

化工

2018年08月09日

嘉澳环保 (603822)

——国内环保型增塑剂龙头，布局生物质柴油领域打开未来成长空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2018年08月08日	
收盘价(元)	24.88
一年内最高/最低(元)	51.32/24.22
市净率	2.5
息率(分红/股价)	0.86
流通A股市值(百万元)	1010
上证指数/深证成指	2744.07/8499.22

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2018年03月31日	
每股净资产(元)	9.98
资产负债率%	43.20
总股本/流通A股(百万)	73/41
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国内环保型增塑剂龙头，积极延伸产业链扩大产品线。**公司主营环保型聚氯乙烯增塑剂产品，是国内最大且品种最齐全的环保型增塑剂生产企业，目前拥有各类环保增塑剂产能 15 万吨，横向协同收购若天新材料切入环保型稳定剂行业，纵向拓展产业链上游原材料脂肪酸甲酯，收购东江能源，通过技改切入生物质能源领域，目前生物质能源产能达 7 万吨。未来公司将不断通过技改、新建生产线等扩充和完善原有产能，预计到 2018 年底各类环保型增塑剂产能将达 20 万吨，生物质能源将达 10 万吨。
- **环保型增塑剂加速发展，环氧类市场前景广阔。**全球环氧增塑剂 15 年市场规模在 1.8 亿美元左右，近 5 年以超 10% 的年化增长率增长。目前中国环保类增塑剂市场份额仅仅在 25% 左右，对邻苯类增塑剂的替代空间巨大，2020 年市场规模有望达到 110 万吨左右。环氧类增塑剂目前市场占比 7%-8%，未来市场渗透率有望进一步上升。
- **公司增塑剂布局完善，技术领先且持续扩产，龙头地位稳固。**公司技术领先，增塑剂产品均通过欧盟认证。目前具备 11.5 万吨环氧增塑剂以及 2 万吨多功能石化类增塑剂并能进行复配，满足客户多样需求。此外还积极扩大产品线，子公司明洲环保承建 5 万吨氯代脂肪酸甲酯项目满足较低端需求，可转债募投项目 2 万吨 DINCH 填补国内高端产品空白，项目投产后将丰富公司产品组合，大幅提高公司盈利水平。
- **收购原料生产企业东江能源，向产业链上游延伸同时切入生物质能源领域，打开未来成长空间。**公司 17 年 1 月收购上游原材料供应商东江能源，一方面保证原材料脂肪酸甲酯供应；另一方面进入生物柴油市场。国内生物柴油市场潜力巨大，需求量保守估计在 800 万吨以上。海外市场发展成熟，特别是欧盟对第二代生物质能源需求巨大，预计市场空间达 2000-3000 万吨。东江能源产品以“地沟油”为原料，技术过关，满足欧盟进口标准。目前已经与壳牌、BP 建立稳定合作关系，供不应求，17 年实现生物柴油销售收入 1.9 亿元。公司未来将继续扩充生物质能源产能，成为新的盈利增长点。
- **投资建议：**公司作为环保增塑剂龙头企业，产品线丰富，产业链横向纵向拓展，在规模、成本、技术、布局上具备优势，将充分受益于环保增塑剂对传统增塑剂的替代过程。公司并购上游原料供应商，保证原料供应的同时切入生物质能源新业务，打开未来新的成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。预计 2018-2020 年归母净利润为 0.63、0.94、1.30 亿元，EPS 为 0.85、1.28、1.77 元，对应 PE 29X、19X、14X。
- **风险提示：**新项目达产低于预期，生物柴油市场开拓受阻

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	883	199	1,364	1,738	2,203
同比增长率(%)	74.35	8.49	54.59	27.35	26.76
净利润(百万元)	51	9	63	94	130
同比增长率(%)	18.89	97.95	22.94	49.45	38.74
每股收益(元/股)	0.70	0.12	0.85	1.28	1.77
毛利率(%)	13.3	13.1	13.7	13.7	13.2
ROE(%)	7.1	1.2	8.0	10.7	12.9
市盈率	36		29	19	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为环保增塑剂龙头企业，产品线丰富，产业链横向纵向拓展，在规模、成本、技术、布局上具备优势，将充分受益于环保增塑剂对传统增塑剂的替代过程。公司并购上游原料供应商，保证原料供应的同时切入生物质能源新业务，打开未来新的成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。预计 2018-2020 年归母净利润为 0.63、0.94、1.30 亿元，EPS 为 0.85、1.28、1.77 元，对应 PE 29X、19X、14X。

选取高分子助剂上市公司利安隆以及瑞丰高材进行估值对比，可比公司 18-20 年 PE 均值分别为 46X、33X、24X，公司 18-20 年 PE 预计为 29X、19X、14X，低于行业平均水平。

关键假设点

1、国内环保增塑剂替代加速，行业集中度有望上升，规模、技术企业将充分受益。假设 18-20 年销量分别为 14.7、19.1、20.9 万吨，毛利率分别为 16%、16%、17%。2、生物柴油海外需求旺盛，市场拓展顺利。假设 18-20 年销量分别为 7.5、10、20 万吨，销售均价分别为 3500、3500、3600 元/吨。

有别于大众的认识

1、市场认为国内环保增塑剂替代进程缓慢。我们认为环保增塑剂替代有加速迹象。首先增塑剂不符标准已经成为制约我国塑料制品出口的重要因素之一，未来出口导向企业必将更多选择环保增塑剂，提高对环保增塑剂的需求。DOP 等消费量已经呈现出明显的下降趋势。其次国内传统邻苯类增塑剂产能过剩，近年来已经有不少企业停产或退出，产能负增长为环保增塑剂留出了替代空间。同时在国内环保政策趋严的大背景下，中国有望追随发达国家的脚步，出台一系列具体措施限制邻苯类增塑剂的使用

2、市场认为国内相关政策没有落实，生物质能源发展前景不明朗。我们认为虽然国内生物柴油市场发展缓慢，但潜力巨大，保守估算年需求在 800 万吨以上，届时能正常开工、规模生产的企业将迅速抢占市场份额，赢得先机。而且公司产品各项技术指标过关，达到出口标准，原材料、技术符合欧盟最新《可再生能源指令》引导的方向，海外下游需求广阔。目前已经与知名企业建立了合作关系，随着产能释放，2018 年上半年销量已经与 17 年全年持平。预计新增产能可全部通过出口消化。

股价表现的催化剂

1、环保增塑剂替代加速，市场占比上升；2、增塑剂行业集中度上升；3、国内出台具体政策措施扶持生物柴油市场的发展；4、海外限制第一代生物质能源，大力提倡第二代生物质能源

核心假设风险

新项目达产低于预期，生物柴油市场开拓受阻

目录

1. 公司是环保型增塑剂龙头企业	6
1.1 国内环保型增塑剂龙头企业，积极延伸产业链和产品线	6
1.2 创新研发机制完善，技术领先优势明显	7
1.3 主营业务稳定增长，生物质能源业务助净利润快速增长	7
2. 环保型增塑剂替代空间大，市场前景广阔	8
2.1 PVC 市场发展带动增塑剂整体需求增长	8
2.2 环保型增塑剂对邻苯类替代空间大	9
2.3 环氧类增塑剂国内渗透率不断上升	12
2.4 环保增塑剂行业集中度持续上升，规模、技术型企业受益	13
2.5 公司布局完整，技术领先，龙头地位稳固	14
3. 立足子公司平台，开启生物质能源成长空间	17
3.1 生物柴油节能减排，海外市场发展成熟	17
3.2 第二代生物质能源绿色环保，欧盟市场前景广阔	18
3.3 国内生物柴油市场潜力巨大	19
3.4 收购东江能源，生物柴油成为公司新的增长点	20
4. 盈利预测与投资评级	21

图表目录

图 1: 公司历年研发投入	7
图 2: 公司专利获得情况	7
图 3: 公司归母净利润稳定增长	8
图 4: 公司毛利率维持高水平 (%)	8
图 5: 全球 PVC 产量以 3% 的速度稳定增长	8
图 6: 全球增塑剂市场以 3%-4% 的速度平稳发展	8
图 7: 我国塑料制品、PVC 树脂复合增长率 5% 以上	9
图 8: 国内增塑剂需求量稳定上升	9
图 9: 全球邻苯类增塑剂消费占比逐年下降	10
图 10: 世界各地环保类增塑剂消费加速	10
图 11: 我国玩具出口受限, 增速大幅下滑	11
图 12: 国内 DOP 消费量呈下降趋势	11
图 13: DOP 开工率常年不足 60%	11
图 14: 邻苯类增塑剂毛利长期为负	11
图 15: 环氧类增塑剂与传统类价格几乎持平	13
图 16: 环氧大豆油价差持续扩大	13
图 17: 我国每年需要进口一定规模的高端增塑剂	14
图 18: 进口增塑剂价格高于出口价格	14
图 19: 公司净利润规模几倍于竞争对手	15
图 20: 公司销售净利率领先于竞争对手	15
图 21: 公司环保增塑剂产销量稳定增长	16
图 22: 环保增塑剂毛利稳定上升, 毛利率有望提升	16
图 23: 各国生物柴油添加比例呈上升趋势	17
图 24: 全球生物柴油产销量稳定增长	17
图 25: 16 年起美国生物柴油与柴油价差不断缩小	18
图 26: 欧洲生物柴油厂商开工率上行	18
图 27: 以废餐饮油生产的生物柴油减排比例最高	19
图 28: 欧盟将持续提高第二代生物燃料掺混下限	19

