

中粮生化 (000930)

资产注入加速推进，玉米生化能源巨舰崛起！

事件：

公司发布资产重组预案，拟发行股份 7.28 亿股（拟发行价 11.38 元）向生化投资收购其持有的生化能源、生物化学和桦力投资的 100% 股权，交易总金额 82.85 亿元。

资产注入加速推进，玉米生化能源巨舰崛起。

若收购完成，公司将有两大变化：1、中粮集团对公司股权的控制比例由 15.76% 上升至 52%，控制力大幅提升；2、公司在玉米生化能源方面的产能大幅提升，根据公司公告，公司燃料乙醇产能将达到约 135 万吨（中粮生化安徽约 75 万吨，收购的生化能源产能约 60 万吨，不包含参股 20% 的吉林燃料乙醇公司产能 60 万吨），淀粉产能达到 165 万吨，淀粉糖产能达到 90 万吨，饲料原料产能达到 90 万吨。

产业拐点：国家鼓励燃料乙醇产业发展，公司产能有望迎来扩张期。

玉米燃料乙醇作为陈玉米的有效去化途径，成为国家扶持的重点。2017 年 9 月，发改委、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》，指出 2020 年实现全国范围内推广使用车用乙醇汽油。2016 年我国车用汽油 1.2 亿吨，按照 10% 混合比例，则需要 1200 万吨燃料乙醇，当前我国燃料乙醇产能不足 300 万吨，缺口达 900 万吨以上，产业迎来快速扩张期。2017 年以来，燃料乙醇项目加速布局，不完全统计，2017 年新签约筹建玉米燃料乙醇产能达到 240 万吨，其中中粮旗下有 90 万吨，占比 37.5%，中粮继续领跑！若中粮继续维持其市场份额，预计未来还将继续扩大产能，公司迎来产能的快速扩张期。

玉米价格低位，原油价格上涨，燃料乙醇盈利快速提升。

2017 年底，我国玉米库存消费比高达 109%，受此压制预计玉米价格将低位震荡；受 OPEC 减产和中东局势不稳等因素影响，原油价格快速上涨，2018 年 5 月原油价格在已经超过 70 美元/桶，较 2017 年 6 月份的最低价上涨了约 30 美元/桶，我国燃料乙醇结算价也达到 7038 元/吨，较 2017 年 6 月最低价上涨约 815 元/吨。我们测算，当前蚌埠工厂单吨燃料乙醇毛利超 1200 元，肇东工厂单吨毛利超 1600 元，预计，未来油价/玉米剪刀差有望进一步扩大，燃料乙醇盈利能力有望维持高位！

给予“买入”评级

不考虑资产重组，由于油价大幅上涨，我们将 18-20 年的燃料乙醇单吨售价由 5542 元上调至 6094 元，将公司 2018-2019 年归母净利润由 5.81/6.05 亿上调至 6.18/6.74 亿，同时预计 2020 年公司归母净利润 7.16 亿，2018-2020 年公司归母净利润同比增长 160.59%/8.98%/6.20%，对应的 EPS 为 0.64/0.70/0.74 元，若考虑资产重组的影响，且 18 年全年并表考虑，则 18-20 年的备考利润为 14.43/14.91/18.04 亿元，对应 EPS 为 0.85/0.88/1.07 元；考虑到广阔的产业空间，给予“买入”评级。

风险提示：1、重组推进不达预期；2、整合风险；3、价格风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,603.37	6,275.91	7,373.67	7,738.58	8,243.46
增长率(%)	(13.22)	12.00	17.49	4.95	6.52
EBITDA(百万元)	263.47	252.04	956.95	1,068.75	1,178.94
净利润(百万元)	127.08	237.31	618.41	673.97	715.76
增长率(%)	(108.96)	86.74	160.59	8.98	6.20
EPS(元/股)	0.13	0.25	0.64	0.70	0.74
市盈率(P/E)	90.54	48.48	18.60	17.07	16.07
市净率(P/B)	7.37	6.38	5.20	4.29	3.61
市销率(P/S)	2.05	1.83	1.56	1.49	1.40
EV/EBITDA	55.77	59.71	14.05	12.91	11.84

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2018 年 05 月 17 日

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.93 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	964.41
流通 A 股股本(百万股)	964.41
A 股总市值(百万元)	11,505.42
流通 A 股市值(百万元)	11,505.42
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	67.54
一年内最高/最低(元)	15.50/9.68

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	wuli1@tfzq.com
魏振亚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004	weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中粮生化-半年报点评：业绩拐点已现，国改有望加速！》 2017-08-28
- 2 《中粮生化-公司点评：业绩高增长，静待国改落地！》 2017-07-16
- 3 《中粮生化-季报点评：业绩反转，国改加速，回调现布局良机！》 2017-04-28



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

内容目录

1. 资产注入推进，玉米生化能源巨舰正崛起！	4
1.1. 中粮旗下玉米生化平台，燃料乙醇构成公司收入和利润的主要来源	4
1.2. 资产注入推进，玉米生化能源巨舰在崛起！	5
1.2.1. 收购资产之一：生化能源	6
1.2.2. 收购资产之二：生物化学	7
1.2.3. 收购资产之三：桦力投资	8
1.3. 若收购完成，中粮生化将成为中粮集团旗下的玉米生化能源巨舰！	8
2. 政策扶持力度加大，燃料乙醇产业迎来发展黄金期！	9
2.1. 目前，我国燃料乙醇产业发展滞后	9
2.2. 玉米深加工由限制到鼓励，燃料乙醇产业迎来发展机遇期！	10
2.3. 行业产能快速扩张，中粮领军，公司产能迎来扩张期！	12
2.3.1. 预计，玉米燃料乙醇仍将是 2020 年前的发展主力	12
2.3.2. 产能快速扩张，中粮领军，公司产能迎来快速扩张期！	12
3. 玉米价格低位，石油价格回升：燃料乙醇盈利触底反转！	14
3.1. 玉米库存依然高位，玉米价格低位震荡	14
3.2. 原油价格上涨，推动燃料乙醇盈利大幅好转	16
3.3. 公司燃料乙醇盈利能力强！	16
4. 盈利预测及投资建议	17
4.1. 投资建议	17
4.2. 风险提示：	17

图表目录

图 1：燃料乙醇是公司的主要收入来源（亿元）	4
图 2：燃料乙醇是公司的主要毛利来源（亿元）	4
图 3：公司各项业务的毛利率情况（%）	4
图 4：公司燃料乙醇的产销量稳步增长	5
图 5：中粮集团旗下有三块从事燃料乙醇业务的资产	5
图 6：生化能源子公司股权结构及控制关系	6
图 7：近三年生化能源公司主要产品的产销情况	7
图 8：生物化学子公司股权结构与控制关系	7
图 9：桦力投资下属公司结构图	8
图 10：中粮生化重组前后股权结构及产能变化	9
图 11：相对于欧美和巴西，我国燃料乙醇的产量较低（亿加仑）	10
图 12：2009 年以来我国粮食乙醇补贴金额持续走低	11
图 13：临储退出之后，中粮榆树玉米采购价下跌（元/吨）	15
图 14：2017 年玉米库存仍维持在较高的水平（亿吨）	15
图 15：国际原油期货价格触底回升	16

图 16：2016 年起 93 号汽油价格上扬，单位：元/吨	16
图 17：公司燃料乙醇单吨毛利测算	17
表 1：生化能源主要子公司 2017 年的产能，收入，利润	6
表 2：近两年，国家大力扶持燃料乙醇产业发展	11
表 3：我国燃料乙醇的所用原料及分布	12
表 4：2016 年我国燃料乙醇产能	13
表 5：2017 年前筹建燃料乙醇产能不完全统计	13
表 6：2017 年起筹建与建成生物乙醇产能不完全统计	13
表 7：临储拍卖价格略有升高（元）	15

