(万吨)

省份	企业名称	产能
山东	山高环能&尚能集团	40
	山东沾德	40
	东营奥星石化	120(一期20)
	中海精细	40
江西	江西尊创	20
福建	卓越新能	10
江苏	易高环保	10
辽宁	鹏鹞环保&盘锦宏业	15
总计		295

资料来源：金联创，华鑫证券研究

## 3、生物航煤/生物船燃打开市场新空间

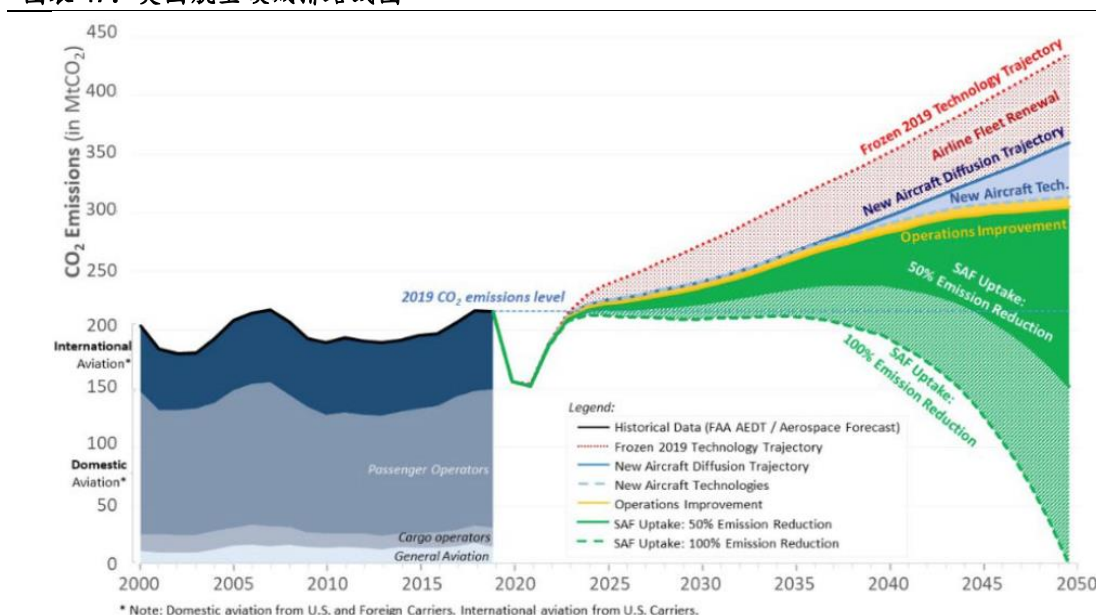
### 3.1、中美欧三大经济体推动生物航煤政策

航空业很难实现脱碳是因为需要能量密集的液体燃料来为飞机提供动力，与公路运输部门不同，能源替代品（如电力和氢气）在短中期内将不适用于商业航空。使用 SAF(生物航煤)可大幅减少航空碳排放，所以 SAF 是实现航空业净零排放目标的唯一可行手段。

#### 美国：航空业到 2050 年将实现净零排放

根据美国可持续航空燃料路线图，航空业到 2050 年将实现净零排放。2021 年美国生产了约 500 万加仑 SAF。到 2030 年，与传统燃料相比生命周期温室气体排放量至少减少 50%，SAF 产量从 500 万加仑增加到 30 亿加仑，复合增长率达到 122%。到 2050 年，实现 100%可持续航空燃料使用量替代，即 350 亿加仑的年产量。

图表 47：美国航空减排路线图



资料来源：SAF Grand Challenge Roadmap，华鑫证券研究



拜登总统签署《2022 年通胀削减法案》包括为 SAF 调油商提供两年的税收抵免；随后为 SAF 生产商提供为期三年的税收抵免；以及一项为期四年的 2.9 亿美元补贴计划，用于实施 SAF 的生产、运输、混合或储存项目。一般来说，与传统航煤相比，SAF 在生命周期内的 GHG 排放性能必须至少提高 50%，才能获得资格。税收抵免从每加仑 SAF1.25 美元开始，随着生命周期排放性能每提高 1%，税收抵免就会增加，最高可达每加仑 1.75 美元。