图 29: 公司脂肪酸甲酯/生物柴油生产工艺	20
表 1: 公司增塑剂业务布局情况.....	6
表 2: 公司外延并购布局	7
表 3: 各国限制邻苯类增塑剂的法律法规.....	10
表 4: 我国限制邻苯类增塑剂、提倡环保型增塑剂的相关措施	12
表 5: 不同类型环保增塑剂对比.....	13
表 6: 国内环氧类增塑剂主要生产厂家	13
表 7: 公司各类环保型增塑剂的性能和用途	15
表 8: 生物柴油相对石化柴油的优点.....	17
表 9: 各国生物柴油支持政策	18
表 10: 近年来我国支持生物柴油发展相关政策	19
表 11: 可比公司估值对比	22
表 12: 关键假设表.....	22
表 13: 合并损益表(单位: 百万元)	22
表 14: 合并资产负债表(单位: 百万元)	23
表 15: 合并现金流量表(单位: 百万元)	24

1. 公司是环保型增塑剂龙头企业

1.1 国内环保型增塑剂龙头企业，积极延伸产业链和产品线

公司主营环保型聚氯乙烯增塑剂产品，是国内最大、且品种最齐全的环保型增塑剂生产基地。产品品种包括环氧类、石化类和复合类环保增塑剂，下游应用广泛，涵盖电线电缆、人造革、薄膜等主流 PVC 制品领域。公司通过优异的产品质量和多年的品牌积累，与海尔、美的、上汽、LG、巴斯夫等国内外知名企业建立了合作关系，环保型增塑剂龙头地位稳固。近年来，公司还积极延伸产品线和产业链，先后收购了若天新材料和东江能源股权，布局环保稳定剂和生物柴油领域。

公司目前拥有各类环保增塑剂产能 15 万吨，生物质能源 7 万吨，并通过技改、新建生产线等不断扩充和完善原有产能，预计到 2018 年底各类环保型增塑剂产能将达 20 万吨，生物质能源将达 10 万吨。

嘉澳环保科技股份有限公司开发区厂区主要负责环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯为主的环氧类增塑剂生产，兼顾 DOA、DOS、TOTM 等石化类增塑剂生产以及上述复合配方的专用增塑剂。子公司明洲环保专攻氯代系列增塑剂，技改后将达到 5 万吨连续化生产水平，预计 2018 年下半年可释放全部产能。济宁嘉澳鼎新新材料负责可转债募投项目 2 万吨高端无苯增塑剂的研发和生产，预计 18 年年底投产。洲泉分公司则专职增塑剂原料预处理，以保证公司产品能满足欧盟进口技术指标要求。

表 1：公司增塑剂业务布局情况

主要厂区	项目	现有产能	在建产能及投资情况	项目进展
嘉澳环保科技股份有限公司开发区厂区	环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯、石化类和复配环保增塑剂	15 万吨		IPO 募投项目最后 4.5 万吨已于 2018 年 1 月全部完工，正式投产
福建明洲环保子公司	环保氯代系列增塑剂	3 万吨	技改到 5 万吨，0.3 亿元	预计 2018 年三季度投产，5 万吨产能全部释放
济宁嘉澳鼎新子公司	DINCH、DOCH、DBCH 等三个高端环保增塑剂品种		2 万吨，1.3 亿元	预计 2018 年三季度试生产，2019 年正式投产
洲泉分公司	对增塑剂原料油脂及酯化产品预处理			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

巩固主营业务，积极通过外延并购丰富产品线、向上游拓展产业链，开拓新的利润增长点。2016 年 9 月，公司收购若天新材料 60% 股权，在环保热稳定剂领域又下一城，作为对公司环保助剂业务的补充。若天新材 2017 年度实现销售 4381 吨，毛利 1100 万元，净利 408.66 万元，满产满销。2017 年 1 月，公司收购增塑剂原料脂肪酸甲酯供应商东江能源，完成向产业链上游延伸。一方面保证增塑剂原料稳定供应、规避原材料价格波动风险，另一方面

通过自主研发技术，将脂肪酸甲酯进一步深加工为符合欧盟进口技术指标的生物质燃料产品，切入生物质能源生产。

表 2：公司外延并购布局

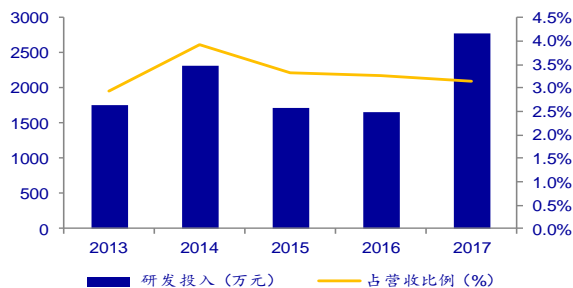
主要厂区	项目	设计产能	现有产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
嘉兴若天新材料	环保稳定剂	2 万吨	0.5 万吨	87.24%		
东江能源	生物柴油	30 万吨	10 万吨	117.80%	2.5 万吨, 0.5 亿	2017 年新建 2.5 万吨已于 2017 年四季度投产

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 创新研发机制完善，技术领先优势明显

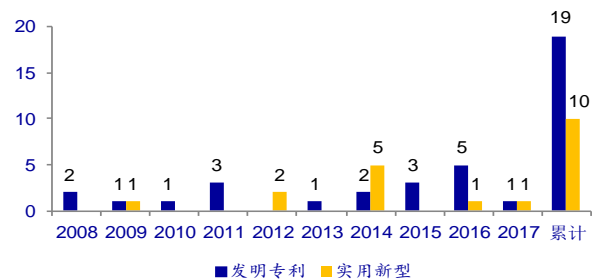
公司在生产工艺、原料配方、质量控制等方面处于国内先进水平，技术优势明显。目前，公司拥有多项环保型增塑剂生产的自主核心技术，包括 19 项发明专利、10 项实用新型专利等专利技术，以及包括全自动控温技术、连续化后处理离心分离技术、环氧高效混合反应技术等在内的近 20 项非专利核心技术。每年研发费用投入约占营收 3% 左右，不断提高产品性能、开发新产品。公司还构建了成熟的研发创新体系，成立了以高校科研院所专家学者和国内外业内专家为核心的技术委员会，对公司研发工作进行指导和监督。

图 1：公司历年研发投入



资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：公司专利获得情况



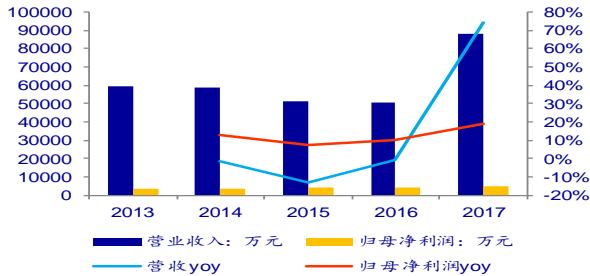
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 主营业务稳定增长，生物质能源业务助净利润快速增长

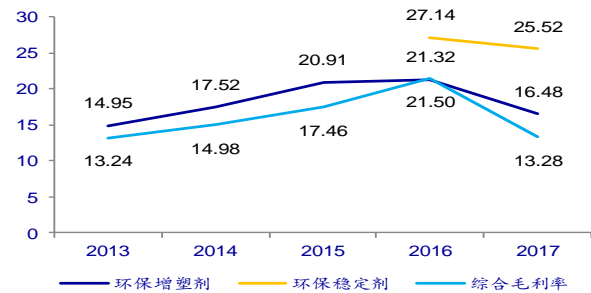
2016 年以前公司的主要收入和净利润基本全部来源于各类环保型增塑剂，受行业波动影响也比较明显。上游原材料大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇等在 2013-2015 年间价格持续下滑，叠加市场竞争加剧，环保增塑剂价格随之下调，导致公司营业收入 2014 起连续三年负增长。但得益于环保型增塑剂销售放量以及产品边际贡献的持续提升，公司净利润仍持续增长，公司 13-17 年主营业务收入和净利润的 CAGR 分别为 10%、12%。