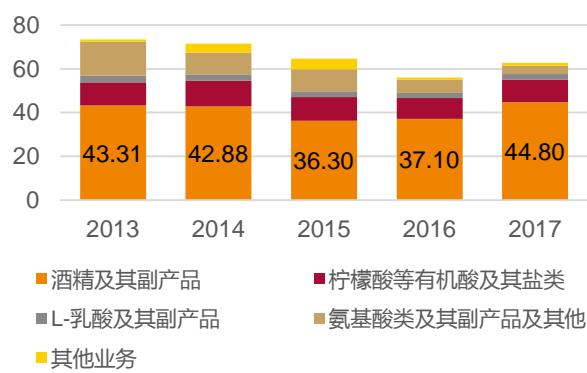
1. 资产注入推进，玉米生化能源巨舰正崛起！

1.1. 中粮旗下玉米生化平台，燃料乙醇构成公司收入和利润的主要来源

中粮生化是中粮集团旗下的玉米生化平台，主营生物能源和生物化工系列产品的生产、销售，主要产品有燃料乙醇、柠檬酸及其盐类、氨基酸及其副产品、L-乳酸。公司以研发创新为导向，拥有“国家级企业技术中心”、“安徽生物化工分离提取技术省级实验室”，并与中科院等10余所科研院所及高校建立了长期合作关系，依托技术优势推进技术改造和工艺优化，降低生产成本，提升产品盈利能力。

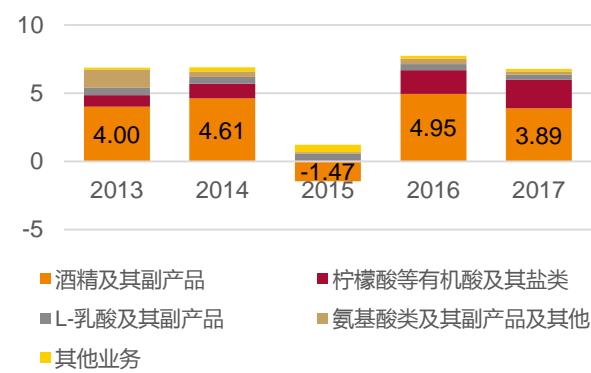
公司最核心的业务就是从事燃料乙醇的生产和销售，酒精及其副产品构成公司收入和毛利的主要来源。2017年，公司酒精及副产品的收入达到44.8亿元，占总收入的比重达到71.38%，实现毛利润3.89亿元，占比达到57.2%。

图1：燃料乙醇是公司的主要收入来源（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

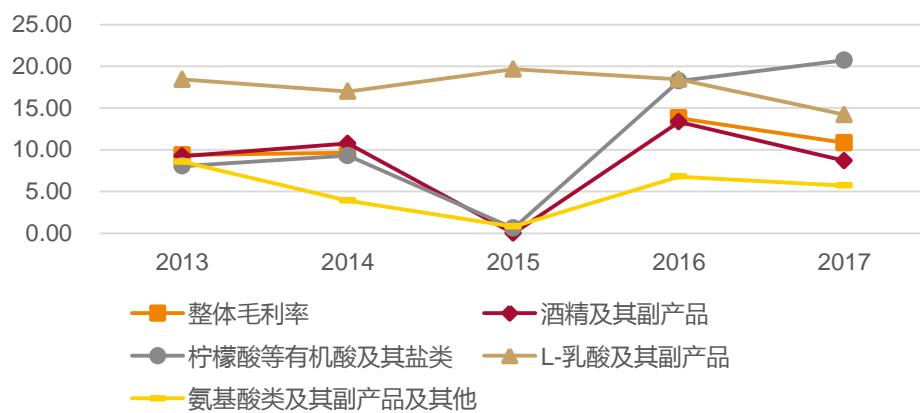
图2：燃料乙醇是公司的主要毛利来源（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从各项业务的盈利能力来看，公司各项业务的毛利率波动较大，2015年受玉米临储玉米价格上涨，公司各项业务毛利率大幅下滑；2016年以来，受临储退出玉米价格大幅下降影响，公司各项业务毛利率均大幅回升。

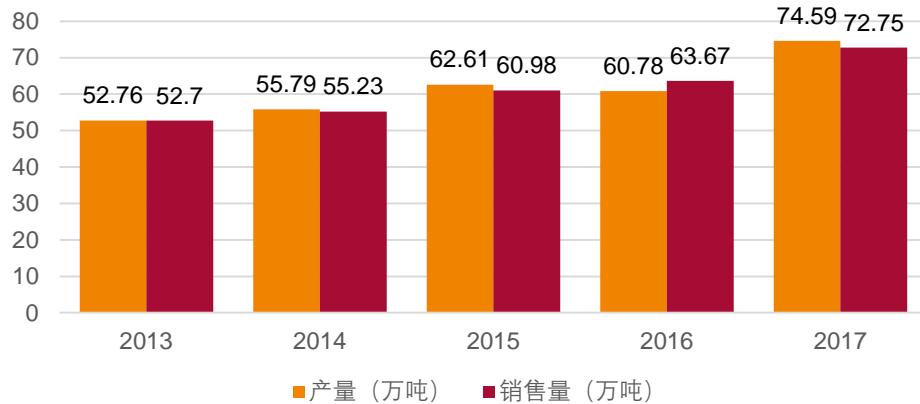
图3：公司各项业务的毛利率情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2015年12月起，公司安徽蚌埠部开始执行“退城进园”，在此期间，公司优先保证燃料乙醇产能开工和新产能的建设，产业园建设有序进行，2017年，公司产业园一期年产30万吨燃料乙醇项目工程基本完工，公司燃料乙醇产能逐步释放，2017年燃料乙醇实际生产量由60.8万吨增加到74.6万吨，销售量则由63.7万吨增加到72.8万吨，酒精及副产品的销售收入由2016年的37.1亿元增加到2017年的44.8亿元。

图 4：公司燃料乙醇的产销量稳步增长

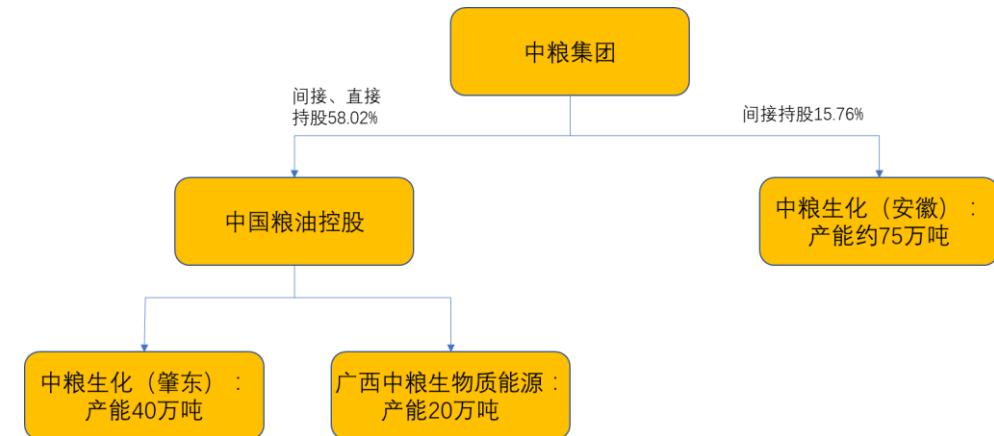


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 资产注入推进，玉米生化能源巨舰在崛起！

此前，中粮集团旗下主要有三家进行燃料乙醇业务的公司，分别是中粮生化（安徽）股份有限公司、中粮生化（肇东）有限责任公司和广西中粮生物质能源公司，三家公司的产能分别为 75 万吨（17 年实际产量 72.75 万吨，预计产能约 75 万吨）、40 万吨和 20 万吨。中粮集团承诺 2018 年底之前解决中国粮油控股和中粮生化（安徽）的同业竞争问题，二者业务整合是必然选择。此外，从集团战略上来说，2016 年中粮集团确定“以专业化公司作为资产运营的主体核心，重新定义全产业链经营，以专业公司的核心产品为主线进行纵向整合”的战略。因此，推进中粮生化和中国粮油控股的资产重组是必然之势！

