

2017年04月13日

中粮生化 (000930.SZ)

## 燃料乙醇价格与原料成本剪刀差拉大，有望改善公司盈利能力！

■事件1: 2017年4月13日，公司发布2016年业绩快报，2016年实现营业收入56.03亿元，同比下降13.22%；归母净利润1.27亿元，实现扭亏为盈；扣非后归母净利润3369.59万元，实现扭亏为盈。

■事件2: 2017年4月13日，公司发布2017年一季度预告，预计一季度扭亏为盈，实现归母净利润6500-8500万元。

### ■我们的分析和判断：

1. **提质增效改善公司业绩。**受到乙醇价格下降、氨基酸生产线全面停产的影响，公司2016年营业收入同比出现下降，但通过合理筹划融资时机、调整融资结构，提质增效，公司有效的降低了财务费用、销售费用和日常管理费用，2016年实现归母净利润扭亏为盈。2017年一季度，随着公司燃料乙醇、柠檬酸及DDGS等主要产品价格较同期上升，叠加公司产品销售上升，公司一季度业绩进一步实现较同期扭亏为盈

2. **原材料成本下降，有望提升公司利润空间。**玉米成本占到乙醇生产成本约80%。简单匡算，每制造1吨燃料乙醇大约需3.2吨玉米。若玉米价格下降100元/吨，则公司成本就将下降300元/吨。公司盈利能力相对于玉米价格弹性极大。根据我们草根调研，2016年玉米种植面积调减约3000多万亩，玉米库存增速放缓，但库存规模仍在增长，预计2017年玉米价格仍将处于筑底阶段。对于库存超过3年以上的陈玉米，大部分并不适合用于饲料或玉米淀粉生产，而发展燃料乙醇则是消化这部分陈粮库存的最主要方式。国储陈玉米由于其品质问题，在抛售时，价格相对现货有折价。玉米价格的下降以及陈化粮的采购，有望提升公司利润空间。

3. **燃料乙醇价格受国际油价影响有望提升。**做为石油的替代品，燃料乙醇的市场需求受油价影响极大。随着2016年OPEC和非OPEC产油国的联合减产，国际原油价格预计在2017年进入回升趋势。按照当前国内成品油定价机制，随着国际油价的上涨，国内成品油也必将追随上涨。根据测算，国际原油价格提高10美元/桶，燃料乙醇价格将提高约500元/吨。

受此影响，我们认为，2017年，公司核心业务燃料乙醇产品毛利率将会持续改善。若按当前市场一致预期的17年60美元/桶的国际油价计算，则公司燃料乙醇净利将提高500-600元/吨。

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

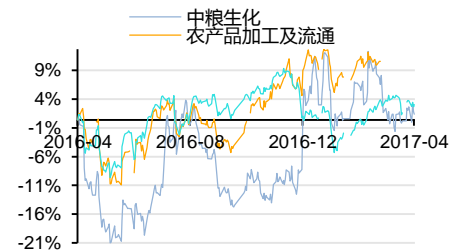
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**16.00元**  
股价(2017-04-13) **13.23元**

### 交易数据

总市值(百万元)	12,759.16
流通市值(百万元)	12,759.16
总股本(百万股)	964.41
流通股本(百万股)	964.41
12个月价格区间	10.30/14.66元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.28	-1.71	-2.4
绝对收益	-0.23	1.53	1.68

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

### 相关报告

中粮生化：玉米降价，油价上升，业绩拐点已到！ 2016-12-20

4. 存在中粮集团资产注入预期。据政府公开批复，国内燃料乙醇定点生产、定点销售企业只有 8 家。截至 2015 年，这 8 家企业合计拥有 260 万吨燃料乙醇产能。其中，中粮集团旗下的中粮生化、中国粮油控股 (0606.HK) 各有 60 万吨产能，同时，中粮集团参股 20% 的吉林燃料乙醇拥有 60 万吨产能。很明显，中国粮油控股和中粮生化的燃料乙醇业务存在同业竞争风险。对此，集团曾公开承诺在 2018 年底前解决该问题。根据中粮集团最新的组织架构改革，中粮生化在管理层级上已经变成与中国粮油控股平级。这种组织架构的变化，我们认为中国粮油控股的燃料乙醇业务和中粮生化存在整合预期。

