

燃料乙醇东风来，资产整合助飞跃

——中粮生化 (000930)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 资产整合顺利推进，玉米深加工龙头启航

公司拟以 9.38 元/股的价格发行 8.83 亿股，收购生化能源 100% 股权、生物化学 100% 股权、桦力投资 100% 股权，交易总金额 82.85 亿元。若本次交易顺利完成，上市公司将成为中粮集团唯一的玉米深加工业务平台。

❖ 燃料乙醇三大看点，中粮生化将充分受益

看点 1：规划确立硬性目标，五百万吨供需缺口将现

2020 年我国将实现乙醇汽油全覆盖，对应需求量将超过 1200 万吨。供给端看，目前全国合计产能 288 万吨，规划产能 395.5 万吨。未来供需缺口将达到 500 万吨，公司有望率先受益。近期国务院要求今年完成 15 个省份的推广，其中天津将于 9 月打响乙醇汽油全国普及的“第一枪”，或将成为行业催化剂。

看点 2：中美贸易争端加剧，自美进口乙醇价格优势不再

我国对美改性乙醇在 30% 的优惠关税基础上，分别于今年 4 月/6 月宣布拟加征 15%/25% 的关税。经测算，7 月 31 日的自美进口改性乙醇完税价将高达 7920 元/吨，较今年一季度均价提高了 45.75%。新关税制度实施后，自美进口燃料乙醇的价格优势将转变为价格劣势，或进一步扩大供需缺口。

看点 3：玉米价格低位、油价持续上涨，公司利润弹性大

成本端看，受益临储政策变化，2016 年至今，玉米价格维持相对低位；临储玉米陈粮库存高企，有望为公司带来廉价原材料。收入端看，国内燃料乙醇价格完全取决于 93 号汽油价格，油价保持强势，对企业的业绩增厚作用明显。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。暂不考虑资产注入影响，我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为：71.54、72.05、72.56 亿元，净利润分别为 6.38、6.92、7.50 亿元，对应 PE 分别为 15、14、13 倍。相对估值方面，同行业可比公司 PE 分别为 19、15、13。绝对估值方面，当前股价 9.65 元/股低于绝对估值模型股价 13.67 元/股。

❖ 风险提示：燃料乙醇推广进度不及预期；关税加征不及预期；重组失败风险

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6276	7154	7205	7256
+/-%	12.0%	14.0%	0.7%	0.7%
净利润(百万元)	250	638	692	750
+/-%	88.0%	155.2%	8.5%	8.4%
EPS(元)	0.25	0.64	0.69	0.75
PE	39	15	14	13

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门 | 股票研究部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 农林牧渔

报告时间 | 2018/08/26

前收盘价 | 9.65

公司评级 | 增持评级

分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

联系人

关雪

证书编号：S1100118070003

010-66495927

guanxue@cczq.com

张天楠

证书编号：S1100118060014

021-68595116

zhangtiannan@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

公司隶属于中粮集团，是国内规模最大、技术领先的玉米深加工企业。若顺利完成本次资产整合，中粮生化将解决同业竞争问题，正式晋升国内燃料乙醇龙头，并充分受益于国内燃料乙醇的需求增加引导的产品价格上涨。产能角度看，收购完成后，公司将具备燃料乙醇产能合计 135 万吨（不考虑持股 20% 的吉林燃料乙醇有限公司），占当前全国总产能的 47%；具备燃料乙醇规划新增产能 90 万吨，占全国规划新增产能的 23%。产品结构角度看，公司围绕玉米深加工领域，打造出国内一代玉米乙醇龙头；深耕二代纤维素技术，具备国内领先、国际一流的纤维素乙醇工艺；辅以 1.5 代木薯非粮乙醇工艺，燃料乙醇版图完整。

对于未来成长：

燃料乙醇是公司的核心业务，也是我们认为未来兼具增长潜力与确定性的产业。根据多部委联合规划，2020 年我国将实现乙醇汽油的全国覆盖，对应燃料乙醇年需求量 1200 万吨。而我国现有燃料乙醇产能 273 万吨，规划产能约 400 万吨。预计到 2020 年，燃料乙醇的供需缺口将达到 500 万吨。另外，中美摩擦加剧，我国拟将自美进口的改性乙醇关税提升至 70%，若实施，则美国进口乙醇对比国内燃料乙醇生产成本将再无价格优势，或进一步提振国内燃料乙醇的需求。

