

中信证券研究部


王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005

核心观点

公司作为顺利登陆欧洲市场的国内生物柴油龙头，未来 3-5 年，公司业绩有望在主产品产能迅速扩张、高附加值衍生品不断上线的驱动下延续高速成长。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.02/4.01/5.09 亿元，3 年 CAGR 高达 33%。参考可比公司估值，综合考虑公司高成长性和稀缺性，给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **公司是国内生物柴油龙头，产品 80% 远销欧洲市场。**公司是国内规模最大的生物柴油生产商，是国内首个以废油脂为原料规模化生产生物柴油的企业，截止目前拥有 28、8.3 万吨生物柴油、相关衍生品产能，已获专利 78 项，高达 98% 的转化率领先行业。公司生产的生物柴油属于欧洲市场刚性需求且单价最高的 UCOME 品类，自 2016 年获得欧盟 ISCC 认证后，公司迅速拓展欧洲市场，2015-2019 年出口收入增长 160 倍，2019 年出口收入占比已提升至 78.8%，海外市场迅速拓展推动公司 2015-2019 年营收、净利润 CAGR 高达 31%、128%。

■ **全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，欧洲市场引领发展。**生物柴油相比普通柴油可减排碳氧化合物 50%，是环保高效的柴油代用品，2019 年全球消费量超 3500 万吨，市场规模超 2000 亿元。由于新能源车对柴油动力车的替代较为缓慢，预计至少 2030 年前全球柴油需求仍将持续增长，若按 5% 的添加比例估算，预计 2030 年全球生物柴油需求可达 7000 万吨，对比当前仍存翻倍空间。欧盟规划生物燃料占比从 2005 年的 2% 分别增长到 2020、2030 年的 10% 和 25%，目前已形成极具规模和相对成熟的市场。以 2019 年欧盟柴油消费量 2.2 亿吨计算，预计 2030 年欧盟生物柴油需求将达 5500 万吨，引领全球市场发展。

■ **公司废油脂工艺路线突破国内原料匮乏困境，主产品扩产和高附加值产品保障未来 3-5 年高速成长。**全球除中国外的生物柴油产能 95% 以上使用植物油原料，但中国植物油对外依存度常年超 60%，且主要为食用，原料匮乏长期压制国内产业发展。公司在国内率先使用废油脂为原料规模生产生物柴油，不仅完美规避了国内植物油原料匮乏的困扰，而且为国内每年超 1000 万吨的废油脂找到最佳处置方式。顺利登陆科创板后，公司计划未来 2-3 年着力扩大生物柴油产能，并逐步发力环保增塑剂、天然脂肪醇、水性醇酸树脂等下游高附加值产品，保障公司未来 3-5 年高速成长。

■ **风险因素：**募投项目建设未达预期；生物柴油价格大幅下跌；生产运营事故。

■ **投资建议：**公司作为国内生物柴油龙头，借助上市募投项目将完成主产品生物柴油产能的高速扩张，并发力相关的高附加值衍生品，未来 3-5 年有望延续高成长性。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.02/4.01/5.09 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.52/3.34/4.24 元，3 年 CAGR 为 33%。参考全球市场可比公司估值，综合考虑公司高成长性和稀缺性，给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

卓越新能	688196
评级	买入 (首次)
当前价	61.50 元
目标价	88 元
总股本	120 百万股
流通股本	29 百万股
52 周最高/最低价	61.5/33.5 元
近 1 月绝对涨幅	2.84%
近 6 月绝对涨幅	3.88%
近 12 月绝对涨幅	-7.76%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,017.54	1,294.53	1,550.49	2,281.75	3,060.73
营业收入增长率	17%	27%	20%	47%	34%
净利润(百万元)	133.69	215.56	302.41	401.30	508.79
净利润增长率	106%	61%	40%	33%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.49	2.33	2.52	3.34	4.24
毛利率%	16%	20%	21%	21%	21%
净资产收益率 ROE%	20.52%	10.42%	13.24%	15.29%	16.66%
每股净资产 (元)	5.43	17.23	19.03	21.87	25.44
PE	41	26	24	18	15
PB	11	4	3	3	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

目录

公司概况：国内生物柴油产业链龙头企业	4
国内生物柴油产业链龙头，近 80%收入来自欧洲市场.....	4
收入近八成来自主产品生物柴油，高附加值衍生品比例不断提升.....	6
全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，仍有翻倍空间	8
全球柴油需求超 13 亿吨，未来仍将稳步增长	8
生物柴油是环保高效的柴油替用品.....	9
全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，欧盟领先全球.....	10
公司废油脂工艺路线突破国内原料匮乏困境，引领国内产业发展	13
植物油原料不足是制约国内生物柴油发展的最大因素.....	13
国内使用废油脂作为原料，另辟蹊径引领生物柴油产业发展.....	14
原料和技术成为国内生物柴油产业发展的主要壁垒	17
近 20 年深耕，公司引领国内生物柴油产业发展	18
发力下游高附加值衍生品，盈利能力不断提升	22
下游产品一：环保型生物酯增塑剂有效提升产品附加值	22
下游产品二：募投天然脂肪醇项目助推公司进入绿色表面活性剂市场	24
副产物一：工业甘油有效弥补国内甘油供应缺口	26
副产物二：国内需求持续提升的绿色环保涂料原料水性醇酸树脂.....	27
风险因素	28
盈利预测、估值与评级	29
盈利预测.....	29
估值与评级.....	31

插图目录

图 1: 公司主营产品及下游应用领域	4
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 平林生产基地	5
图 4: 东宝生产基地	5
图 5: 美山生产基地	5
图 6: 厦门卓越生物质能源有限公司	5
图 7: 福建致尚生物质材料发展有限公司	5
图 8: 龙岩卓越生物基材料有限公司	5
图 9: 公司股权结构 (截止 2020-6-30)	6
图 10: 公司营业收入及同比 (单位: 亿元)	6
图 11: 公司归母公司净利润及同比 (单位: 亿元)	6
图 12: 公司营业成本及同比 (单位: 亿元)	7
图 13: 公司毛利及同比 (单位: 百万元)	7
图 14: 公司各项主营业务营收占比	7
图 15: 主营业务近三年毛利率及同比	7
图 16: 公司各项主营业务营业收入 (单位: 亿元)	8
图 17: 公司营业收入地区结构 (单位: 亿元)	8
图 18: 2019 年国内成品油消费结构 (合计占原油总需求的 93%)	8
图 19: 1990-2015 年全球成品油消费量 (千吨) 及结构	8
图 20: 中性假设下全球乘用车销量预测 (百万辆)	9
图 21: 中性假设下全球原油需求预测 (万辆)	9
图 22: 普通柴油中生物柴油比例对排放量的影响	10
图 23: 全球生物柴油消费量 (万吨)	11
图 24: 2018 年全球生物柴油消费地区结构	11
图 25: 欧盟对于交通领域促进使用生物柴油的各个阶段目标	11
图 26: UCOME 和 Brent 原油价格	13
图 27: UCOME、RME 及欧洲菜籽油价格	13
图 28: 我国原油产量、进出口量及对外依存度 (亿吨, %)	13
图 29: 我国天然气产量、进出口量及对外依存度 (亿立方米, %)	13
图 30: 我国植物油消费量和对外依存度	14
图 31: 我国植物油消费结构 (单位: 万吨)	14
图 32: Google Scholar 中生物柴油相关研究成果数量	15
图 33: 百度学术中生物柴油相关研究成果数量	15
图 34: 全球城市垃圾回收利用率排名前十的国家和地区	16
图 35: 国内废油脂生产生物柴油产业链简图	18
图 36: 废油脂制取生物柴油工艺流程	18
图 37: 公司引领国内生物柴油产业发展	19
图 38: 公司研发费用持续增长 (单位: 万元)	20
图 39: 卓越新能技术研发费用对营业总收入占比 (单位: 万元)	20
图 40: 出口营收及占比变化 (单位: 亿元)	21
图 41: 生产柴油制备生物酯增塑剂的生产流程	22
图 42: 国内 PVC 产量及表观消费量 (单位: 万吨)	22

图 43: 国内环保型增塑剂表观消费量 (单位: 万吨)	22
图 44: OPEC 一揽子油价和 DOP 价格 (元/吨)	23
图 45: DOP 和增塑剂价格 (元/吨)	23
图 46: 公司生物酯增塑剂业务营收 (亿元) 及同比 (%)	24
图 47: 公司生物酯增塑剂业务毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	24
图 48: 生物柴油制天然脂肪醇流程图.....	24
图 49: 生物柴油可用于制备多种表面活性剂.....	25
图 50: 国内阴离子表面活性剂表观消费量 (千吨)	26
图 51: 国内非离子表面活性剂产量及表观消费量 (千吨)	26
图 52: 甘油生产流程.....	26
图 53: 2006-2019 年我国甘油进口量 (万吨)	27
图 54: 国内甘油 (元/吨) 及进口甘油价格 (美元/吨)	27
图 55: 2006-2019 年我国涂料行业产销量情况 (万吨)	28

表格目录

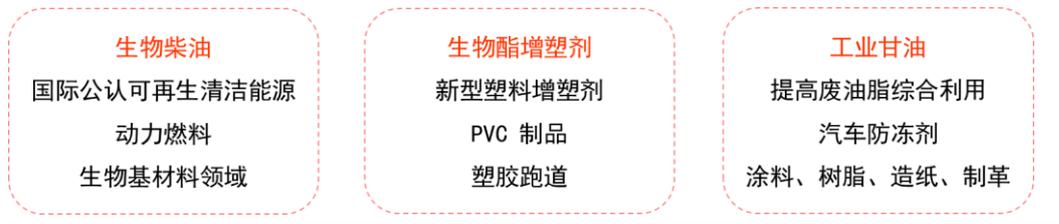
表 1: 石化柴油和生物柴油优缺点对比	9
表 2: 已出台生物柴油强制添加比例目标的部分国家	12
表 3: 废油脂处置方法及对原料的要求	15
表 4: 近年柴油发展相关政策.....	16
表 5: 公司主营产品产能及产量 (单位: 吨)	19
表 6: 公司核心工艺技术.....	20
表 7: 分业务板块盈利预测 (百万元, %)	30
表 8: 核心财务数据预测.....	30
表 9: 欧洲主要的生物柴油生产商	31
表 10: 可比公司盈利预测及估值	31
表 11: 可比公司 PEG 估值.....	32

■ 公司概况：国内生物柴油产业链龙头企业

国内生物柴油产业链龙头，近 80%收入来自欧洲市场

卓越新能是中国生物柴油龙头企业。公司是国内规模最大的生物柴油生产商，是以废油脂（地沟油、酸涩水油、酸性油脂）为原料，主营生物柴油（主产品）和生物酯增塑剂、工业甘油、水性醇酸树脂等副产品的研发、生产与销售的资源高效循环利用企业。公司产品主要用于燃料油及环保增塑剂等领域，从而实现废油脂的无害化处置和资源化利用。

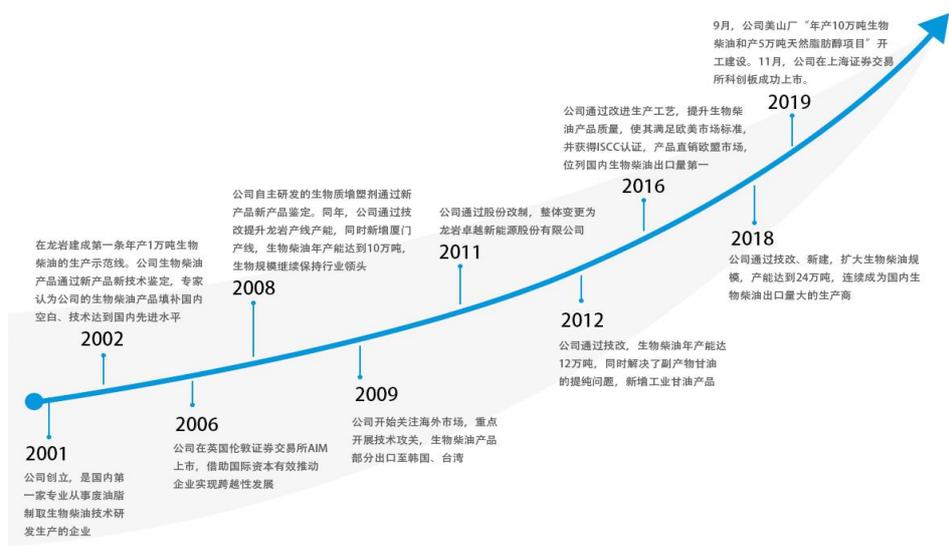
图 1：公司主营产品及下游应用领域



资料来源：公司公告，中信证券研究部

20 年铸就国内生物柴油产业链龙头。公司成立于 2001 年，是国内第一家专业从事废油脂制取生物柴油的企业，2002 年建成第一条生物柴油生产示范线，年产生物柴油达到 1 万吨，产品得到专家认证，技术达到国内先进水平。2008 年新增厦门产线，生物柴油年产能达到 10 万吨，成为国内生物柴油产业链发展龙头。2009 年开始产品销往海外市场。2011 年，公司通过股份改制，变更为卓越能源股份有限公司，2016 年通过技改将年产能提升至 13.3 万吨，2018 年新增龙岩生产线，年产能提升至 24 万吨，并于 2019 年 11 月在上海证券交易所科创板成功上市，募投的年产 10 万吨生物柴油（非粮）及年产 5 万吨天然脂肪醇项目目前正在顺利建设中。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部

生产基地均位于福建省内，可依托厦门、漳州等地港口外销。公司目前拥有平林生产基地、东宝生产基地、美山生产基地、厦门卓越生物质能源有限公司、福建致尚生物质材料发展有限公司、龙岩卓越生物材料有限公司等 6 个生产基地。截至 2019 年底，平林基地生物柴油年产能达到 8 万吨；东宝基地生物柴油年产能达到 8 万吨；厦门卓越厂区生物柴油年产能达到 8 万吨，并承担部分中转及出口功能；致尚生物质材料公司生物酯增塑剂年产能达到 4 万吨；卓越生物基公司甘油年产能 2 万吨、醇酸树脂年产能 3 万吨；美山基地是公司新开辟的生产基地，目前已建成生物柴油产能 10 万吨、天然脂肪醇产能 5 万吨，后续计划建设生物烃新型燃料、丙二醇等储备项目。

