

2022 年 11 月 27 日

博汇股份（300839）\石油化工

困境反转打开高值化发展新局面

投资要点：

燃料油进口渠道的打开叠加自有氢气装置的投产，令公司从本质上改善了原料供应短缺问题，重芳烃及环保芳烃油装置产能利用率大幅提升，叠加传统业务景气高涨，公司盈利能力大幅提升。不仅如此，公司产品也在锂电负极材料等高价值领域的应用上打开了新局面。

➤ 公司原料短缺缓解致困境反转

公司长期深耕燃料油深加工产业，拥有年产40万吨重芳烃、40万吨环保芳烃油产能，下游橡胶、沥青、润滑油行业需求较旺，而上游炼厂一体化致国内燃料油供给紧张，叠加厂区氢气供应不稳，公司往期产能开工较低。

随着今年1.2万方每小时的自有制氢装置投产，以及海外原料进口渠道的逐步打开，基本解决了原料供应问题，公司也迎来困境反转，产能利用率和盈利水平快速提升。

➤ 税务稽查致白油业务盈利高企

公司年产40万吨环保芳烃油加氢装置可生产40万吨工业白油，近两年来随着成品油行业的税务稽查愈发严格，山东等地炼企业多有降负或停产，尤其2022年国内白油产量同比下滑近40%，公司白油盈利水平大幅提升。

➤ 芳烃油高值化利用打开成长空间

为提升芳烃油高值化利用，公司布局了工业白油加氢精制10万吨食品/医药级白油和8万吨轻质白油产能，同时利用重芳烃装置生产锂电负极上游针焦浆料，并在沥青基碳纤维等领域进行探索，有望不断打开成长上限。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为37.4/41.4/46.1亿元，对应增速分别为157%/11%/11%，归母净利分别为1.2/2.9/4.2亿元，对应增速分别为182%/145%/45%，EPS分别为0.68/1.66/2.41元/股，3年CAGR为116%。鉴于公司产能利用率提升、主业盈利高企并不断向高端领域延伸，参考可比公司估值，我们给予公司23年15倍PE，目标价24.9元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动、安全生产风险、在建项目推进不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	972	1458	3742	4143	4609
增长率（%）	17.54%	49.97%	156.65%	10.71%	11.26%
EBITDA（百万元）	87	116	269	479	624
归母净利润（百万元）	58	42	119	292	424
增长率（%）	-23.69%	-27.02%	181.78%	145.40%	45.44%
EPS（元/股）	0.33	0.24	0.68	1.66	2.41
市盈率（P/E）	53.6	73.5	26.1	10.6	7.3
市净率（P/B）	3.7	3.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	34.3	26.6	16.0	8.8	6.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年11月25日收盘价

投资评级：

行 业：

石油化工

投资建议：

买入/（首次评级）

当前价格：

17.63 元

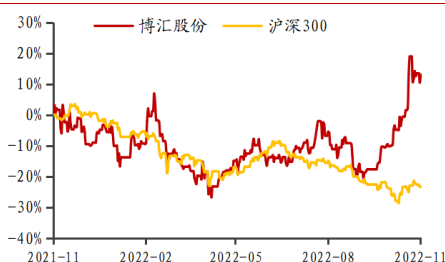
目标价格：

24.9 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	176/79
流通 A 股市值（百万元）	1,396
每股净资产（元）	5.27
资产负债率（%）	59.85
一年内最高/最低（元）	18.67/11.25

股价相对走势



分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人

申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

燃料油进口渠道的打开叠加自有氢气装置的投产，令公司从本质上改善了原料供应短缺问题，重芳烃及环保芳烃油装置产能利用率大幅提升，盈利能力亦快速恢复。公司传统业务景气高涨，尤其工业白油产品受益于山东地炼大幅减产，今年9月以来出货价格逆原油跌势持续上涨，盈利能力大幅提升。不仅如此，公司进一步布局了18万吨白油高端化产能项目，并在锂电负极针状焦、沥青基碳纤维等高价值领域展开了布局或研究。

不同于市场的观点

公司困境反转业绩弹性未被市场充分认知；公司在锂电负极材料、沥青基碳纤维等高价值领域的发展潜力被市场低估。

核心假设

- 1) 重芳烃系列产品：**公司原料端进口渠道不断开拓，原料供应问题得到缓解，重芳烃产能利用率逐年提升，23年达到全年满产。与此同时，重芳烃装置产品结构逐步向针状焦油浆倾斜，拉动重芳烃板块毛利率提升。
- 2) 环保芳烃油产品：**原料紧张问题缓解，氢气供应随着轻烃综合装置投产得到解决，环保芳烃油加氢装置的产能利用率逐年提升。10万吨食品/医药级白油及8万吨轻质白油产能23年年中投产，产品高端化进一步提升环保芳烃油的毛利率水平。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为37.4/41.4/46.1亿元，对应增速分别为157%/11%/11%，归母净利分别为1.2/2.9/4.2亿元，对应增速分别为182%/145%/45%，EPS分别为0.68/1.66/2.41元/股，3年CAGR为116%。

采用PE估值法，2023年可比公司PE平均值为22。考虑到公司原料供应问题缓解，产能利用率不断提升，叠加白油业务景气度不断提升以及公司主业持续向锂电材料等高端领域拓展，我们给予公司2023年PE目标值15倍，对应2023年目标价格为24.9元，相较于当前股价有41%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	公司深耕燃料油深加工业务	5
1.1	公司发展历程	5
1.2	股权结构稳定集中	6
1.3	产业链不断完善并向高端延伸	7
1.4	盈利大幅改善划出业绩拐点	7
2.	重芳烃传统业务改善，白油盈利高企	9
2.1	深加工是燃料油行业主流发展趋势	10
2.2	重芳烃、环保芳烃油业务格局向好	11
2.3	白油业务盈利能力高企	14
3.	芳烃油的高值化利用是公司战略方向	16
3.1	重芳烃油可制备锂电负极材料	16
3.2	白油是锂电湿法隔膜的关键成孔剂	17
3.3	重芳烃可制备沥青基碳纤维	19
4.	盈利预测、估值与投资建议	20
4.1	盈利预测	20
4.2	估值与投资建议	20
5.	风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年三季报)	6
图表 3: 目前公司主要产品及产能情况	7
图表 4: 公司营业收入及同比变动 (百万元, %)	8
图表 5: 公司归母净利润及同比变动 (百万元, %)	8
图表 6: 净利率和 ROE 变动情况	8
图表 7: 公司期间费用率情况	8
图表 8: 各业务毛利率情况	9
图表 9: 公司产业链图	10
图表 10: 中国高速公路里程与石油沥青表观消费量	11
图表 11: 防水企业沥青和改性沥青防水卷材产量	11
图表 12: 我国橡胶产量及其变动情况	12
图表 13: 我国润滑油表观消费量	12
图表 14: 燃料油供应量跟随原油加工量波动上行	13
图表 15: 不同类别的白油应用领域及占比	14
图表 16: 2012-2020 年中国白油产量及增速	15
图表 17: 2017-2020 年中国白油消费量及增速情况	15
图表 18: 国内白油、燃料油与国际原油价格变动比较	16
图表 19: 负极材料需求快速提升	17
图表 20: 针状焦表观消费量及进口量	17
图表 21: 湿法隔膜加工工艺示意图	17
图表 22: 双拉湿法隔膜孔道示意图	17

图表 23: 我国锂电池隔膜出货量变动情况	18
图表 24: 我国锂电池隔膜产能变动情况	18
图表 25: 2022-2025 年锂电池隔膜需求量测算	18
图表 26: 沥青基碳纤维与聚丙烯腈基碳纤维性能差异对比	19
图表 27: 公司营收测算汇总 (百万元)	20
图表 28: 可比公司估值对比表	21