图 5：中粮集团下属有三块从事燃料乙醇业务的资产



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年 10 月 23 日，中粮集团控股子公司中国粮油控股于公告将旗下的 COFCO Biofuel（中粮生物能源）和 COFCO Biochemical（中粮生物化学）以总代价 85.79 亿港元的价格出售给中粮集团全资子公司生化投资。

2018 年 5 月 11 日，中粮生化公告发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)，拟以 11.38 元/股向生化投资发行股份收购实际控制人中粮集团旗下生化能源、生物化学、桦力投资全部股权，标的资产作价 82.8 亿元。

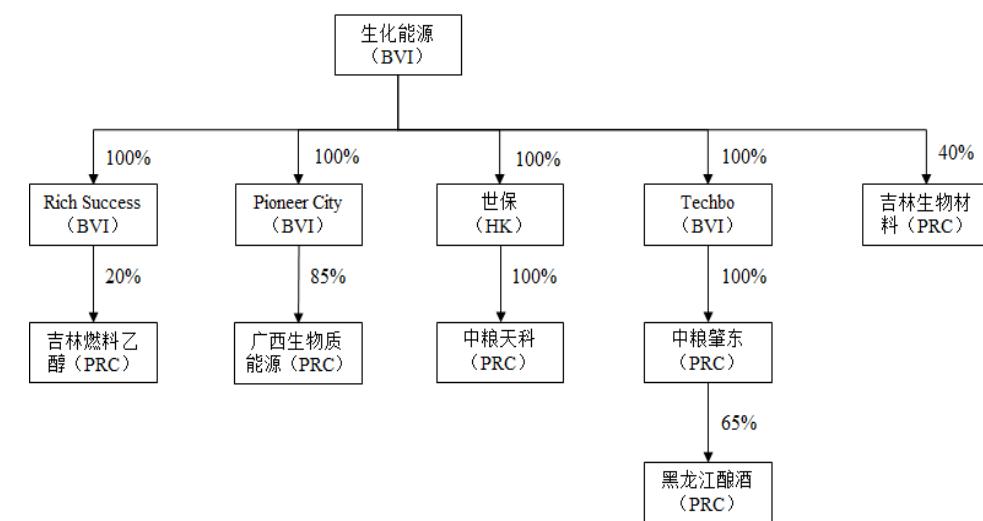
若收购完成后，中粮生化成为中粮集团旗下统一的集科研和生产为一体的生化专业企业，产能将从 75 万吨燃料乙醇、50 万吨饲料原料大幅增长，成为拥有约 135 万吨燃料乙醇、90 万吨饲料原料、165 万吨淀粉及约 90 淀粉糖产能的玉米生化能源龙头企业。

1.2.1. 收购资产之一：生化能源

生化能源主要从事燃料乙醇、食用酒精及其副产品的生产和销售。截至 2016 年，生化能源乙醇年产能达到 60 万吨，处于行业领先地位。除自产外，生化能源还拥有进口燃料乙醇指标，可依据自身生产经营状况选择是否开展进口业务。

生化能源共拥有 6 家全资下属公司和 2 家控股下属公司，其中，Rich Success、Pioneer City、世保、Techbo 为在中国境外设立的持股型公司，并非生产经营实体；广西生物质能源、中粮天科、中粮肇东、黑龙江酿酒为中国境内设立的公司，是主要的生产经营实体。

图 6：生化能源子公司股权结构及控制关系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年，生化能源收入约 38.9 亿元，净利润约 5.0 亿元，下属子公司中，中粮肇东（40 万吨玉米燃料乙醇产能，持有 100% 股份），广西生物质能源（20 万吨木薯燃料产能，持有 85% 股份），是公司收入及利润的主要来源。此外，公司还参股吉林燃料乙醇（60 万吨玉米燃料乙醇产能）20% 的股权。

表 1：生化能源主要子公司 2017 年的产能，收入，利润

主要子公司	股权	主要产能	收入(亿元)	净利润(亿元)
中粮肇东	100%	40 万吨玉米燃料乙醇及副产品（其中少部分纤维素乙醇产能）	29.36	3.58
广西生物质能源	85%	20 万吨木薯燃料乙醇及其副产品	9.35	0.56
吉林燃料乙醇	20%	60 万吨玉米燃料乙醇及副产品（其中少部分纤维素乙醇产能）	40.51	4.06
生化能源总收入与利润			38.9	5

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从近三年的产销情况来看，公司燃料乙醇产能并未充分利用，近三年实际用于燃料乙醇的产销量在 40 万吨上下，产能利用率仅 2/3 左右（燃料乙醇和食用酒精的生产产能可转换，该部分 60 万吨乙醇产能实际构成公司 60 万吨燃料乙醇的产能）。

图 7：近三年生化能源公司主要产品的产销情况

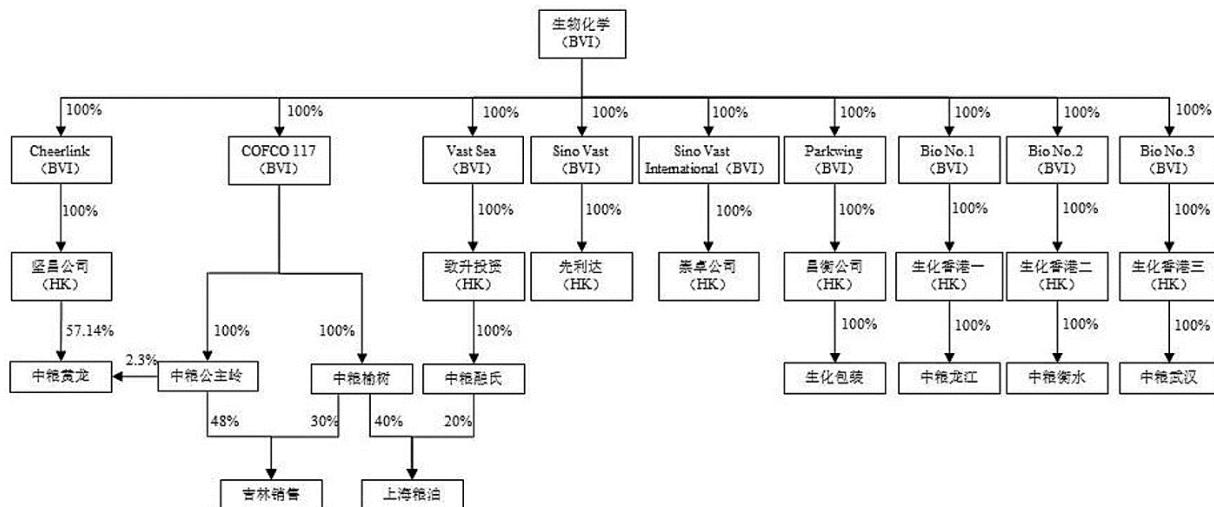
产品名称	指标	2017 年		2016 年		2015 年	
		2017 年	2016 年	2016 年	2015 年	2015 年	2015 年
燃料乙醇	产能(万吨/年) ^注		60.00		60.00		60.00
	产量(万吨/年)		44.38		38.68		42.31
	销量(万吨/年)		44.56		39.62		42.89
	期初库存(万吨)		1.30		2.04		2.08
	期末库存(万吨)		1.12		1.30		2.04
	销售收入(万元)	234,086.74		197,145.68		226,930.62	
食用酒精	平均销售价格(元/吨)	5,252.97		4,976.47		5,290.58	
	产量(万吨/年)		8.79		10.52		10.12
	销量(万吨/年)		11.66		11.52		12.01
	期初库存(万吨)		1.37		0.98		0.62
	期末库存(万吨)		0.72		1.37		0.98
	销售收入(万元)	53,894.45		52,610.09		64,303.55	
饲料原料	平均销售价格(元/吨)	4,623.23		4,567.95		5,353.45	
	产能(万吨/年)		40		32		32
	产量(万吨/年)		37.98		34.99		32.77
	销量(万吨/年)		37.94		34.96		33.83
	期初库存(万吨)		1.05		0.93		2.00
	期末库存(万吨)		1.04		1.05		0.93
	销售收入(万元)	51,661.76		44,132.72		44,986.49	
	平均销售价格(元/吨)	1,361.50		1,262.41		1,329.89	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 收购资产之二：生物化学