成本端看，玉米价格近年低位运行并大概率保持；临储玉米库存高企使得公司原材料成本上行概率低。收入端看，国内外油价联动明显，国际原油价格持续上涨并有望延续涨势，93 号汽油价格同步大幅上涨，增加公司收入。经测算，在原材料成本不变的情况下，国内 93 号汽油价格每上涨 100 元/吨，将增厚玉米乙醇企业税后净利润 53.60 元/吨。

对于与市场观点主要差异：

市场认为燃料乙醇行业市场增量有限、业绩弹性不大。我们认为：1) 燃料乙醇市场增量明确，现仅实现 6 省全封闭、6 省半封闭使用乙醇汽油，年需求量不到 300 万吨。根据规划，若 2020 年实现全国覆盖，燃料乙醇的年需求量将增至 1200 万吨，将带来约 900 万吨的需求增量。2) 油价上涨趋势不变的情况下，公司业绩弹性较大，国内 93 号汽油价格每上涨 100 元/吨，将增厚公司的税后净利润 53.60 元/吨。

首次覆盖给予“增持”评级。

暂不考虑资产注入影响，我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为：71.54、72.05、72.56 亿元，净利润分别为 6.38、6.92、7.50 亿元，对应 PE 分别为 15、14、13 倍。相对估值方面，相比于同行业公司 PE 分别为 19、15、13。当前股价 9.69 元/股低于绝对估值模型股价 13.67 元/股。

正文目录

投资摘要	2
一、中粮生化：打造中粮系唯一玉米深加工平台	6
1.1 公司是国内燃料乙醇龙头，市占率高	6
1.1.1 盈利能力受原材料价格和汽油价格影响	7
1.1.2 “退城进园”逐步推进，产销量稳定增加	8
1.2 新增资产助力乙醇燃料业务壮大	8
1.2.1 标的 1：生化能源	9
1.2.2 标的 2：生物化学	10
1.2.3 标的 3：桦力投资	12
二、我国燃料乙醇产业极具潜力	13
2.1 燃料乙醇作为可再生能源，颇受全球市场青睐	13
2.2 海外燃料乙醇产业高度成熟，发展路径值得借鉴	14
2.3 技术选择参考资源禀赋，我国燃料乙醇发展依赖政策引导	17
三、燃料乙醇具备三大看点，中粮生化将充分受益	20
3.1 看点 1：政策推广燃料乙醇，五百万吨供需缺口将现	20
3.2 看点 2：中美贸易争端加剧，进口乙醇价格优势不再	21
3.3 看点 3：玉米价格低位、油价持续上涨，公司利润弹性大	23
四、估值与投资建议	25
风险提示	27
盈利预测	28

图表目录

图 1:	重组前公司主要股东结构	6
图 2:	燃料乙醇及其副产品收入逐年提升	7
图 3:	燃料乙醇及其副产品收入占比不断提高	7
图 4:	燃料乙醇及其副产品毛利率波动较大	7
图 5:	重组后股权变动情况	8
图 6:	收购资产主要产能变化	9
图 7:	生化能源公司股权结构	9
图 8:	生化能源产能产量情况	10
图 9:	生化能源公司经营情况	10
图 10:	生物化学公司股权结构	11
图 11:	生物化学产能产量情况	11
图 12:	生物化学公司经营情况	12
图 13:	桦力投资股权结构	12
图 14:	燃料乙醇产业链	13
图 15:	中国燃料乙醇产量仅占全球总产量的 3%	14
图 16:	美国、巴西、中国燃料乙醇产量情况	14
图 17:	巴西对燃料乙醇产业关键扶持政策	15
图 18:	美国玉米单产领先我国	15
图 19:	美国玉米年产量远高于我国	15
图 20:	美国燃料乙醇出口量	16
图 21:	美国生物燃料法案一览	16
图 22:	美国各州政府对乙醇汽油的优惠措施	16
图 23:	美国联邦政府对乙醇汽油消费税优惠表（2010 年）	17
图 24:	玉米乙醇工艺对比	17
图 25:	不同原料的生物质含量	17
图 26:	三代燃料乙醇优劣对比	18
图 27:	我国燃料乙醇相关政策一览	19
图 28:	一代粮食乙醇补贴标准逐年下降	19
图 29:	粮食乙醇增值税退税比例	19
图 30:	粮食乙醇消费税减免情况	19
图 31:	截至 2017 年底我国燃料乙醇产能分布情况	20
图 32:	正在推进中的燃料乙醇项目一览	21
图 33:	2014 年-2016 年我国改性乙醇进口量激增	22
图 34:	我国对美国改性乙醇进口关税不断提高	22
图 35:	人民币持续贬值	22
图 36:	2018Q1 中国改性乙醇进口统计	22
图 37:	自美进口改性乙醇完税价测算	23
图 38:	近年国内玉米库存维持高位	24
图 39:	全国粮库玉米的收购均价（元/吨）	24
图 40:	国内 93 号汽油价格与布油价格高度相关	24
图 41:	93 号汽油每上涨 100 元/吨，乙醇生产企业的利润弹性测算	25