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用, 未经许可, 不得外传。

1. 公司深耕燃料油深加工业务

公司以绿色创新为导向，专注燃料油的深加工，拥有业内领先的溶剂精制、加氢裂解等深加工技术，产品质量优良，是国内燃油深加工领域综合实力较强的企业之一。

1.1 公司发展历程

公司总部位于浙江宁波，前身为宁波博汇石油化工有限公司，成立于 2005 年，主营燃料油的综合利用。

2008 至 2012 年，公司先后获得“催化油浆间歇加工生产工艺”、“重油短程蒸馏（分子蒸馏）连续生产工艺”发明专利。

2016 年，公司 40 万吨/年混合芳烃扩建项目试生产，扩大产能以满足市场需求。

2018 年 3 月，公司引进国内首套荷兰壳牌高压加氢异构脱蜡专利技术，同年 7 月，公司年产 60 万吨环保芳烃油及联产 20 万吨石蜡生产项目开始开工建设。该项目部分装置于 2020 年 4 月投入试生产，并于 2021 年 6 月正式投产。

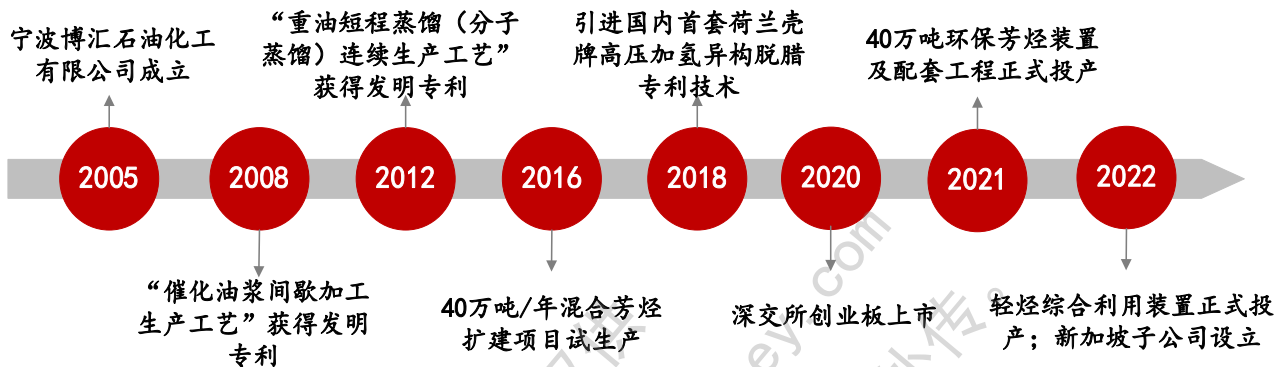
2020 年 6 月，公司在深交所创业板上市。

2022 年 6 月，公司轻烃综合利用装置正式投产，为公司环保芳烃油加氢装置提供原料氢气。

2022 年 9 月，公司设立新加坡全资子公司，开拓海外原料进口渠道。

目前，公司拥有年产 40 万吨重芳烃和年产 40 万吨环保芳烃油的生产能力，拥有自主专利 40 余项，并荣获未来工厂、国家高新技术企业、专精特新小巨人、国家级工业产品绿色设计示范企业等荣誉，在燃料油深加工行业已具有较强的影响力。

图表 1: 公司发展历程



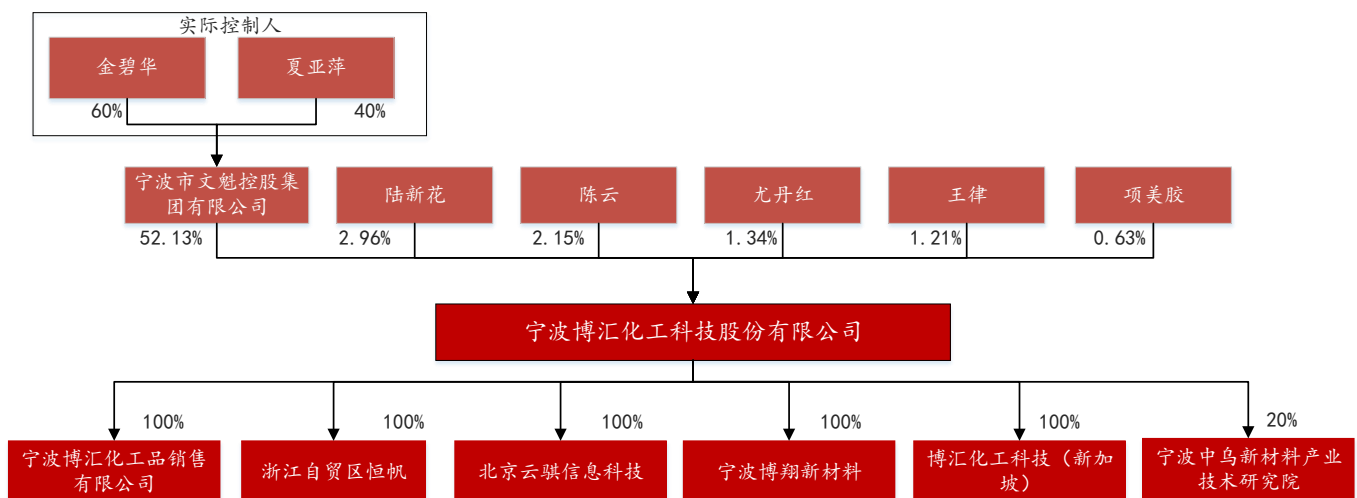
来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

1.2 股权结构稳定集中

公司实际控制人为金碧华和夏亚萍夫妇，二人通过宁波文魁集团间接持有公司 52.13% 的股份，金碧华先生现任公司董事长，负责集团内的全面经营管理工作。上市以来，公司控股股东和实际控制人未发生变更，股权结构较为稳定。

公司旗下现有 6 家全资或参股子公司，除宁波中乌和宁波博翔外，均为贸易或技术咨询类公司。宁波中乌新材料产业技术研究院主要从事新型催化剂材料及助剂等新材料研究。宁波博翔新材料和新加坡子公司均于 2022 年成立，宁波博翔主要从事新材料的研发和推广，新加坡子公司主要为拓展原料渠道和海外市场。

图表 2: 公司股权结构（截至 2022 年三季度）



来源：iFind，国联证券研究所

1.3 产业链不断完善并向高端延伸

公司主营燃料油的深加工，主要产品包括重芳烃、环保芳烃油、轻质燃料油以及白油等产品，主要用于道路、建材、橡胶、润滑油、交通运输等行业。

截至 2021 年末，公司拥有年产 40 万吨芳烃生产装置，主要用于生产重芳烃、轻质燃料油等，40 万吨环保芳烃油加氢装置用于生产环保芳烃油。

目前，公司正式建设“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目”，将产业链向下延伸至高端食品级/化妆品级白油；同时，对低分气、循环氢外排气等富含氢气的废气进行氢气回收，减缓环保芳烃油产品生产氢气不足的问题。

不仅如此，公司还积极拓展重芳烃产品在针状焦领域的生产应用，以提高重芳烃产品的附加值，同时探索重芳烃产品在碳纤维领域的应用。

图表 3：目前公司主要产品及产能情况

产品	产能	21 年产能利用率	对应项目	备注
重芳烃、轻质燃料油等	40 万吨	66.87%	40 万吨芳烃生产装置项目	已具备满负荷生产能力
环保芳烃油（含工业白油）	40 万吨	60.74%	60 万吨/年环保芳烃油及联产 20 万吨/年石蜡生产项目	部分建成投产
食品、化妆品级白油	10 万吨	-	环保芳烃油升级项目	在建，外售
轻质白油	8 万吨	-		
氢气	12000Nm ³ /h	-	轻烃综合利用项目	已投产，自用

来源：公司公告，国联证券研究所

另外，公司地理位置较为优越，唯一生产基地位于国家一级化工园区——浙江省宁波市石化经济技术开发区内。长三角沿海地区，基础设施完善，并且均具有良好的大型港口，对于具有大宗散货性质重芳烃产品、普通环保芳烃油产品和原材料，海运为主的运费优势明显。同时，公司贴近华东消费市场，具有明显区位优势。