生物化学是以淀粉、淀粉糖为主要产品的玉米深加工企业，拥有淀粉年产能 165 万吨、淀粉糖产能 89 万吨和味精产能 10 万吨。

图 8：生物化学子公司股权结构与控制关系



资料来源：公司公告，天风证券研究所

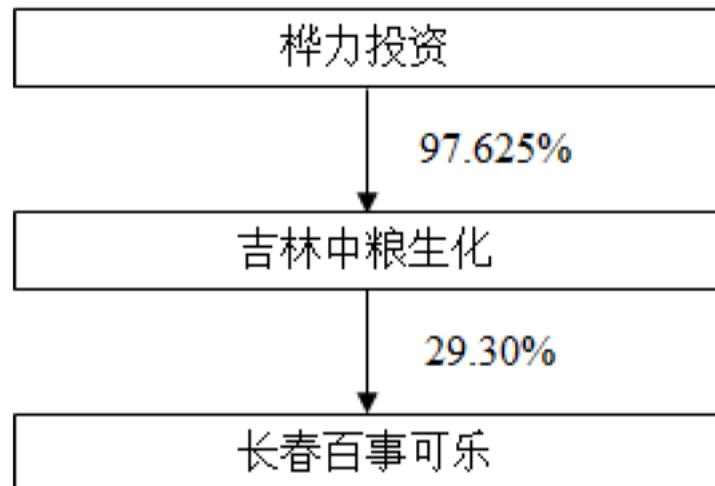
当前，生物化学共拥有 24 家全资下属公司和 3 家控股下属公司，其中，Cheerlink、COFCO 117、Vast Sea、Sino Vast、Sino Vast Int.、Parkwing、Bio No.1、Bio No.2、Bio No.3、坚昌公司、致升投资、先利达、崇卓公司、昌衡公司、生化香港一、生化香港二、生化香港三为在中国境外设立的持股型公司，并非生产经营实体，中粮公主岭、中粮榆树、中粮融氏、生化包装、中粮龙江、中粮衡水、中粮武汉、中粮黄龙、吉林销售和上海粮油为在中国境内设立的公司，该等境内公司为主要的生产经营实体。

根据公司公告，2017 年，生物化学公司淀粉产量达到 121 万吨，销量 115 万吨，淀粉糖产量达到 87 万吨，销售量达到 88 万吨，味精产量达到 10.72 万吨，销售量 10.37 万吨。生物化学公司实现营业收入约 70.8 亿元，净利润约 2.1 亿元。

1.2.3. 收购资产之三：桦力投资

桦力投资拥有一家控股下属公司吉林中粮生化，持有吉林中粮生化 97.625%的股权，吉林中粮生化 2.375% 股权由吉林省科技资金运行服务中心持有。

图 9：桦力投资下属公司结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

吉林中粮生化主要从事玉米深加工领域的技术研究与开发，主要负责对生化能源及生物化学下属公司提供科研技术支持，实为生化能源及生物化学的研发中心。吉林中粮生化客户目前均为中粮集团内部单位，主要以向中粮集团内部公司提供技术服务收取技术开发费以及取得政府补贴的形式运营。

此外，吉林中粮生化持有长春百事可乐 29.30% 股权。长春百事可乐主要生产、加工、销售百事公司集团系列饮料（包括碳酸和非碳酸饮料），并从事与饮料有关的市场广告宣传、促销品及推广事项、配套销售非盈利性百事系列品牌礼品。生产销售饮料、食品用塑料包装容器工具制品，从事二氧化碳零售，现调机、冰箱设备的销售、租赁、维修、保养，备品备件销售及相关咨询服务。根据公司重组预案的公告，2017 年营业收入 5.01 万元，利润仅 1523 元。

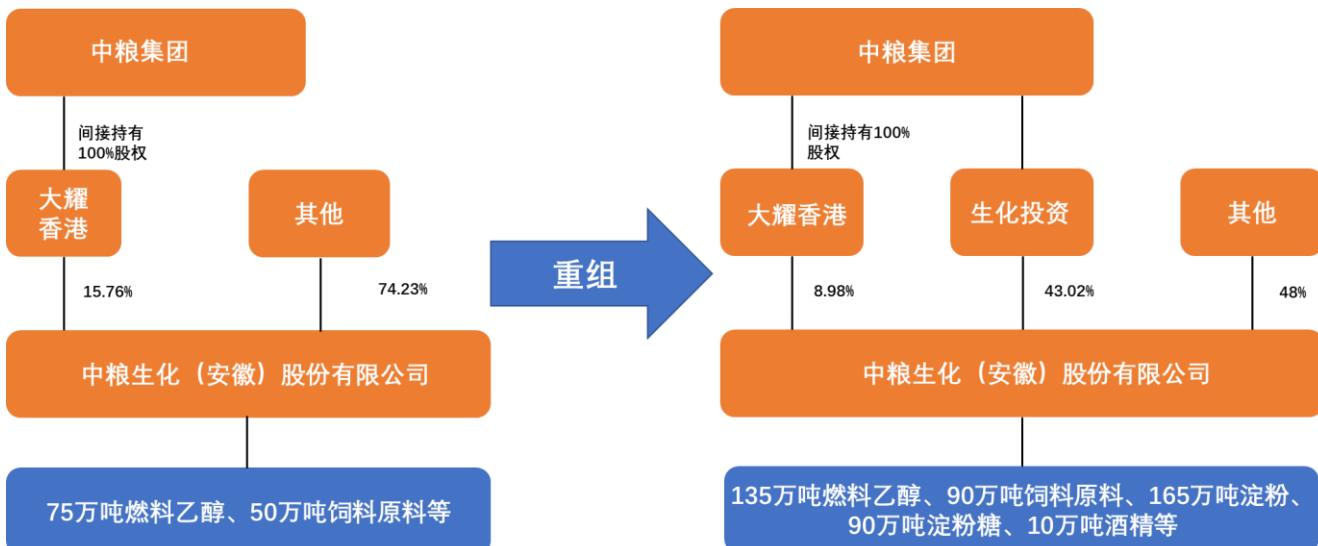
2017 年，桦力投资实现收入 2550 万元，实现净利润 352.6 万元。

1.3. 若收购完成，中粮生化将成为中粮集团旗下的玉米生化能源巨舰！

本次交易前，大耀香港持有上市公司 1.52 亿股股份，占上市公司本次交易前总股本的 15.76%，为上市公司控股股东，中粮集团为上市公司的实际控制人。本次交易后，中粮集团将通过大耀香港及生化投资合计持有上市公司 8.8 亿股股份，占上市公司本次交易后总股本的 52.00%，中粮集团仍为公司实际控制人，且持有股权比例大幅提升。

不仅如此，若收购完成后，中粮生化产能也大幅提升，其中燃料乙醇产能达到 135 万吨（原上市公司体内 75 万吨+生化能源公司产能 60 万吨，不包含参股的吉林燃料乙醇公司产能），淀粉产能达到 165 万吨，淀粉糖产能达到 90 万吨，饲料原料产能达到 90 万吨。

图 10：中粮生化重组前后股权结构及产能变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 政策扶持力度加大，燃料乙醇产业迎来发展黄金期！