图 3：平林生产基地



资料来源：公司官网

图 4：东宝生产基地



资料来源：公司官网

图 5：美山生产基地



资料来源：公司官网

图 6：厦门卓越生物质能源有限公司



资料来源：公司官网

图 7：福建致尚生物质材料发展有限公司



资料来源：公司官网

图 8：龙岩卓越生物材料有限公司



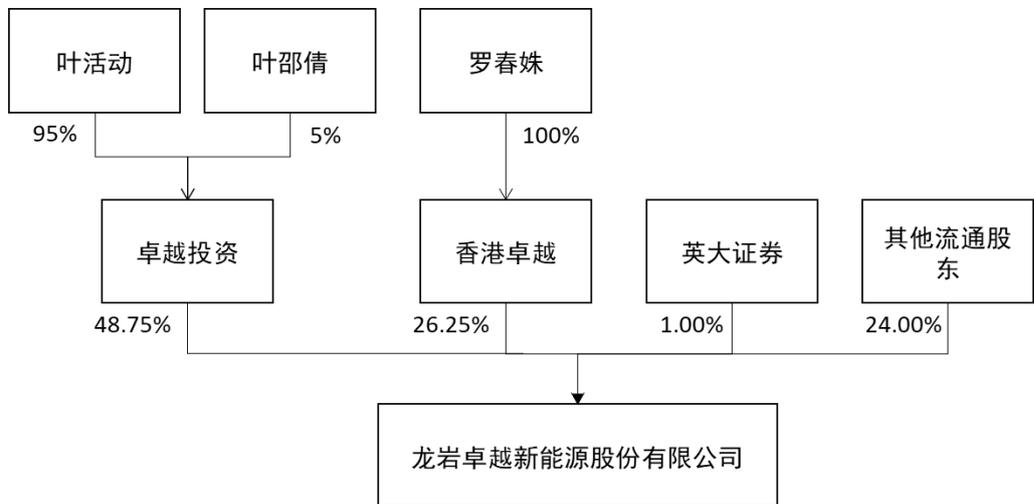
资料来源：公司官网

公司原料采购覆盖全国及东南亚，产品远销海外。公司建立了稳定、规范、覆盖全国及东南亚地区的原材料采购渠道，主要采购废油脂（占采购总额超 84%）、甲醇和辅料。产品均为大规模自主生产，根据市场需求及生产能力适度调整，无外协生产情况。公司废油脂转酯化率达到 98%，不断研发副产品及深加工产品，实现资源循环利用。同时，公司着重技术创新，获得授权专利 78 项（其中发明专利 13 项），2019 年加大技术研发投入，投入研发费用 6089 万元，同比+27.7%。公司采取买断式销售模式，以直销客户为主，少部分通过贸易商销售，销售范围涵盖欧盟及国内市场，出口量多年排名全国同行业第一。

IPO 后股权仍相对集中，股权结构稳定。公司 2019 年 11 月登陆科创板，首次公开发行股份 3000 万股，公司总股数从 9000 万股增加至 12000 万股。公司实际控制人为叶活动和罗春姝夫妇，及其女儿叶邵婧等三位一致行动人，三人通过卓越投资和香港卓越合计

持有公司 75% 的股份，股权不存在质押或冻结状态。自成立以来，公司控股股东及实际控制人并未发生改变，股权集中，股权结构保持稳定，有利于公司核心业务方向的稳定发展。

图 9：公司股权结构（截止 2020-6-30）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

收入近八成来自主产品生物柴油，高附加值衍生品比例不断提升

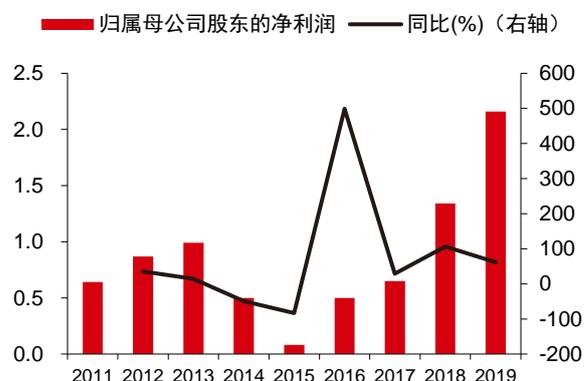
近 5 年来营收、净利润 CAGR 高达 31%、128%。2015 年以前，公司主要面向国内市场销售生物柴油，但国内一直未出台生物柴油使用相关的强制性政策，因此 2014 年低油价导致国内生物柴油需求大幅缩减。且国内销售回款周期较长，因此自 2015 年以来，公司调整市场布局，由此前的国内销售为主转向出口为主，逐步拓展以欧洲市场为主的海外市场，营业收入和归母净利润规模持续增长。自 2015-2019 年，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 31%、128%。2019 年度，公司实现营收 12.95 亿元，同比增长 27.22%；归母净利润为 2.16 亿元，同比增长 61.25%。

图 10：公司营业收入及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：公司归母公司净利润及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

产品附加值稳步提升，近年来毛利率整体持续提升。2016-2017 年，公司由国内销售为主向出口为主转型，由于目标市场欧洲地区对于生物柴油的色度、粘度、硫含量均有较

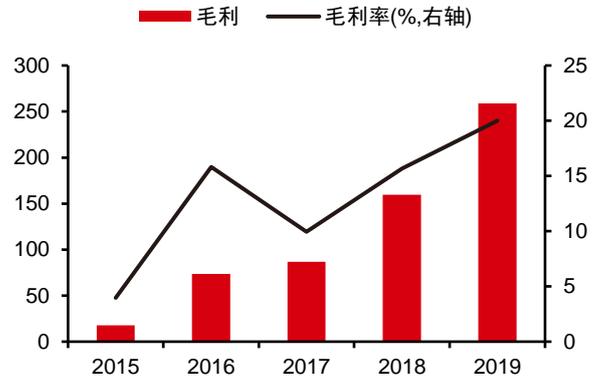
高要求，因此公司大幅提升了对原料采购的要求、并改进了生产工艺。2017 年公司单吨生产成本有较大幅度提升，毛利率显著下降。但随着公司不断改进技术、优化工艺，自 2017 年以来，公司单位成本重回下降趋势，毛利率持续提升。2019 年度，公司营业成本为 11.69 亿元，同比增长 21.1%；公司毛利率为 20%，同比增加 4.3 个百分点。

图 12：公司营业成本及同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

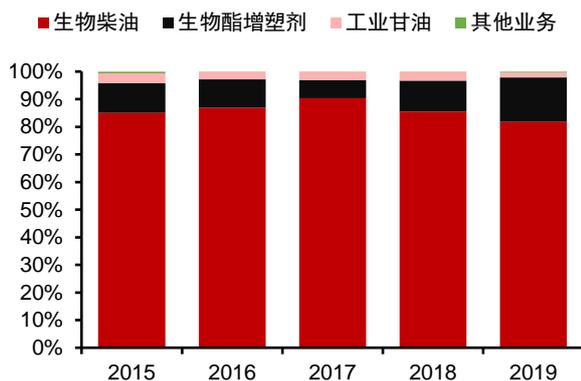
图 13：公司毛利及同比（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

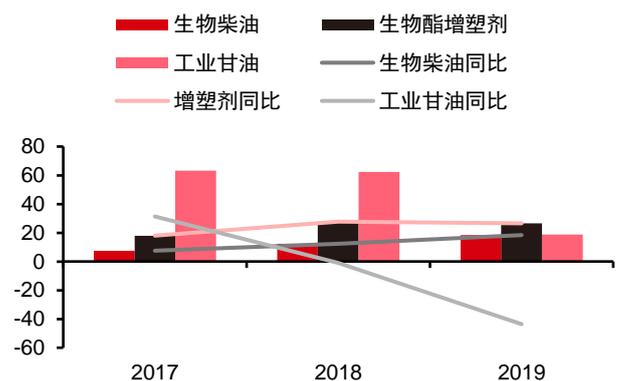
公司主营产品为生物柴油，近三年来高附加值衍生产品占比持续提升。从产品来看，公司主营产品为生物柴油。2017 年以来，公司着力发展生物质增塑剂、工业甘油等生物柴油下游衍生品，这些衍生品的附加值更高，能够有效提升公司的盈利能力。2019 年，公司来自生物柴油、生物酯增塑剂、工业甘油的收入占比分别为 81.84%、16.05%和 1.74%，毛利率分别为 18.37%、26.6%、18.74%。

图 14：公司各项主营业务营收占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

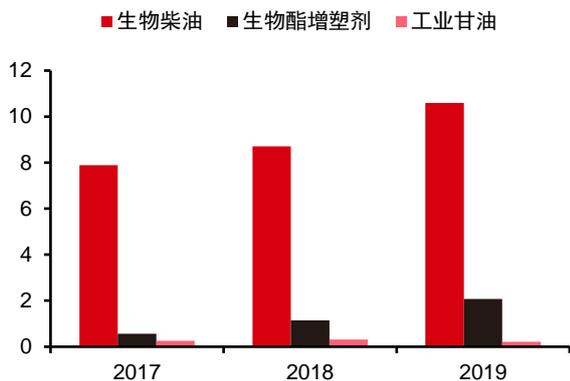
图 15：主营业务近三年毛利率及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

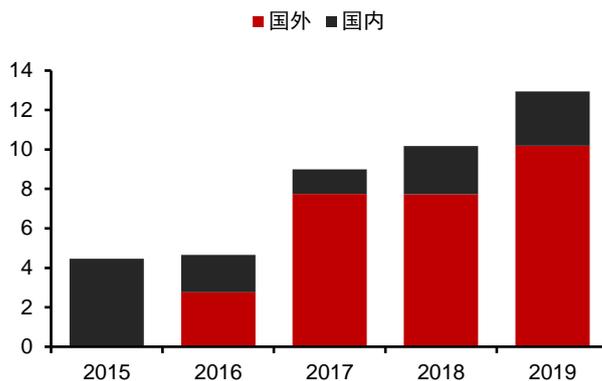
公司产品主要销往海外市场。从地区来看，公司生物柴油产品主要出口到欧洲市场，凭借优秀的产品质量、稳定供货在欧洲市场享有良好信誉。2016 年获得欧洲市场准入资格并实现批量出口保证了公司收入和盈利规模的快速增长，2019 年公司出口销售收入达 10.19 亿元，占总收入的 78.69%，较上年增长 31.91 个百分点。

图 16: 公司各项主营业务营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 公司营业收入地区结构 (单位: 亿元)



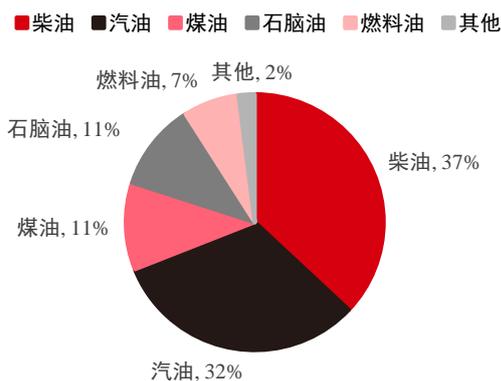
资料来源: Wind, 中信证券研究部

全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，仍有翻倍空间

全球柴油需求超 13 亿吨，未来仍将稳步增长

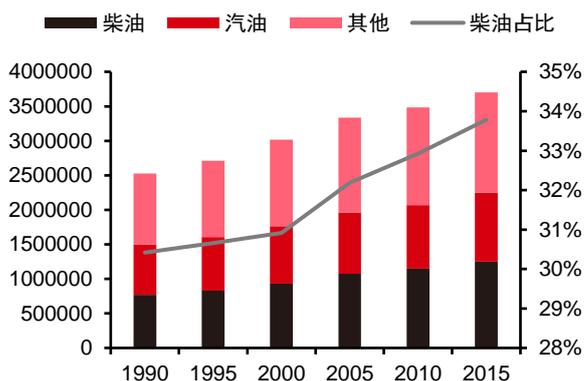
柴油已成为原油下游最核心品类，全球柴油需求持续增长。目前，柴油已成为全球原油下游需求中占比最大的单一品类。2019 年，国内柴油需求约占成品油总需求的 37%，相当于国内原油总需求的 34%~35%左右。随着全球经济的发展和工业化进程的推进，全球柴油需求仍在稳步提升，1990-2015 年，全球柴油消费量从 7.7 亿吨增长至 12.5 亿吨，年化增速近 2%，2019 年，全球柴油消费量已增至 13.2 亿吨。

图 18: 2019 年国内成品油消费结构 (合计占原油总需求的 93%)



资料来源: 国家统计局, 卓创资讯, 中信证券研究部

图 19: 1990-2015 年全球成品油消费量 (千吨) 及结构

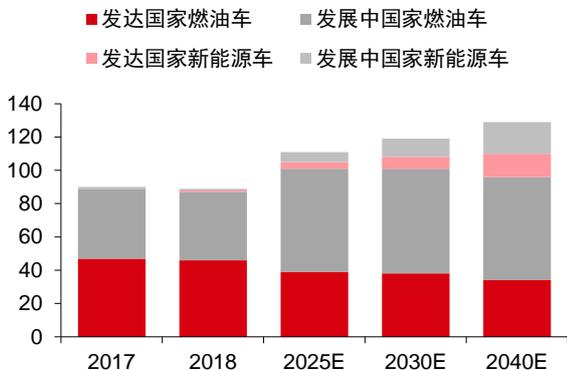


资料来源: IEA, 中信证券研究部

预计至少 2030 年前全球柴油需求仍将持续增长。IEA 预测 2025、2030、2040 全球新能源汽车销量有望达到 1000、1800、3300 万辆，占同期机动车总销量的 9.0%、15.1%、25.6%。至少在 2030 年以前，电动车的增长无法导致全球原油需求整体下降，且目前电动车以替代汽油需求为主，当前技术尚不足以替代车用柴油需求。上述假设下，2018-2030