16-17 年公司先后收购了若天新材料（环保稳定剂）和东江能源（生物柴油），公司 2017 年实现营业收入 8.8 亿，同比增长 74%；归母净利润 5098 万，同比增长 19%。2018 年生物

质能源业务增长迅速，上半年出口量已经超过 17 年全年，1H18 公司预告净利润同比增长率为 51.36%—80.44%。随着下半年子公司明洲环保 5 万吨技改项目的产能释放，公司业绩将迎来快速增长期。

图 3：公司归母净利润稳定增长


资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：公司毛利率维持高水平 (%)


资料来源：wind，申万宏源研究

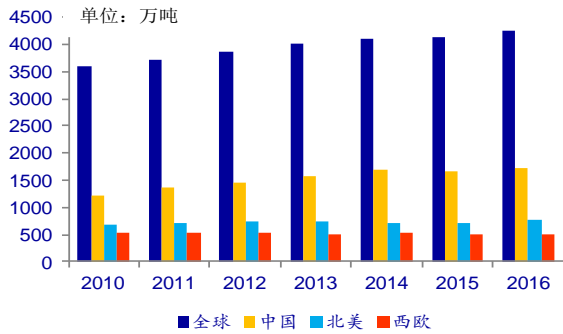
2. 环保型增塑剂替代空间大，市场前景广阔

2.1 PVC 市场发展带动增塑剂整体需求增长

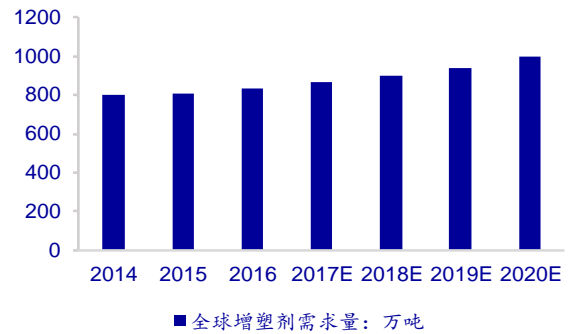
增塑剂下游主要应用于 PVC，是 PVC 塑料制品生产必不可少的原料。增塑剂是一类增加聚合物树脂流动性、赋予制品柔软性的助剂。由于 PVC 分子间作用力大、纯树脂加工成型困难，相比其他树脂，在生产加工过程中更需要添加各类助剂，特别是增塑剂以改善性能。因此增塑剂不仅仅是一般的助剂，更是 PVC 下游生产必不可少的原料。目前 PVC 塑料制品是增塑剂的最大应用领域，约占全球增塑剂总用量的 95% 以上。

全球 PVC 市场发展带动增塑剂行业增长。PVC 性价比优异，用途广泛，已成为全球五大塑料之一。近年来 PVC 产量以年均 3% 的速度平稳增长，带动全球增塑剂行业以 3%-4% 的年化增长率增长。2014 年全球增塑剂需求量达 799 万吨，预计 2020 年需求量可达 997 万吨左右。Markets&Markets 预计 2022 年全球增塑剂市场规模可达 161.5 亿美元。在亚太等 PVC 以高于全球增速增长的地区，增塑剂市场年均增长率可达 6% 左右。

图 5：全球 PVC 产量以 3% 的速度稳定增长
图 6：全球增塑剂市场以 3%-4% 的速度平稳发展



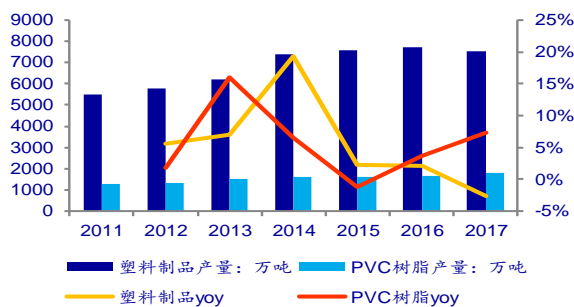
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究



资料来源: Zion Research Analysis, 申万宏源研究

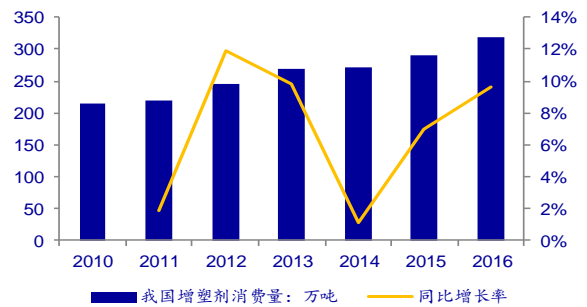
国内 PVC 树脂、塑料制品产量增长带动增塑剂市场空间拓展，目前我国已成为全球最大的增塑剂市场。我国目前是世界上最大的塑料单体加工和消费市场。国内 PVC 树脂产量由 2010 年的 1130 万吨上升至 2017 年的 1790 万吨，年均复合增长率达 6.8%。塑料制品产量近 5 年年均复合增长率约 5.4%，2017 年产量达 7515 万吨，约占世界总产量的 20%，产销均为世界首位。国内 PVC 树脂、塑料制品产业的稳步增长带动了国内增塑剂行业的大发展，据统计近 5 年我国增塑剂消费量增速 CAGR 为 7.8%，截止 2016 年国内增塑剂需求量在 320 万吨左右。中国增塑剂行业协会预测，至 2020 年国内增塑剂需求量预计将达 365 万吨。

图 7: 我国塑料制品、PVC 树脂复合增长率 5% 以上



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 8: 国内增塑剂需求量稳定上升



资料来源: 智研咨询, 申万宏源研究

2.2 环保型增塑剂对邻苯类替代空间大

根据对人体危害程度和环境污染程度的不同，增塑剂可分为环保型增塑剂和非环保型增塑剂。非环保型增塑剂主要指含有邻苯环或重金属或芳香烃的增塑剂，以 DOP、DBP、DINP 等邻苯二甲酸酯类增塑剂为代表，增塑综合性能优越，应用技术成熟，是目前的主流产品。环保型增塑剂包括柠檬酸酯类增塑剂、聚酯类增塑剂、多元醇酯增塑剂及环氧类增塑剂等。

邻苯类增塑剂受多国限制，全球环保类增塑剂发展加速。国外多项研究已经证实，邻苯二甲酸酯具有致突变性、致癌性和致畸性等毒性，长期接触会对人体及动物的肝、肾等造成损伤，多个国家已经出台法规法案，严格控制非环保增塑剂的使用。

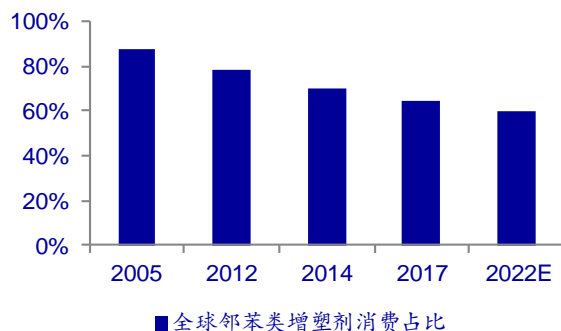
随着各项限制措施的出台以及社会健康环保意识的加强，环氧树脂、脂肪族等非邻苯类增塑剂开始在不同市场替代邻苯二甲酸酯，市场份额上升。据 IHS 化学统计，2017 年邻苯二甲酸酯占世界增塑剂消费量的 65%，相比 2005 年的 88% 出现了大幅下降；预计 2022 年消费比例会进一步下降到 60%。预计全球非邻苯类增塑剂在 2017-2020 年间将以 5.8% 的速度实现较快增长，实现对邻苯类的替代是大势所趋。