欧盟：到 2050 年 70%的航空燃料为可持续航空燃料

欧洲议会达成新协议：欧盟航线必须使用一定比例的生物航煤（SAF），RefuelEU 航空规定旨在鼓励航空业使用可持续航空燃料以减少排放，规定从 2025 年开始，欧盟机场和燃料供应商必须确保至少有 2%的航空燃料是绿色的，此份额将在每五年增加：2030 年为 6%，2035 年为 20%，2040 年为 34%，2045 年为 42%，2050 年为 70%。可持续航空燃料的范围将包括合成燃料、某些由农业或林业剩余物、藻类、生物废弃物、废食用油或某些动物脂肪生产的生物燃料。参考 2023 年 IEA 报告欧洲 7392 万吨的航空燃料使用量，按 2050 年 70%添加比例预期下，对应生物航煤需求潜力超 5000 万吨/年，市场空间接近 8000 亿元。

图表 48：欧盟航空碳减排路径

时间	欧盟航煤消耗量（万吨）	时间	SAF最低份额	生物航煤需求（万吨）	生物航煤价格（万元/吨）	生物航煤市场空间（亿元）
2023E	7392			/		
2025E	7500	2025年	2%	150	2	300
2030E	7500	2030年	6%	450	2	900
2035E	7500	2035年	20%	1500	1.8	2700
2040E	7500	2040年	34%	2550	1.8	4590
2045E	7500	2045年	42%	3150	1.5	4725
2050E	7500	2050年	70%	5250	1.5	7875

资料来源：IEA，百思道生物能源网，国家发改委，华鑫证券研究

中国：航空替代燃料生命周期减排至少 10%

国际民航组织（ICAO）于 2016 年通过“国际航空碳抵消和减排计划”（CORSIA），建立全球性航空减碳体系，航司在体系中获取或抵消排放单元。根据 ICAO 要求，CORSIA 从 2021-2023 年开启试点阶段，2024-2026 年为第一阶段，可自愿参加；2027-2035 为第二阶段，须强制参加。目前中国并未参与该计划，但根据时间表，中国最晚需要于 2027 年加入，届时所有由中国航空公司执行的往返于中国和该计划其他参与国的航班排放量将会被纳入该体系。9 月加注我国自主研发生物航煤的“绿色亚运”主题航班—浙江长龙航空 GJ8987 航班首次启航，未来我国将持续推动生物航煤全产业链完善及规模化应用，实现航空业减排。

图表 49：中国航空碳减排路线图

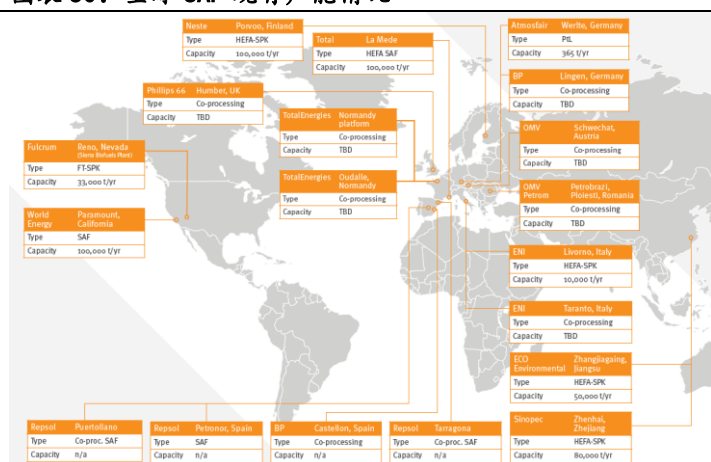
时间	事件
2014年2月	中国民用航空局在北京正式向中国石化颁发1号生物航煤技术标准规定项目批准书（CTSOA），中国第一张生物航煤生产许可证落户中国石化。
2015年3月	加注中国石化1号生物航空煤油的海南航空HU7604航班飞行成功，中国成为世界少数几个拥有生物航煤自主研发生产技术并成功商业化的国家
2022年9月	中国石化镇海炼化获得中国民航局适航审定司颁发的生物航煤适航证书《技术标准规定项目批准书项目单》，证书表明此次油脂加氢路线生产的生物航煤（HEFA-SPK）和3号喷气燃料（含 HEFA-SPK）全部通过适航批准。
2023年7月	民航局航空器适航审定司发布了行业标准《航空替代燃料可持续性要求（征求意见稿）》，要求航空替代燃料生命周期温室气体排放值相比传统航空燃料应至少降低10%

