

## 中粮生化(000930)

公司研究/简评报告

# 燃料乙醇推广加速，公司有望充分受益

简评报告/农林牧渔行业

2017年09月15日

### 一、事件概述

国家发展改革委、国家能源局等十五部门联合印发《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》，明确了扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油工作主要目标，公司燃料乙醇业务有望充分受益。

### 二、分析与判断

#### ➤ 乙醇汽油推广目标细化，燃料乙醇需求将大幅增加

实施方案对乙醇汽油的推广有了较为详细的规划：到2020年，在全国范围内推广使用车用乙醇汽油，基本实现全覆盖。到2025年，力争纤维素乙醇实现规模化生产，技术、装备达到国际领先水平。目前，全省推广乙醇汽油的省份有6个，部分城市推广乙醇汽油的省份有5个，仍有20多个省份无法使用乙醇汽油。我国2016年汽油表观消费量为1.2亿吨，按照目前国内乙醇汽油添加乙醇比例10%计算，燃料乙醇的消费空间约为1200万吨，而我国可再生液体燃料2016年消费量仅为300万吨，燃料乙醇增长空间巨大。

#### ➤ 燃料乙醇业务受益油价回升需求放量，业绩弹性大

公司目前拥有燃料乙醇产能51万吨/年，产能居全国前三，近两年产能利用率均超过90%。公司2016年能源产品毛利4.95亿元，合计销售63.67万吨，吨毛利在777元左右。公司生产技术成熟，在产品成本中，直接材料成本占比93%，主要成本为玉米为主的原材料。公司毛利水平对成品油价格和玉米价格弹性较大。经测算，93#号汽油均价每上涨100元/吨（燃料乙醇结算定价为93#号汽油价格乘以0.911），公司毛利增厚5800万元；按照3.1吨玉米产出1吨燃料乙醇测算，玉米价格每下降10元/吨，公司毛利增厚1974万元。未来燃料乙醇需求旺盛，公司作为全国8家指定生产商之一，扩产预期强烈，在油价气温回升的大背景下，公司燃料乙醇业务有望量价齐升。

#### ➤ 集团内部存在竞争，国企改革预期强烈

目前中粮集团中，中粮生化与香港上市的中国粮油控股均涉及燃料乙醇业务，合计市场份额超过40%，并且两家公司产能相当，存在较强的同业竞争关系。中国粮油控股主营油籽加工业务，中粮生化主业为燃料乙醇业务，因此未来中粮生化整合集团内部燃料乙醇业务预期强烈。

### 三、盈利预测与投资建议

公司是国内燃料乙醇生产龙头，未来有望充分受益油价上涨及燃料乙醇需求的爆发。预计公司2017-2019年EPS分别为0.51元、0.73元、0.97元，对应PE为28倍、19.7倍、14.8倍，未来12个月合理估值区间为19.08-26元，给予“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示

油价大幅下降、燃料乙醇推广不达预期、玉米价格大幅上涨。

**强烈推荐** 首次评级

合理估值：19.08-26元

#### 交易数据 2017-09-14

收盘价(元)	14.36
近12个月最高/最低(元)	14.66/9.93
总股本(百万股)	964.41
流通股本(百万股)	964.41
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	138.49
流通市值(亿元)	138.49

#### 该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

#### 分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

#### 研究助理：汪玲

执业证号：S0100117030004

电话：(8610) 85127665

邮箱：wangling@mszq.com

#### 相关研究

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,603	6,457	7,578	8,883
增长率(%)	-13.2%	15.2%	17.4%	17.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	127	494	702	934
增长率(%)	109.0%	289.0%	41.9%	33.1%
每股收益(元)	0.13	0.51	0.73	0.97
PE(现价)	108.8	28.0	19.7	14.8
PB	8.9	6.8	5.1	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,603	6,457	7,578	8,883
营业成本	4,831	5,396	6,205	7,109
营业税金及附加	42	53	48	65
销售费用	227	231	286	338
管理费用	339	326	409	489
EBIT	165	450	629	882
财务费用	153	0	0	0
资产减值损失	81	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
营业利润	(58)	456	635	888
营业外收支	194	0	0	0
利润总额	136	584	767	1,039
所得税	3	93	42	81
净利润	133	491	725	959
归属于母公司净利润	127	494	702	934
EBITDA	335	603	737	941

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	612	1605	3171	4622
应收账款及票据	284	335	410	474
预付款项	32	30	35	42
存货	563	825	914	1030
其他流动资产	21	21	21	21
流动资产合计	1672	2998	4764	6439
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2315	1742	941	458
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	3763	2915	1949	1335
资产合计	5435	5913	6714	7774
短期借款	1474	1474	1474	1474
应付账款及票据	309	339	373	420
其他流动负债	33	33	33	33
流动负债合计	2784	2791	2886	3007
长期借款	378	378	378	378
其他长期负债	567	567	567	567
非流动负债合计	945	945	945	945
负债合计	3729	3736	3831	3952
股本	964	964	964	964
少数股东权益	145	142	165	190
股东权益合计	1706	2177	2883	3822
负债和股东权益合计	5435	5913	6714	7774

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-13.2%	15.2%	17.4%	17.2%
EBIT 增长率	127.0%	172.2%	40.0%	40.2%
净利润增长率	109.0%	289.0%	41.9%	33.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.8%	16.4%	18.1%	20.0%
净利润率	2.3%	7.7%	9.3%	10.5%
总资产收益率 ROA	2.3%	8.4%	10.5%	12.0%
净资产收益率 ROE	8.1%	24.3%	25.8%	25.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.6	1.1	1.7	2.1
速动比率	0.4	0.8	1.3	1.8
现金比率	0.2	0.6	1.1	1.5
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.5
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.5	18.7	19.5	19.2
存货周转天数	49.2	55.8	53.8	52.9
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.1	0.5	0.7	1.0
每股净资产	1.6	2.1	2.8	3.8
每股经营现金流	0.8	0.2	0.6	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	108.8	28.0	19.7	14.8
PB	8.9	6.8	5.1	3.8
EV/EBITDA	47.0	24.5	17.9	12.5
股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133	491	725	959
折旧和摊销	131	153	107	58
营运资金变动	341	(347)	(105)	(102)
经营活动现金流	785	163	590	758
资本开支	147	(824)	(990)	(707)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(141)	829	995	713
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(566)	0	0	0
筹资活动现金流	(561)	0	(19)	(19)
现金净流量	83	992	1,566	1,451

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

**陈柏儒**，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

**汪玲**，农林牧渔行业研究助理，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。