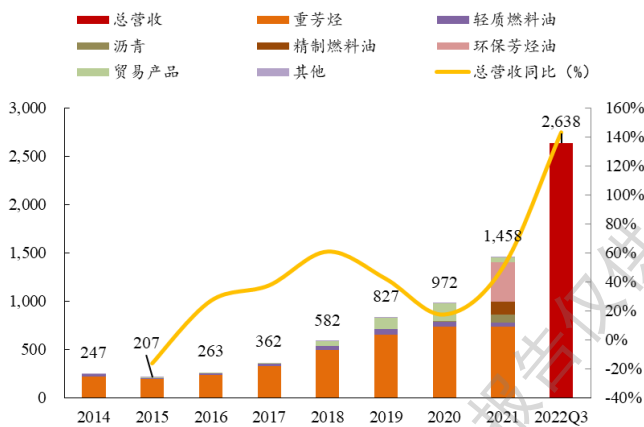
1.4 盈利大幅改善划出业绩拐点

营收持续增长，利润大幅提升。公司营业收入从 2014 年的 2.47 亿元提升至 2021 年的 14.58 亿元，年均复合增速达 28.9%；归母公司净利润则在 2019 年到 2021 年呈负增长趋势，主要系近年原材料短缺和价格变动所致。

2022 年以来，受益于 40 万吨/年环保芳烃油项目投产后产销量增加，以及重芳烃项目销量提升，公司业绩大增长，前三季度营业收入同比增加 143.2%，归母利

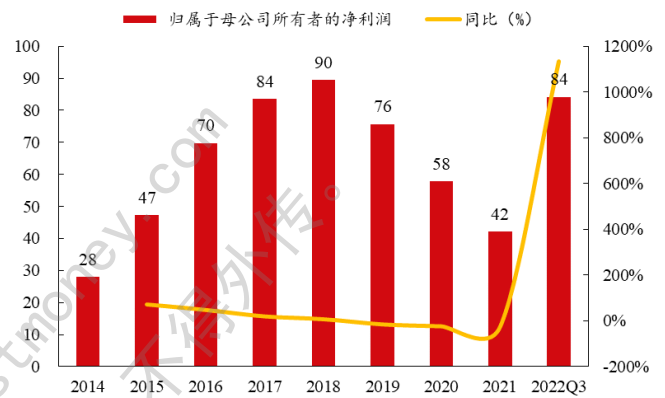
润同比上涨 1133.3%。

图表 4: 公司营业收入及同比变动 (百万元, %)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 5: 公司归母净利润及同比变动 (百万元, %)



来源: wind, 国联证券研究所

公司盈利能力逐步恢复。2016 至 2018 年, 公司盈利能力较强, ROE 维持在 20%以上水平, 净利润率也在 15%以上。但 2019 年以来, ROE 及净利率降幅明显, 2020 年二者均跌至 10%之下, 主要系原材料价格波动较大及未能完全向下游传导且设备产能利用率较低所致。2022 年伴随着公司原料采购渠道的拓展, 及白油等产品景气提升, 公司盈利能力逐步恢复, 2022 年前三季度 ROE 已恢复至 8.9%。

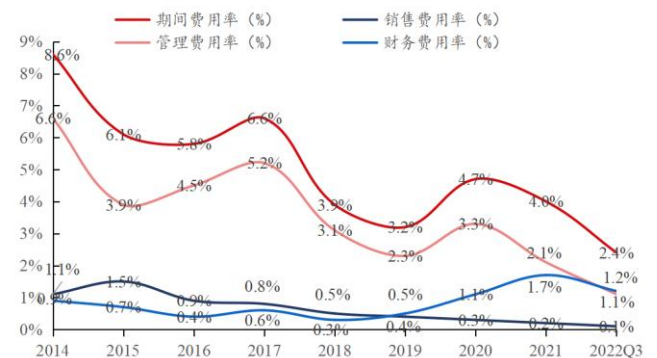
公司期间费用率整体保持下行趋势。公司销售费用率低于绝大部分同行可比公司, 主要系公司客户合作关系稳定和运输费用由客户承担所致。2020 年管理费用率因上市因素增长较快, 随后保持下行趋势。2019 年以来, 公司财务费用率逐渐上升, 主要系公司经营规模不断扩大, 贷款规模增加, 利息增加所致。

图表 6: 净利率和 ROE 变动情况



来源: wind, 国联证券研究所

图表 7: 公司期间费用率情况



来源: wind, 国联证券研究所

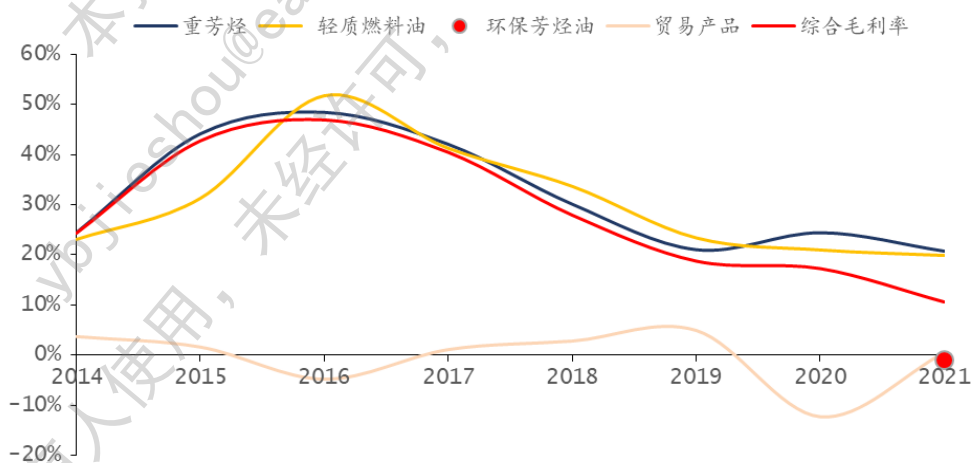
2021 年以前, 公司综合毛利率基本跟随重芳烃毛利率水平, 轻质燃料油为重芳

烃联产品，毛利水平相当。受原料价格和供给影响，重芳烃和轻质燃料油毛利率呈现下降趋势。

2021 年，公司 40 万吨/年环保芳烃油装置投产，但由于氢气供应不足，负荷较低，导致环保芳烃油毛利率为负，拖累综合毛利率下行。公司 1.2 万方/小时制氢装置已于 2022 年 6 月底投产，公司环保芳烃油毛利率有望显著改善。

公司贸易产品利润微薄。2020 年，受到国际油价波动影响，公司大量购入进口燃料油，而公司产能和仓储能力有限，故在市场低价时出售燃料油而产生贸易亏损。

图表 8: 各业务毛利率情况



来源: wind, 国联证券研究所

2. 重芳烃传统业务改善，白油盈利高企

公司利润主体源于溶剂精制重芳烃、环保芳烃油加氢两套装置，二者均属燃料油深加工，但由于未建环保芳烃油加氢原料的预处理装置，二者所耗原料油品质略有不同。

燃料深加工下游橡胶、沥青、润滑油以及船用燃料油整体需求较旺且增长较快，但原料供给相对紧张，公司现已打开原料进口渠道，并配置了制氢装置，产能利用率快速提升，业务整体格局向好。