表 3：各国限制邻苯类增塑剂的法律法规

时间	国家	政策	内容
2002	日本	《食品、添加物等规格的修正》	食品的包装与容器均不得使用 DOP
2002	日本	《儿童玩具标准 ST2002》	与嘴接触的 PVC 玩具不得使用 DNOP、DIDP 或 DINP；以这些增塑剂为原料的 PVC 材料不得用于 3 岁以下儿童用品中。
2005	美国	G/TBT /N/USA/122 通报	将六种邻苯二甲酸酯类增塑剂列入重点控制的黑名单中，并将邻苯二甲酸二异壬酯 (DINP) 列入有害化学品清单中，禁止该类产品在本国生产。
2007	欧盟	Reach 法规	进口的所有化工及其下游制品都必须进行注册并被许可后，才能在欧盟市场流通；被列入特别高关注物质 (SVHC) 清单的物质在进口产品中的含量有明确限制性指标。法规中将邻苯二甲酸酯类列为高度关注物质，限制使用相对低分子质量的邻苯二甲酸酯类增塑剂如 DBP、DOP 等
2008	美国	美国消费品安全加强法	禁止邻苯二甲酸酯含量超过 0.1% (质量分数) 的产品的销售、制造和进口
2011	欧盟	2011/10/EC	对食品接触材料的增塑剂含量作出了不超过 0.1% 的规定。
2017	美国	美国消费品安全加强法	通过了 8 种邻苯二甲酸酯在玩具及儿童护理产品中的含量不得超过 0.1% 的最终规则，且单项含量不能超过 0.1%。(DEHP、DBP、BBP、DINP、DIBP、DCHP、DPENP、DHEXP)
2018	阿拉伯国家	向 WTO 通报技术法规草案	对 DEHP、BBP、DBP 和 DIBP 的限制适用于工业仪器和医疗器械，包括体外监测控制仪器，于 2021 年 7 月 22 日起生效。

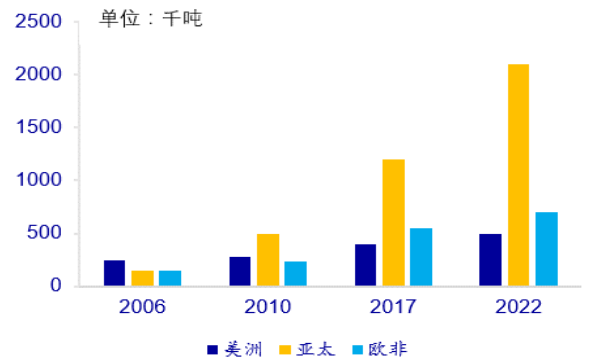
资料来源：申万宏源研究

图 9：全球邻苯类增塑剂消费占比逐年下降



资料来源：IHS Markit, 申万宏源研究

图 10：世界各地环保类增塑剂消费加速

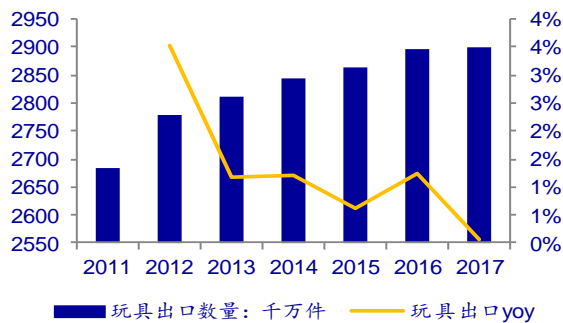


资料来源：Magnechem, 申万宏源研究

国内环保类增塑剂占比仅 25%左右，对邻苯类替代空间巨大，2020 年需求量有望达到 110 万吨。我国是邻苯类增塑剂生产大国，2014 年以前，国内邻苯类增塑剂消费占比一度高达 80%以上。近年来随着塑料制品出口标准的倒逼以及邻苯类增塑剂厂商逐渐退出市场，环保类增塑剂的市场份额有所上升，随着环保政策趋严，未来必然会进一步渗透。2017 年我国增塑剂生产总量 300 万吨左右，其中环保增塑剂约为 76 万吨，占比仅为 25.3%，对邻苯类替代空间巨大。按 2020 年增塑剂需求 365 万吨（协会预测），渗透率上升至 30%计算，届时环保类增塑剂消费量可达 110 万吨。

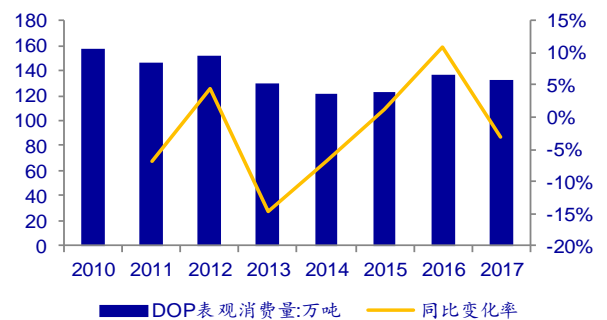
塑料制品出口标准的提升将大幅降低国内邻苯类增塑剂的需求量。发达国家对增塑剂的高检测标准开始通过国际贸易倒逼我国出口导向行业采用环保型增塑剂。我国塑料制品直接出口占总产量的 10%以上，玩具等含塑料件产品出口金额巨大。2017 年，我国出口儿童玩具和用品就因增塑剂不符标准被通报 166 次之多，增塑剂成为了塑料制品出口受限的重要因素之一。下游出口企业将大幅减少对邻苯类增塑剂的需求量。

图 11: 我国玩具出口受限，增速大幅下滑



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 12: 国内 DOP 消费量呈下降趋势

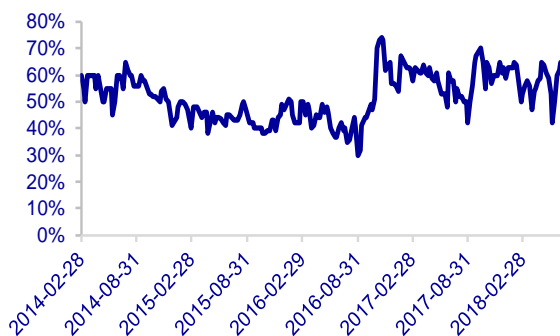


资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

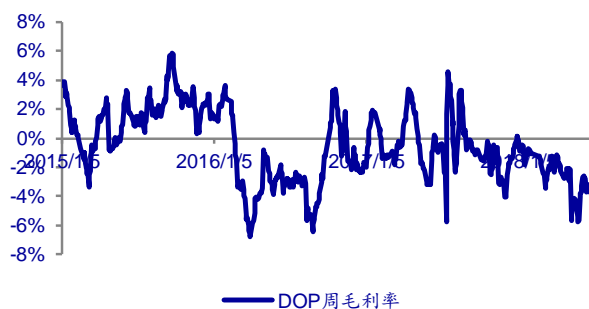
国内邻苯类增塑剂行业利润压缩，企业的停产和退出给环保型增塑剂留出了巨大的替代空间。目前市场上以 DOP 为代表的传统邻苯类增塑剂基本处于供大于求的局面，2017 年国内邻苯类增塑剂行业总产能接近 450 万吨，而产量仅仅在 270 万吨左右，整体开工率不足。因为上游石化原材料行业垄断程度较高，增塑剂企业议价能力弱。再加上市场需求向环保型增塑剂转移，行业整体经济效益不佳，盈利水平薄弱。近年来，已经有不少 DOP 企业处于长期停产状态或直接退出，缩减的市场份额将由环保型增塑剂替代，未来替代空间大。目前已经有不少企业转而生产环保型增塑剂。

图 13: DOP 开工率常年不足 60%

图 14: 邻苯类增塑剂毛利长期为负



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

国内环保监管趋严，未来环保型增塑剂替代邻苯类是必然趋势。我国尚未出台对邻苯类增塑剂大规模的限制措施，不过在玩具等领域已经追随发达国家的步伐出台了相关规范，限制邻苯二甲酸二丁酯等6种增塑剂的使用。《石化和化学工业发展规划(2016—2020年)》提出，要重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料。十三五期间，环保增塑剂的比例将提升至35%以上。随着我国环保监管趋严以及一系列鼓励发展环境友好型新材料的产业政策陆续推出，环保型增塑剂实现对邻苯类的替代是必然的趋势，下游需求空间巨大。

表 4: 我国限制邻苯类增塑剂、提倡环保型增塑剂的相关措施

时间	国家	政策	内容
2016	中国	GB6675.4-2014《玩具安全第1部分:基本规范》	于2016年1月1日起实施,将邻苯二甲酸二丁酯等6种增塑剂列为限用物质,限量要求与欧盟相同。
2016	中国	《国家鼓励的有毒有害原料(产品)替代品目录(2016年版)》	2017年将增加柠檬酸酯类增塑剂、对苯二甲酸二辛酯和二乙酰环氧植物油酸甘油酯对于邻苯二甲酸类增塑剂的替代支持
2017	中国	环境标志产品技术要求-家具	新版标准增加了产品中可迁移元素和邻苯二甲酸酯的限量要求。
2018年两会	中国	建立限制邻苯类塑化剂残留量的国家标准	国家应尽快布局发展环保型塑化剂产业链集群,通过政府主导和政策倾斜扶持,促进环保型塑化剂产业发展,从源头上遏制污染。