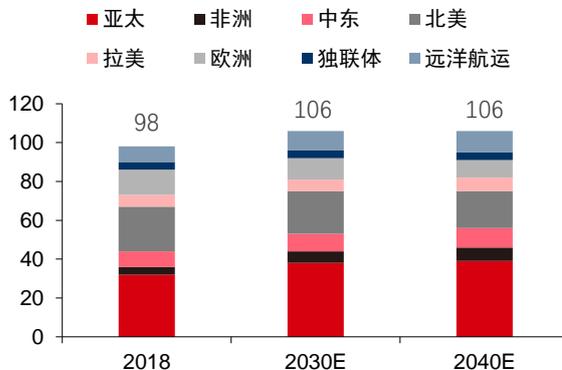
年全球原油需求将从约 9800 万桶/天增至 1.06 亿桶/天。我们预计至少 2030 年以前，全球柴油需求仍将持续增长。

图 20: 中性假设下全球乘用车销量预测 (百万辆)



资料来源: IEA (含预测), 中信证券研究部

图 21: 中性假设下全球原油需求预测 (万桶)



资料来源: IEA (含预测), 中信证券研究部

生物柴油是环保高效的柴油替代品

生物柴油是由动植物油脂经过酯化反应获得的优质柴油代用品。生物柴油是以大豆、油菜籽等油料作物，油棕、黄连木等油料林木果实，工程微藻等水生植物，以及动物油脂、废餐饮油等为原料制成的液体燃料，是优质的石化柴油代用品。它是一种含 77% 碳、12% 氢、11% 氧的高级脂肪酸甲酯，由以不饱和油酸 C₁₈ 为主要成分的甘油酯通过酯化反应获得，该反应原理被广泛应用于有机合成等领域，技术成熟。

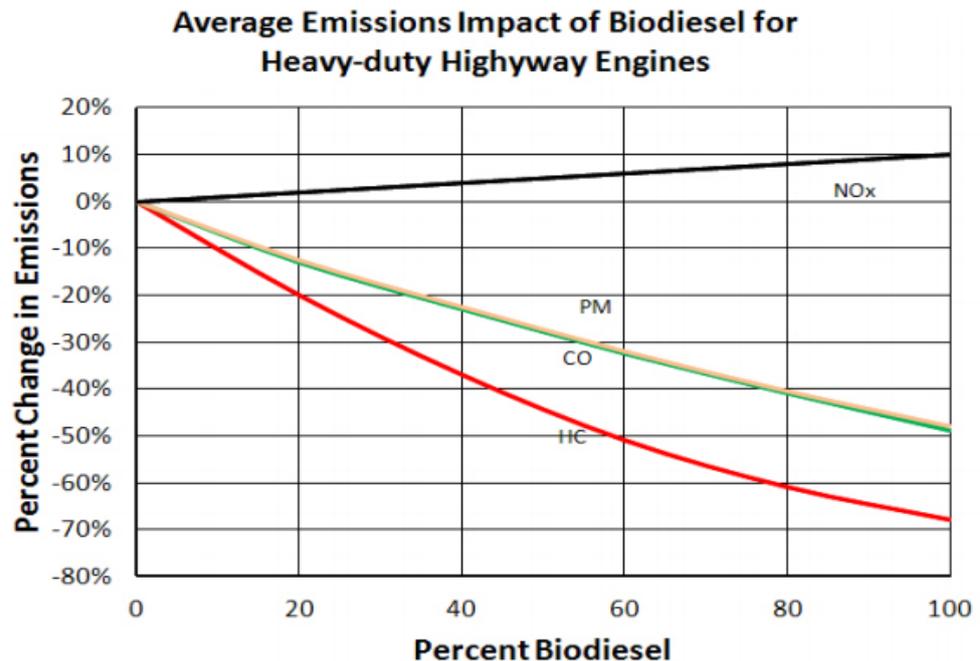
表 1: 石化柴油和生物柴油优缺点对比

种类	优势	劣势
石化柴油	开采炼制技术成熟、价格低、应用久	资源有限、不可再生、燃烧气体有毒、环境污染
生物柴油	燃烧有害气体少、安全、含氧高、少硫、低碳排放、易降解、原材料丰富、可再生性	生产技术要求高、成本较高

资料来源: Energy Fuels, 中信证券研究部

与普通柴油相比，生物柴油具有清洁、环保的优势。生物柴油作为清洁能源，主要成分是碳水化合物，硫、氮等有害杂质很少，且不含易对环境造成污染的芳香族化合物。同时，生物柴油含氧量较高且更易充分燃烧，叠加其更为清洁环保的成分，与石化柴油相比，生物柴油对环境更为清洁友好。伍斯特理工学院 (Worcester Polytechnic Institute) 研究发现，与同等重量的石化柴油相比，生物柴油可导致燃烧后的碳氧化物、PM、HC (高碳氢化合物) 排放分别减少 50%、50%、70%，平均每 1 吨生物柴油可以实现 2.83 吨的碳减排。

图 22：普通柴油中生物柴油比例对排放量的影响



资料来源：A Comparative Analysis of Biodiesel and Diesel Emissions (Alexander Scott MacGrogan, George Hutcherson Williamson, Joshua Wayne Curto, Matthew David Giambrone)

农作物是当前全球生物柴油的主流原材料。20 世纪 70 年代以来，生物柴油研究发展非常迅速，美国、加拿大、巴西、日本、澳大利亚、印度等国都在积极发展这项产业，美国、法国、意大利等国相继成立了专门的生物柴油研究机构。在美国和欧洲各国，生物柴油已被核准为可替代型燃油。目前，在发达国家生产生物柴油的原料以大豆（美国）、油菜籽（欧共体）、棕榈油（东南亚）料等农作物为主。

生物柴油应用范围广、生产成本较高，发展依赖政府扶持。目前生物柴油在欧美国家被广泛与化石柴油掺混使用，并制定了强制添加标准。除交通燃料领域外，生物柴油还可直接作为工业锅炉燃料，替代煤炭等能源为企业提供生产生活所需的能源，明显减少有害物质的排放；从各国经验来看，发展生物柴油，离不开国家的大力扶持以及为了降低成本而予以的减免税收等优惠措施。

全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，欧盟领先全球

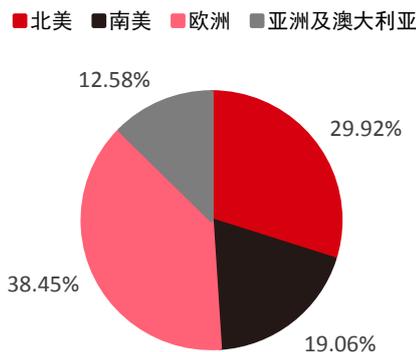
当前全球生物柴油市场规模超 2000 亿元，主要面向汽车、工业用燃料市场。由于生物柴油替代普通柴油可有效减少 CO₂ 及污染物排放量，在世界石油危机及世界气候变暖的大背景下，随着植物油脂供应量的提升以及各国政府对生物柴油的重视程度逐渐提升，生物柴油的产销量也逐步提升。根据联合国统计司 (United Nations Statistics Division, UNSD) 数据，各国生物柴油总产量已从 2006 年的年产 780 万吨增长至 2018 年的年产 3552 万吨，年均复合增速高达 13.5%，其中 98% 以上用于燃料。按照生物柴油期货中价格最低的 FAME 期货来计算，2018 年该商品均价为 836 美元/吨，折合 2018 年全球生物柴油市场约 2050 亿元。

图 23: 全球生物柴油消费量 (万吨)



资料来源: UNSD, REN21, 中信证券研究部

图 24: 2018 年全球生物柴油消费地区结构

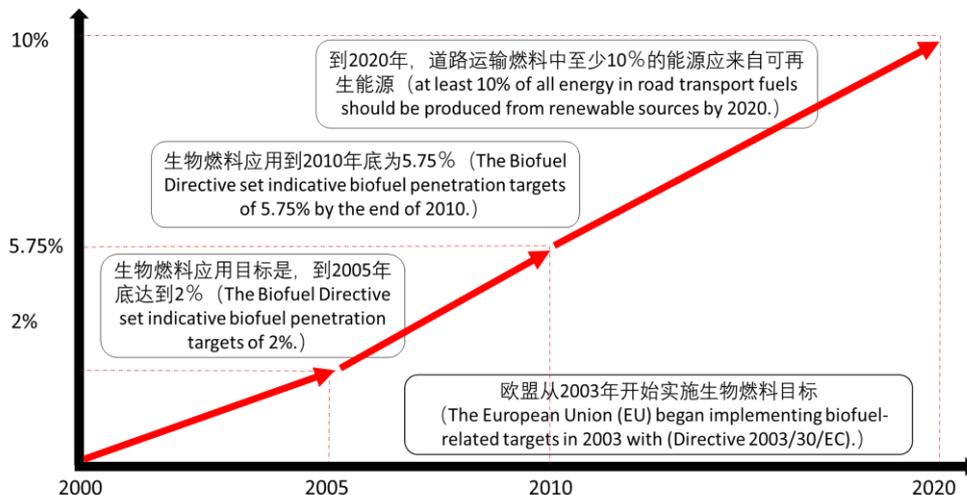


资料来源: FO Licht, Bloomberg, 中信证券研究部

全球生物柴油市场规模远期仍有大幅增长的空间。随着环保意识的不断深化和各类国际组织对于气候变化议题重视程度的提升, 各国政策陆续出台生物柴油有关的产业鼓励政策, 越来越多的国家以规定强制性添加比例的方式推动生物柴油产业的发展。通常情况下, 一个国家生物柴油的强制性添加比例会以 5%起步, 欧盟和东南亚部分国家如芬兰、马来西亚等已达 20%。按照全球 2019 年柴油消费量 13.2 亿吨, 添加比例分别为 5%、10%计算, 则长期来看, 全球生物柴油需求量有望达到 6600 万吨、1.32 亿吨以上, 对比当前约有 2-4 倍的潜在空间。

政策驱动欧盟引领全球生物市场发展。根据《京都议定书》规定, 欧盟 2008-2012 年间要减少 CO₂ 排放量 8%, 因此, 欧盟把生物燃料作为主要替代能源, 分别于 2003 年 5 月、2006 年 2 月、2009 年 4 月颁布了《在交通领域促进使用生物燃料油或其他可再生燃料油的条例》、《欧盟生物燃料战略》和《可再生能源指令》, 规划生物燃料占全部燃料的比重将从 2005 年的 2%增长到 2010、2020、2030 年的 5.75%、10%和 25%。

图 25: 欧盟对于交通领域促进使用生物柴油的各个阶段目标



资料来源: European Commission Directorate General for Energy、中信证券研究部

表 2：已出台生物柴油强制添加比例目标的部分国家

国家	Biofuel mandates 生物柴油混合比例 (%)					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021 年及以后
Germany 德国	3.50%	4.00%	4.00%	4.00%	6.00%	
UK 英国	4.75%	6.00%	7.25%	8.50%	9.75%	2032 年目标 12.4%
France 法国	7.70%	7.70%	7.70%	7.90%	8.00%	
Netherlands 荷兰	7.00%	7.75%	8.50%	9.25%	10.00%	
Italy 意大利	5.50%	6.50%	7.00%	8.00%	9.00%	
Spain 西班牙	4.30%	5.00%	6.00%	7.00%	8.50%	
Czech Republic 捷克	2.00%	3.50%	3.50%	3.50%	6.00%	
Portugal 葡萄牙	7.50%	7.50%	7.50%	10.00%	10.00%	
Finland 芬兰	10.00%	12.00%	15.00%	18.00%	20.00%	
Poland 波兰	7.10%	7.10%	7.50%	8.00%	8.50%	2024 年目标 9.1%
Ireland 爱尔兰	6.00%	8.00%	8.00%	10.00%	11.00%	
Denmark 丹麦	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	8.00%	2020 年目标 8.00%
Greece 希腊	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%		
Norway 挪威	5.50%	8.00%	10.00%	12.00%	20.00%	
Belgium 比利时	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	8.50%	
Sweden 瑞典			19.30%	20.00%	21.00%	
Austria 奥地利	5.75%	5.75%	5.75%	5.75%	8.75%	
Slovakia 斯洛伐克	5.50%	5.80%	5.80%	6.90%	7.60%	2022 年目标 8.2%
Brazil 巴西			7.00%	10.00%	12.00%	2023 年目标 15%
Malaysia 马来西亚			5.00%	10.00%	20.00%	
Indonesia 印度尼西亚			15.00%	20.00%	30.00%	2021 年目标 40%

资料来源：Argus，公司招股书，中信证券研究部

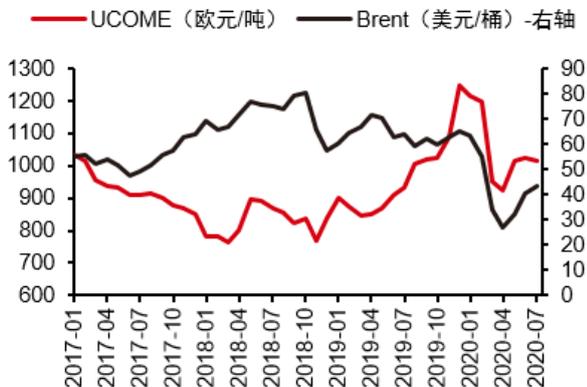
欧洲市场当前供应缺口超 200 万吨，2030 年需求有望增加至 5500 万吨。欧洲生物柴油 2017 年产量约为 1,035 万吨，而消费量约为 1,280 万吨，供需缺口 245 万吨，因此欧洲已成为全球最大的生物柴油进口区域。据 IEA 数据，2019 年，欧盟国家交通运输用的柴油消费量约为 2.2 亿吨，若按照 2030 年生物柴油占比 25% 计算，则 2030 年仅欧盟的生物柴油消费量就将达到 5500 万吨。

公司生物柴油产品参考欧洲 UCOME 生物柴油定价。欧洲地区是全球最主要的生物柴油消费地，也是公司主要的产品销售地区。目前，欧洲主要的生物柴油价格指标包括 RME（菜籽油制备的生物柴油）、PME（棕榈油制备的生物柴油）、SME（大豆油制备的生物柴油）和 UCOME（废油脂制备的生物柴油）四种，通常欧洲地区上述产品的交易价格会参照 EU FOB ARA 指数（指在欧洲三大港口阿姆斯特丹、鹿特丹、安特卫普做市交易的该类产品价格汇总，例如 UCOME EU FOB ARA）。公司生物柴油属于废油脂制备，因此交易价格参照 UCOME 定价，并扣除一定的中国至欧洲运输费用和经销商销售价差。