公司主业放量的同时，恰逢国内成品油税务稽查，山东地炼白油大幅减产或停产，公司白油业务盈利高企，有望进一步提升公司的业绩弹性。

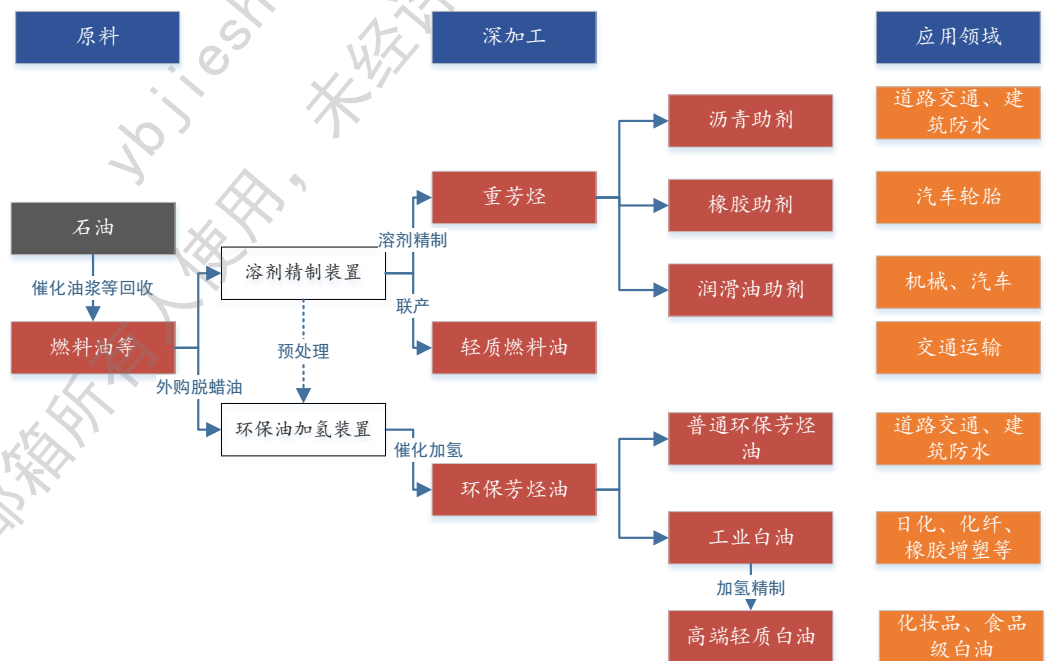
2.1. 深加工是燃料油行业主流发展趋势

公司业务主要围绕着燃料油深加工展开。

燃料油是石油炼制工艺的最末端的产品。原油经蒸馏、催化裂化等步骤将轻质组分提取完毕后，剩下来以多种重芳烃、非烃化合物、胶质、沥青质等为主要成分的油浆，即为燃料油。

燃料油的特点是分子量较高、粘度适中、流动性好、热值高、发热量大，通常用作燃料，但燃料油中硫、氮等杂质含量较高，且含油催化剂残留，燃烧不仅会产生氮氧化物、硫化物、以及硅酸盐粉尘，对环境污染较重。而燃料油的深加工利用方式具有环保、低污染的特点，顺应能源清洁利用政策，逐渐成为主流发展趋势。

图表 9：公司产业链图



来源：公司公告，环境评价报告，国联证券研究所

公司通过溶剂精制分离装置将燃料油分离制得重芳烃联产轻质燃料油。重芳烃可进一步细分为沥青助剂、橡胶助剂和润滑油助剂，分别用于道路交通、建筑防水、汽车轮胎、机械、汽车等领域；轻质燃料油则可用于船用燃料油的调和组分，是中低速船舶的优质燃料，也可作为工业锅炉燃料。

环保油加氢装置为公司另一龙头装置，通过对预处理的燃料油加氢制备环保芳烃油，包含普通环保芳烃油和工业白油，前者稠环芳烃含量低且污染小，用于日化用品、纺织、化纤、橡胶、工业润滑等多个领域，后者可进一步加氢制备高端轻质

白油，用于化妆品、食品等领域。

2.2. 重芳烃、环保芳烃油业务格局向好

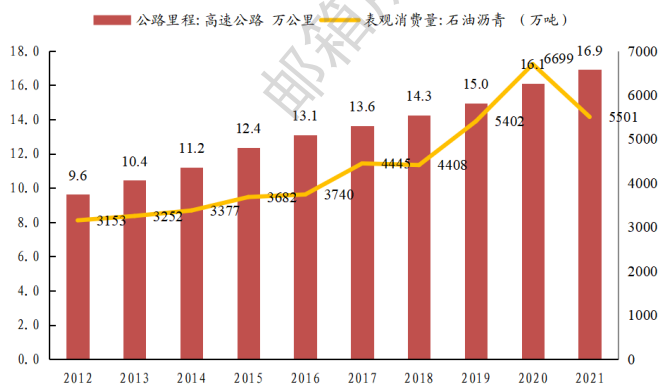
重芳烃、环保芳烃油均为燃料油深加工产品，在橡胶、沥青、交通运输等行业用途广泛，燃料油深加工需求端整体向好，而环保芳烃油则安全、环保，进一步拓宽了芳烃油发展空间。

沥青助剂用以改性沥青，是重要的燃料油深加工产品，多用于高速公路建设、改性沥青防水卷材。2012 年以来，我国高速公路里程数从 9.6 万公里提升至 16.9 万公里，年均复合增速达 6%，相应地石油沥青消费类从 3153 万吨提升至 5501 万吨，年均复合增速达 6%。

防水卷材领域的沥青助剂需求保持着高速增长。2015 年至 2021 年，我国规模以上防水企业的沥青和改性沥青防水卷材产量从 2015 年的 7.4 亿平方米提升至 29.6 亿平方米，年均复合增速达 26%。

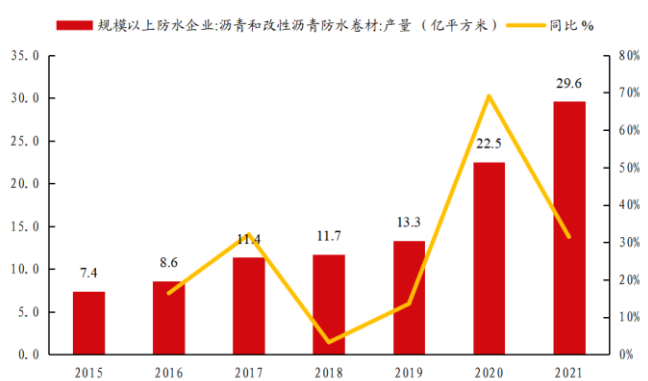
尽管 2021 年石油沥青消费量略有下行，但随着我国城市化水平的持续提升，高速公路建设需求、防水工程耗材需求亦有望持续增长，进而拉动石油沥青消费稳步提升。

图表 10: 中国高速公路里程与石油沥青表观消费量



来源：国家统计局，Wind，百川盈孚，国联证券研究所

图表 11: 防水企业沥青和改性沥青防水卷材产量

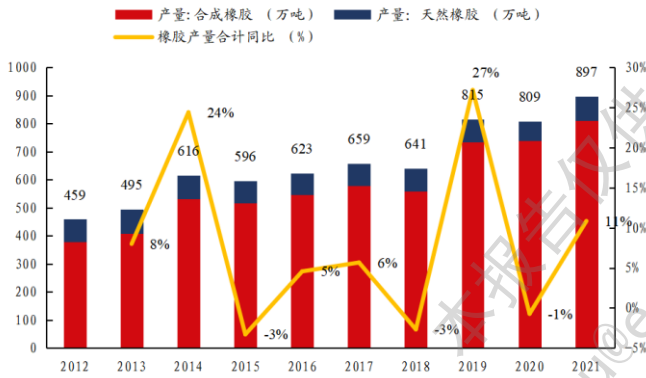


来源：Wind，国联证券研究所

橡胶助剂是燃料油深加工另一重要产品，用以合成橡胶或天然橡胶改性。橡胶助剂需求亦跟随橡胶产量波动。2012 年至 2021 年，我国橡胶产量从 459 万吨增长至 897 万吨，年均复合增速达 8%。橡胶产量的快速增长支撑着橡胶助剂需求持续提升。

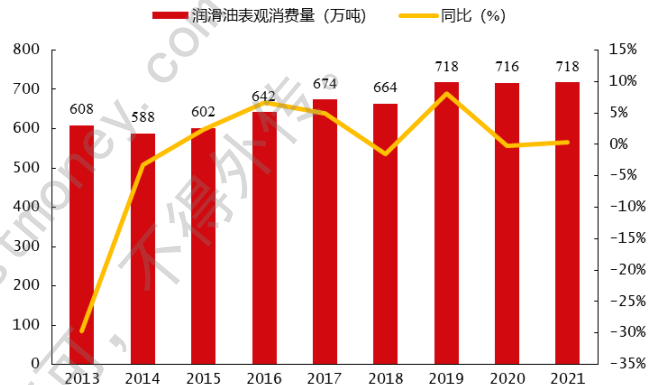
润滑油及其助剂需求增速相对较缓，2013 年以来，润滑油表观消费量缓慢提升，从 608 万吨提升至 2019 年的 718 万吨，年均复合增速为 3%，近三年由于疫情及宏观需求下行，润滑油消费量基本稳定在 718 万吨水平，对应助剂需求亦基本稳定。