资料来源: 申万宏源研究

2.3 环氧类增塑剂国内渗透率不断上升

环保型增塑剂品类众多，包括柠檬酸酯类增塑剂、聚酯类增塑剂、多元醇酯增塑剂以及环氧类增塑剂等，各具优缺点。环氧类增塑剂可由大豆油、葵花油、亚麻油、回收油等植物油通过双氧水环氧化制得，原料易得，生产成本较低。其具有挥发性低，毒性小的优点，同时具备良好的光稳定性和热稳定性，可兼作稳定剂。

环氧类增塑剂性价比高，应用广泛，发展迅速。环保增塑剂相比传统增塑剂价格普遍偏高，目前国内TOTM单吨价格在12000元以上，柠檬酸酯类在11000左右，远远高于传统类增塑剂均价。环氧类增塑剂价格几乎与传统增塑剂持平，相比其他环保型增塑剂具备价格优势。此外，环氧类增塑剂可兼作稳定剂，且几乎可用于所有的PVC制品，近年来发

展迅速。全球环氧增塑剂 15 年市场规模在 1.8 亿美元左右，近 5 年以超 10% 的年化增长率增长。预计随着亚太等地区增速加快，环氧增塑剂 2026 年市场规模可达 6.9 亿美元。

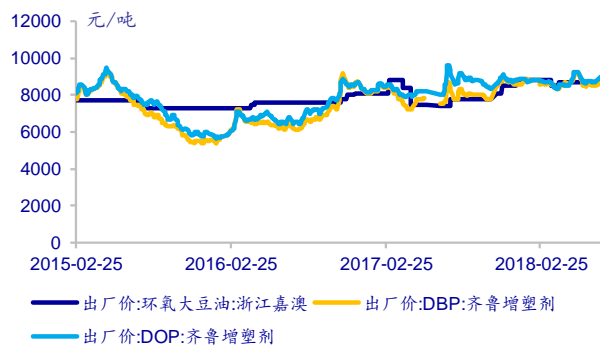
目前国内环氧增塑剂消费比例已经由 2011 年的 3% 上升至 7-8%，是环保型增塑剂中消费占比最大的品种。随着环保增塑剂渗透率的上升，环氧增塑剂下游需求稳定增加，叠加传统型增塑剂价格回调，支撑 17 年环氧类增塑剂价格稳中有升。同时上游大豆油价格下跌，环氧大豆油价差持续扩大，盈利能力大幅改善。

表 5：不同类型环保增塑剂对比

增塑剂类型	优点	缺点
环氧类增塑剂	相容性好、迁移性低、无毒，可兼作稳定剂	耐抽出性较差
柠檬酸酯类增塑剂	相容性好、增塑效率高、无毒、不易挥发、耐候性强	加工过程中存在环境污染
聚酯类增塑剂	挥发性低，迁移性小，是性能很好的耐热性和耐久性增塑剂	塑化效率略差，粘度较大，加工性和低温性不好。
偏苯三酸酯	挥发性低、迁移性小、耐抽出性好、相容性好	价格昂贵

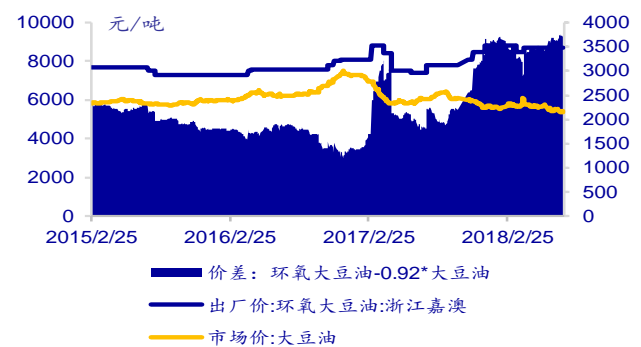
资料来源：申万宏源研究

图 15：环氧类增塑剂与传统类价格几乎持平



资料来源：wind，申万宏源研究

图 16：环氧大豆油价差持续扩大



资料来源：wind，申万宏源研究

2.4 环保增塑剂行业集中度持续上升，规模、技术型企业受益

国内环保型增塑剂产能分散。国内环保型增塑剂市场尚在培育，目前生产厂商众多，大多数企业生产规模较小，整个行业集中度低。以环氧类增塑剂为例，规模在 10 万吨以上的企业只有 2 家，大部分企业产能不足万吨，总体生产水平较低。

表 6：国内环氧类增塑剂主要生产厂家

公司	年产能	备注
广州市海珥玛植物油脂有限公司	环氧大豆油 20 万吨	因环保问题，广州厂区已关停，搬迁至江苏南通，审批规模 10 万吨
浙江嘉澳环保科技股份有限公司	环氧类增塑剂 11.5 万吨	

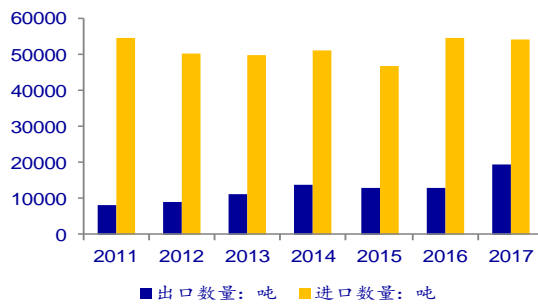
广州市花都新锦龙塑料助剂有限公司	环氧大豆油 6 万吨
河北金昊再生资源开发有限公司	环氧脂肪酸甲酯 6 万吨
东莞市领创环保材料科技有限公司	环氧大豆油 4 万吨
东方巨龙化工实业有限公司	环氧增塑剂 2 万吨, 新型环保增塑剂 1 万吨
浙江晨倩助剂有限公司	环氧油脂类增塑剂 3 万吨
广东宏力达合成材料科技有限公司	环氧增塑剂 3 万吨
佛山市高明晟俊塑料助剂有限公司	环氧油脂类增塑剂 3 万吨

因环保问题, 广州厂区已关停, 搬迁至新锦龙生物基材料(湖北)有限公司

资料来源: 申万宏源研究

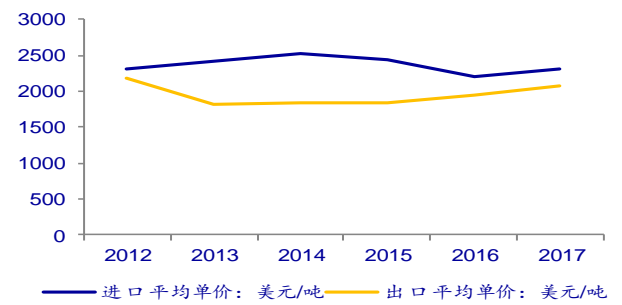
企业研发投入不足, 行业技术水平偏低。多数规模较小的企业在提升产品品质和技术含量方面的投入严重不足, 主要产品层次较低、技术水平落后。国内增塑剂高端产品生产几乎为空白, 导致玩具、食品、医疗用品等敏感 PVC 领域的增塑剂仍需依赖进口, 每年进口规模达 5 万吨左右。

图 17: 我国每年需要进口一定规模的高端增塑剂



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 18: 进口增塑剂价格高于出口价格



资料来源: wind, 申万宏源研究

行业集中度有望上升, 规模、技术型企业受益。伴随着供给侧改革, 增塑剂产业有进一步集中化的趋势, 具有一定规模的增塑剂企业将凭借市场和渠道占据竞争优势。未来随着环保增塑剂市占率进一步上升, 客户必定对环保增塑剂在特殊环境中的性能有更高要求, 倾向于与规模大、品牌效应好的公司建立长久的合作关系。技术储备丰富、科研能力强的企业竞争优势进一步凸显。

2.5 公司布局完整, 技术领先, 龙头地位稳固

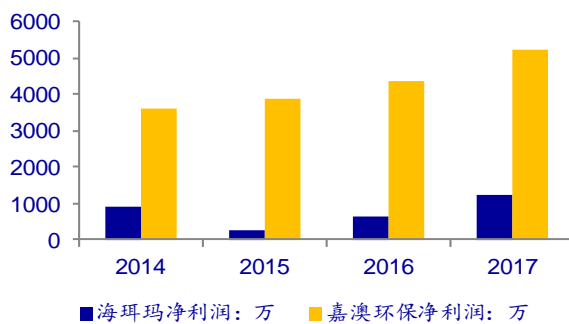
公司盈利能力和规模均处于行业领先地位。公司技术领先, 享有多项自主开发专利, 毛利率水平高。曾主持起草《增塑剂环氧大豆油》和《环氧脂肪酸甲酯》两项环保增塑剂行业标准, 行业内有较大话语权。2017 年公司生产 10.2 万吨环保型增塑剂, 产能利用率达 101%, 超过行业平均水平; 市场占有率超过 13.42%, 同比上升 3.4 个百分点。