UCOME 与植物原料价格相关性更强，多数情况下在 900-1100 欧元/吨区间内波动。欧洲地区原产的生物柴油主要为 RME，RME 价格与菜籽油高度相关，而与原油价格波动相关性较弱。欧洲地区 UCOME 以进口为主，占总消费比例不足 15%，因此定价主要参考 RME 定价。但由于与其他农作物为原料的生物柴油相比，UCOME 拥有双倍减排计数

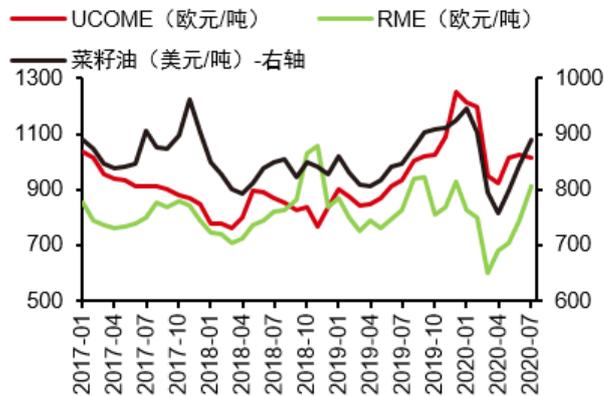
优惠，因此销售价格通过较其他类型的生物柴油高 100-300 欧元/吨，且价格波动较其他几个品种通常要小一些。

图 26: UCOME 和 Brent 原油价格



资料来源: Indexmundi, Wind, 中信证券研究部

图 27: UCOME、RME 及欧洲菜籽油价格



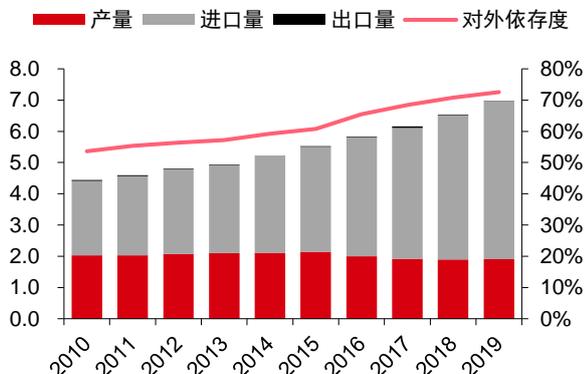
资料来源: Indexmundi, 中信证券研究部

公司废油脂工艺路线突破国内原料匮乏困境，引领国内产业发展

植物油原料不足是制约国内生物柴油发展的最大因素

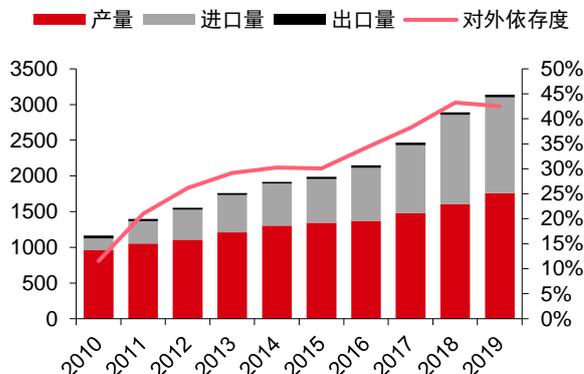
我国原油、天然气对外依存度不断攀升，能源安全形势严峻。近十年来，我国原油需求增长强劲，表观消费量由 2010 年的 4.28 亿吨增长至 2019 年的 6.96 亿吨，CAGR 约 5.5%，远高于全球 2%-3% 的平均增速。目前中国已成为世界第二大炼油国和石油消费国，2016 年起我国原油产量下滑至 2 亿吨以下，2019 年我国原油对外依存度高达 72.6%，供需矛盾突出，当前国际贸易局势复杂多变，能源安全面临新的挑战。

图 28: 我国原油产量、进出口量及对外依存度 (亿吨, %)



资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中信证券研究部

图 29: 我国天然气产量、进出口量及对外依存度 (亿立方米, %)

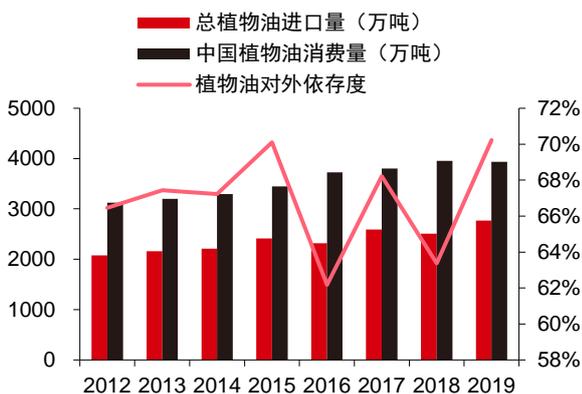


资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中信证券研究部

生物柴油可有效降低石油对外依存度。我国人均占有石油能源相对贫乏化，虽然每年原油进口量和石化柴油产量不断提高，但仍不能满足消费需求。且石油能源不可再生，无法为人类经济的可持续发展提高动力，发展新型可再生能源将成为经济发展的必然趋势。生物柴油与石化柴油性能相近，可直接或以任意比例与石化柴油混合用于内燃机燃烧，以降低石化柴油的使用比例。此外生物柴油的使用无需对现有内燃机结构进行大幅度改造，降低了推广门槛。

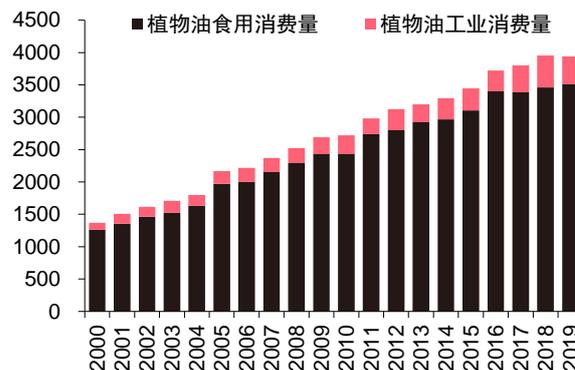
我国植物油对外依存度常年保持在 60%以上，且以食用为主。我国是植物油消耗大国，2019 年，我国进口食用油籽为 9330.8 万吨，其中主要是 8851 万吨进口大豆和 273.7 万吨进口油菜籽。以进口大豆出油率 18.5%、进口油菜籽出油率 41.5%、进口花生、芝麻和棉籽等其他油籽平均出油率 30% 计算，2019 年我国进口油籽折油数量为 1812.9 万吨，加上 953 万吨植物油进口量，我国进口植物油和进口油籽折油合计达到 2765.9 万吨。2019 年我国的植物油消费量为 3938.5 万吨，对外依存度达到 70.2%，虽然植物油对外贸易依存度受外贸环境影响波动较大，但仍常年保持在 63% 以上。

图 30: 我国植物油消费量和对外依存度



资料来源：国家统计局，海关总署，中信证券研究部

图 31: 我国植物油消费结构 (单位: 万吨)



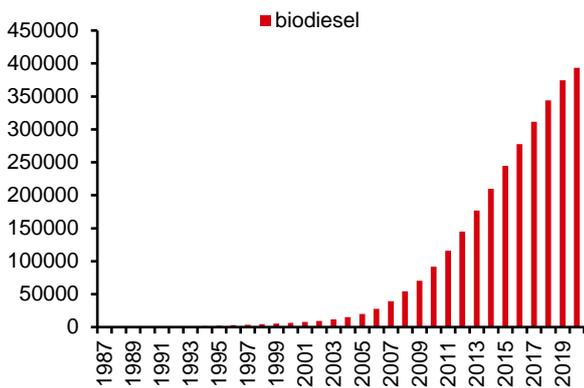
资料来源：农业农村部国家粮油信息中心，中信证券研究部

原材料不足是限制国内生物柴油产业发展的最大瓶颈。2019 年，国内植物油食用消费和工业用消费量分别为 3508、431 万吨，占比分别为 89% 和 11%。按照当前国内柴油年消费量 2.5-2.6 亿吨的规模计算，5% 的替换比例需要 1200-1300 万吨生物柴油，即使按照植物油：生物柴油转化比例为 1:1 计算，也需要 1200-1300 万吨工业用植物油，按照中枢 1250 万吨计算，相当于 6750 万吨大豆、3000 万吨油菜籽或 4160 万吨花生、芝麻和棉籽，约为当前国内进口植物油原料总量的一半。原材料不足成为限制国内生物柴油产业发展的最大瓶颈。

国内使用废油脂作为原料，另辟蹊径引领生物柴油产业发展

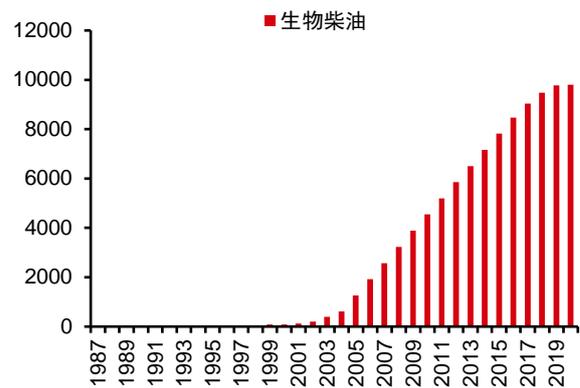
国内生物柴油研究起步较晚。我国发展生物柴油的课题首先由闵恩泽院士明确提出；1985 年，中国农业工程研究设计院的施德路先生进行了生物柴油的试验探索。截止目前，我国已成功研制利用菜籽油、大豆油、米糠下脚料和野生植物小桐籽油、工业猪油、牛油、废油脂等为原料，经过甲醇预酯化再酯化生产生物柴油。

图 32: Google Scholar 中生物柴油相关研究成果数量



资料来源: Google Scholar, 中信证券研究部

图 33: 百度学术中生物柴油相关研究成果数量



资料来源: 百度学术, 中信证券研究部

废油脂原料的生产路线另辟蹊径, 规避了“与人争粮”的根本性矛盾。2000 年之后, 中国生物柴油研究激增, 部分科研院所逐步研发出利用废油脂生产生物柴油的工艺路线。2001 年, 卓越新能成立, 作为首家私企探索利用废弃的动植物油生产生物柴油; 截至 2003 年 5 月生产生物柴油 5000 多吨, 产品经上海内燃机研究所试验测定, 技术指标优于 0#石化柴油。利用废油脂开发生物柴油能够有效实现资源循环利用, 避免加剧我国植物油对外依存度; 且生产生物柴油对于废油脂的性能要求低, 几乎覆盖所有废油脂品种。

表 3: 废油脂处置方法及对原料的要求

应用方向	对原料废油脂的要求
生物柴油	碘值 ≥ 30 , 酸值无要求, 几乎覆盖全部废油脂品种
工业油酸	碘值 ≥ 110 , 酸值 ≥ 100 , 只能使用部分废油脂品种
肥皂	碘值 ≤ 70 , 酸值 ≤ 20 , 不皂化物含量 $\leq 1\%$, 只能使用部分废油脂品种
废油脂出口	碘值 ≥ 80 , 酸值 $\leq 10\sim 12$, 硫含量 $\leq 50\text{ppm}$, 水杂 $\leq 2\%$, 对废油脂品质有较高要求

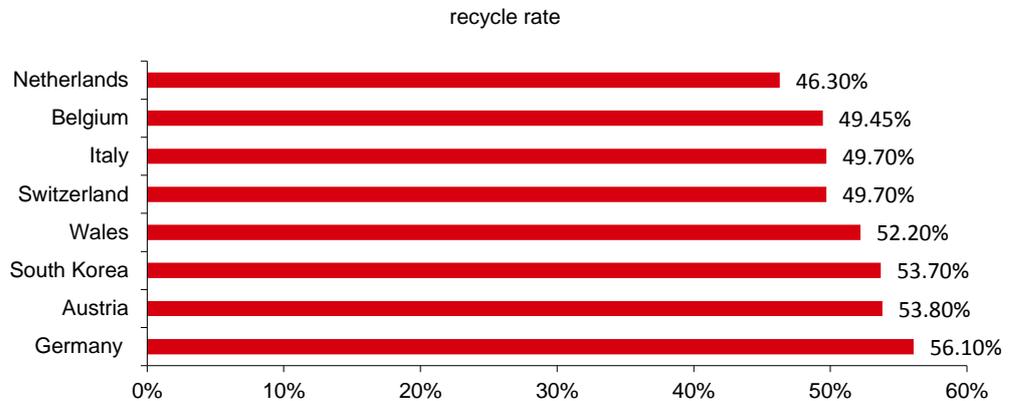
资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

国内废油脂产量超 1000 万吨, 可以提供充足的原料。国内城市垃圾产量逐年提升, 但回收利用率相比发达国家地区仍然处于低位。其中食用油和肉类在生产加工过程中产生的废油脂是主要的城市生活垃圾, 而废油脂的处置方向则主要有制取生物柴油、肥皂、工业油酸以及初步加工后直接出口等。若以 30% 食用油消费量估算废油脂产量, 我国每年由食用油产生的废油脂将超过 900 万吨, 由肉制品加工产生废油脂可达 100 万吨, 因此粗略估计我国每年产生废油脂 1000 万吨, 目前其中仅不到 100 万吨用于生产生物柴油, 利用率极低。相对于其他应用方向, 生物柴油对废油脂的性能条件要求低, 是最佳的承接废油脂处置需求的产业方向。

国家出台一系列政策鼓励废油脂用于生物柴油生产。我国通过技术研究将废油脂高效转化成生物柴油和生物基材料, 作为可再生绿色能源, 对国家能源战略安全和国民经济可持续健康发展具有重要战略意义。2006 年《中华人民共和国可再生能源法》颁布实施, 鼓励开发利用生物质燃料作为发展能源, 并将符合国家标准生物液体燃料纳入石油销售企业的燃料销售体系。随着消费者健康环保意识的提高, 针对“地沟油”回流餐桌的问题,