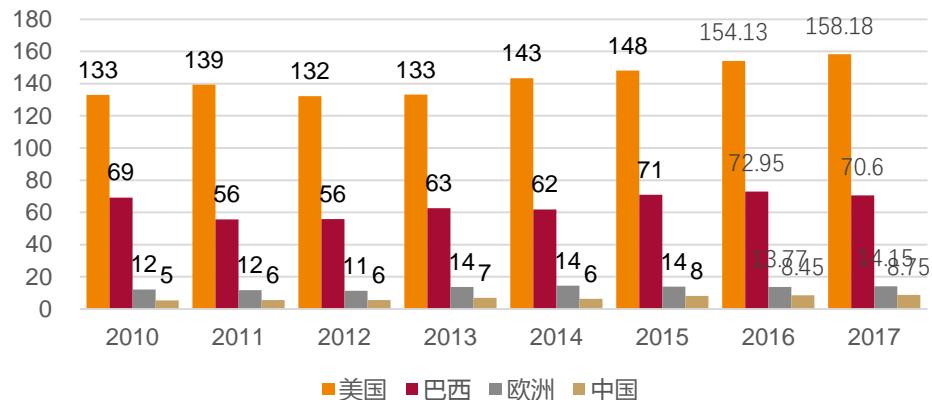
2.1. 目前，我国燃料乙醇产业发展滞后

根据中国产业信息网的资料，从燃料乙醇全球应用来看，美国是世界上最大的车用乙醇汽油生产和消费国。目前美国已经有 50 个州，在推广使用车用乙醇汽油。美国燃料乙醇的生产量和消费量逐年上升，2016 年 1 月份，美国在产的玉米燃料乙醇企业共 216 家，在建 3 家，生产能力达到 4700 多万吨。2017 年美国燃料乙醇产量达 158 亿加仑，占全世界产量的近 60%，10 年间产量增长近 4 倍。目前，全美玉米产量的 4 成都用来生产燃料乙醇。

巴西是全球第二大燃料乙醇生产国，是全球最早立法支持生物能源的国家，其主要是发展用甘蔗为原料的燃料乙醇。2015 年 2 月 15 日起，巴西政府将乙醇掺混比例由 25% 提高至 27%。2017 年，巴西燃料乙醇产量达到 70.6 亿加仑。

相比之下，我国燃料乙醇产业发展滞后，2017 年产量仅 8.75 亿加仑，远低于欧美和巴西等国的产量。

图 11：相对于欧美和巴西，我国燃料乙醇的产量较低（亿加仑）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 玉米深加工由限制到鼓励，燃料乙醇产业迎来发展机遇！

根据 wind 数据：2007 年以前，我国一直是玉米出口大国，2003 年高峰时玉米出口量达到 1600 万吨，03 年之后，玉米出口量开始走低，到 2008 年，出口量已经萎缩至 27 万吨。

随着我国玉米出口的减少，及后续玉米进口的增加，我国对于玉米深加工行业的政策也发生了改变，由 2006 年之前的 支持、鼓励和扶持 转而变为 控制、限制：一方面减少了对于玉米深加工的税收优惠和补贴，另一方面在总量上限制玉米深加工，淘汰落后产能。

表 3：2007 年之后，国家开始限制玉米深加工产业的发展

时间	政策	内容
2007 年	国家发改委出台《关于促进玉米深加工工业健康发展的指导意见》。	明确规定将深加工用粮规模占玉米消费总量的比例控制在 26% 以内。
2010 年 11 月 1 日	国务院办公厅下发《关于做好秋粮收购和当前粮食市场调控工作的通知》。	再次提出控制玉米深加工业发展，此后国家发改委对各地深加工项目进行排查清理。
2011 年 4 月 19 日	财政部、国家税务总局发布关于暂停部分玉米深加工企业购进玉米增值税（13%）抵扣政策的通知（[2011]34 号）。	自 2011 年 4 月 20 日起至 6 月 30 日，纳税人向农业生产者购进玉米深加工生产除饲料产品之外的货物，不得开具农产品收购发票并计提进项税额。
2011 年 5 月 12 日	国家粮食局发文（国粮办展[2011]85 号）对“玉米深加工业专项调查”。	对“玉米深加工业专项调查”
2011 年	根据发改委文件，自 2011 年 6 月 1 日起国家将限制淘汰落后玉米生产线。	限制 30 万吨和淘汰 10 万吨以下玉米生产线，部分中小型深加工企业将被迫停机。
2012 年 3 月 27 日	国家税务总局发布 2012 年第 11 号公告，“关于部分玉米深加工产品增值税税率问题的公告”，公告自 2012 年 5 月 1 日起施行。	根据现行增值税政策规定，国家税务总局公布，对玉米深加工企业调整增值税税率，适用 17% 的增值税税率。玉米胚芽属于《农业产品征税范围注释》中初级农产品的范围，适用 13% 的增值税税率；玉米浆、玉米皮、玉米纤维（又称喷浆玉米皮）和玉米蛋白粉不属于初级农产品（原来退税是 13%），也不属于《财政部国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税[2001]121 号）中免税饲料的范围，适用 17% 的增值税税率。

资料来源：国务院官网，天风证券研究所

从玉米燃料乙醇来看，2009年以来，国家对粮食乙醇的补贴力度持续走低，2009年补贴额高达每吨2055元，而到了2016年则逐步取消了对粮食燃料乙醇的补贴，补贴额的大幅调减降低了燃料乙醇的盈利能力。

图 12：2009 年以来我国粮食乙醇补贴金额持续走低



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

玉米深加工政策拐点：由限制到鼓励！

由于2008年以来的临储政策支撑，导致玉米种植的比较收益明显，玉米播种面积和产量持续增长，与此同时由于临储支撑价格导致的国内外玉米价差较大，玉米进口品在2008年之后开始大幅增长。不仅如此，高粱、大麦、木薯、DDGS等玉米替代品也大量进口，进一步挤占了国内的玉米消费。2015年，高粱、大麦、木薯和DDGS等玉米替代品的进口总量约3500万吨，替代的玉米消费量约3000万吨（数据来源：wind）。

高产量叠加高进口替代，导致我国玉米库存高企。根据中国产业信息网资料：2015/2016收购季，我国临储收购玉米1.2亿吨，玉米库存预期在2016年达到2.75亿吨的历史高位。

玉米去库存成为政策的重点：一是通过玉米临储价格退出，调减玉米种植面积；二是鼓励玉米深加工的发展，扩大玉米消费需求。尤其是燃料乙醇产业，是陈化粮去化的最佳途径，而且可以起到环境保护的作用，因而成为国家政策扶持的重点。

表 2：近两年，国家大力扶持燃料乙醇产业发展

时间	政策
2007	《可再生能源中长期发展规划》，到2010年增加非粮燃料乙醇200万吨，到2020年燃料乙醇利用量达1000万吨。
2011-02	《关于调整变性燃料乙醇结算价格的通知》，以93#汽油出厂价的0.911倍为变性燃料乙醇生产企业与石油、石化企业的结算价格。新的变性燃料乙醇结算价格自2011年3月1日零时起执行，免消费税，增值税先征后返。
2016-10	《生物质能源“十三五”规划》，我国2020年生物燃料乙醇年利用量达到400万吨
2017-09	《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》，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。编制生物燃料乙醇产业总体布局方案。
2017-12	天津市和山东省出台燃料乙醇地方性实施方案
2018-4	国务院正式公布了对原产于美国的7类128项进口商品加征关税的决定，其中燃料乙醇进口加征15%的税款，税率达到45%。
2018-4	能源局：生物燃料乙醇产业总体布局方案初步拟定完成。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2017年9月，我国印发乙醇汽油全覆盖方案，加速推广燃料乙醇。在粮食供给端改革，环保监管不断升级的大环境下，2017年9月13日，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》，要求着力处理超期超标粮食，适度发展粮食燃料乙醇，科学合理把握粮食燃料乙醇总量，大力发

展纤维素燃料乙醇，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，市场化运行机制初步建立，纤维素燃料乙醇 5 万吨级装置实现示范运行。

以乙醇汽油全覆盖计算，燃料乙醇缺口巨大，燃料乙醇业迎来发展良机：根据公司公告，2016 年我国汽油消费量 1.2 亿吨，若按照国家标准的乙醇汽油用 90%的普通汽油与 10%的燃料乙醇进行调和，如我国燃料乙醇实现全覆盖，则每年约消耗燃料乙醇 1,200 万吨左右。2014 年至 2016 年间，燃料乙醇的年产量在 200-260 万吨之间，据此计算，每年存在 900 万吨以上的供应缺口，产业发展机会巨大。