■ **投资建议：**国内玉米价格下降以及国际油价回升的双重利好趋势下，公司盈利能力将得到极大的改善。我们预计，公司 2016 年-2018 年的净利润分别为 1.27/5.85/8.19 亿元，EPS 0.13/0.61/0.85 元，业绩拐点已经到来，给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 16 元。

■ **风险提示：**政策风险；玉米价格不达预期；石油价格上涨不达预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	7,153.2	6,457.3	5,603.4	7,320.8	9,853.8
净利润	35.2	-1,418.0	127.1	585.4	819.0
每股收益(元)	0.04	-1.47	0.13	0.61	0.85
每股净资产(元)	3.00	1.49	1.58	2.08	2.87
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	362.1	-9.0	100.4	21.8	15.6
市净率(倍)	4.4	8.9	8.4	6.4	4.6
净利润率	0.5%	-22.0%	2.3%	8.0%	8.3%
净资产收益率	1.2%	-98.8%	8.3%	29.2%	29.5%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.8%	0.4%
ROIC	0.9%	-24.8%	6.4%	16.2%	18.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,153.2	6,457.3	5,603.4	7,320.8	9,853.8	成长性					
减:营业成本	6,463.1	6,482.2	4,810.5	5,893.3	7,932.3	营业收入增长率	-2.5%	-9.7%	-13.2%	30.7%	34.6%
营业税费	101.3	19.9	72.8	95.2	128.1	营业利润增长率	-60.3%	2610.6%	-103.2%	1051.6%	54.7%
销售费用	216.5	238.0	196.1	222.6	284.8	净利润增长率	-30.5%	-4124.9%	-109.0%	360.5%	39.9%
管理费用	286.3	330.1	280.2	303.8	394.2	EBITDA 增长率	29.1%	-394.9%	-155.7%	101.7%	29.0%
财务费用	149.4	199.0	199.7	237.1	231.0	EBIT 增长率	264.6%	-1561.2%	-118.5%	225.3%	38.0%
资产减值损失	-1.2	741.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	106.9%	-2901.7%	-118.2%	176.5%	38.0%
加:公允价值变动收益	-0.6	0.1	-	-	-	投资资本增长率	1.1%	-29.5%	9.5%	22.5%	0.0%
投资和汇兑收益	5.7	5.8	5.8	5.8	5.8	净资产增长率	0.3%	-49.3%	5.5%	27.9%	36.2%
营业利润	-57.1	-1,547.6	49.9	574.8	889.3	利润率					
加:营业外净收支	116.8	73.6	74.4	94.5	74.1	毛利率	9.6%	-0.4%	14.2%	19.5%	19.5%
利润总额	59.7	-1,474.1	124.3	669.3	963.4	营业利润率	-0.8%	-24.0%	0.9%	7.9%	9.0%
减:所得税	28.1	20.9	-	100.4	144.5	净利润率	0.5%	-22.0%	2.3%	8.0%	8.3%
净利润	35.2	-1,418.0	127.1	585.4	819.0	EBITDA/营业收入	5.1%	-16.6%	10.7%	16.5%	15.8%
						EBIT/营业收入	1.3%	-20.9%	4.5%	11.1%	11.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	206	206	215	176	138
						流动资产周转天数	43	50	41	42	44
						流动资产周转天数	97	112	110	102	101
						应收帐款周转天数	26	30	25	27	27
						存货周转天数	55	56	50	47	46
						总资产周转天数	338	349	365	310	263
						投资资本周转天数	276	262	262	233	190
						投资回报率					
						ROE	1.2%	-98.8%	8.3%	29.2%	29.5%
						ROA	0.5%	-26.5%	2.2%	8.2%	10.9%
						ROIC	0.9%	-24.8%	6.4%	16.2%	18.3%
						费用率					
						销售费用率	3.0%	3.7%	3.5%	3.0%	2.9%
						管理费用率	4.0%	5.1%	5.0%	4.2%	4.0%
						财务费用率	2.1%	3.1%	3.6%	3.2%	2.3%
						三费/营业收入	9.1%	11.9%	12.1%	10.4%	9.2%
						偿债能力					
						资产负债率	54.8%	72.1%	71.0%	69.2%	61.5%
						负债权益比	121.2%	258.9%	244.2%	225.0%	160.1%
						流动比率	0.73	0.61	0.49	0.68	0.80
						速动比率	0.31	0.36	0.24	0.39	0.42
						利息保障倍数	0.62	-6.78	1.25	3.42	4.85
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	-	0.11	0.05
						分红比率	54.7%	0.0%	0.0%	18.2%	6.1%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.8%	0.4%