国家也陆续出台相关政策予以明确禁止。2010 年以来，国家陆续出台一系列政策鼓励利用废油脂生产生物柴油。

图 34：全球城市垃圾回收利用率排名前十的国家和地区



资料来源：World Economic Forum，中信证券研究部

表 4：近年柴油发展相关政策

序号	政策名称	发布时间	发布单位	与公司业务相关内容
1	《国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	2017	国务院	推动餐厨废弃物、建筑垃圾、园林废弃物、城市污泥和废旧纺织品等城市典型废弃物集中处理和资源化利用，到 2020 年，餐厨废弃物资源化率达到 30%
2	《“十三五”生物产业发展规划》	2017	发改委	完善原料供应体系，有序开发利用废弃油脂资源和非食用油料资源发展生物柴油
3	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016	国务院	加快建设城市餐厨废弃物、建筑垃圾和废旧纺织品等资源化、无害化处理系统；完善原料供应体系，有序发展生物柴油。
4	《国家创新驱动发展战略纲要》	2016	中共中央国务院	发展安全清洁高效的现代能源技术。加快生物质能等清洁能源和新能源技术开发； 发展资源高效利用和生态环保技术，采用系统化的技术方案和产业化路径，发展污染治理和资源循环利用的技术与产业。发展绿色再制造和资源循环利用产业、再生资源回收利用、等技术体系。
5	《福建省十三五能源发展专项规划》	2016	福建省人民政府	推进以木本油料植物果实、废弃油脂、海洋藻类为原料的生物柴油产业化开发
6	《“十三五”国家科技创新规划》	2016	国务院	重点推进大宗固废原料减量与循环利用、生物质废弃物高效利用、新兴城市矿产精细化高值利用等关键技术与装备研发，加强固废循环利用管理与决策技术研究
7	《能源发展“十三五”规划》	2016	能源局	对生物柴油项目进行升级改造，提产品质量，满足交通燃料品质需要
8	《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	2016	工信部	推进生物基增塑剂替代邻苯类增塑剂。加快发展生物基聚合物如聚羟基脂肪酸酯（PHA）、聚碳酸亚丙酯（PPC）、生物基二元酸二元醇共聚酯、生物基多元醇及聚氨酯、生物基尼龙等。低成本纤维素乙醇及其下游生物基乙烯等重大品种取得实质性进展，实现对石油原料的部分替代
9	《生物质能发展“十三五”规划》	2016	能源局	加快生物柴油在交通领域应用。对生物柴油项目进行升级改造，提升产品质量，满足交通燃料品质需要。建立健全生物柴油产品标准体系。开展市场封闭推广示范，推进生物柴油在交通领域的应用
10	《生物柴油产业发展政策》	2014	能源局	对生物柴油产业政策目标、发展规划、原料保障、产业布局、行业准入、生产供应、推广应用、技术创新、环境保护、政策措施均作出了规定

序号	政策名称	发布时间	发布单位	与公司业务相关内容
11	《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》	2014	国务院办公厅	积极发展交通燃油替代，加强先进生物质能技术攻关和示范，重点发展新一代非粮燃料乙醇和生物柴油
12	《产业结构调整指导目录》（2011年）（2013年修订）	2013	发改委	将生物质纤维素乙醇、生物柴油等非粮生物质燃料生产技术开发与应用归于鼓励类
13	《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录（2012年版）》	2012	工信部、科技部、环保部	引导企业生产过程中尽量使用低毒低害和无毒无害原料，减少产品中有毒有害物质含量。如鼓励资料来源：中信证券研究部使用不饱和脂肪酸衍生物类表面活性剂、酯类溶剂
14	《国务院关于加环境保护重点工作的意见》	2011	国务院	提出对生产符合下一阶段标准车用燃油的企业，在消费税政策上予以优惠。该措施将有利于带动我国生物柴油应用领域的革新，从而扩大生物柴油行业的消费市场

资料来源：政府公告、中信证券研究部

中国进入生物柴油推广期，市场发展空间广阔。我国虽尚未强制要求在柴油中添加生物柴油，但是有部分省、市已开始在其辖区内的油站进行生物柴油的市场推广，如上海市从2013年即开始在公交车、环卫车辆上使用B5生物柴油（即柴油中生物柴油添加比例为5%），2018年开始向社会车辆销售B5生物柴油，目前油品供应已覆盖了市区百多个加油站。另根据国家统计局的数据，2016年我国用于交通领域的柴油消费量为11068万吨，若按B5添加标准开始推广生物柴油，则交通运输用的生物柴油的需求量也将达到550万吨，与当前国内不足100万吨的产能之间存在巨大的供需缺口。即便是按传统石化柴油的价格700美元/吨算，仅国内就有约300亿美元，超2000亿元的潜在市场规模。

原料和技术成为国内生物柴油产业发展的主要壁垒

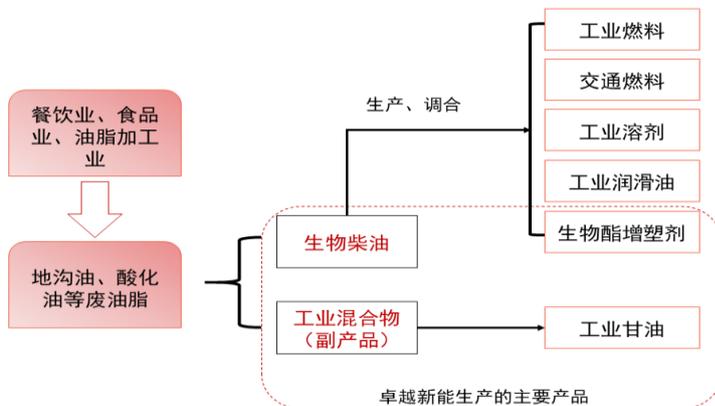
行业新进者面临原材料采购困难，原材料价格、质量面临挑战。国内生产生物柴油的主要原材料为废油脂。而我国废油脂回收处理体系尚未完善，各区域个体供应商自行收运后售给生物柴油生产企业，各供应商废油脂供应有限且市场集中度低、地域分散。此外，某些不法商贩为牟取高额利润，将废油脂加工回流餐桌，与生物柴油企业争夺油源。生物柴油企业往往需要与大量的供应商建立长期的合作关系，以适当价格取得稳定的废油脂供应量。

公司面向欧洲市场，已逐步摆脱对国内政策补贴的依赖。生物柴油行业的中小型企业或新进入者往往会面临原材料采购价格过高的问题，导致亏损甚至倒闭。由于废油脂质量差异大，若想获得持续稳定且符合质量的废油脂，则需具有丰富经验、熟知废油脂市场特点的采购人员以及持续优化的供应商数据库支持，还要有完善的供应商认可的质量标准与检测管理体系。此外，由于废油脂在采集、转运、储存、出售等环节需要充足的资金支持，供应商多倾向于与货款支付及时且稳定的客户保持长期合作，间接提高了对生物柴油生产企业盈利能力及现金流需求。

技术水平及研发能力限制企业发展，公司是国内唯一获得欧盟认证的生物柴油生产商。生物柴油是油脂化工中生产工艺较为复杂的产品之一，每一个细节都会影响产品品质和产品成本，存在较高的技术壁垒。酯化反应工艺虽然相对成熟，但利用废油脂生产生物柴油工艺流程较为复杂，需要同时考虑脂肪酸与三甘油酯的酯化技术条件、防止逆反应、过程杂质分离、催化剂寿命、设备腐蚀等因素，关键技术很多。例如，独特合理的纯化工艺能够有效减少原料损耗和能源消耗，酯化技术制约着从废油脂到生物柴油的转化率和转化时

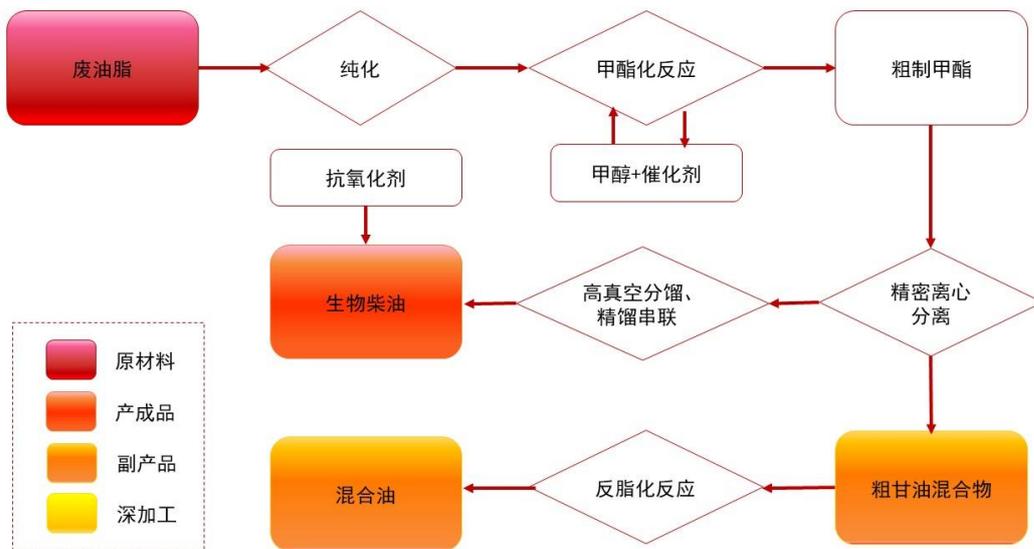
间。新进企业规模小、技术水平不高、资金实力较弱、研发投入也较少，无行业技术积累。因此，生物柴油生产的技术特点对准备进入本行业的企业在技术积累和技术创新以及资金投入等方面提出了很高的要求。

图 35：国内废油脂生产生物柴油产业链简图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：废油脂制取生物柴油工艺流程



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

人才稀缺提高企业综合竞争要求。由于生物柴油在国内属于新兴产业，尚无完善的人才培养系统，行业从业人员少。企业还需承担教育职责，培育大批专业技术人才、管理人才和营销人才，全面提高综合竞争力以吸收消化国内外先进技术并自主创新、提高产品质量和运营效率、持续降低运营成本。新进入企业缺少社会资源，研发投入不足，难以接触大型科研创新项目及人才培养计划，很难具备行业竞争力。

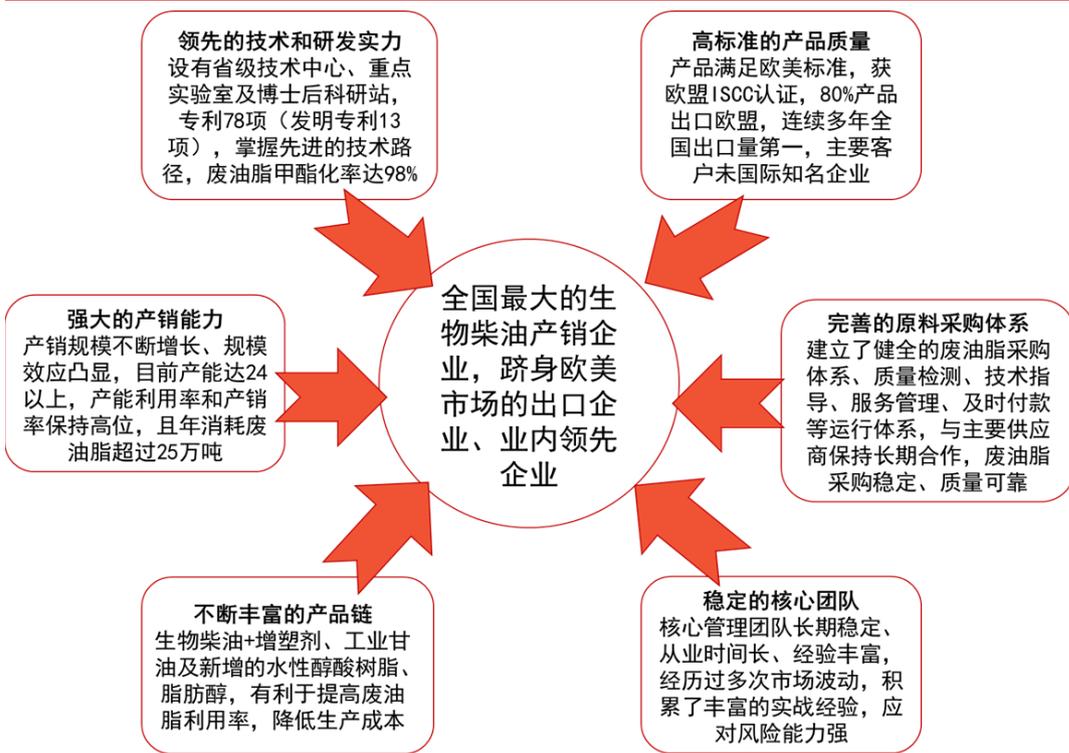
近 20 年深耕，公司引领国内生物柴油产业发展

公司具有全方位的优势，引领国内生物柴油产业发展。公司自 2001 年成立以来，深

耕废油脂制备生物柴油领域，2003年5月生产的生物柴油产品经上海内燃机研究所试验测定，技术指标优于0#石化柴油。经过近20年的发展，公司已经初步形成废油脂原料—生物柴油—生物柴油下游衍生品的全产业采购、制造和销售模式，在技术研发实力、产品品类及质量、原材料采购体系、产销能力、人才培养及管理团队等诸多方面都形成了独特的优势，成为国内生物柴油产业的领军企业。

公司是国内规模最大的生物柴油生产制造商。公司是国内第一家专业从事废油脂制取生物柴油的企业，也是产销量最大的生物柴油企业。2016-2019年，公司生物柴油产量为12.15万吨、17.99万吨、22.30万吨和24.6万吨。公司在生产生物柴油基础上延伸产品链，进一步深加工成生物酯增塑剂、工业甘油，随后将其深加工成水性醇酸树脂、脂肪醇等产品，产品链不断丰富，这有利于提高废油脂的综合利用率，降低生产成本，并提升产品附加值。2019年，公司采购处置废油脂超过25万吨，工业甘油生产量超过0.8万吨，生物酯增塑剂生产量超过4.4万吨。