图表 12：我国橡胶产量及其变动情况



来源：中国橡胶信息贸易网，国联证券研究所

图表 13：我国润滑油表观消费量



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

另外，轻质燃料油主要用于船运的燃料。受到船用燃料油限硫令和船运行业波动的影响，未来一段时间船用燃料油预计将仍以低硫燃料油为主，低硫轻质燃料油需求有望持续旺盛。

重芳烃中的稠环芳烃对人类健康和环境具有一定威胁，环保芳烃油不仅具有传统芳烃油闪点高、耐高温、抗老化等特点，而且还具有稠环芳烃的含量低、对环境的污染少等优势。出口欧盟等发达国家的轮胎等产品多受稠环芳烃含量限制，环保芳烃油有助于降低产品稠环芳烃含量，在出口产品市场更具优势，有望进一步拓宽了芳烃油的市场空间。

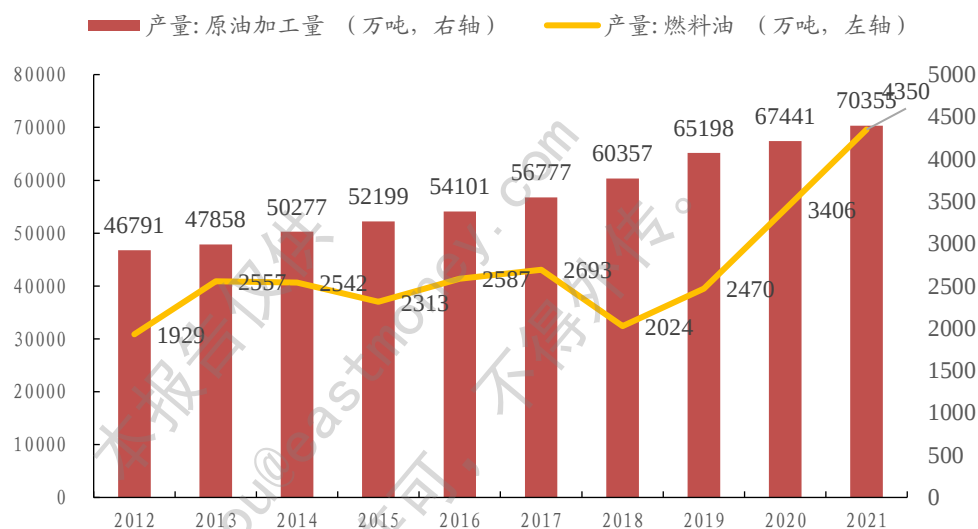
据公司环评报告统计，我国每年传统芳烃油的需求量近 200 万吨，而环保芳烃油的年产量不足 10 万吨，国内缺口很大。周边国家如越南、菲律宾、马来西亚、韩国、日本等传统橡胶生产大国，环保芳烃油的缺口达 150 万吨/年，具有较大的市场潜力和较好的业务前景。

从原料端来看，燃料油的供应相对紧张。

我国燃料油产量整体跟随原油加工量的增加而不断提升，根据国家统计局数据，2012 年至 2021 年，我国原油加工量从 4.68 亿吨增长至 7.04 亿吨，年均复合增速为 5%，相应的燃料油产量从 1929 万吨提升至 4350 万吨，年均复合增速达 9%。尽管燃料油产量高速增长，但重芳烃需求旺盛及低硫船用燃料油需求的不断释放，燃料

油供给端仍呈现紧张态势。

图表 14：燃料油供应量跟随原油加工量波动上行



来源：国家统计局，国联证券研究所

竞争相对缓和，同行业呈区域错位竞争。受限于石油炼化产业布局，我国燃料油深加工企业多集中在山东、江苏、浙江等地，行业内竞争对手相对较少，且呈现区域性错位，竞争相对缓和。

公司具备一定技术优势，且原料问题正逐步解决。

公司在燃料油深加工行业深耕多年，重视技术研发和工艺改良，拥有自主研发的间歇式、连续式生产工艺以及分子蒸馏和沉降等技术，现拥有年产 40 万吨重芳烃和年产 40 万吨环保芳烃油的生产能力。

公司的重芳烃产品的收率较高，且在粘度、凝点、闪点及芳烃含量均比等重要指标具有一定优势。环保芳烃油装置则为引进国内的首套壳牌高压加氢异构脱蜡专利技术。年产 40 万吨环保芳烃油生产装置项目协议签订始于 2018 年，已于 2021 年 6 月底正式投产，公司利用该技术生产的环保芳烃油比国内其他技术收率更高，且品质较好，可用于替代进口产品。

公司燃料油供应商较为集中，主要为中石化、中石油、中海油，随着部分石油炼化企业自配燃料油深加工装置后外售减少，公司的燃料油供应偏紧。21 年受制于燃料油及氢气的供应，公司重芳烃和环保芳烃油的产能利用率分别仅为 66.87%、60.74%。

燃料油方面，公司积极开拓进口采购渠道，并于 22 年 9 月设立了新加坡全资子公司，以拓宽进口燃料油的采购方式，取得了较大的突破和进展；**氢气供应上**，公司投建了轻烃综合利用项目配置了 12000 Nm³/h 的制氢装置，现已于 2022 年 6 月底正式投入生产，为公司环保芳烃油加氢装置提供原料。目前，公司燃料油及氢气供应问题的不断解决，重芳烃和环保芳烃油的产能利用率和盈利水平有望持续改善。

2.3. 白油业务盈利能力高企

公司 40 万吨环保型芳烃油产能可全部用于生产白油，即对应 40 万吨工业白油产能。另外为进一步延伸产业链，提升产品附加值和经济效益，公司布局了环保芳烃油升级项目，以 40 万吨环保芳烃油产品为原料，生产 10 万吨/年高端食品级/化妆品级白油和 8 万吨/年轻质白油。

白油是一种经过提纯、加氢饱和的正构窄馏分的混合脂肪烃，呈固形白色。白油芳香烃、含氮、氧、硫等物质极少，具有良好的氧化安定性，化学稳定性，光安定性，无色、无味，不腐蚀纤维纺织物。

白油广泛应用于化妆品、医药、食品、塑料、化纤和轻工行业，按用途白油可分为四类，即工业白油、化妆品级白油、食品级白油和医药级白油。

图表 15：不同类别的白油应用领域及占比

类别	具体的应用领域	应用占比
工业白油	化纤、铝材加工、橡胶增塑、纺织机械、精密仪器的润滑及压缩机密封用油	82%
化妆品级白油	用于化妆品工业原料，制作发乳、发油、唇膏、护肤脂等	12%
食品级白油	用于与食品非直接接触的食品加工机械设备的润滑，包括粮油、果蔬、乳制品等食品工业加工设备的润滑	6%
医药级白油	用于医疗器械、制药工业等领域。	

来源：公司公告，观研天下，国联证券研究所

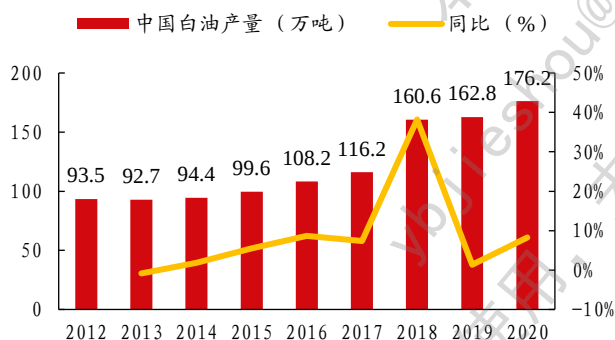
伴随着生活水平的提高，大众对于化妆品、食品、医药需求不断增加，带动着白油需求的不断增加。但国内白油生产起步较晚，工艺相对落后，质量与国外相比有一定差距，国内白油市场目前以生产工业级白油为主，高技术含量的食品级、化妆品级、医药级白油年产能占国内总产能的比例较低。