环保增塑剂各类品种达 15 万吨, 布局完整。公司环保型增塑剂涵盖环氧类、石化类、氯代系列, 并能进行复配, 布局完整。目前各类品种达 15 万吨, 位居行业前列, 且在不断扩充。现有环氧类增塑剂产能 11.5 万吨, 石化类增塑剂产能 2 万吨。随着技改氯代脂肪酸

甲酯 5 万吨投产和可转债募投高端增塑剂 2 万吨生产，公司产能将进一步扩大，增塑剂板块布局得到完善。

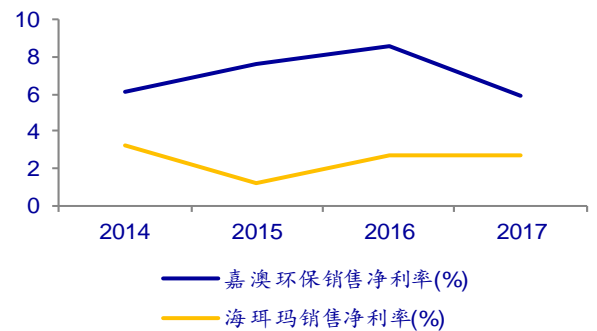
公司是环氧植物油类增塑剂绝对龙头。公司环氧类增塑剂产能达 11.5 万吨，行业排名前列，毛利率在 20% 左右，盈利水平强。公司环氧增塑剂产能大于海珥玛，在产品结构上，嘉澳是环氧大豆油、环氧甲酯系列产品，海珥玛只生产单一的环氧大豆油系列产品，近年来因原料大豆油单价比较低，且在环氧大豆油产品中占比较高，竞争透明，环氧大豆油利润空间被大幅压缩，但环氧甲酯的原料集中于 2-3 家生产企业，嘉澳环保有脂肪酸甲酯上游原料的优势，因此，毛利率和盈利水平更高，是环氧油脂类增塑剂绝对龙头。

图 19: 公司净利润规模几倍于竞争对手



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 20: 公司销售净利率领先于竞争对手



资料来源: wind, 申万宏源研究

5 万吨氯代脂肪酸甲酯技改项目带来业绩增量。氯代脂肪酸甲酯由脂肪酸甲酯和氯气进行氯化反应后得到，价格便宜。邻苯类增塑剂搭配使用氯代脂肪酸甲酯，能够在保证增塑效果的同时减少邻苯类增塑剂的用量，不仅能节约成本，还能使下游产品符合环保检测标准。随着 2017 年美国最严限塑令将永久性禁用增塑剂由三种增加至八种，氯代脂肪酸甲酯对邻苯类的替代空间进一步上升，可达 100 万吨左右。公司 5 万吨氯代脂肪酸甲酯技改项目今年下半年投产后就可利用现有渠道直接销售，预计能够满产满销，带来良好业绩增量。

功能性增塑剂、增塑剂复配满足多元化需求。公司环保型增塑剂产品系列丰富，布局完整。除了能够逐渐替代 DOP 等邻苯类增塑剂作为通用型增塑剂使用的环氧类增塑剂，还生产一系列具备特定功效的石化类增塑剂，包括耐寒型的 DOA 和 DOS、耐热型的 TOTM 和综合性能较好的 DOTP 等功能型增塑剂。公司还能根据不同客户个性化的需求，将各类增塑剂在特殊条件下以特定比例复配。

表 7: 公司各类环保型增塑剂的性能和用途

类别	品种	性能	用途
环氧类增塑剂	环氧大豆油	挥发性低、迁移性小，热稳定性和光稳定性优良，且无毒性，是国际认可用于食品包装材料的增塑剂	适用于所有聚氯乙烯塑料制品，在电线电缆领域，已开始全面替代邻苯类增塑剂使用
	环氧脂肪酸甲酯	对光和热有良好的稳定作用，能有效地替代邻苯二甲酸二辛酯 (DOP) 或邻苯二甲酸二丁酯 (DBP)	理论上适用于所有的聚氯乙烯塑料制品，目前主要应用于皮革制品、箱包、帐篷等
氯代类增塑剂	氯代脂肪酸甲酯	与 PVC 相容性好，具有良好的阻燃性和电绝缘性	广泛应用于各类塑料薄膜、电线、缆造粒、煤气管、橡塑条、热收缩套管、泡沫片材等

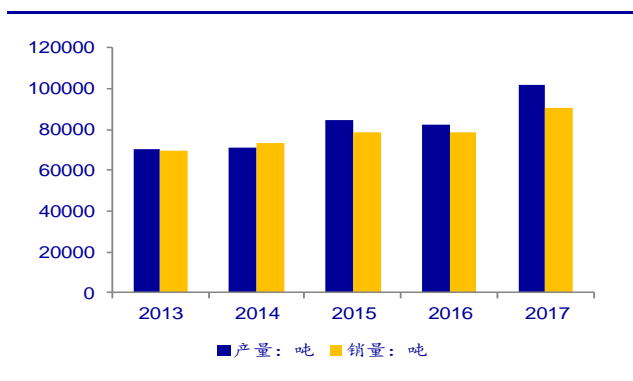
石化类增塑剂	DOA	一种应用于-15° C 的耐寒增塑剂，增塑效率高，能赋予制品优良的低温柔软性和耐光性	主要用于耐寒农用薄膜、电缆包覆层、人造革、户外用水管及冷冻食品包装膜等
	DOS	一种应用于-40C 的耐寒增塑剂，增塑效率高、挥发性低	主要用于对低温性能要求更高的各种耐寒电线电缆料、人造革、薄膜、板材片材等制品
	TOTM	耐热和耐久型增塑剂，相容性、塑化性能、低温性能较好	主要用于 105° C 级耐热电线电缆料以及其他要求耐热和耐久性的板材、片材等制品
	DOTP	具有耐热、难挥发、抗抽出、柔软性和电绝缘性能好等优点，此外还具有优良的相容性	综合性能好，广泛应用于耐 70° C 电缆料及其它各种 PVC 软质制品
多功能复合类	满足客户个性化需求	按照特定的技术指标，由各种增塑剂在一定条件下、以特定比例复配而成	

资料来源：公司招股说明书，公开资料，申万宏源研究

公司增塑剂产品技术含量过硬，可转债项目填补国内高端增塑剂空白。公司主要增塑剂产品均已通过了欧盟 REACH 认证和 SGS 检测，能够满足国内外客户对于无毒环保的要求，技术含量过硬。在原有技术储备的基础上，公司还不断寻求技术突破。可转债募投年产 2 万吨 DINCH 系列产品，可用于与三岁以下幼儿直接接触的玩具用品，是全球安全环保性能最好的通用型增塑剂产品之一，目前仅化工巨头巴斯夫实现产业化。公司与大连化物所合作，产品指标已达到巴斯夫同类产品指标，填补国内高端无苯增塑剂空白，满足相关需求。

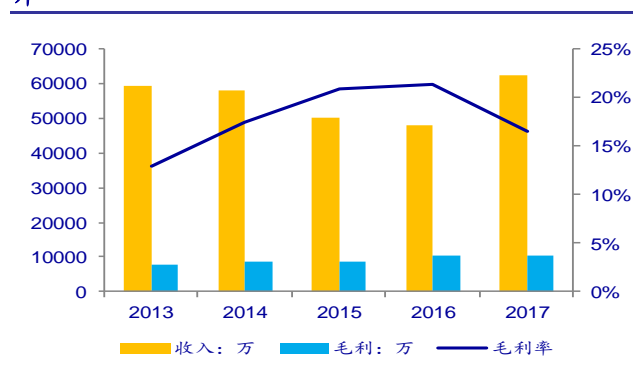
随着产能释放以及行业整合，未来公司市场占有率有望进一步上升。近年来，公司不断拓展下游市场，在 PVC 墙纸和地板等领域取得了较好的成绩，同时积极发展国际贸易和出口业务，销量保持稳定增长，产能利用率维持高位。未来将进一步在食品包装、医疗器械、薄膜等领域有重点的开发，拓展市场和下游应用领域，并提升国际竞争力、开发海外市场，内外销结合以消化新增产能。

图 21：公司环保增塑剂产销量稳定增长



资料来源：wind，申万宏源研究

图 22：环保增塑剂毛利稳定上升，毛利率有望提升



资料来源：wind，申万宏源研究

3. 立足子公司平台，开启生物质能源成长空间

3.1 生物柴油节能减排，海外市场发展成熟

生物柴油节能环保，是理想的清洁燃料。生物柴油是各类油脂与甲醇在催化剂作用下，经过酯交换反应后得到的清洁可再生燃料。生物柴油在含碳量及燃烧特性上不输石化柴油，可直接替代或与石化柴油调合使用，同时还具备无毒无害的优点，能够有效降低柴油发动机污染物排放。添加 20% 生物柴油的车用燃料可减少颗粒物排放 14%、总碳氧化物排放 13%、SO₂ 排放 70% 以上，有效缓解 PM_{2.5} 对大气的污染问题。