表格 1.	现金流贴现法 WACC 预测值	25
表格 2.	DCF 估值敏感性分析	26
表格 3.	同行业估值比较	26

一、中粮生化：打造中粮系唯一玉米深加工平台

1.1 公司是国内燃料乙醇龙头，市占率高

上市公司隶属于中粮集团，是国内规模最大、技术领先的玉米深加工企业。公司官网显示，公司旗下有近 20 家生产企业，分布在中国黑龙江、吉林、河北、安徽、湖北、四川、广西以及泰国等地，资产规模 180 亿元，具有超过 600 万吨玉米加工能力。同时公司具备以玉米、木薯和纤维素等不同原料生产燃料乙醇的行业领先技术，作为中国最大的生物质燃料乙醇供应商，占有 40% 的市场份额。

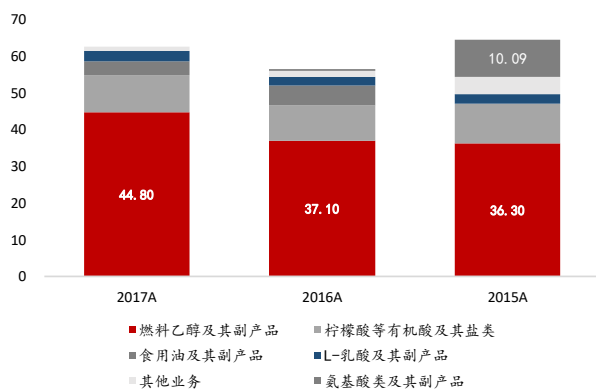
图 1： 重组前公司主要股东结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

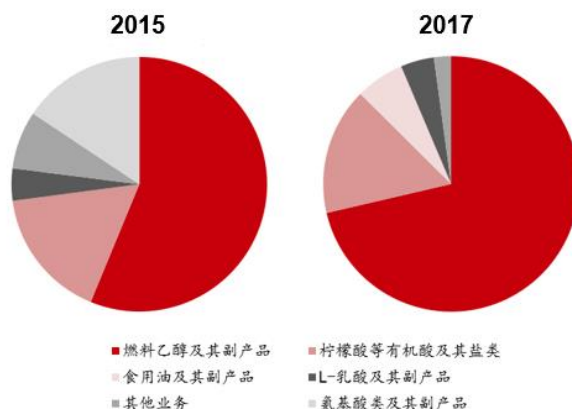
2017 年公司实现营业收入 62.76 亿元，同比增长 12%，实现归属于母公司所有者净利润 2.37 亿元。其中 2017 年燃料乙醇及其副产品和柠檬酸等有机酸的营业收入分别为 44.80 和 10.10 亿元，燃料乙醇及其副产品的营业收入逐年增加。公司 2016 年由于开始实施“退城进园”项目，赖氨酸生产线停产，主营业务由原来的燃料乙醇、柠檬酸、赖氨酸、乳酸变更为燃料乙醇、柠檬酸、乳酸。赖氨酸业务营业收入逐步由 2015 年的 10.09 亿元降至 0。各项业务营业收入占比方面，燃料乙醇及其副产品占比第一，2017 年占比为 71.38%。氨基酸类及其副产品，主要受“退城进园”项目影响占比减少。