图 37：公司引领国内生物柴油产业发展



资料来源：中信证券研究部

表 5：公司主营产品产能及产量（单位：吨）

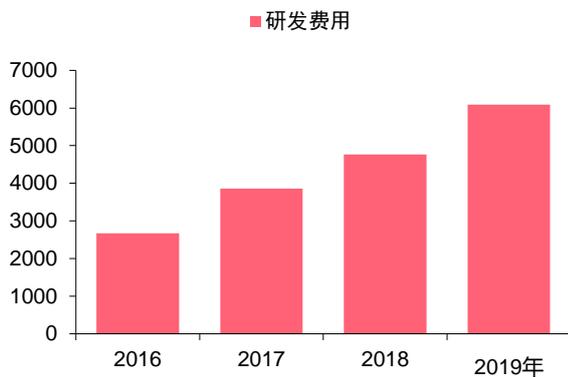
期间	产品类别	产能	产量	产能利用率
2019 年	生物柴油	240,000	246,174	102.5%
	生物酯增塑剂	45,000	44,173	98.2%
	工业甘油	8,000	8889	111.1%
2018 年	生物柴油	240,000	222,938	92.9%
	生物酯增塑剂	24,000	22,989	95.8%

期间	产品类别	产能	产量	产能利用率
2017 年	工业甘油	8,000	7,425	92.8%
	生物柴油	180,000	179,940	100.0%
	生物酯增塑剂	12,000	11,414	95.1%
2016 年	工业甘油	7,000	6,447	92.1%
	生物柴油	133,000	121,464	91.3%
	生物酯增塑剂	12,000	10,706	89.2%
	工业甘油	5,000	4,144	82.9%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

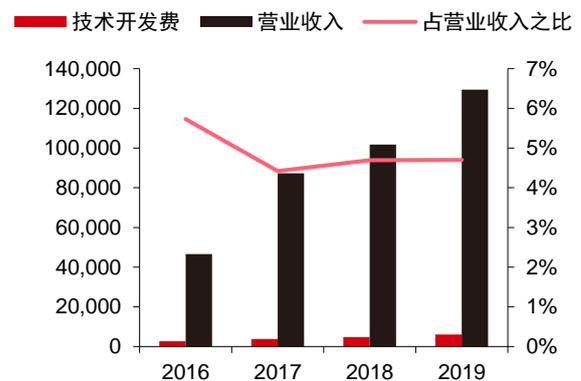
成熟的生产技术及独立研发能力保障公司处于行业领先地位。公司自成立以来致力于相关技术的研发，具备自主创新能力，拥有独立的研发机构和技术团队，为国家级“高新技术企业”，拥有“省级企业技术中心”、“生物质能企业重点实验室”和“生物柴油企业工程技术研究中心”，设立“博士后科研工作站”，是全国“生物质能源产业技术创新战略联盟”的副理事长单位。公司现有研发技术人员 85 人，其中具有中高级职称 28 人，拥有我国从事生物柴油应用技术开发时间最长、工程技术经验最丰富的科研团队。公司的研发团队建设已形成以行业专家为带头人，科研、工程经验丰富的高中级专业技术人员为主力，以年富力强的青年科技人员为基础的稳定结构。

图 38：公司研发费用持续增长（单位：万元）



资料来源：wind、中信证券研究部

图 39：卓越新能技术研发费用对营业总收入占比（单位：万元）



资料来源：wind、中信证券研究部

公司持续进行大量的研发投入，2016-2019 年累计研发投入达 1.74 亿元。目前，公司能够实现技术的产业化运用，形成一系列稳定生产、确保各产品质量、资源高效转化、安全与清洁生产、自动化控制等具有行业领先的核心技术，废油脂转酯化率超过 98%，拥有 16 项核心技术，获得授权专利 78 项（其中发明专利 13 项）；在途申请的专利 31 项（其中发明专利 15 项）。完成粗甘油新提炼技术、醇酸树脂合成技术的工业化生产应用，同时有多项研发成果直接应用于各生产线的技改。

表 6：公司核心工艺技术

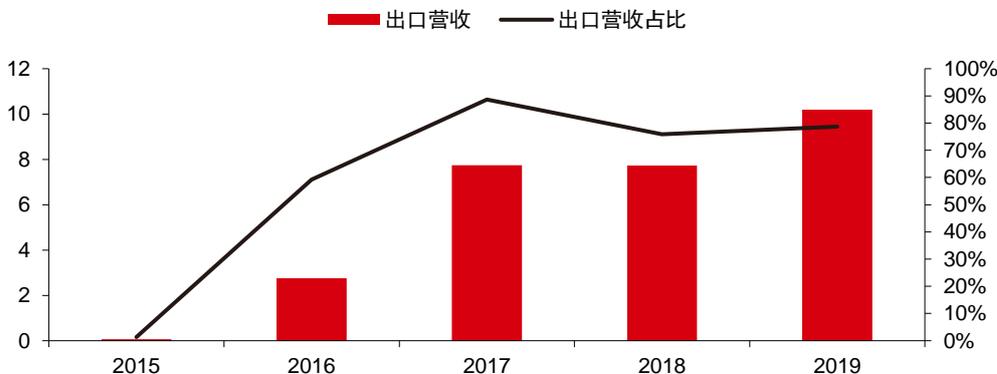
公司核心工艺技术：	技术优势
纯化工艺	自主研发的桶装废油脂机械化倒油装置与纯化系统，克服了传统倒油工艺中蒸汽直接加热溶解造成的废油脂乳化问题，进一步提高分离水杂的效果，并能节约能耗，提高生产效率

公司核心工艺技术:	技术优势
催化技术与甲酯化技术	自主研发多功能催化剂，实现废油脂中甘油脂的分解与甲醇和脂肪酸的酯化反应连续进行，能适应各种高低酸值、长短链、饱和与不饱和等混合废油脂进行生物柴油生产
分馏工艺	司采用多塔高真空连续分馏装置，按照粗品生物柴油的碳链结构分布，结合其沸点状况、冷滤点、执行标准等，分馏出各型号各用途生物柴油产品，可以提高其产品品质与附加值。该阶段工艺技术已取得“生物柴油连续精馏装置”发明专利
制取过程自动化、信息化	公司制取生物柴油过程在数据采集、产品质量、调度考核等方面均实现有序控制与可追溯性，避免人力记录与操作误差。生产装备具有投资规模适中、产品质量可控、装置运营费用较低等特点。

资料来源：公司公告、中信证券研究部

公司产品已获得欧洲认可，并与欧洲的贸易商建立了良好的长期合作关系。2016年公司开拓海外市场，得到欧盟 ISCC 认证，出口量稳居全国同类产品出口量第一，具有突出的行业地位。2016年至-2019年，公司出口销售收入占营业收入的比重分别为 59.17%、85.58%、75.95%和 78.69%。欧盟各国均制定了生物柴油的强制添加政策，欧洲市场对生物柴油的需求是长期向好的。公司针对欧美生物柴油标准进行工艺流程的改进创新，产品部分指标高于欧美生物柴油标准，在国际上享有良好声誉。主要客户均为国际知名燃料油生产与贸易商，如瑞士客户 Gunvor International B.V.（全球第三大燃料油贸易商）、英国客户 Petroineos（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）。

图 40：出口营收及占比变化（单位：亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

国内政策加持，公司继续享受税收优惠。公司享受的环境保护税减半征收优惠、资源综合利用企业所得税优惠和高新技术企业的所得税优惠三项优惠合计占发行人利润总额比例为 22.78%、30.56%、20.02%和 20.55%。

■ 发力下游高附加值衍生品，盈利能力不断提升

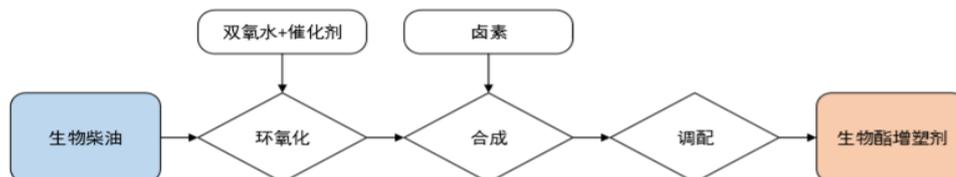
生物柴油同时也是生物基绿色化学品的的基础材料。与普通的石化柴油相比，生物柴油成分为脂肪酸甲酯，成分中不含对人体有害的物质，且相比石化原料具有良好的生物降解特性，因此可以用于生产环保型增塑剂、表面活性剂、工业溶剂、工业润滑剂等可降解生物基绿色化学品，用于生物酯增塑剂的生产是国内生物柴油最主要的应用领域。公司目前具备 4.5 万吨生物酯增塑剂产能，募投的 10 万吨 5 万吨表面活性剂天然脂肪醇产能预计将于 2021Q3 投产。

生物柴油副产物深加工产品市场需求广泛。此外，生物柴油生产过程中的副产物经过反酯化及离心分离等可进一步加工制成混合油，混合油则是生产工业甘油、水性醇酸树脂等具有广泛用途的工业产品的原料。目前公司已掌握了混合油及后续进一步深加为工业甘油、水性醇酸树脂的技术工艺，且均已实现了批量化生产及销售。

下游产品一：环保型生物酯增塑剂有效提升产品附加值

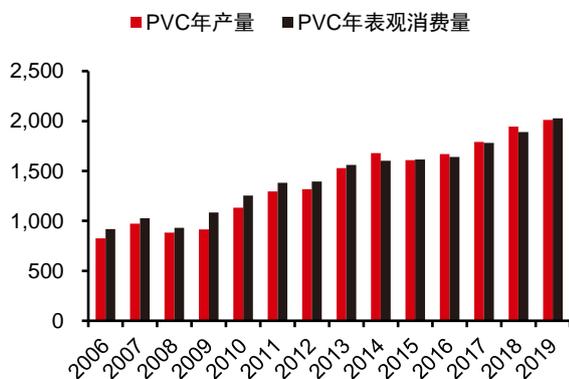
用于生物酯增塑剂的生产是国内生物柴油最主要的应用领域。增塑剂是 PVC 的重要原料，市场需求巨大。生物酯增塑剂具有无毒环保的特性，产品主要应用于食品包装、医疗用品材料、玩具、人造皮革、薄膜、塑胶跑道和供水管道等，与邻苯类增塑剂以及钡、镉、锌等金属稳定剂配伍使用时，有良好的协同作用，同时可以提高塑料制品综合性能。

图 41：生产柴油制备生物酯增塑剂的生产流程



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 42：国内 PVC 产量及表观消费量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 43：国内环保型增塑剂表观消费量（单位：万吨）

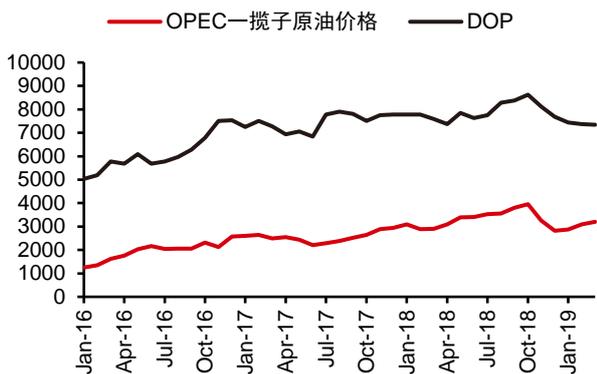


资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

增塑剂 PVC 在我国国民经济中占有重要地位，是我国最大的通用型合成树脂材料。 PVC 是工业制造、建筑、医药和日用品生产等产业的重要的原材料。随着我国国民经济的快速发展，PVC 的市场规模快速扩大，产量由 2006 年的 823.86 万吨，增长到 2019 年的 2011 万吨，消费量由 2006 年的 919.14 万吨，增长到 2019 年的 2027 万吨，我国已成为全球最大的 PVC 生产和消费国。

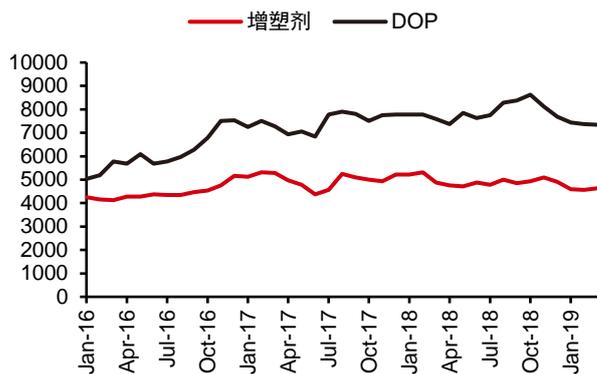
国内增塑剂需求规模超 300 万吨，环保型增塑剂比例持续提升。 受益于国内 PVC 产量和需求的持续增长，我国增塑剂产品生产也呈现出较快的增长态势，根据《塑料助剂行业“十二五”规划》显示，2015 年全国增塑剂消费量达到 300 万吨，若假设单位重量的 PVC 中增塑剂占比不变，据此推算 2019 年国内增塑剂消费量超过 370 万吨。随着环保意识的增强，各国出台政策，禁止使用邻苯类化合物，加之油价波动的影响，企业已逐步采用环保型增塑剂替代传统的增塑剂品种，国内环保型增塑剂消费量由 2015 年的 122.8 万吨增长至 2019 年的 147 万吨，CAGR 约 4.6%，占全部增塑剂的消费量比例稳定在 40% 左右。

图 44: OPEC 一揽子油价和 DOP 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 45: DOP 和增塑剂价格 (元/吨)



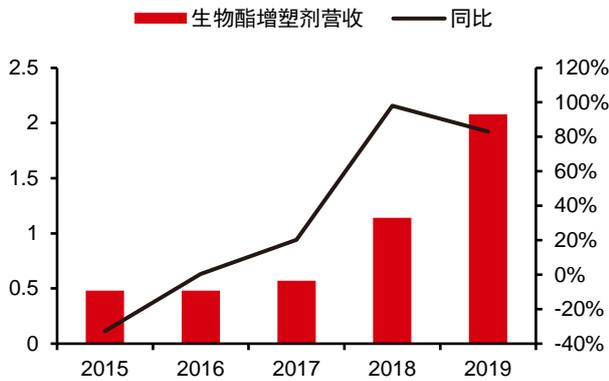
资料来源: Wind, 中信证券研究部

增塑剂价格与油价高度相关，油价长期中枢上行利好增塑剂市场价格。 由于通用型增塑剂最主要的核心原料为邻苯二甲酸二辛酯 (Diocetyl Phthalate)，简称二辛酯 (DOP)。DOP 是石油化工产业链的下游产品，其价格与国际油价高度相关，因此，增塑剂的价格也与油价高度相关。当前油价处于 40 美元/桶附近的低位，尽管疫情的反复导致短期油价仍存诸多不确定性，但中期来看，我们预计 2020 年全年累库但下半年显著去库；长期来看，需求持续复苏的趋势不改，但是低油价导致的部分产能关停限制中期供应回升，上游资本开支常年处于低位压制长期供应潜力。后疫情时期美元指数的回落和全球整体利率中枢处于低位，将利好原油、黄金等大宗商品价格表现。我们预计未来 3-5 年增塑剂也将有良好的价格表现。