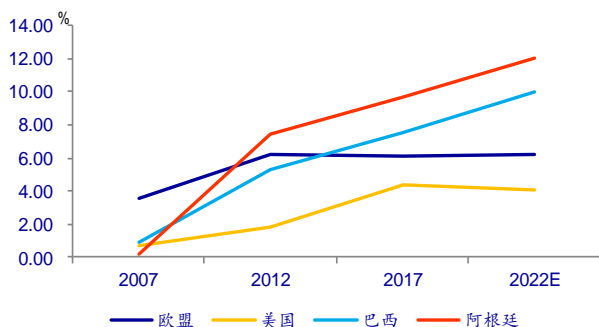
表 8：生物柴油相对石化柴油的优点

指标	生物柴油	石化柴油	生物柴油优点
十六烷值	≥56	50 左右	十六烷值是衡量燃料在压燃式发动机中燃料性能好坏的质量指标，生物柴油十六烷值较高，点火性能优于石化柴油。
夏季产品冷凝点/°C	-1— -2	0	夏季生物柴油低温启动性能更好；冬季二者差不多
闪点/°C	≥100	60	闪点更高，不易燃，安全性好
热值/MJ·L ⁻¹	32	35	生物柴油热值略低 8%，动力性能稍差，但燃烧更充分可以弥补热值问题
含硫量（质量分数）	< 0.001	< 0.2	生物柴油基本不含硫，大幅降低硫化物排放 30%-70%。
含氧量（质量分数）	10	0	含氧丰富，燃烧更充分；减少温室气体排放
三星期后的生物分解率	98%	70%	生物柴油降解更快，环保性好，同时原来可再生

资料来源：生物柴油网，公开资料，申万宏源研究

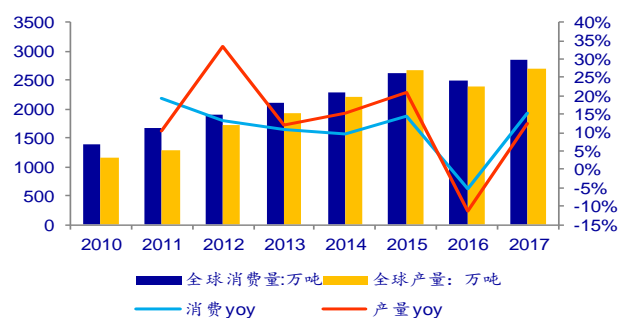
欧盟等国家和地区立法强制添加生物柴油，政策推动生物柴油市场发展。为实现减排目标，一些国家和地区通过立法将生物柴油作为柴油销售过程中必须添加的成分。如欧盟 EC 法规目前要求柴油中添加生物燃料的比例在 5% 左右，到 2020 年添加生物燃料的比例在 10%，2030 年添加生物燃料的比例在 20%，逐年大幅上升；巴西设置了强制掺混标准，从 2008 年初的 2% 逐级上涨至 2017 年的 9%。在各国政策督促和引导下，全球生物柴油产量逐步增加，从 2010 年的 1168 万吨增加到 2017 年 2683 万吨，年均复合增长率达 12.6%。有机结构预测 2022 年全球生物柴油市场价值将达到 241.1 亿美元。

图 23：各国生物柴油添加比例呈上升趋势



资料来源：OECD-FAO，申万宏源研究

图 24：全球生物柴油产销量稳定增长



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

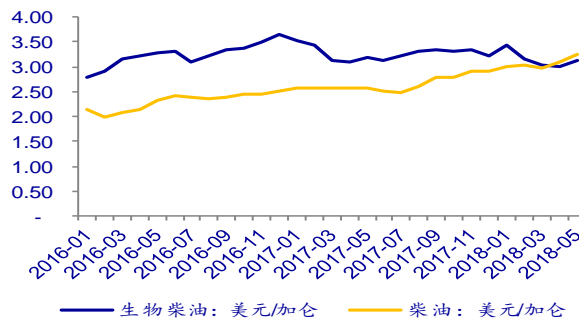
表 9：各国生物柴油支持政策

国家/地区	政策	内容
欧盟	《可再生能源指令》、 税收减免和补贴政策	到 2020 年，每个成员国必须保证交通领域中生物燃料利用量达到总燃料消费量的 10%；生物燃料税收减免；每升生物柴油给予 0.32-0.39 欧元补贴
巴西	系列强制掺混政策	所有加油站停止供应普通柴油；强制掺混比例从 2008 年初的 2% 逐级上涨至 2017 年的 9%。
美国	《能源独立与安全法案》，RINS 机制	要求 2014-2017 年的生物柴油 RVO 分别为 16.3、17.3、19 和 20 亿加仑；RINS 码让生物柴油责任商在价格上升时也能获利。
阿根廷	《26093 号法案》	柴油中强制添加 5% 的生物柴油，掺混比例后续上升至 10%。
马来西亚	《生物燃料行业法案》	种植园工业和商品部门执行生物柴油混合 B5 标准

资料来源：申万宏源研究

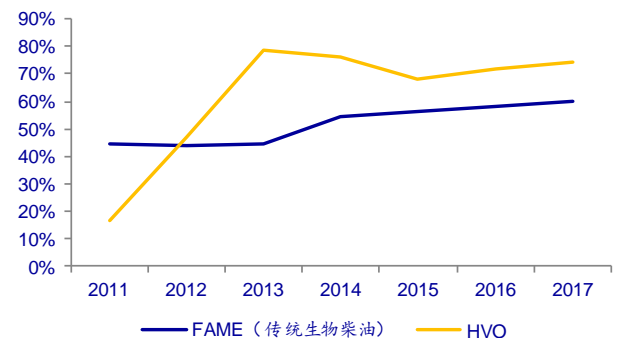
油价中枢上移使生物柴油价格优势逐渐显现。原油自 2016 年进入上涨通道以来，至今价格几乎翻了一倍，生物柴油与柴油之间的价差不断缩小。2018 年 5 月，甚至出现了柴油价格反超生物柴油价格的势头。原油价格的上涨促进了可替代能源需求，市场主动提高生物柴油掺混比例，生物柴油厂商开工率由 15 年的 68% 逐渐上升至 17 年的 75% 左右。

图 25：16 年起美国生物柴油与柴油价差不断缩小



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 26：欧洲生物柴油厂商开工率上行



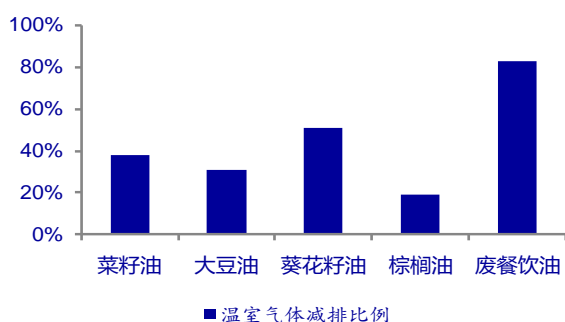
资料来源：USDA，申万宏源研究

3.2 第二代生物质能源绿色环保，欧盟市场前景广阔

以“地沟油”为原料的生物柴油是第二代生物质能源，更节能环保。生物质能源按是否以粮食作物为原料，可分为第一代和第二代生物燃料。以粮食作物为原料减少了化石原料的使用，但种植过程中也会产生温室气体，总碳排放量并不一定减少；同时还会产生推高粮食价格等新的环境问题。我国主要以废餐饮油生产生物柴油，是典型的第二代生物燃料。与其他 16 碳植物油脂相比，废餐饮油为 18 碳，含氧丰富，以其为基本原料的生物柴油燃烧更加充分，减排比例达 80%，在各类油脂中最高。且不存在以粮食作物为原料的种种问题，是纯粹的绿色减排能源。