图 2：燃料乙醇及其副产品收入逐年提升



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 3：燃料乙醇及其副产品收入占比不断提高



资料来源：wind，川财证券研究所

1.1.1 盈利能力受原材料价格和汽油价格影响

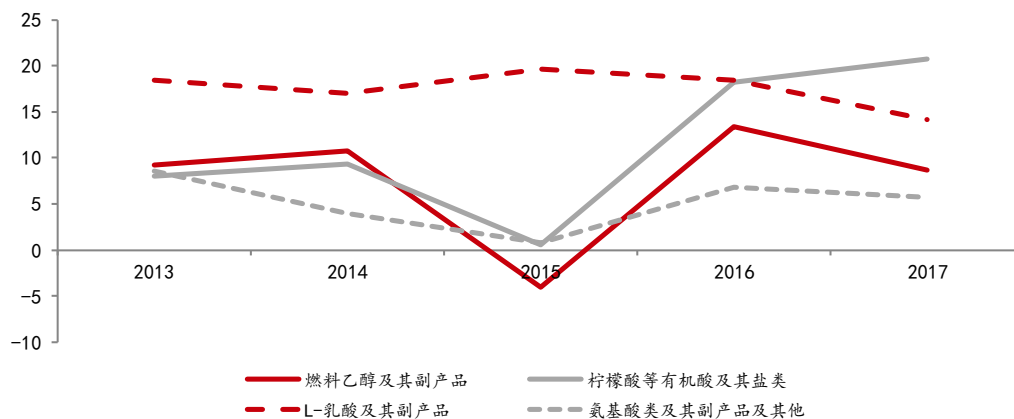
公司四项主要业务毛利率中，燃料乙醇及其副产品业务毛利率波动较大，系该项业务利润计算与原材料价格和汽油价格相关。公司燃料乙醇及其副产品的利润计算公式：

燃料乙醇毛利=（93号汽油出厂价*0.9111-原料成本）*产量-人工等成本。

可见影响公司盈利能力的因素主要为原料成本和油价。

2015年玉米临储价格上涨，导致公司原料成本增加，盈利能力大幅下降。2016年受玉米临储退出影响，玉米价格降低，酒精业务的毛利率转负为正，公司盈利能力大幅提升。

图 4：燃料乙醇及其副产品毛利率波动较大



资料来源：wind，川财证券研究所

1.1.2 “退城进园”逐步推进，产销量稳定增加

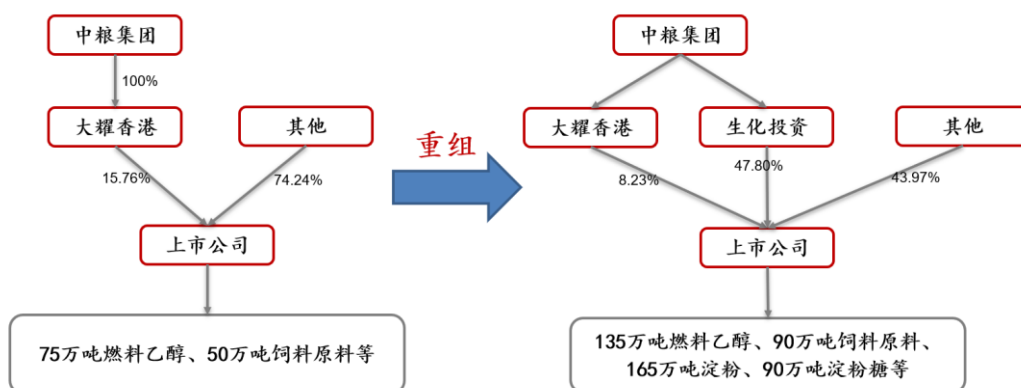
公司 2015 年底开始实施“退城进园”项目，2017 年公司产业园一期年产 30 万吨燃料乙醇项目工程基本完工，各项开工准备工作有序进行。在此过程中公司坚持“边生产、边建设、边搬迁”的总体安排，产量增加稳定。主要业务乙醇燃料的产量由 2015 年的 63.61 万吨增加至 74.59 万吨，销量也随之从 60.98 万吨增加至 72.75 万吨。

1.2 新增资产助力乙醇燃料业务壮大

中粮集团承诺 2018 年底消除与公司在燃料乙醇、食用酒精及其副产品，淀粉及其副产品、淀粉糖、味精及其副产品，以及玉米深加工领域的技术研究与开发等业务方面的同业竞争；资产重组业务整合是必经之路。整合之后，上市公司将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化平台公司。