2.3. 行业产能快速扩张，中粮领军，公司产能迎来扩张期！

2.3.1. 预计，玉米燃料乙醇仍将是 2020 年前的发展主力

目前，燃料乙醇的定点采购仅限生物质为原料的乙醇，主要有三类：

1.玉米、小麦等粮食乙醇，为第 1 代技术：黑龙江、吉林、安徽玉米产区生产燃料乙醇的主要原料为玉米，河南地区天冠集团的生产燃料乙醇的主要原料则为小麦，玉米燃料乙醇技术成熟，成本较低，我国燃料乙醇产能中玉米乙醇产能占绝对多数。美国的燃料乙醇以玉米乙醇为主。

2.木薯、甘蔗等非粮乙醇，为第 1.5 代技术，广东广西等地的中粮广西及国投生物的燃料乙醇项目以木薯为原料，巴西甘蔗资源丰富，以甘蔗乙醇为主。

3.纤维乙醇，主要是以玉米芯和玉米秸秆等废物为原料，为第 2 代技术，目前技术仍在成熟中，成本较高，但由于不与人争粮，且利用废料，是未来的发展方向之一。国家规划 2020 年 5 万吨示范线建成，于 2025 年较大幅度提高产量。

表 3：我国燃料乙醇的所用原料及分布

类型	原料	分布
粮食乙醇	玉米、小麦	玉米：黑龙江、吉林、安徽；小麦：河南
非粮乙醇	木薯、甘蔗、甜高粱	甘蔗、木薯：广东、广西；甜高粱：内蒙古
纤维乙醇	玉米芯	山东

资料来源：中国粮油信息网，天风证券研究所

此外，目前非生物质原料的煤基合成制备的酒精未进入燃料乙醇定点采购名单。合成制备酒精在 2010 年后开始实用化，主要的化工上游产品为醋酸等，醋酸又可由煤基制成，工艺改进和成本降低，建立护城河的潜力，目前产能主要用于生产工业用酒精和其它工业副产品。

考虑到《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》给发展生物燃料乙醇定性意义：调控粮食市场、促进农村农业发展、促进区域经济发展振兴老工业基地。我们认为，生物质燃料乙醇依旧会是燃料乙醇的唯一来源。玉米制乙醇技术成熟，拥有快速扩张的可能，玉米燃料乙醇占绝对主导的地位将维持至 2020 年。

2.3.2. 产能快速扩张，中粮领军，公司产能迎来快速扩张期！

目前，燃料乙醇采取核准生产，定点销售，封闭运行的政策，截止 2018 年 4 月，各省生物燃料乙醇产业总体布局方案接近完成，各地出台炼油方案有一定差别，预计 2019 年前，新增产能销售方案将会落地。

一：现有产能

从现有产能来看，中粮集团是我国燃料乙醇龙头，2016年，中粮集团共拥有约燃料乙醇产能120万吨（2017年已提升到135万吨），是国内燃料乙醇产能最大的公司。

表4：2016年我国燃料乙醇产能

公司	地点	年产能(万吨)	主要原料	销售范围
中粮生化（肇东）有限责任公司	黑龙江	40	玉米	黑龙江
中粮生化（安徽）股份有限公司	安徽	60	玉米	安徽、山东、江苏和河北
吉林燃料乙醇有限公司	吉林	60	玉米	吉林、辽宁
河南天冠企业集团有限公司	河南	70	玉米、小麦	河南、湖北和河北
广西中粮生物质能源公司	广西	20	甘蔗、木薯	广西
国投广东生物能源有限公司	广东	15	木薯	广东
山东龙力生物	山东	5	纤维素	山东
内蒙中兴能源	内蒙古	3	甜高粱	内蒙古

资料来源：公司公告，中国产业信息网，天风证券研究所

二：筹建产能

2011-2016年，我国大量新筹建的燃料乙醇项目主要是木薯等为原料的，但是受技术不成熟导致的成本过高，以及2014年之后油价大幅下跌导致的燃料乙醇价格下降，大部分项目都没有顺利完成。真正于2014-2016年投产的有国投广东的木薯乙醇项目的15万吨。

表5：2017年前筹建燃料乙醇产能不完全统计

公司	地点	预计年产能(万吨)	主要原料	筹建情况
浙江燃料乙醇有限公司	浙江	30	木薯	2011年签约，后中止
天冠生物能源有限公司	天津	60	木薯	2015年公示
国投广东生物能源有限公司	广东	15	木薯	2016年已投产
中聚天冠生物能源（福建）一期	福建	30	甘蔗、木薯	2013年1月签约，2016年开工
中国石化东乡	江西	10	木薯	2015年开工，18年热电站建设中
中国大唐集团新能源（规划中）	吉林	16.5	玉米秸秆（纤维素）	
中粮生化（肇东）有限责任公司	黑龙江	5	纤维素	长期筹划实验，2017-2018年建成投产
海南椰岛集团	海南	10	木薯	2015年中止

资料来源：公司公告，中国产业信息网，天风证券研究所

受国家玉米去库存和燃料乙醇产业扶持政策的推进，2017年起，我国又进入燃料乙醇产能筹建的高峰期。此次筹建主要是玉米燃料乙醇产能，受临储退出后的玉米价格降低和油价触底回升带来的燃料乙醇价格上涨，我国玉米燃料乙醇利润也在持续回升。在政策和利润的双重刺激下，我国玉米燃料乙醇产能快速扩张。2017年东北燃料乙醇项目签约消息不断，据统计，2017年签约筹建玉米乙醇产能达到240万吨，其中，博大生化39万吨的玉米乙醇项目已经建成投产。

表6：2017年起筹建与建成生物乙醇产能不完全统计

公司	地点	预计年产能(万吨)	主要原料	筹建情况
黑龙江鸿展生物科技股份有限公司	黑龙江	30(燃料乙醇)、30(食用酒精)	玉米	签约
国投生物科技投资有限公司、象屿集团黑龙江富	黑龙江富	60	玉米	签约

江金象生化有限责任公司	锦			
吉林省博大生化有限公司	吉林	39	玉米	建成、于 2017 年 12 月 29 日投产
内蒙古仕奇集团有限责任公司	内蒙古	30	玉米	2017 年 2 月签约
国投生物科技投资有限公司	辽宁铁岭	30	玉米	2017 年签约，已开工
中粮生化能源（榆树）有限公司	吉林长春	60	玉米	2017 年 11 月签约
中粮生化（衡水）有限责任公司	衡水	30		2017 年签约，预计 2019 年建成投产

资料来源：发改委网站，河北省人民政府网站，中国玉米网，天风证券研究所

根据发改委网站信息，2017 年 11 月，中粮生化专业化平台与长春政府签约在长春规划建设投资 75 亿元的中粮长春玉米产业园项目，计划分三期完成 60 万吨/年燃料乙醇、60 万吨/年有机酸等建设内容，预计产值 152 亿元。项目实际签约方为中粮生化能源（榆树）有限公司。

根据河北省人民政府网站信息，2017 年，衡水政府与中粮集团签约“双 30”项目（年产 30 万吨燃料乙醇和 30 万吨玉米淀粉糖）。项目实际建设方为中粮生化能源（衡水）有限公司。

中粮生化能源（榆树）和中粮生化能源（衡水）均是生物化学公司的全资子公司，因此该部分筹建产能未来预计也会随着并购的完成进入上市公司体内，公司产能有望迎来快速扩张期。

3. 玉米价格低位，石油价格回升：燃料乙醇盈利触底反转！

根据不同生产方式，玉米燃料乙醇的副产品略有区别，大型企业的湿法工艺生产玉米燃料乙醇中，主要的副产品为 DDGS 和玉米油，假设玉米燃料乙醇的出成率为 3.1，则乙醇的生产公式大致为： $3.1 \text{ 吨玉米} + \text{生产成本} = 1 \text{ 吨乙醇} + 0.8 \text{ 吨 DDGS} + 0.06 \text{ 吨玉米油}$ 。