资料来源：中国生物航煤行业现状深度调研与发展前景研究报告，中国民用航空局，华鑫证券研究



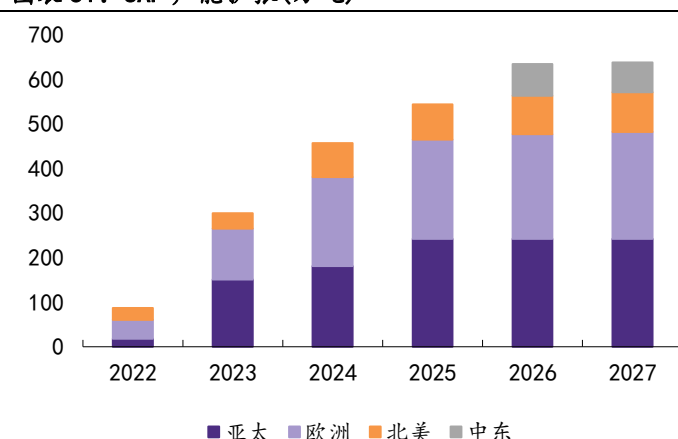
亚洲 SAF 产能规划重心在东南亚。新加坡 NESTE 有 100 万吨规划产能，印尼 Chandra Asri/ LX International、Cilacap 等合计约 63.4 万吨规划产能，马来西亚 EcoCeres、Petronas/ENI/Euglena 及 Vandelay Ventures/Suria Capital 等合计规划 77.5 万吨产能，泰国及菲律宾也有规划产能。国内市场方面 SAF 已投运产能仅两家，分别为中石化镇海炼化分公司、张家港易高环保投资有限公司，运营和规划产能总计约 15 万吨/年。2022 年 4 月，中国首套生物航煤工业装置——中国石化镇海炼化生物航煤装置通过 RSB 可持续性认证，并在 6 月成功产出生物航煤产品。2022 年 4 月，生物航煤产品正式获得 RSB 颁发的可持续认证证书，成为亚洲首个获得该证书的企业。而张家港易高环保生物航煤 2022 年四季度首次完成向欧洲出口。

图表 50：全球 SAF 现有产能情况



资料来源：ARGUS，华鑫证券研究

图表 51：SAF 产能扩张(万吨)



资料来源：ARGUS，华鑫证券研究

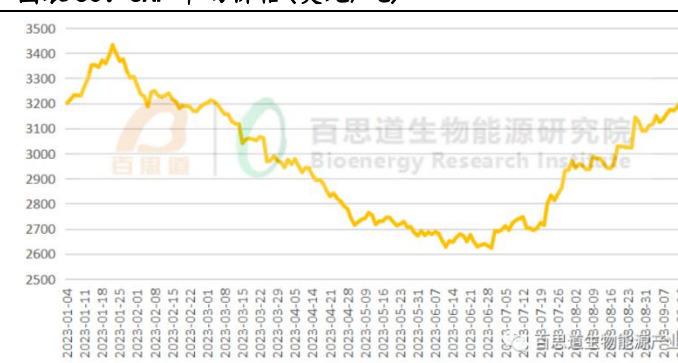
由于欧洲供应紧张以及计划中的九月份炼油厂停产，欧洲可持续航空燃料（SAF）的价格得到了进一步提振，9 月中旬 SAF 价格达到 3200 美元/吨，在 ARA 地区与 A-1 型传统航煤的溢价约 2100 美元/吨。根据全球生物燃料龙头企业 NESTE 2023H1 半年报，公司二季度 SAF 单吨毛利润在 800 美元/吨左右。目前国内拟建/在建 SAF 项目产能规模约为 313 万吨。随着国家政策指引的加速落地，更多烃基、SAF 项目将受到关注。