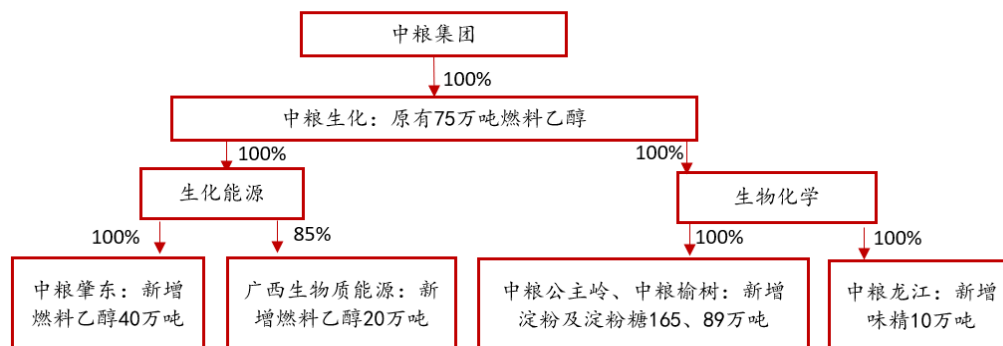
2018 年 5 月公司拟以发行股份的方式向生化投资收购其持有的生化能源 100% 股权、生物化学 100% 股权和桦力投资 100% 股权，标的资产的预估值合计为 82.85 亿元。根据 7 月 31 日《关于调整公司发行股份购买资产发行价格的公告》，公司增发发行价调整为 9.38 元/股，发行股本调整为 8.83 亿股。重组完成后，中粮集团间接持有的上市公司股份比例将从 15.76% 提升至 56.03%，上市公司燃料乙醇业务产能将从 75 万吨增加至 135 万吨，饲料原料产能将从 50 万吨增至 90 万吨，淀粉及淀粉糖业务产能将分别增加至 165 和 90 万吨。

图 5： 重组后股权变动情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 收购资产主要产能变化

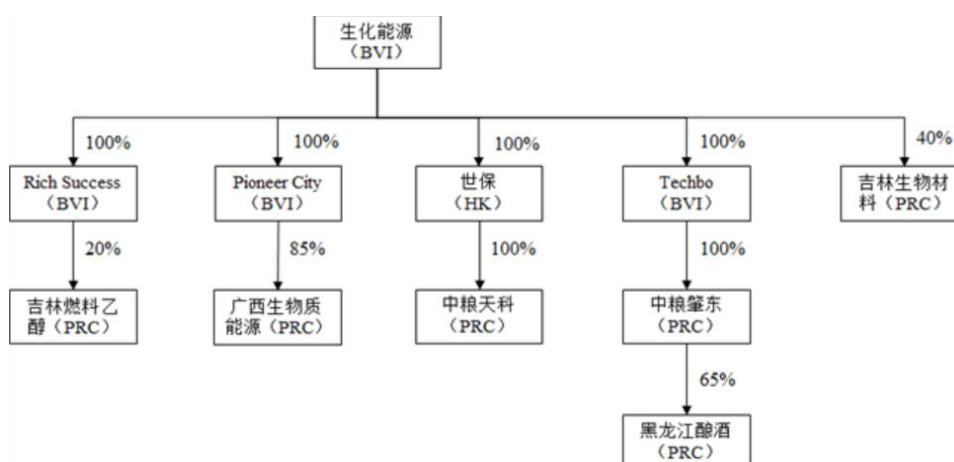


资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2.1 标的 1：生化能源

生化能源在燃料乙醇研发领域拥有完善的研发能力，近年来获得多个奖项，已具备国内领先、国际一流的纤维素乙醇工艺技术。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、黑龙江酿酒为在中国境内设立的公司，为主要生产经营实体。生化能源及其下属公司的股权结构图如下：

图 7： 生化能源公司股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

主要生产经营实体具有乙醇和饲料原料两项业务，其中乙醇产能 60 万吨，饲料原料产能 100 万吨。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

料原料业务 2016 年产量约为 35 万吨，各项业务产量居行业前列。公司同时拥有燃料乙醇进口指标，可依据需求和自身产量情况选择进口燃料乙醇。

图 8：生化能源产能产量情况

生化能源		2015年	2016年	2017年1-10月
乙醇	产能	60	60	60
乙醇	产量	42.31	38.68	35.99
燃料乙醇	产量	10.12	10.52	7.4
食用酒精	产能	32	32	40
饲料原料	产量	32.77	34.99	31.07

资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：万吨

经营情况来看，2017 年生化能源公司资产总计 39.70 亿元，营业收入和净利润分别为 30.97 和 4.28 亿元，其中生物质能源产能主要来源于中粮肇东和广西生物质能源。中粮肇东通过生物工程技术加工生产燃料酒精，致力于发展生物质能源业务。广西生物质能源是经国家发改委立项批准的国内第一个非粮燃料乙醇项目，以木薯为原料，生产燃料乙醇、食用酒精等产品。

图 9：生化能源公司经营情况

实际经营主体	主要产能	资产总计	营业收入	净利润
广西生物质能源	20万吨燃料乙醇	9.3	7.12	0.48
中粮肇东	40万吨燃料乙醇	22.4	24.16	2.98
中粮天科	-	2.49	1.26	0.01
黑龙江酿酒	-	0.49	0.61	0
合并报表金额		39.7	30.97	4.28