我国白油供求情况基本为中低档白油供大于求，高档白油大量依靠进口。白油产量主要跟随需求端变动，根据华经产业研究院数据，2012 年至 2020 年我国白油产量从 93.5 万吨提升至 176.2 万吨，年均复合增速为 7%；白油消费量从 2017 年

124.9 万吨提升至 2020 年的 194.3 万吨，年均复合增速达 16%。尽管国内需求高速增长，但白油产能仍有较多富余，根据百川盈孚数据，目前白油产能逾 800 万吨，低端白油过剩严重。

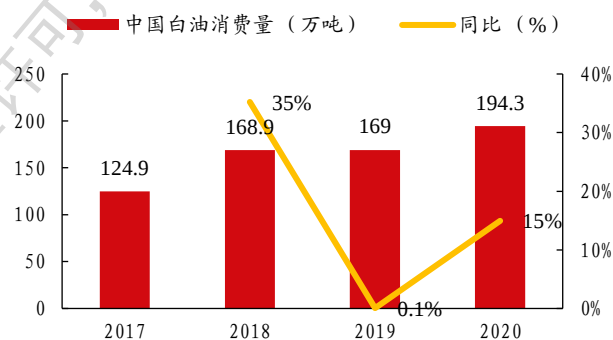
而高端白油存供给缺口，根据隆众资讯的数据，目前食品级/化妆品级、医药级白油等高档白油的市场每年缺口近 35 万吨依赖进口。再者，2018 年国家对白油标准进行了修订，提高了硫含量、芳烃含量、运动粘度等核心指标要求，对于传统非临氢的白油生产工艺带来较大挑战，为加氢工艺和高端白油带来更为宽广的发展空间。

图表 16: 2012-2020 年中国白油产量及增速



来源：华经产业研究院，国联证券研究所

图表 17: 2017-2020 年中国白油消费量及增速情况



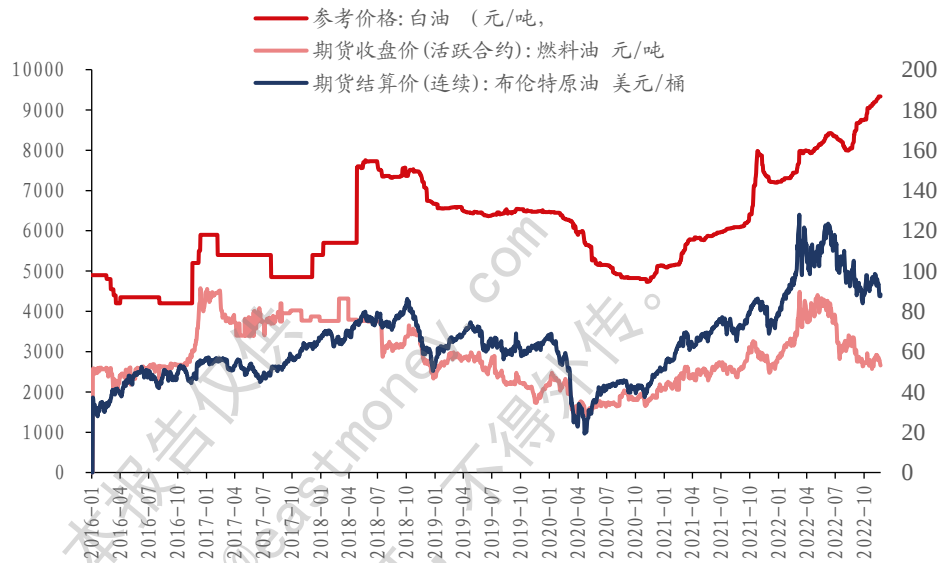
来源：华经产业研究院，国联证券研究所

山东地炼减产，白油盈利高涨。我国白油产能主要集中在华东地区，尤其集中在山东地炼等企业，根据百川盈孚数据，当前山东白油产能近 33.5 万吨，约占总产能的 40%。

我国成品油行业存在着较为严重的偷漏税现象，中小地炼企业问题尤为突出。2022 年初全国两会上有代表建议，“当前不带票成品油资源占全国成品油资源的比例在 1/4 以上，若不及时治理，未来将积重难返”。近两年来，国家显著加大了对成品油行业偷税漏税行为的打击力度，开启了全国范围内的成品油消费税稽查。

受税务稽查等因素影响，今年以来山东地炼减产明显，根据百川盈孚数据，2022 年 1-10 月份白油产量下滑了近 40%。白油产量下行叠加需求持续增长，白油价格大幅上行。尤其 2022 年下半年以来，原料端原油、燃料油价格下行，而白油价格继续上涨，从 7 月初的 8338 元/吨提升至 9335 元/吨，白油业务盈利能力高涨。

图表 18: 国内白油、燃料油与国际原油价格变动比较



来源: Wind, 国联证券研究所

3. 芳烃油的高值化利用是公司战略方向

公司积极开展重芳烃等产品在新能源、新材料等高价值领域的应用拓展, 重芳烃及白油在锂电负极、锂电隔膜、沥青基碳纤维等场景具有较好的应用前景。

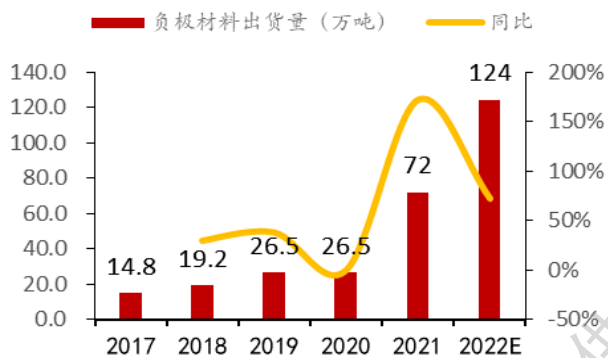
3.1. 重芳烃油可制备锂电负极材料

公司重芳烃部分产品可用于生产针状焦, 后者为锂电负极材料。

针状焦具有低热膨胀系数、低空隙度、低硫、低灰分、低金属含量、高导电率及易石墨化等一系列优点, 所以被视为优质的锂离子电池负极材料原料, 尤其油头针状焦具有明显的环保优势、生产成本低, 日益受到重视。随着新能源汽车的快速发展, 带动电池负极材料需求高涨。

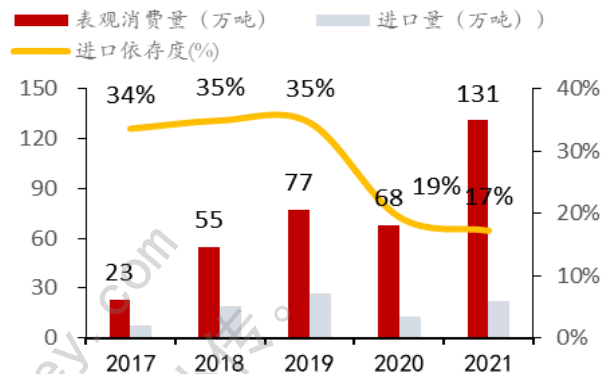
根据中商产业研究院数据, 锂电负极材料出货量从 2017 年的 14.8 万吨上涨至 2021 年的 72 万吨, 年均复合增速达 49%。负极材料需求高增进一步拉动针状焦需求量快速提升, 我国针状焦需求量从 2017 年的 23 万吨上涨至 2021 年的 131 万吨, 年均复合增速达 55%, 尤其 2021 年同比增长达 93%。在需求高速增长背景下, 针状焦供不应求, 2021 年需求量中尚有 17% 依赖进口补充。