图表 52：中国拟建、在建 SAF 产能(万吨)

省份	企业名称	产能
江苏	嘉澳环保	100
	易高环保	5
广东	东华能源	100
四川	四川金尚	30
	天舟通航	8
山东	海科化工	50
河南	君恒集团	20
总计		313

资料来源：金联创，华鑫证券研究

图表 53：SAF 市场价格(美元/吨)



资料来源：百思道生物能源网，华鑫证券研究

## 3.2、生物燃料将成为航运业脱碳的重要部分

绿色航运发展已成为全球共识，欧洲对于航运业的减排措施有序推进。作为欧盟 'Fit

for 55' 一揽子计划的一部分，FuelEU 海事倡议旨在到 2025 年将海运燃料的温室气体排放强度降低 2%，到 2050 年降低达 80%。鹿特丹港成为全球最大的生物柴油加注港口，2023Q2 作为船用燃料出售的生物柴油混兑燃料占鹿特丹船用燃料需求的 6.9%。目前全球船用生物柴油加注量约 150-200 万吨，相应产能也在迅速增加。

全球主要船供油公司正在积极开展生物柴油供应，马士基、赫伯罗特、Ocean Network Express、CMA-CGM、美森和长荣等集装箱运输公司已表示到 2050 年实现净零排放，其他船公司也在积极探索生物燃料的使用。国内今年 9 月广州市召开“国内首船国际航行船舶生物燃料油加注活动发布会”，宣布在广州港区成功开展了国内首船国际航行船舶生物燃料油加注业务。生物柴油在船供油市场未来将呈现出加速发展态势。

图表 54: Kaupang 轮生物燃料试点实现碳排放量减少



资料来源：新加坡航运平台，华鑫证券研究

图表 55: 国内首船国际航行船舶生物燃料油加注成功



资料来源：广州商务，华鑫证券研究

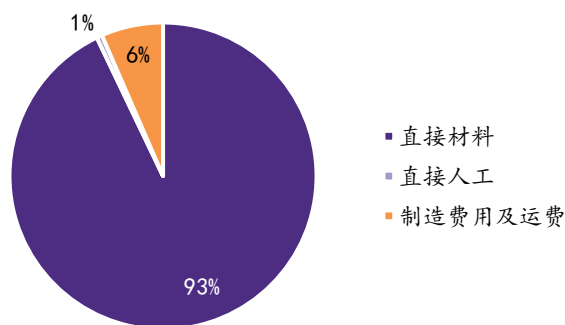
## 4、对标 NESTE，卓越新能行稳致远

### 4.1、采购体系稳定，研发实力雄厚

废弃油脂资源化利用行业具有一定的规模化壁垒。一方面，原材料是废弃油脂资源化利用企业的主要成本，生产规模较大的企业在原材料掌握、采购议价能力和生产运营规模效应方面具有优势。另一方面，废弃油脂资源化产品主要为生物柴油。作为生物燃料，我国生物柴油主要销售至欧洲地区，欧洲客户对于生物柴油的产品品质、供货数量、时效均有较高要求。

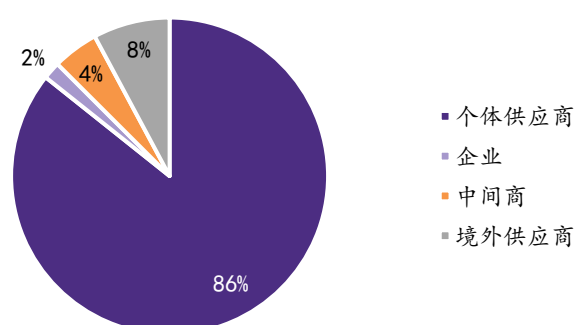
公司原材料采购包括废弃油脂、甲醇和辅料的采购。公司已经构建了稳定、规范的废弃油脂采购体系和覆盖全国及东南亚地区的采购渠道，并与众多供应商建立了长期稳定的业务互信关系，实现了原料的稳定供应及合理成本采购。