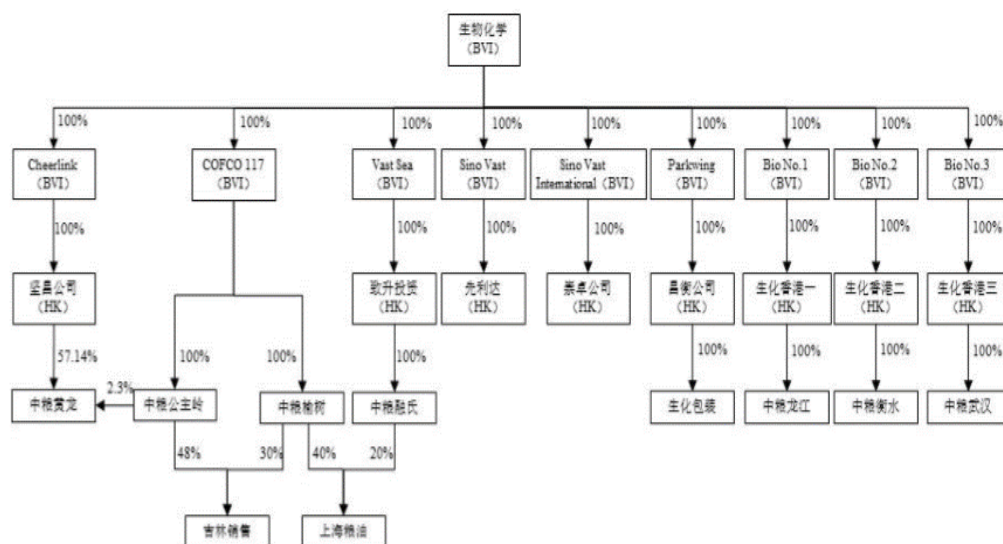
资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：亿元

1.2.2 标的 2：生物化学

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，该等境内公司主要的生产经营实体。生物化学及其下属公司的股权结构图如下：

图 10： 生物化学公司股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

主要生产经营体产品以淀粉、淀粉糖和味精为主。其中淀粉、淀粉糖和味精产能分别为 165 万吨、89 万吨和 10 万吨；2017 年 1-10 月产量分别为 99.67 万吨、73.14 万吨和 8.78 万吨。三项业务除味精外，淀粉及淀粉糖业务产能高于实际产量。

图 11： 生物化学产能产量情况

生物化学		2015年	2016年	2017年1-10月
淀粉	产能	165	165	165
	产量	125.53	132.57	99.67
淀粉糖	产能	89	89	89
	产量	75.1	78.01	73.14
味精	产能	10	10	10
	产量	10.61	10.99	8.78

资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：万吨

生物化学公司 2017 年资产总计 119.57 亿元，营业收入 57.53 亿元，净利润

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.86 亿元。其中中粮公主岭、中粮榆树及中粮龙江的资产规模和营业收入占比较大。公司产品方面：中粮公主岭主要产品为淀粉及淀粉糖等；中粮榆树主要产品为商品玉米淀粉、淀粉糖、喷浆玉米皮、玉米胚芽粕、玉米蛋白粉、玉米原油；中粮龙江主要产品为玉米淀粉及味精产品。

图 12：生物化学公司经营情况

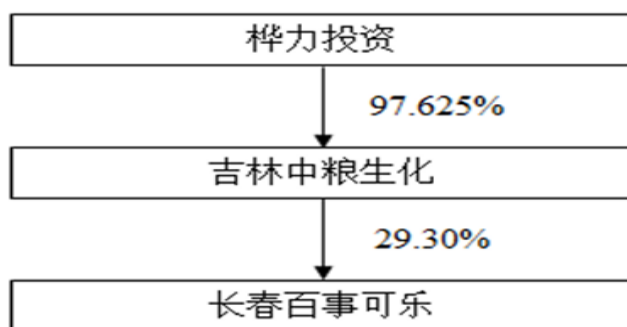
实际经营主体	资产总计	营业收入	净利润
中粮公主岭	20.85	12.35	0.51
中粮榆树	44.25	9.82	0.49
中粮融氏	3.07	4.05	0.13
生化包装	1.17	1.63	0.05
中粮龙江	30.69	12.56	0.29
中粮衡水	3.22	2.15	0.01
中粮武汉	3.08	2.74	0.05
中粮黄龙	11.38	9.63	0.31
合并报表金额	119.57	57.53	1.86