高附加值的增塑剂产品有助于改善公司盈利能力。 近 5 年以来，公司持续提升增塑剂产能规模，增塑剂产能从 2015 年的 1 万吨左右扩张至 2019 年的 4.5 万吨，高附加值的增塑剂营收占比不断扩大，也提升了公司整体的盈利能力。2019 年在塑料增塑剂行业价格低迷的大背景下，增塑剂市场竞争更加激烈，在行业需求增长不足 3% 的情况下，公司依

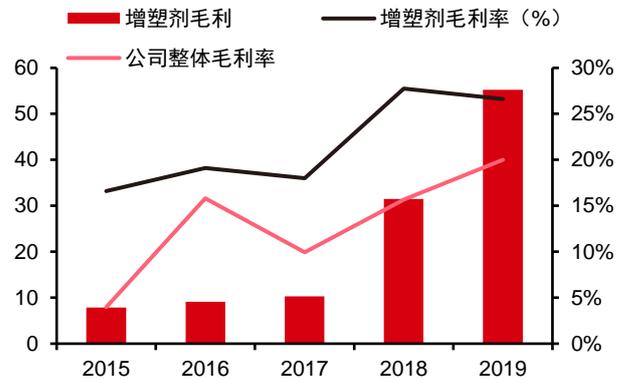
靠生物酯增塑剂产品的绿色属性和质量优势、客户积累和专业的技术、服务、产品实现产销两旺，全年生产生物酯增塑剂 4.43 万吨，销售各类生物酯增塑剂 4.41 万吨，同比均增长 91%，增塑剂业务实现营收、毛利润分别为 2.08、0.55 亿元，同比+83%、75%，毛利率 26.6%，高出公司整体毛利率 6.6 个百分点。

图 46：公司生物酯增塑剂业务营收（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 47：公司生物酯增塑剂业务毛利（亿元）及毛利率（%）

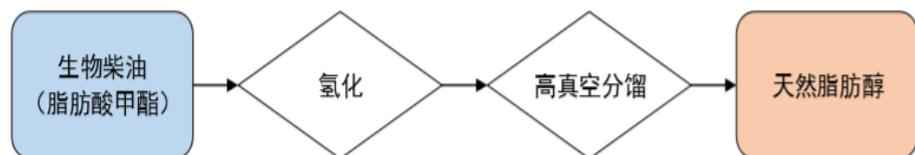


资料来源：Wind，中信证券研究部

下游产品二：募投天然脂肪醇项目助推公司进入绿色表面活性剂市场

天然脂肪醇主要用于绿色环保型表面活性剂的生产。天然脂肪醇是以生物柴油为原料，通过氢化制备而成的生物基绿色化学品，主要应用于表面活性剂市场，是国际公认的可再生环保友好原料。表面活性剂应用领域几乎覆盖所有的精细化工行业，国际市场消费量一直稳定在千万吨级别；而生物基天然脂肪醇制成的表面活性剂相较于石油基表面活性剂，可以进行生物降解，不会对环境产生负担，未来市场发展潜力巨大。

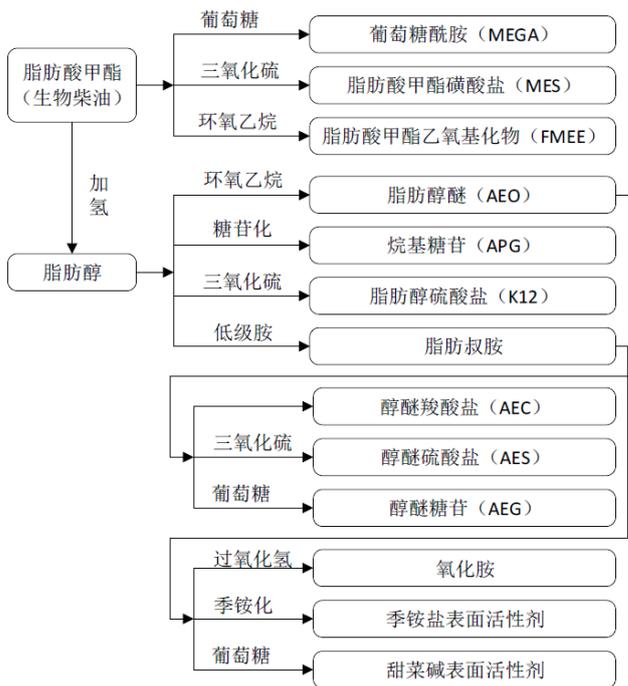
图 48：生物柴油制天然脂肪醇流程图



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

生物柴油可用于制备多种表面活性剂。当前大规模使用的表面活性剂，产品类型分为石油、煤、天然气等化石能源为原料以及以天然油脂为原料两大类。相比以化石能源为原料的表面活性剂，以天然油脂为原料的表面活性剂属于可再生资源，还可以进行生物降解，不会造成环境污染，因此属于绿色化学品。脂肪酸甲酯，即生物柴油，作为天然油脂初步加工后的产品，可以作为多种重要的表面活性剂产品原料。

图 49：生物柴油可用于制备多种表面活性剂



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

国内阴离子表面活性剂市场基本稳定，非离子表面活性剂市场持续增长。由脂肪酸甲酯制备而来的表面活性剂主要为阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂。根据中国洗涤用品工业协会的统计数据，这两类表面活性剂的用量占据了国内表面活性剂近 90% 的市场。据卓创数据，阴离子表面活性剂主要用于个人清洁（62%）、家用洗涤（33%）和工业清洗（5%），非离子表面活性剂主要用于洗涤剂（61%）、农药乳化剂（19%）、纺织印染（10%）、皮革（5%）及造纸（3%）行业。与其他 3 种类型的表面活性剂（阴离子、阳离子、两性离子）相比，非离子表面活性剂具有无毒、无刺激、生物降解性好等优点。近年来，国内表面活性剂消费量持续稳步提升，2019 年，国内阴离子、非离子表面活性剂表观消费量分别为 80.8、113.9 万吨。

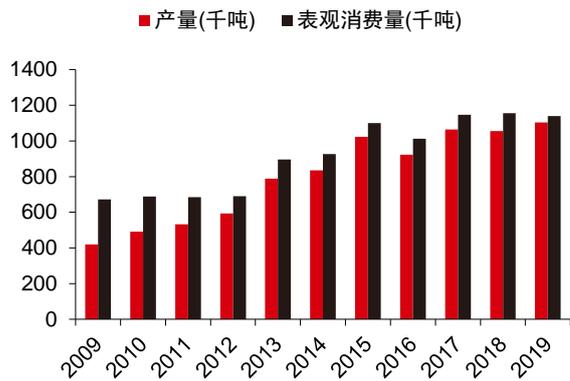
公司募投 5 万吨天然脂肪醇有望带来近 1 亿元的毛利润增厚。目前公司已掌握固定床低压加氢、高真空精馏制备中短链天然脂肪醇的工业化生产技术，并经过中试实验，该技术具有设备投资适中、生产安全性较高等优势。公司募集投建项目“年产 10 万吨生物柴油（非粮）及年产 5 万吨天然脂肪醇”已于 2019 年 9 月 26 日顺利开工建设，预计于 2021 年下半年投产。2019 年国内脂肪醇销售均价介于 8500-11000 元/吨，以较低的 9000 元/吨和 A 股上市公司嘉化能源 2019 年脂肪醇业务 20% 的毛利率计算，预计 2021 年 5 万吨天然脂肪醇产能投产后，有望为公司带来近 1 亿元的毛利润增厚。

图 50: 国内阴离子表面活性剂表观消费量 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

图 51: 国内非离子表面活性剂产量及表观消费量 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信证券研究部

副产物一：工业甘油有效弥补国内甘油供应缺口

工业甘油是生物柴油最主要的副产品。工业甘油的主要原材料是生物柴油生产过程中的副产物经过反酯化及离心分离等步骤制成的混合油。相比于化工合成的工业甘油，生物柴油生产过程中所产出的副产品进一步加工而成的工业甘油更具环保性，同时工业甘油的有效利用能提高生物柴油的原材料利用率，降低资源浪费，进一步提升生物柴油生产企业的盈利能力。公司自主研发的反酯化工艺技术，将粗甘油混合物与低酸值废油脂等一起加工成混合油，再以混合油为主原料进一步加工成工业甘油，可有效减少生产过程产生的杂质，提高甘油浓度。

图 52: 甘油生产流程

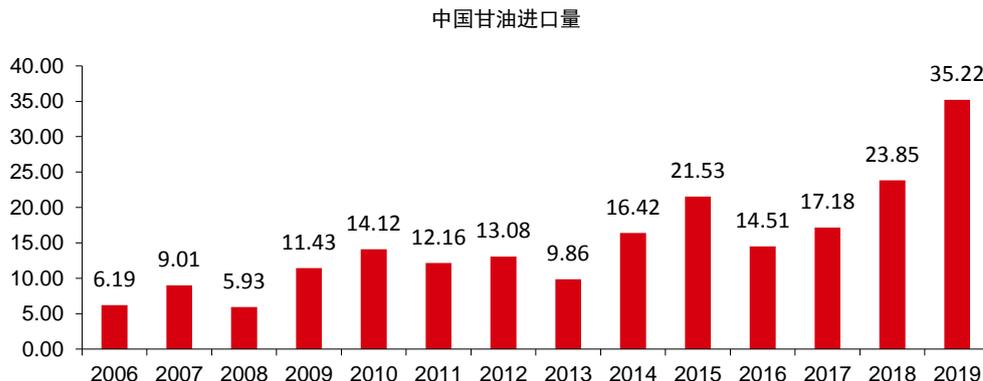


资料来源: 中信证券研究部

工业甘油是一种用途广泛的大宗化工原料，国内甘油供应缺口在 35 万吨以上。工业甘油用途广泛，如作为化学中间体用于涂料、树脂、造纸、制革等以及汽车防冻剂等。2015 年甘油的全球消费量约为 200 万吨，主要应用领域为药用及化妆品占比 37%，醇酸树脂 13%，食品占比 12%；我国消费量为 35 万吨，应用领域分布为醇酸树脂占比 50%，药用及化妆品占比 17%，烟草占比 7%。

我国甘油市场需求增长迅速，但产量不大，导致进口量逐年增加，从 2006 年的 6.19 万吨，增加至 2019 年的 35.22 万吨，对外依存度已在 60% 以上，国产甘油的需求缺口较大。

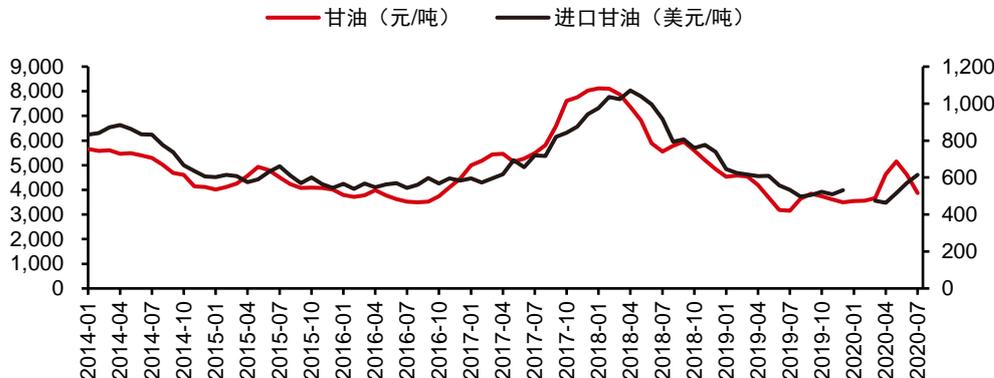
图 53：2006-2019 年我国甘油进口量（万吨）



资料来源：国家统计局、海关总署、中信证券研究部

公司工业甘油产品可有效填补国内供应缺口。截止 2019 年底，公司已形成 8000 吨工业甘油产能，可有效填补国内供应缺口。由于甘油用途较广且国内甘油需求增长迅速，因此公司参考市场同类产品的价格制定工业甘油售价，2019 年东南亚相关产能的投放导致进口甘油价格有较为明显的下滑，公司 2019 年甘油业务毛利率大幅下滑，但目前甘油价格较 2019 年已有小幅回升，预计公司毛利率也将有显著改善。

图 54：国内甘油（元/吨）及进口甘油价格（美元/吨）

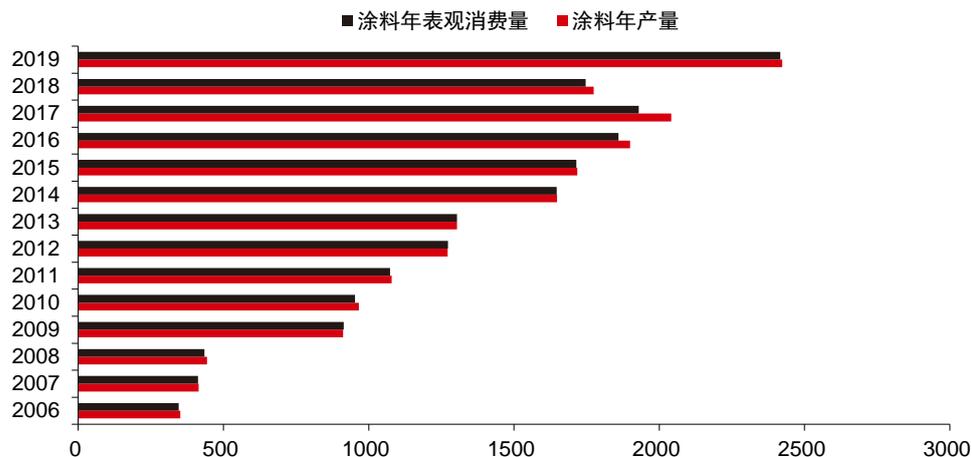


资料来源：Wind，中信证券研究部

副产物二：国内需求持续提升的绿色环保涂料原料水性醇酸树脂

水性醇酸树脂是绿色环保型涂料的核心成膜基料。水性醇酸树脂是高碘值废油脂与副产物提炼的工业甘油进行分馏形成的的环保型产品，主要用于油漆行业，是一种长链不饱和脂肪酸甲酯占比较高的特殊涂料材料。水性醇酸树脂涂料具有绿色环保的性能，以水为溶媒，在制漆、刷漆、喷漆过程可大大减少对有机溶剂的使用和减少 VOC 的排放，代表了涂料行业未来发展的新方向。我国涂料市场需求量大，2019 年涂料产量为 2423.37 万吨，表观消费量为 2416.10 万吨，水性醇酸树脂具有较好的市场前景。