## 资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	284.5	537.1	448.3	585.7	788.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	595.1	473.4	312.1	784.8	711.4
应收票据	8.8	4.8	19.6	7.8	25.7
预付帐款	33.3	31.2	21.0	38.1	43.4
存货	1,265.4	737.8	809.6	1,094.6	1,427.4
其他流动资产	-	31.8	10.6	14.1	18.8
可供出售金融资产	39.1	39.1	21.0	21.0	21.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4,143.9	3,241.1	3,449.6	3,693.0	3,841.7
在建工程	81.6	74.8	202.5	240.7	222.2
无形资产	340.9	342.6	333.1	323.6	314.2
其他非流动资产	71.6	134.6	86.6	94.9	104.7
资产总额	6,864.2	5,648.2	5,714.0	6,898.2	7,518.9
短期债务	1,810.8	2,127.5	2,653.8	2,783.5	2,555.5
应付帐款	760.3	332.3	522.3	557.8	842.1
应付票据	-	41.5	5.1	11.6	18.5
其他流动负债	434.8	465.2	153.9	349.1	365.8
长期借款	190.0	64.9	-	298.4	-
其他非流动负债	564.6	1,043.1	719.0	775.5	845.9
负债总额	3,760.4	4,074.5	4,054.1	4,776.0	4,627.8
少数股东权益	214.9	138.2	135.3	118.9	118.8
股本	964.4	964.4	964.4	964.4	964.4
留存收益	1,908.5	451.1	560.1	1,039.0	1,808.0
股东权益	3,103.8	1,573.7	1,659.9	2,122.2	2,891.2

## 现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.6	-1,495.0	127.1	585.4	819.0
加:折旧和摊销	276.9	279.5	347.7	392.9	434.3
资产减值准备	-14.6	709.7	-	-	-
公允价值变动损失	0.6	-0.1	-	-	-
财务费用	151.2	203.5	199.7	237.1	231.0
投资损失	-5.7	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
少数股东损益	-3.6	-76.9	-2.8	-16.4	-0.1
营运资金的变动	-256.6	569.9	6.9	-694.8	112.0
经营活动产生现金流量	206.8	-114.2	672.7	498.2	1,590.3
投资活动产生现金流量	-122.6	-77.5	-650.5	-659.2	-549.3
融资活动产生现金流量	-52.9	421.0	-111.0	298.4	-838.4

## 业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	-1.47	0.13	0.61	0.85
BVPS(元)	3.00	1.49	1.58	2.08	2.87
PE(X)	362.1	-9.0	100.4	21.8	15.6
PB(X)	4.4	8.9	8.4	6.4	4.6
P/FCF	136.6	29.8	-112.1	47.5	48.6
P/S	1.8	2.0	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	28.3	-15.6	25.9	13.3	9.8
CAGR(%)	162.1%	-181.8%	35.0%	162.1%	-181.8%
PEG	2.2	0.0	2.9	0.1	-0.1
ROIC/WACC	0.1	-2.5	0.6	1.6	1.8
REP	21.0	-1.7	5.7	1.9	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034