从而：每吨燃料乙醇生产毛利 = $1 \text{ 吨乙醇} + 0.8 \text{ 吨 DDGS} + 0.06 \text{ 吨玉米油} - 3.2 \text{ 吨玉米} - \text{生产成本}$ 。

由于燃料乙醇的定价是锁定汽油价格为，为 93# 汽油价格的 0.9111 倍，因此，燃料乙醇的盈利能力取决于玉米价格以及油价。

3.1. 玉米库存依然高位，玉米价格低位震荡

2016 年，国家取消了对东北三省和内蒙古自治区的玉米临储支持，让玉米价格由市场决定，而国家给予农户成本端的补贴来支持玉米种植的收益。高产量叠加高库存以及国内外粮价的高价差，我国玉米价格应声而下。玉米现货收购价持续快速下跌，中粮榆树收购价一度由 2015 年最高的 2300 元/吨下跌至 2017 年的 1300 元/吨。目前中粮榆树玉米采购价格不足 1600 元，较 2015 年 2300 元/吨最高水平降低了 700 元/吨。

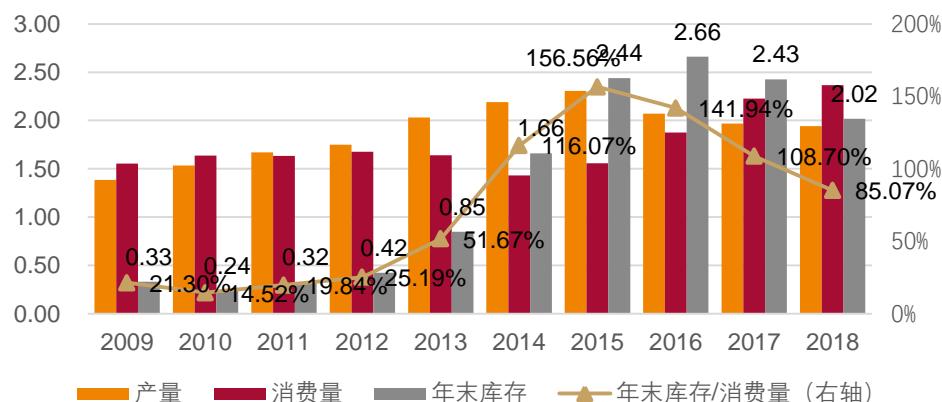
图 13：临储退出之后，中粮榆树玉米采购价下跌（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

玉米高库存是玉米价格上涨的最大压力。2016 年，我国玉米库存达到 2.66 亿吨的历史高位，库存消费比也达到了 141.94%。受国家玉米去库存政策影响，2017 年，我国玉米库存首次出现下降，降至 2.43 亿吨，但库存消费比仍高达 109%，预计到 2018 年年底，我国玉米库存消费比也将高达 85%，玉米去库存仍需时日。

图 14：2017 年玉米库存仍维持在较高的水平（亿吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

在库存压力下，预计玉米价格将低位维持，2018 年 4 月 12 日临储拍卖开始，玉米价格随之下滑。虽然今年的拍卖底价较去年略有上涨，但是涨幅比较有限，玉米价格整体仍在低位维持。

表 7：临储拍卖价格略有升高（元）

省份	2018 年临储拍卖底价			2017 年临储拍卖底价	
	2013 年产	2014 年产	2015 年产	2013 年产	2014 年产
吉林	1300	1400	1450	1300	1360
黑龙江	1250	1350	1400	1250	1310
辽宁	1350	1450	1500	1350	1410

资料来源：JCI，天风证券研究所

根据公司公告，生化能源公司在 2015-2017 年的玉米采购价格仅分别为 1813.9 元/吨，1328.16 元/吨和 1238.03 元/吨。2016 年来玉米采购价格大幅降低，我们预计 2018 年-2020 年，公司玉米采购价格将上涨，但仍将处于低位，预计在 1350-1400 元/吨左右。

3.2. 原油价格上涨，推动燃料乙醇盈利大幅好转

2011 年国家发改委等八部委联合下发的《车用燃料乙醇汽油扩大试点方案》规定，变性燃料乙醇结算价格是按照国家发改委同期公布的 93 号汽油出厂价（供军队和国家储备），乘以车用乙醇汽油调配销售成本的价格折合系数 0.9111，为变性燃料乙醇生产企业与石油、石化企业的结算价格。

在 OPEC 减产，中东局势不稳定的影响下，布伦特原油价格（每桶）从 2015 年底和 2016 年初的 30 美元起一路上扬。2018 年 5 月 11 日，布伦特原油期货价格达到 77.12 美元/桶，较 2017 年最低价格（2017 年 6 月 21 日，44.82 美元/桶）上涨了约 32.3 美元/桶；WTI 原油期货价格达到 70.7 美元/桶，较 2017 年最低价格（2017 年 6 月 21 日，42.53 美元/桶）上涨了约 28.17 美元/桶。

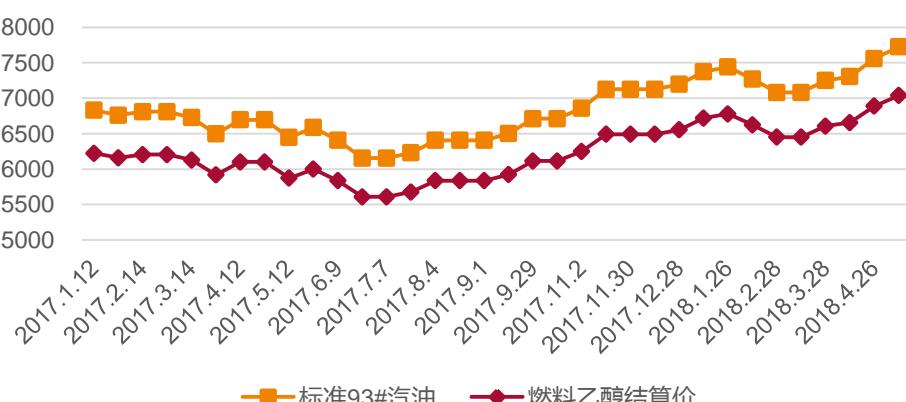
图 15：国际原油期货价格触底回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

受原油价格上涨，我国汽油价格和燃料乙醇价格同步上涨。当前（2018 年 5 月 14 日）我国标准 93#汽油价格约 7725 元/吨，较 2017 年 6 月份的最低价上涨了 1570 元/吨，以此计算，当前（2018 年 5 月 14 日）燃料乙醇结算价约 7038 元/吨，较 2017 年 6 月最低价上涨了 815 元/吨，燃料乙醇盈利能力大幅提升。

图 16：2016 年起 93 号汽油价格上扬，单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 公司燃料乙醇盈利能力强！

根据我们的测算，以 5 月 11 日的最新调整后的燃料乙醇结算价进行计算，蚌埠地区的燃料乙醇单吨毛利超过 1200 元，肇东地区的单吨燃料乙醇毛利超过 1600 元。考虑到，公司技术的改进以及对于国家超期粮食的消耗，公司实际玉米成本有望更低，从而盈利能力有望更强。

图 17：公司燃料乙醇单吨毛利测算

蚌埠工厂 以玉米为原 材料单吨燃 料乙醇收益 测算	2018一季度	2018年5月11日	肇东工厂 以玉米为原 材料单吨燃 料乙醇收益 测算	2018一季度	2018年5月11日		
原油价格 (美元/桶)	65.07	74.42		原油价格 (美元/桶)	65.07	74.42	
93#汽油价格	7240	7725		93#汽油价格	7240	7725	
燃料乙醇价格 (税前)	6596	7038		燃料乙醇价格 (税前)	6596	7038	
燃料乙醇价格 (税后)	5711	6094		燃料乙醇价格 (税后)	5711	6094	
DDGS价格 (元/吨)	1778	1850		DDGS价格 (元/吨)	1605	1630	
单吨副产品收入 (元/吨)	1180.09	1227.88		单吨副产品收入 (元/吨)	1065.27	1081.86	
燃料乙醇+副产品收入合计 (元)	6891.23	7321.60		燃料乙醇+副产品收入合计 (元)	6776.40	7175.58	
燃料乙醇生 产成本及单 吨毛利计算	玉米价格 (元/吨)	1700	1800	燃料乙醇生 产成本及单 吨毛利计算	玉米价格 (元/吨)	1500	1600
	玉米税后价格 (元/吨)	1452.99	1538.46		玉米税后价格 (元/吨)	1282.05	1367.52
	一吨燃料乙醇消耗玉米 (元/吨)	4504.27	4769.23		一吨燃料乙醇消耗玉米 (元/吨)	3974.36	4239.32
	加工成本 (元/吨)	1275	1275		加工成本 (元/吨)	1250	1250
	单吨燃料乙醇成本 (元/吨)	5779.27	6044.23		单吨燃料乙醇成本 (元/吨)	5224.36	5489.32
	单吨燃料乙醇毛利 (元/吨)	1111.95	1277.37		单吨燃料乙醇毛利 (元/吨)	1552.04	1686.26