图 55：2006-2019 年我国涂料行业产销量情况（万吨）



资料来源：国家统计局、中信证券研究部

水性醇酸树脂业务具有良好的市场前景。公司自主创新的抗水解酯化和核壳酯化技术，深加工成水性醇酸树脂，解决了同类产品抗水解功能弱、生产的水性油漆稳定性差、保存期短的难题，该技术在行业内具有领先水平。新国标 GB30981-2020《工业防护涂料中有害物质限量》将于 12 月 1 日强制执行，新标准适用范围从建筑行业拓展到整个工业领域，且大幅提升了对涂层材料 VOC 含量限制的要求。环保政策不断趋严的大趋势下，水性醇酸树脂具有良好的市场前景。

公司水性醇酸树脂业务可显著提升废油脂回收利用率。公司的水性醇酸树脂是以长链不饱和占比较高的生物柴油、高碘值废油脂与副产物提炼的工业甘油进行深加工的环保型产品不仅有效消化了生产过程中的副产品，还增加了废油脂的回收利用量，同步提升生物柴油企业的经济和环保效益。依靠公司的废油脂采购优势，公司的水性醇酸树脂产品具有较强的市场竞争力。公司此前建设的 3 万吨水性醇酸树脂产能于 2019 年投产，2020 年产能稳步提升，截止 2020 年 6 月底已形成 900 万元的收入。

■ 风险因素

- 1) 募投项目建设未达预期；
- 2) 生物柴油价格大幅下跌；
- 3) 生产运营事故。

■ 盈利预测、估值与评级

盈利预测

关键假设

生物柴油：

(1) 产能和产量：公司当前拥有 28 万吨生物柴油产能，目前在建 30 万吨新产能，包括与福建当地政府合作规划的 20 万吨新产能和 2019 年科创板上市募投的 10 万吨新产能，由于公司当前在全球市占率不足 1%，且公司产品属于 UCOME，在欧洲拥有双倍减排计数优惠，因此预计公司未来 3-5 年基本可以保证满产满销；

(2) 价格：UCOME 价格与原油相关性很弱，而与欧洲市场菜籽油价格走势较为相关，由于播种面积下降，今年全球油菜籽产量不及预期，2020 年北美、欧盟油菜籽产量预计同比-0.4%、-1.3%，预计 2020 年下半年菜籽油仍将保持高位。但公司 2017-2019 年生物柴油实现价格分别为 5048、4938、5248 元/吨，我们预计公司生物柴油价格长期将维持在 5000 元/吨附近区间。

生物酯增塑剂：公司当前拥有 4.5 万吨生物酯增塑剂产能，规划现有的 30 万吨生物柴油产能全部投产后再进行增塑剂等下游产品的大规模扩产，预计未来 2-3 年生物酯增塑剂产能仅随生物柴油产能扩张而稳步提升；由于公司所产增塑剂为可降解的环保型增塑剂，环保政策趋严背景下，国内环保型增塑剂占比不断提升，有利于公司的产品销售；生物酯增塑剂价格与原油走势一致，我们预计原油将逐步进入中长期回升周期，看好未来 2-3 年生物酯增塑剂价格表现。

天然脂肪醇：公司科创板募集投建项目“年产 10 万吨生物柴油（非粮）及年产 5 万吨天然脂肪醇”已于 2019 年 9 月 26 日顺利开工建设，预计于 2021 年下半年投产。2019 年国内脂肪醇销售均价介于 8500-11000 元/吨，以较低的 9000 元/吨和 A 股上市公司嘉化能源 2019 年脂肪醇业务 20%的毛利率计算，预计 2021 年公司 5 万吨天然脂肪醇产能投产后，2022 年起有望为公司带来近 1 亿元的毛利润增厚。

工业甘油：公司当前拥有 8000 吨工业甘油产能，工业甘油为生物柴油副产物，2020 年初公司工业甘油新增产能 2 万吨，预计后续公司工业甘油产能、产量将随生物柴油扩产而同步提升，但由于近年来东南亚地区生物柴油产能扩张较快（以棕榈油原料的 PME 为主，对公司主产品 UCOME 竞争压力小），配套甘油产能较多，预计国内甘油价格很难回升到 2018 年及之前的价格水平，我们预计未来甘油价格将于 2019 年基本持平，公司甘油业务的营收增长将主要来自于产量提升。

水性醇酸树脂：公司 2019 年投产 3 万吨水性醇酸树脂，作为符合新国标的环保型涂料的核心成膜基料，水性醇酸树脂市场前景值得期待，预计未来 2-3 年水性醇酸树脂市场价格有望维持在 8000 元/吨左右。公司计划于 2023-2024 年将水性醇酸树脂扩产至 8 万吨，届时将进一步增厚公司业绩。

预测结果

根据以上假设，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.02/4.01/5.09 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.52/3.34/4.24 元。

表 7：分业务板块盈利预测（百万元，%）

年份	2018	2019	2020E	2021 E	2022 E
生物柴油					
营业收入	871	1059	1223	1786	2357
成本	764	865	974	1410	1862
毛利	107	195	249	375	495
毛利率	12.2%	18.4%	20.3%	21.0%	21.0%
生物酯增塑剂					
营业收入	114	208	238	299	385
成本	82	152	174	219	282
毛利	31	55	63	80	103
毛利率	27.7%	26.6%	26.7%	26.8%	26.8%
工业甘油					
营业收入	32	22	47	70	95
成本	12	18	36	51	69
毛利	20	4	11	19	26
毛利率	62.3%	18.7%	23.5%	26.5%	27.4%
水性醇酸树脂					
营业收入			36	120	216
成本			36	120	216
毛利			6	24	54
毛利率			16.0%	20.0%	25.0%
其他业务					
营业收入	2	5	7	7	7
成本	0.00	0.03	0.05	0.05	0.06
毛利	2	5	7	7	7
毛利率	100.0%	99.5%	99.3%	99.3%	99.2%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 8：核心财务数据预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,017.54	1,294.53	1,550.49	2,281.75	3,060.73
营业收入增长率	17%	27%	20%	47%	34%
净利润(百万元)	133.69	215.56	302.41	401.30	508.79
净利润增长率	106%	61%	40%	33%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.49	2.33	2.52	3.34	4.24
毛利率%	16%	20%	21%	21%	21%
净资产收益率 ROE%	20.52%	10.42%	13.24%	15.29%	16.66%
每股净资产(元)	5.43	17.23	19.03	21.87	25.44
PE	41	26	24	18	15
PB	11	4	3	3	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 22 日收盘价

估值与评级

卓越新能是国内生物柴油及下游衍生品龙头企业，国内主要竞争对手包括河北金谷集团、唐山金利海、浙江东江、河北隆海、荆州大地生物等，均为非上市企业。海外可对标的主要集中于欧洲，包括 Neste Oil（芬兰）、Avril（法国）、Infinita（西班牙）、Marseglia Group（意大利）、Verbio AG（德国）等，其中 Neste Oil、Verbio AG 等为上市公司。

表 9：欧洲主要的生物柴油生产商

公司名称	是否上市	所属国	2018年产能(万吨)	备注
Neste	是	芬兰	300	隶属于芬兰富腾 FORTUM 集团
Avril	否	法国	270	前身为 Sofipetrol
Infinita	否	西班牙	90	隶属于印尼 Musim Mas 集团
Marseglia Group	否	意大利	60	Green Oil 和 Bi Oil 合资
Verbio AG	是	德国	50	Vereinigte BioEnergie
Eni	是	意大利	36	意大利埃尼石油公司
Petrotec AG	是	德国	20	

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

按照 PE 估值给予公司目标价 88 元。选取 2 家欧洲上市的生物柴油上市公司作为可比公司，并选取欧洲、北美和南美具有代表性的生物乙醇（汽油添加剂）生产商作为参考公司，可比公司 Neste 和 Verbio 净利润 2020-2022 年 CAGR 分别为 15.6%和 12.4%，2020-2022 年平均 PE 水平分别为 25、22、19 倍，卓越新能 2020-2022 年净利润预测 CAGR 为 29.7%，远高于可比公司，且预计 2022 年后仍有较高业绩增速，应享有一定的估值溢价，给予公司 2020 年 35 倍 PE（相当于 2021/22 年 26/21 倍 PE），对应目标价 88 元。

表 10：可比公司盈利预测及估值

简称	国家	交易所	单位	产能（万吨）	收盘价	EPS			PE		
						2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
生物柴油											
Neste	芬兰	赫尔辛基	欧元	300	46.62	1.51	1.76	2.02	31	27	23
Verbio	德国	法兰克福	欧元	50	18.80	0.95	1.14	1.20	20	16	16
生物柴油平均									25	22	19
生物乙醇											
CropEnergies	德国	法兰克福	欧元	300	13.54	0.83	1.06	0.97	16	13	14
Green Plains Renewable	美国	纳斯达克	美元	400	16.21	-1.27	0.30	0.83	不适用	54	20
Adecoagro	巴西	纽约	美元	60	4.87	-0.31	0.14	0.32	不适用	34	15
生物乙醇平均									不适用	34	16
卓越新能					61.50	2.52	3.34	4.24	24	18	15

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 10 月 8 日收盘价（卓越新能为 10 月 9 日收盘价），可比公司均为 Bloomberg 一致预期，卓越新能为中信证券研究部预测

按照 PEG 估值给予公司目标价 97 元。预计未来 2-3 年的产能扩张和未来 3-5 年的衍生品业务发展将带动公司未来 5 年业绩较高速增长，看好公司逐步成长为规模、技术在全球范围内有一定影响力的生物柴油生产商。我们预计公司 2020-2022 年复合增速为 29.7%，可比公司 2020 年 PEG 平均水平为 1.8 倍，按照 2020 年 PEG=1.3 给予公司 2020 年 38.6 倍 PE，对应目标价 97 元。

表 11：可比公司 PEG 估值

公司	2020-22 年净利润 CAGR	2020 年 PE	2020 年 PEG
Neste	15.60%	31	1.99
Verbio	12.40%	20	1.61
平均			1.80

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：均为 Bloomberg 一致预期

综合考虑 PE 估值和 PEG 估值方法，遵循谨慎性原则，给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应目标价 88 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,018	1,295	1,550	2,282	3,061
营业成本	858	1,036	1,220	1,801	2,429
毛利率	15.68%	20.00%	21.29%	21.08%	20.64%
营业税金及附加	16	16	19	27	37
销售费用	28	37	40	57	73
营业费用率	2.75%	2.83%	2.60%	2.50%	2.40%
管理费用	17	23	26	37	46
管理费用率	1.65%	1.77%	1.70%	1.60%	1.50%
财务费用	(1)	(3)	(4)	2	4
财务费用率	-0.14%	-0.23%	-0.27%	0.08%	0.13%
投资收益	(9)	(4)	12	12	12
营业利润	140	220	309	410	519
营业利润率	13.76%	16.98%	19.91%	17.95%	16.96%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	139	219	309	409	519
所得税	6	4	6	8	10
所得税率	3.99%	1.73%	2.00%	2.00%	2.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	134	216	302	401	509
净利率	13.14%	16.65%	19.50%	17.59%	16.62%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	224	337	285	505	679
存货	194	223	242	357	482
应收账款	0	38	46	68	92
其他流动资产	42	1,109	1,222	1,239	1,257
流动资产	460	1,707	1,796	2,170	2,509
固定资产	261	284	453	674	851
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	33	51	51	51	51
其他长期资产	64	84	167	153	139
非流动资产	358	419	671	877	1,041
资产总计	818	2,126	2,467	3,047	3,550
短期借款	35	0	118	339	395
应付账款	11	13	16	23	32
其他流动负债	104	29	33	44	55
流动负债	149	43	168	407	482
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	15	15	15	15
非流动性负债	17	15	15	15	15
负债合计	167	58	183	422	497
股本	90	120	120	120	120
资本公积	88	1,259	1,259	1,259	1,259
归属于母公司所有者权益合计	651	2,068	2,284	2,625	3,053
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	651	2,068	2,284	2,625	3,053
负债股东权益总计	818	2,126	2,467	3,047	3,550

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	139	219	309	409	519
所得税支出	-6	-4	-6	-8	-10
折旧和摊销	28	28	43	60	76
营运资金的变化	81	-62	-35	-136	-148
其他经营现金流	12	-2	-19	-13	-11
经营现金流合计	255	179	292	313	426
资本支出	-76	-93	-295	-266	-240
投资收益	-9	-4	12	12	12
其他投资现金流	9	-1,061	-97	3	3
投资现金流合计	-76	-1,157	-380	-251	-224
发行股票	0	1,215	0	0	0
负债变化	70	170	118	221	56
股息支出	0	0	-86	-60	-80
其他融资现金流	-81	-297	4	-2	-4
融资现金流合计	-11	1,087	36	158	-28
现金及现金等价物净增加额	168	109	-52	220	174

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	16.57%	27.22%	19.77%	47.16%	34.14%
营业利润增长率	127.13%	57.04%	40.42%	32.69%	26.78%
净利润增长率	106.26%	61.25%	40.29%	32.70%	26.79%
毛利率	15.68%	20.00%	21.29%	21.08%	20.64%
EBITDA Margin	16.74%	19.02%	22.41%	20.67%	19.56%
净利率	13.14%	16.65%	19.50%	17.59%	16.62%
净资产收益率	20.52%	10.42%	13.24%	15.29%	16.66%
总资产收益率	16.34%	10.14%	12.26%	13.17%	14.33%
资产负债率	20.36%	2.71%	7.41%	13.85%	14.00%
所得税率	3.99%	1.73%	2.00%	2.00%	2.00%
股利支付率	0.00%	40.08%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。