图表 56：公司 2022 年生物柴油板块成本构成



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 57：公司 2018 年上游供应商结构



资料来源：卓越新能招股说明书，华鑫证券研究

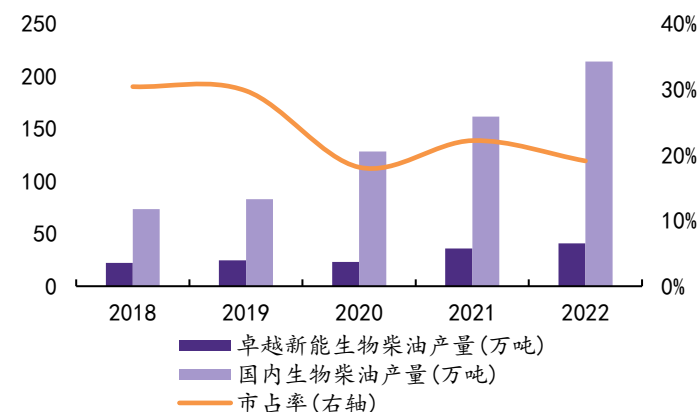
公司围绕“生物质能化一体化”产业布局持续加大科研投入，已形成一系列具有行业领先的核心技术，通过对生产稳定性、产品质量、资源高效转化、安全与清洁生产、自动化控制等方面的技术创新，公司废油脂甲酯化转化率达 99%，生物柴油高品质产品得率高于 90%，基于废弃油脂和生物柴油开发应用的产业链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用率不断提升，整体技术处于业内领先水平。

## 4.2、拓展销售渠道，规模优势提升

公司是国内第一家从事废弃油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，也是目前国内规模最大的生物柴油生产企业，公司生物柴油产能规模达 50 万吨，生物基材料产能规模达 9 万吨。20 万吨/年烃基生物柴油（兼生物航煤）生产线和 5 万吨/年天然脂肪醇生产线项目已完成土地勘探工作，正全力推进项目进程。

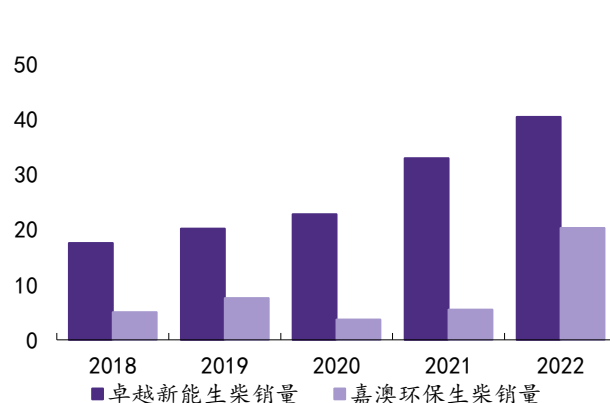
公司坚持稳健的经营方针，产销率持续保持高位，连续多年位列国内同类企业出口量首位。在购销体系建设方面，公司进一步完善原料采购和营销体系的建设，积极拓展生物柴油在船舶等新领域的应用推广；新加坡和荷兰子公司于 5 月取得 ISCC 等认证，海外团队开始在原料资源开发、产品终端销售、市场信息方面逐步发挥作用。

图表 58：公司生物柴油市占率维持高位



资料来源：公司公告，USDA，华鑫证券研究

图表 59：公司生物柴油销量稳步增长 (万吨)