图表 19: 负极材料需求快速提升



来源: GGII, 国联证券研究所

图表 20: 针状焦表观消费量及进口量



来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

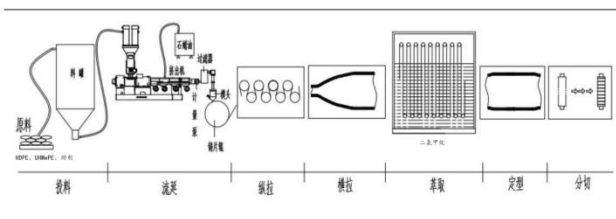
目前, 公司用于针状焦领域的重芳烃每月已有 3000 吨左右的稳定销售, 同时公司也将通过不断开拓新的针状焦生产客户, 逐步提高重芳烃用于针状焦产品的产量和销量, 提高重芳烃产品附加值。

3.2. 白油是锂电湿法隔膜的关键成孔剂

锂电隔膜具有微孔结构, 可以让锂离子自由通过的同时阻止电子通过, 从而实现在充放电过程中锂离子能够在正负极之间的快速传输。根据制备工艺不同, 锂电隔膜分为干法隔膜与湿法隔膜, 干法直接拉伸形成银纹等微缺陷致孔, 而湿法需要将聚烯烃和成孔剂熔融混合并均匀混合, 流延成片后经萃取移除造孔剂制得。湿法隔膜由于孔隙均匀, 内阻小, 且拉伸性能较好, 是最主流的锂电隔膜工艺。

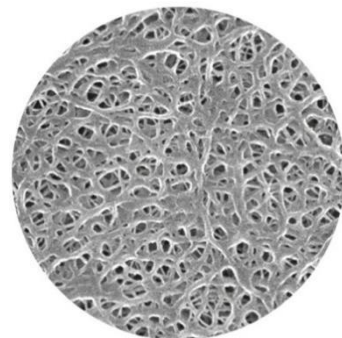
锂电隔膜对白油在纯度、色度、闪点、运动粘度、易碳化物等指标上提出了新的要求, 因而其附加值也相对较高。

图表 21: 湿法隔膜加工工艺示意图



来源: 《浅析锂离子电池用聚烯烃隔膜的现状》, 国联证券研究所

图表 22: 双拉湿法隔膜孔道示意图



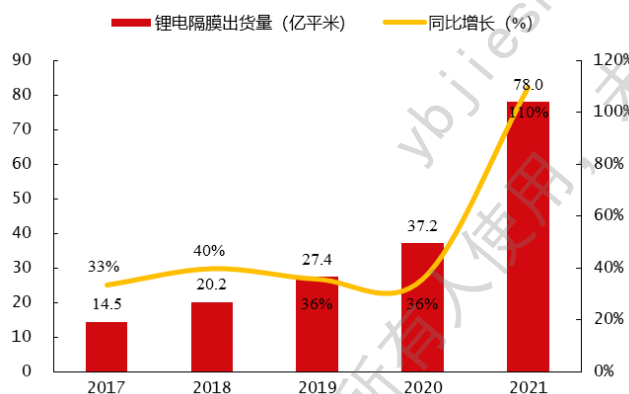
来源: 沧州明珠官网, 国联证券研究所

新能源驱动隔膜产业快速发展。2017 年我国锂电池隔膜出货量为 14.5 亿平米,

至 2021 年已经迅速提升至 78 亿平米，年均复合增速达 52%，尤其是 2021 年出货量同比增速接近 110%。与此同时，我国锂电池隔膜产能由 35.4 亿平米大幅扩张至约 134 亿平米，年均复合增速达 39.5%，且 2017 年以后，锂电池隔膜产能的扩张主要以湿法工艺隔膜为主，2021 年湿法隔膜产能占比近 75%。

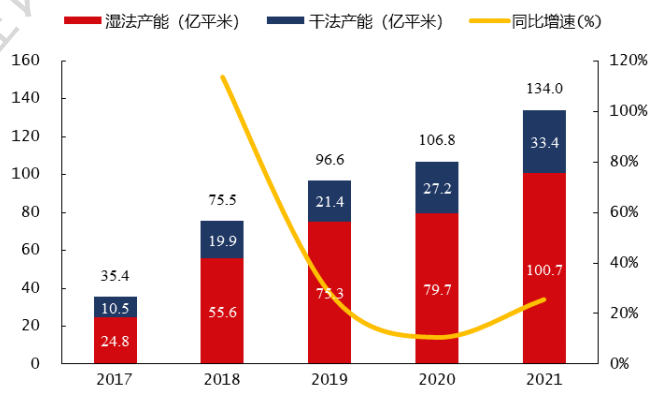
根据我们预测，2025 年中国锂电池需求量将达 1053GWh，全球锂电池需求量将达到 2021GWh，按 1GWh 锂电池对应隔膜需求约 1,500 万平米测算，2025 年全球锂离子电池隔膜需求空间有望达 303 亿平米。锂电池隔膜孔隙率一般介于 35%-50%，湿法隔膜密度为 0.95g/cm³，厚度 9-12 μm，假设 25 年 75%为湿法隔膜，我们测算得 25 年全球湿法隔膜需求量以重量计接近 21600 吨，对应白油需求量约 9200 吨，具有一定的市场空间。

图表 23: 我国锂电池隔膜出货量变动情况



来源: GGII, 国联证券研究所

图表 24: 我国锂电池隔膜产能变动情况



来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 25: 2022-2025 年锂电池隔膜需求量测算

	2022	2023	2024	2025
全球: 新能源车销量合计 (万辆)	965	1278	1665	2230
国内: 新能源车销量合计 (万辆)	520	688	840	980
动力电池系数	0.51	0.57	0.61	0.62
国内动力类电池 (gwh)	265.9	389.5	512.4	607.6
国内消费类电池 (gwh)	84.0	92.4	101.7	111.8
国内储能电池 (gwh)	81.3	130.1	208.2	333.1
国内锂电池合计 (gwh)	431.2	612.1	822.3	1052.5
锂电隔膜系数 (亿平米/gwh)	0.15	0.15	0.15	0.15
国内锂电隔膜需求量	64.69	91.81	123.34	157.88
海外: 新能源乘用车销量 (万辆)	445.1	589.7	825.0	1250.0
动力电池系数	0.51	0.57	0.61	0.62
国外动力类电池 (gwh)	227.6	333.9	503.3	775.0
国外消费类电池 (gwh)	59.5	65.4	71.9	79.1
国外储能电池 (gwh)	40.5	60.8	91.1	113.9
国外锂电池合计 (gwh)	327.6	460.1	666.3	968.0

锂电隔膜系数(亿平米/gwh)	15%	15%	15%	15%
国外锂电隔膜需求量(亿平米)	49.14	69.01	99.95	145.21
全球锂电隔膜需求量(亿平米)	113.8	160.8	223.3	303.1
对应白油致孔剂大致需求(吨)	3446	4869	6762	9178

来源：国联证券研究所测算

3.3. 重芳烃可制备沥青基碳纤维

油头重芳含碳量高，98%以上的芳烃由五环和六环构成，且分布较为均匀，经过催化剂脱除处理后，即为制备沥青基碳纤维较优良的原料。

碳纤维材料拥有极其优越的比强度、比模量及高温稳定性，具备不可替代的优势，在国防和民用领域均有广泛的应用前景。

目前，沥青基碳纤维和聚丙烯腈碳纤维为相对主流的碳纤维生产工艺，我国聚丙烯腈碳纤维产业化发展相对成熟，我国吉林化纤、中复神鹰、江苏恒神等企业已实现了千吨级产能规模，而沥青基碳纤维的研究相对较晚，在产业化上相对薄弱。

沥青基碳纤维相较于聚丙烯腈基碳纤维具有高弹性模量、高导热、更好的尺寸稳定性等特点，且相对于聚丙烯腈，重芳烃原料成本相对更低，因此沥青基碳纤维具有较好的产业化前景。