资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：亿元

1.2.3 标的 3：桦力投资

桦力投资拥有一家控股下属公司吉林中粮生化，桦力投资及其下属公司的股权结构图如下：

图 13：桦力投资股权结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

控股公司吉林中粮生化主要从事玉米深加工领域的技术与开发，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。目前客户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。2017 年营业收入 2150 万元，净利润-132.28 万元。

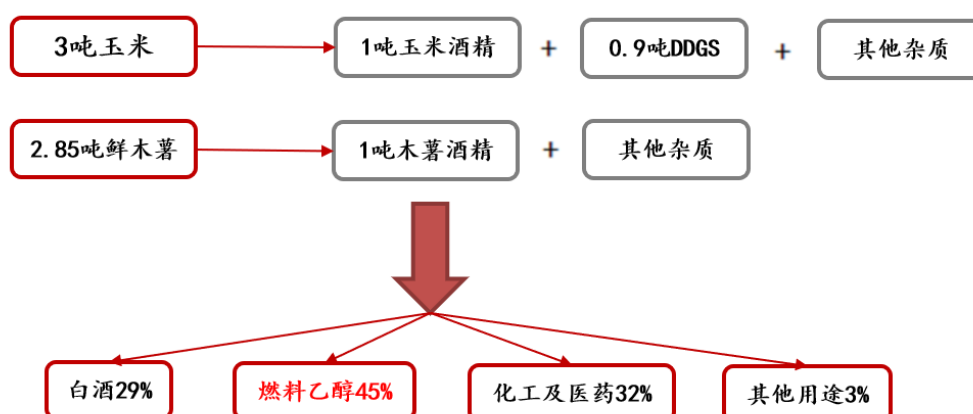
长春百事可乐主要生产、加工、销售百事公司集团系列饮料（包括碳酸和非碳酸饮料），并从事与饮料有关的市场广告宣传、促销品及推广事项、配套销售非盈利性百事系列品牌礼品。2017 年营业收入 4.12 亿元，净利润 1176 万元。

二、我国燃料乙醇产业极具潜力

2.1 燃料乙醇作为可再生能源，颇受全球市场青睐

燃料乙醇是指以淀粉质（玉米、木薯等）、糖质（甘蔗、甜菜、甜高粱等）和木质纤维素（木材、农作物秸秆等）为原料，经预处理（粉碎、蒸煮）、糖化、发酵、蒸馏、脱水后制得的 99.5% 以上的无水乙醇。将燃料乙醇按照一定比例加入汽油中，具备增加汽油辛烷值、改善尾气排放、提升油品燃烧性能等优点。研究表明，相较普通国四 93# 汽油，乙醇汽油(E10)排放的尾气中，CO/HC/CO₂ 分别降低了 1.8%/ 12.9%/2.4%。此外，生物质能属可再生能源，利于减少对石油等化石燃料的依赖。

图 14： 燃料乙醇产业链



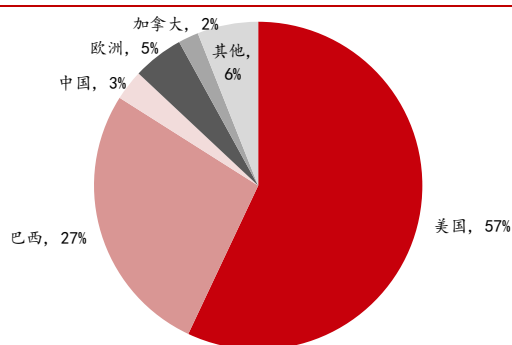
资料来源：百川资讯，川财证券研究所

全球燃料乙醇快速发展，我国暂居全球第三。中国产业信息网数据显示，2000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

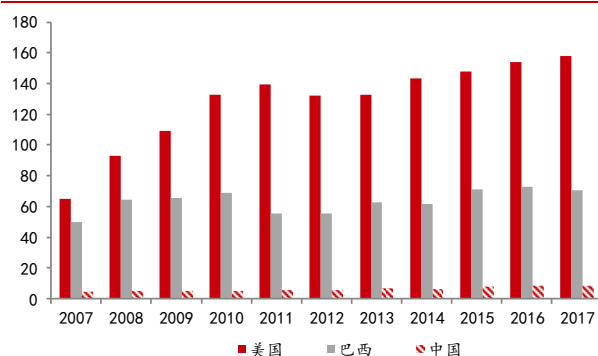
年-2016 年，全球燃料乙醇的总产量由 170 亿升提高到 986 亿升，CAGR 高达 11.6%。美国、巴西分列前两大生产国，2017 年燃料乙醇产量分别为 158.18 亿加仑和 70.60 亿加仑，两国燃料乙醇合计产量约占全球总产量的 85%。我国虽位列全球第三大燃料乙醇生产国，2017 年产量达到 8.75 亿加仑（仅占全球总产量的 3%），在产量、生产效率上与美、巴两国仍有显著差距。