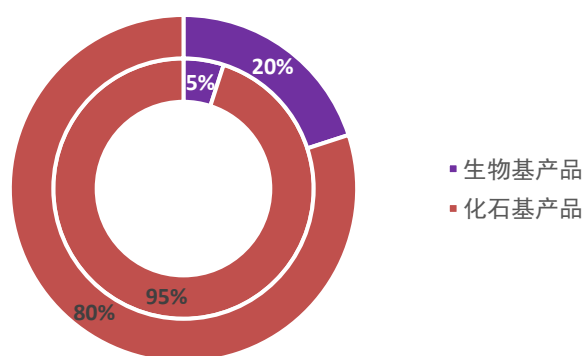
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 4.3、延伸生物基材料，实现一体化布局

推动发展生物质能源化利用和资源循环利用是低碳经济与可持续发展的必然选择。地球上每年新生成的生物质资源换算约为石油天然气和煤等能源总量的 10 倍，能够充分满足化石资源替代所需。预计 2030 年至少有 20% 的化石基产品、约 8000 亿美元的化石基产品可由生物基产品替代，2019 年替代率不到 5%，缺口近 6000 亿美元。根据智研咨询统计，2014 年至 2021 年我国生物基材料市场规模迅速扩张，由 2014 年的 97 亿元增长至 2021 年的 199 亿元，其增速由 8.6% 波动提升至 16.1%，预计 2022 年我国生物基材料市场规模为 228 亿元。

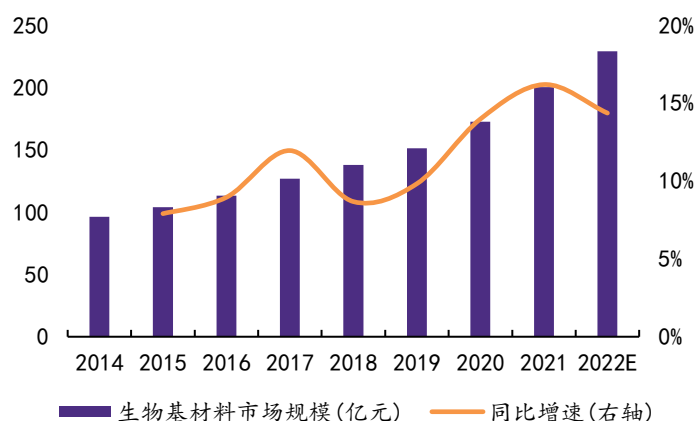
公司现已逐步形成以生物柴油为主，衍生深加工生物酯增塑剂、工业甘油、环保型醇酸树脂等生物基材料的产业布局，目前在建工程中 10 万吨合成树脂（水性改性醇酸树脂、丙烯酸树脂、环氧树脂和高端环氧树脂）等项目稳步推进。

图表 60：2019-2030 年生物基化学品替代情况



资料来源：OECD，华鑫证券研究

图表 61：2014-2022 年我国生物基材料市场规模



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

子公司卓越生物基是公司工业甘油和醇酸树脂生产基地，是国家级高新技术企业。公司开发了脂肪醇脱羧精制工艺技术，产出低碳值、优于国家标准的脂肪醇产品。围绕公司战略布局，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。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。未来随着生物基材料产能陆续投产，对标全球龙头 NESTE，公司将实现成为综合型生物质燃料生产商的跨越式发展。



## 5、盈利预测及评级

核心假设：酯基生物柴油板块底部反转，20 万吨/年烃基生物柴油（兼生物航煤）生产线和 5 万吨/年天然脂肪醇生产线等在建项目按预计时间投产。

图表 62：公司业绩拆分与盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>生物柴油</b>				
营业收入(亿元)	40.4	37.0	42.0	44.7
营业成本(亿元)	36.2	33.5	37.6	39.8
毛利润(亿元)	4.2	3.4	4.4	4.9
毛利率	10.5%	9.3%	10.5%	11.0%
<b>工业甘油</b>				
营业收入(亿元)	1.2	0.5	0.8	1.0
营业成本(亿元)	0.7	0.3	0.6	0.7
毛利润(亿元)	0.5	0.1	0.2	0.3
毛利率	42.1%	25.0%	30.0%	30.0%
<b>脂肪醇</b>				
营业收入(亿元)				6.0
营业成本(亿元)				5.4
毛利润(亿元)				0.6
毛利率				10.0%
<b>二代生物柴油</b>				
营业收入(亿元)				11.2
营业成本(亿元)				8.1
毛利润(亿元)				3.1
毛利率				28.0%
<b>其他</b>				
营业收入(亿元)	1.8	1.5	2.0	2.5
营业成本(亿元)	1.5	1.2	1.6	2.1
毛利润(亿元)	0.4	0.3	0.4	0.5
毛利率	19.4%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>合计</b>				
营业总收入(亿元)	43.5	38.9	44.8	65.4
营收增速	40.9%	-10.4%	15.1%	46.0%
营业成本(亿元)	38.4	35.1	39.8	56.0
毛利润(亿元)	5.1	3.8	5.0	9.4
毛利率	11.7%	9.8%	11.2%	14.4%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