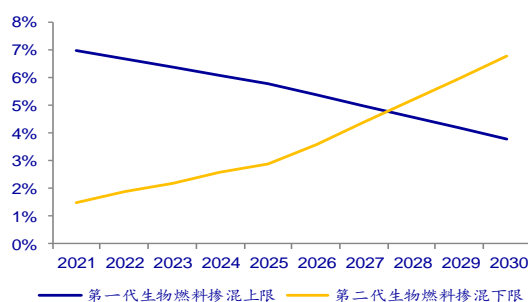
第二代生物柴油将迎来广阔的市场空间，未来替代空间达 2000-3000 万吨。基于第一代生物燃料实际减排效果欠佳，并且可能产生新的环境问题，欧盟在继续大力支持提高生物燃料掺混比例的同时，对第一代生物燃料的掺混比例设置了上限。2016 年底，欧盟委员会公布了在 2021—2030 年期间执行的第二个可再生能源指令，准备将第二代生物燃料的掺混下限从 2021 年的 1.5% 上调到 2030 年的 6.8%，而第一代的掺混上限将下降至 3.8%。在欧盟政策扶持下，以废弃餐饮油为原料生产的生物柴油有望在全球迅速发展，未来替代空间达 2000-3000 万吨。

图 27：以废餐饮油生产的生物柴油减排比例最高



资料来源：USDA，申万宏源研究

图 28：欧盟将持续提高第二代生物燃料掺混下限



资料来源：USDA，申万宏源研究

3.3 国内生物柴油市场潜力巨大

若我国强制掺混政策出台，预计国内生物柴油年需求量在 800 万吨以上。我国是柴油需求大国，每年需求稳定在 1.6 亿吨以上。按 5% 的生物柴油强制掺混比例计算，我国每年至少需要生物柴油 800 万吨。目前国内生物柴油产能约 250 万吨，不足潜在需求的 1/3。一旦政策落地，技术过关且开工正常的生物柴油规模生产企业有望迅速释放产能，抢占市场份额。

生物柴油试点顺利，未来税收减免、强制掺混等配套政策和具体扶持措施有望迅速落地。我国生物柴油行业缺乏政策和引导，发展十分缓慢，尚未建立起成熟的生物柴油燃料用市场。不过随着“环保”被提到国家战略高度，国家料将加大对生物柴油行业的扶持，目前已在海南、上海等地开展试点推广工作。上海的试点工作进行顺利，自 17 年 10 月推行以来至 18 年 5 月上旬，上海 33 座加油站总销量已超过 2300 万升，日销量达 30 万升。

表 10：近年来我国支持生物柴油发展相关政策

时间	政策	发布单位	内容
2012	《生物产业发展规划》	国务院	实施生物柴油商业化示范工程，加快生物柴油制备用催化剂开发

2013	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	发改委	支持餐厨废弃物制成生物柴油等资源化产品
2014	《关于印发能源行业加强大气污染防治工作方案的通知》	发改委、能源局等	继续推动非粮燃料乙醇试点、生物柴油等产业化示范
2014	《生物柴油产业发展政策》	能源局	对生物柴油产业政策目标、发展规划、产业布局、行业准入、生产供应、推广应用、技术创新、政策措施均作出了规定
2016	《生物质能发展“十三五”规划》	能源局	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。
2016	《关于全国全面供应符合第五阶段国家强制性标准车用油品的公告》	发改委等	在全国范围内全面供应符合国V标准的车用汽油(含E10乙醇汽油)、车用柴油(含B5生物柴油)。
2017	《“十三五”生物产业发展规划》	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
2018	《上海市支持餐厨废弃油脂制生物柴油推广应用暂行管理办法》	上海市发改委	支持餐厨废弃油脂制生物柴油(B5)在上海市加油站推广应用，并设置应急托底保障机制、鼓励源头补偿。

资料来源：申万宏源研究

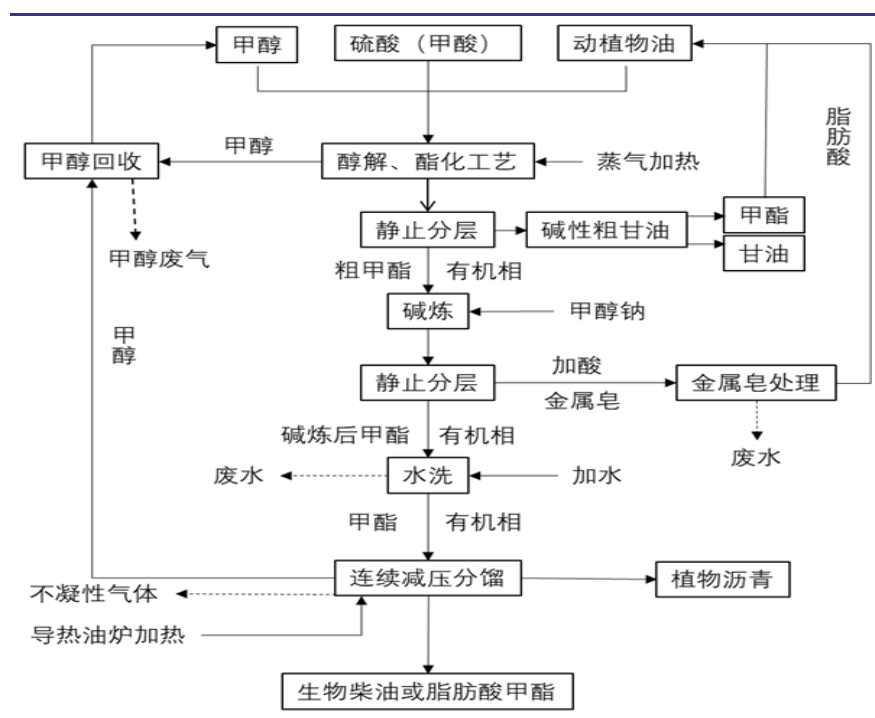
3.4 收购东江能源，生物柴油成为公司新的增长点

收购东江能源，切入生物质能源生产。2017年1月，公司全资收购上游原料供应商东江能源。东江能源主营产品为脂肪酸甲酯，用途广泛，既可用于环保型增塑剂和绿色表面活性剂MES的生产，也是生物柴油的基本组成部分。公司收购东江能源，一方面实现了产业链的向上延伸，获得成本优势；另一方面为自身搭建了切入生物质能源生产的平台。

国内生物柴油企业技术水平较低，实现出口企业少。欧盟EC法规对出口欧盟的生物柴油要求严格，在产品关键指标十六烷值、水分、酸值、氧化安定性等方面都有明确的规定。国内生物柴油产能在10万吨以上的企业有10多家，但整体技术水平偏低，生物质能源达到出口欧盟标准的企业只有东江能源、福建龙岩卓越等几家。在国内生物柴油市场尚未打开的情况下，更多生物柴油企业只能选择生产和生物柴油成分相似的脂肪酸甲酯，作为环氧增塑剂的原料出售。

公司掌握关键技术，产品符合欧盟标准，获得大客户认证。公司在收购东江能源前，其产品技术指标尚未达到欧盟EC法规要求。公司利用自身技术储备和研发优势，自主开发出高真空连续精密分子分离技术，将脂肪酸甲酯进一步深加工制成符合欧盟技术指标要求的生物质燃料产品，质量获得了壳牌、BP等知名公司的认可，并建立了供货关系。

图 29：公司脂肪酸甲酯/生物柴油生产工艺



资料来源：公司公告，申万宏源研究

Dutch Double Counting 从出口量、价两方面给公司带来积极影响。相对于以棕榈油、大豆油、菜籽油等纯植物油脂为原料生产的生物质能源，欧盟规定以废弃地沟油为原料生产的生物质能源，可通过 Dutch Double Counting 认定，双倍计算二氧化碳减排量，获得更多补贴。东江能源连续 2 年接受欧盟 DEKRA Certification B.V. 的现场核查，均通过了生物质能源的 Dutch Double Counting 认证，使得公司产品每吨能够比市场均价报高 50 美金左右。同时，在欧盟下达第二个可再生能源指令，大力提倡非粮食作物生产的生物柴油的背景下，公司获得认证将有利于开拓市场需求。

产能释放叠加净利率提升，生物柴油板块有望成为公司新的增长点。2017 年公司首次开发欧洲生物质能源市场就实现了规模生产，产能利用率超 100%，销售额达 1.9 亿元。18 年随着产能初步释放，上半年销售量就与去年全年持平，提高公司盈利水平。由于海外，特别是欧盟对生物柴油需求量大，且扶持政策具有连续性，公司充分看好生物质能源的出口前景，18 年底将扩产至 10 万吨，预计新增产能可全部通过出口消化。目前公司已经与 BP、壳牌签订了长期稳定的订单，并制定了严格的人民币锁汇政策，同时由于订单量加大，合同价格更高，预计今后净利率水平将进一步改善。

4. 盈利预测与投资评级

公司作为环保增塑剂龙头企业，产品线丰富，产业链横向纵向拓展，在规模、成本、技术、布局上具备优势，将充分受益于环保增塑剂对传统增塑剂的替代过程。公司并购上游原料供应商，保证原料供应的同时切入生物质能源新业务，打开未来新的成长空间，首