资料来源：发改委 wind 天风证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 投资建议

不考虑资产重组影响，由于油价大幅上涨，我们将 18-20 年的燃料乙醇单吨售价由 5542 元上调至 6094 元，公司毛利率提升，从而将公司 2018-2019 年归母净利润由 5.81/6.05 亿上调至 6.18/6.74 亿，同时预计 2020 年公司归母净利润 7.16 亿，2018-2020 年公司归母净利润同比增长 160.59%/8.98%/6.20%，对应的 EPS 为 0.64/0.70/0.74 元。

则我们预计公司若考虑资产注入的影响，且 18 年全年并表考虑，并假设 2020 年公司新增产能 30 万吨，则 18-20 年的备考利润为 14.43/14.91/18.04 亿元，对应 EPS 为 0.85/0.88/1.07 元；对应当前 12 元的股价，18-20 年的 PE 仅 14/14/11 倍，考虑到产业的广阔发展空间，给予“买入”评级！

4.2. 风险提示：

- 1、重组推进不达预期；2、整合风险；3、价格风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	612.31	554.75	884.84	928.63	989.22	营业收入	5,603.37	6,275.91	7,373.67	7,738.58	8,243.46
应收账款	434.53	338.10	399.26	460.58	546.95	营业成本	4,830.83	5,596.51	5,965.58	6,234.30	6,634.33
预付账款	32.09	41.86	41.00	17.32	26.91	营业税金及附加	42.11	48.27	55.30	58.04	61.83
存货	563.39	619.12	706.56	782.75	838.98	营业费用	226.56	197.60	228.58	239.90	255.55
其他	29.22	344.80	132.09	125.13	137.12	管理费用	338.63	297.76	346.56	363.71	387.44
流动资产合计	1,671.55	1,898.63	2,163.75	2,314.40	2,539.18	财务费用	153.16	107.15	142.72	145.29	159.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	81.28	61.26	50.00	50.00	50.00
固定资产	3,087.74	2,579.22	3,336.03	4,040.53	4,742.63	公允价值变动收益	5.56	(5.84)	1.57	0.65	(0.96)
在建工程	42.61	818.30	759.15	804.57	852.29	投资净收益	5.83	2.24	8.00	8.00	8.00
无形资产	333.03	445.58	528.18	510.79	493.39	其他	(22.77)	(183.96)	(19.15)	(17.30)	(14.08)
其他	300.07	214.16	229.70	229.10	229.10	营业利润	(57.81)	154.92	594.50	655.99	702.25
非流动资产合计	3,763.46	4,057.26	4,853.06	5,584.99	6,317.41	营业外收入	218.87	109.30	100.00	100.00	100.00
资产总计	5,435.01	5,955.89	7,016.81	7,899.39	8,856.58	营业外支出	25.18	5.14	10.00	10.00	10.00
短期借款	1,473.79	2,143.80	2,245.31	2,604.39	2,978.23	利润总额	135.89	259.09	684.50	745.99	792.25
应付账款	432.70	828.92	960.75	1,048.08	1,237.08	所得税	2.64	9.43	34.22	37.30	39.61
其他	877.98	280.60	605.70	534.75	578.70	净利润	133.24	249.66	650.27	708.69	752.64
流动负债合计	2,784.47	3,253.32	3,811.76	4,187.22	4,794.00	少数股东损益	6.16	12.36	31.86	34.73	36.88
长期借款	377.82	535.29	252.83	253.44	65.94	归属于母公司净利润	127.08	237.31	618.41	673.97	715.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.13	0.25	0.64	0.70	0.74
其他	566.90	205.94	550.00	550.00	550.00						
非流动负债合计	944.72	741.22	802.83	803.44	615.94						
负债合计	3,729.19	3,994.55	4,614.59	4,990.66	5,409.94						
少数股东权益	144.92	157.56	189.42	224.14	261.02						
股本	964.41	964.41	964.41	964.41	964.41						
资本公积	903.02	903.02	903.02	903.02	903.02						
留存收益	578.21	815.51	1,248.40	1,720.18	2,221.21						
其他	(884.74)	(879.16)	(903.02)	(903.02)	(903.02)						
股东权益合计	1,705.82	1,961.34	2,402.23	2,908.73	3,446.64						
负债和股东权益总	5,435.01	5,955.89	7,016.81	7,899.39	8,856.58						
现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	133.24	249.66	618.41	673.97	715.76	成长能力					
折旧摊销	169.87	183.84	219.74	267.47	317.58	营业收入	-13.22%	12.00%	17.49%	4.95%	6.52%
财务费用	168.93	105.93	142.72	145.29	159.11	营业利润	-96.26%	-368.00%	283.73%	10.34%	7.05%
投资损失	(5.83)	(2.24)	(8.00)	(8.00)	(8.00)	归属于母公司净利润	-108.96%	86.74%	160.59%	8.98%	6.20%
营运资金变动	267.49	(489.61)	601.87	(89.29)	67.68	获利能力					
其它	50.97	700.08	33.44	35.38	35.92	毛利率	13.79%	10.83%	19.10%	19.44%	19.52%
经营活动现金流	784.68	747.68	1,608.17	1,024.80	1,288.05	净利率	2.27%	3.78%	8.39%	8.71%	8.68%
资本支出	(49.94)	921.80	655.94	1,000.00	1,050.00	ROE	8.14%	13.16%	27.95%	25.11%	22.47%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.40%	7.67%	17.56%	18.33%	16.45%
其他	(90.93)	(1,489.81)	(1,651.56)	(1,993.24)	(2,089.97)	偿债能力					
投资活动现金流	(140.87)	(568.01)	(995.62)	(993.24)	(1,039.97)	资产负债率	68.61%	67.07%	65.76%	63.18%	61.08%
债权融资	2,504.71	2,796.49	2,866.13	3,225.83	3,412.17	净负债率	30.02%	31.21%	26.78%	29.69%	24.26%
股权融资	(154.93)	(101.57)	(166.58)	(145.29)	(159.11)	流动比率	0.60	0.58	0.57	0.55	0.53
其他	(2,910.95)	(2,929.73)	(2,982.01)	(3,068.32)	(3,440.56)	速动比率	0.40	0.39	0.38	0.37	0.35
筹资活动现金流	(561.17)	(234.81)	(282.46)	12.22	(187.50)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	12.34	16.25	20.00	18.00	16.36
现金净增加额	82.63	(55.14)	330.09	43.79	60.59	存货周转率	8.61	10.61	11.12	10.39	10.17
						总资产周转率	1.01	1.10	1.14	1.04	0.98
每股指标(元)						每股指标(元)					
						每股收益	0.13	0.25	0.64	0.70	0.74
						每股经营现金流	0.81	0.78	1.67	1.06	1.34
						每股净资产	1.62	1.87	2.29	2.78	3.30
估值比率						估值比率					
						市盈率	90.54	48.48	18.60	17.07	16.07
						市净率	7.37	6.38	5.20	4.29	3.61
						EV/EBITDA	55.77	59.71	14.05	12.91	11.84
						EV/EBIT	154.10	212.26	18.24	17.22	16.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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标的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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com