目前，公司正积极探索重芳烃产品在碳纤维领域的应用。

图表 26：沥青基碳纤维与聚丙烯腈基碳纤维性能差异对比

项目	沥青基碳纤维（长丝）	聚丙烯腈基碳纤维
拉伸弹性模量/Gpa	55-900	160~600
拉伸强度/Mpa	~4000	~6400
密度/(g/cm3)	2.0~2.2	1.7~1.9
导热率/(W/mK)	~900	~200
主要用途	运动用具、人工卫星等	飞机、运动用具等

来源：《沥青基及聚丙烯腈基碳纤维的功能和用途》，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 重芳烃系列产品：公司原料端进口渠道不断开拓，原料供应问题得到缓解，重芳烃产能利用率逐年提升，23 年达到全年满产。与此同时，重芳烃装置产品结构逐步向针状焦油浆倾斜，拉动重芳烃板块毛利率提升。

2) 环保芳烃油产品：原料紧张问题缓解，氢气供应随着轻烃综合装置投产得到解决，环保芳烃油加氢装置的产能利用率逐年提升。10 万吨食品/医药级白油及 8 万吨轻质白油产能 23 年年中投产，产品高端化进一步提升环保芳烃油的毛利率水平。

基于以上核心假设，我们预计公司 2022-24 年收入分别为 37.4/41.4/46.1 亿元，对应增速分别为 157%/11%/11%，归母净利分别为 1.2/2.9/4.2 亿元，对应增速分别为 182%/145%/45%，EPS 分别为 0.68/1.66/2.41 元/股，3 年 CAGR 为 116%。

图表 27：公司营收测算汇总（百万元）

	2021	2022	2023	2024
营业收入合计	1,458	3,742	4,143	4,609
同比增长率	50%	157%	11%	11%
毛利润	153	364	579	739
毛利率	11%	10%	14%	16%
重芳烃				
营业收入	735	1,853	1,934	1,811
毛利润	152	195	257	275
毛利率	21%	11%	13%	15%
轻质燃料油				
营业收入	45	113	118	110
毛利润	8.9	11.6	15.5	16.6
毛利率	20%	10%	13%	15%
环保芳烃油				
营业收入	410	1,671	1,986	2,583
毛利润	-4.1	157.1	305.8	446.9
毛利率	-1%	9%	15%	17%
贸易产品				
营业收入	53	55	55	55
毛利润	0.2	0.3	0.3	0.3
毛利率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%

来源：iFind，国联证券研究所

4.2. 估值与投资建议

采用 PE 估值法，2023 年可比公司 PE 平均值为 22。考虑到公司原料供应问题缓解，产能利用率不断提升，叠加白油业务景气度不断提升以及公司主业持续向锂电材料等高端领域拓展，我们给予公司 2023 年 PE 目标值 15 倍，对应 2023 年目标价格为 24.9 元，相较于当前股价有 41% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
000819	岳阳兴长	66.66	21.76	0.26	0.90	1.42	84.83	24.07	15.35
603003	龙宇燃油	30.30	7.53	0.17	0.22	0.28	43.91	33.68	26.58
002408	齐翔腾达	215.20	7.57	0.75	0.93	1.06	10.11	8.16	7.11
平均值							46.28	21.97	16.35
300839	博汇股份	30.99	17.63	0.68	1.66	2.41	25.93	10.62	7.32

来源：Wind，国联证券研究所；股价为 2022 年 11 月 25 日收盘价；可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1) 产品价格大幅波动

公司所生产的重芳烃产品、环保级芳烃油产品均属大宗类商品，市场受多种因素影响，价格波动具有一定不确定性，若产品价格大幅下滑会对公司盈利能力产生不利影响。

2) 安全生产风险

公司 40 万吨环保芳烃油加氢装置内发生的加氢反应为放热反应，对公司的工艺技术和安全生产规范有着较高的要求，主要是对反应温度的精确控制，否则可能发生较为严重的安全生产风险。

3) 在建项目推进不及预期

公司现有 10 万吨食品/医药级白油及 8 万吨轻质白油产能正在建设，项目建设不及预期将对公司未来盈利能力产生不利影响。

4) 行业空间测算偏差风险

市场空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	50	93	374	414	461	营业收入	972	1458	3742	4143	4609
应收账款+票据	0	1	2	2	3	营业成本	806	1305	3379	3564	3871
预付账款	14	12	61	68	76	税金及附加	22	18	43	46	51
存货	154	213	569	600	652	营业费用	3	3	7	8	9
其他	340	392	992	1093	1210	管理费用	66	61	129	135	145
流动资产合计	558	711	1998	2177	2401	财务费用	11	25	40	52	46
长期股权投资	10	10	10	10	10	资产减值损失	0	-2	-3	-3	-4
固定资产	75	833	801	790	754	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	731	40	48	28	28	投资净收益	1	0	0	0	0
无形资产	87	85	71	57	42	其他	-7	0	-11	-13	-14
其他非流动资产	10	32	29	27	27	营业利润	59	46	130	322	470
非流动资产合计	913	1000	959	911	861	营业外净收益	8	-1	3	3	3
资产总计	1471	1711	2957	3088	3262	利润总额	67	44	132	325	473
短期借款	265	470	1148	1106	1002	所得税	9	2	14	33	48
应付账款+票据	92	69	412	434	472	净利润	58	42	119	292	424
其他	36	156	352	376	411	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	393	695	1912	1916	1884	归属于母公司净利润	58	42	119	292	424
长期带息负债	225	141	101	62	25	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	19	22	22	22	22	成长能力					
非流动负债合计	244	163	123	84	47	营业收入	17.54%	49.97%	156.65%	10.71%	11.26%
负债合计	637	858	2035	2000	1931	EBIT	-13.98%	-11.36%	150.05%	118.08%	37.84%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-10.93%	32.69%	132.32%	78.39%	30.21%
股本	104	135	176	176	176	归母净利润	-23.69%	-27.02%	181.78%	145.40%	45.44%
资本公积	433	401	361	361	361	获利能力					
留存收益	298	317	385	552	794	毛利率	17.15%	10.51%	9.72%	13.97%	16.03%
股东权益合计	835	854	922	1088	1331	净利率	5.94%	2.89%	3.18%	7.04%	9.20%
负债和股东权益总计	1471	1711	2957	3088	3262	ROE	6.93%	4.94%	12.90%	26.80%	31.88%
现金流量表						ROIC	6.97%	5.19%	10.80%	15.84%	21.03%
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	58	42	119	292	424	资产负债	43.28%	50.11%	68.83%	64.76%	59.20%
折旧摊销	9	47	96	103	105	流动比率	1.4	1.0	1.0	1.1	1.3
财务费用	11	25	40	52	46	速动比率	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7
存货减少	-53	-59	-356	-31	-52	营运能力					
营运资金变动	-86	-22	-467	-93	-105	应收账款周转率	2098.1	2364.0	1785.5	1785.5	1785.5
其它	56	62	355	31	52	存货周转率	5.2	6.1	5.9	5.9	5.9
经营活动现金流	-5	94	-211	353	471	总资产周转率	0.7	0.9	1.3	1.3	1.4
资本支出	-262	-153	-55	-55	-55	每股指标(元)					
长期投资	-30	-22	0	0	0	每股收益	0.3	0.2	0.7	1.7	2.4
其他	-18	-3	0	0	0	每股经营现金流	(0.0)	0.5	(1.2)	2.0	2.7
投资活动现金流	-310	-178	-55	-55	-55	每股净资产	4.7	4.9	5.2	6.2	7.6
债权融资	48	121	639	-82	-141	估值比率					
股权融资	26	31	41	0	0	市盈率	53.6	73.5	26.1	10.6	7.3
其他	240	-45	-132	-177	-228	市净率	3.7	3.6	3.4	2.8	2.3
筹资活动现金流	314	108	547	-258	-369	EV/EBITDA	34.3	26.6	16.0	8.8	6.5
现金净增加额	-1	24	281	40	47	EV/EBIT	38.4	44.5	24.9	11.2	7.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 11 月 25 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；韩国市场以柯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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217
北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层
 电话：010-64285217
 传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层
 电话：0755-82775695