预测公司 2023-2025 年收入分别为 38.9、44.8、65.4 亿元，EPS 分别为 2.51、3.46、6.25 元，当前股价对应 PE 分别为 19.5、14.1、7.8 倍，维持“买入”投资评级。

## 6、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。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产：</b>					<b>营业收入</b>	<b>4,345</b>	<b>3,891</b>	<b>4,480</b>	<b>6,542</b>
现金及现金等价物	723	1,015	1,293	1,661	营业成本	3,835	3,509	3,979	5,601
应收款	28	25	29	42	营业税金及附加	48	43	49	72
存货	473	439	497	700	销售费用	26	24	27	40
其他流动资产	698	697	698	702	管理费用	36	32	37	54
流动资产合计	1,922	2,175	2,517	3,105	财务费用	-76	-26	-34	-44
<b>非流动资产：</b>					研发费用	201	180	207	302
金融类资产	691	691	691	691	费用合计	186	209	237	351
固定资产	657	632	597	560	资产减值损失	-40	-40	-40	-40
在建工程	31	12	5	2	公允价值变动	1	1	1	1
无形资产	103	98	92	88	投资收益	-51	-51	-51	-51
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>448</b>	<b>299</b>	<b>414</b>	<b>747</b>
其他非流动资产	273	273	273	273	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,064	1,015	967	923	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,985	3,190	3,484	4,028	<b>利润总额</b>	<b>447</b>	<b>298</b>	<b>413</b>	<b>746</b>
<b>流动负债：</b>					所得税费用	-4	-3	-2	-4
短期借款	54	54	54	54	<b>净利润</b>	<b>452</b>	<b>301</b>	<b>415</b>	<b>750</b>
应付账款、票据	55	51	58	81	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	37	37	37	37	<b>归母净利润</b>	<b>452</b>	<b>301</b>	<b>415</b>	<b>750</b>
流动负债合计	147	143	150	174					
<b>非流动负债：</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	55	55	55	55	营业收入增长率	40.9%	-10.4%	15.1%	46.0%
非流动负债合计	55	55	55	55	归母净利润增长率	31.0%	-33.3%	37.8%	80.6%
负债合计	202	197	205	229	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	11.7%	9.8%	11.2%	14.4%
股本	120	120	120	120	四项费用/营收	4.3%	5.4%	5.3%	5.4%
股东权益	2,784	2,992	3,280	3,799	净利率	10.4%	7.7%	9.3%	11.5%
负债和所有者权益	2,985	3,190	3,484	4,028	ROE	16.2%	10.1%	12.7%	19.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	6.8%	6.2%	5.9%	5.7%
净利润	452	301	415	750	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.5	1.2	1.3	1.6
折旧摊销	55	49	47	44	应收账款周转率	156.1	156.1	156.1	156.1
公允价值变动	1	1	1	1	存货周转率	8.1	8.1	8.1	8.1
营运资金变动	285	34	-57	-195	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	793	385	406	599	EPS	3.76	2.51	3.46	6.25
投资活动现金净流量	-237	44	42	40	P/E	13.0	19.5	14.1	7.8
筹资活动现金净流量	-264	-93	-128	-231	P/S	1.4	1.5	1.3	0.9
现金流量净额	292	336	321	409	P/B	2.1	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究



## ■ 化工组介绍

**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。