图 15： 中国燃料乙醇产量仅占全球总产量的 3%



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 16： 美国、巴西、中国燃料乙醇产量情况



资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 海外燃料乙醇产业高度成熟，发展路径值得借鉴

根据美国、巴西两国燃料乙醇的发展经验，充分利用自身资源优势+适当的政策扶持是两国燃料乙醇产业得到迅猛发展的关键原因。巴西以甘蔗为原料，美国使用玉米，泰国使用木薯和甘蔗，法国使用甜菜和蜜饯，我国使用玉米、小麦和木薯。

1) 巴西：能源安全为初衷，高掺混比奠定乙醇需求

能源安全是巴西发力燃料乙醇的重要考量。上世纪 70 年代的两次石油危机给快速发展的巴西经济造成了沉重打击，倒逼巴西成为全球第一个发展燃料乙醇的国家。原材料方面，巴西庞大的甘蔗产业为其发展燃料乙醇提供了充足、便宜的原料，助其在生产、使用燃料方面积累了丰富的经验。政策引导上，巴西以燃料乙醇在汽油中的乙醇掺混比作为核心考量，对乙醇汽油的混合比例确立硬性高标准；在税收上，巴西免除生物燃料产业链上所有产品的赋税，同时根据乙醇汽油混合比例的不同征收不同比例的税收，以此鼓励对燃料乙醇的消费。现在巴西燃料乙醇产业高度成熟，已形成两类车用乙醇提供模式，一种是含量 85%-100% 的纯乙醇，另一种是乙醇掺混比为 20%-27% 的乙醇汽油。所产出

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的燃料乙醇中，90%用于国内替代石油燃料（成功替代 40%-50%的国内汽油需求），10%用于出口。

图 17： 巴西对燃料乙醇产业关键扶持政策

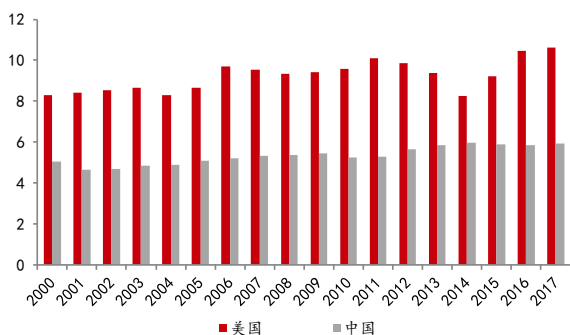
年份	法案	主要内容
1975	《国家乙醇计划》	促进汽油和无水乙醇混合使用，鼓励专门开发含水乙醇作燃料的汽车
2004	《生物柴油法》	制定生物柴油与柴油混合比例目标，即2008年生物柴油占混合燃料的最小比例为2%、2013年达到5%
2007	《强制混合燃料法》	无水乙醇在汽油中混合比例要达到20%-25%
2016	-	乙醇在汽油中的最高掺混比提升至27%

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

2) 美国：转基因玉米优势大，扶持政策覆盖多维度

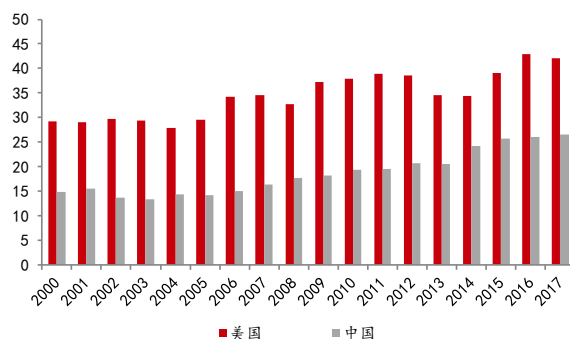
美国的生物燃料兴起于上世纪 70 年代的第二次石油危机，略晚于巴西，但受益转基因玉米的大规模种植与相关政策扶持，美国燃料乙醇产销量均迅速增长，其产量于 2006 年超越巴西问鼎全球，2017 年出口量高达 13.79 亿加仑。美国转基因玉米技术与生产均领跑全球，廉价的转基因玉米成为了生产燃料乙醇的主要原料。相关统计显示，全美约 40%的玉米用于乙醇生产，玉米乙醇的产能利用率常年稳定在 90%左右。政策引导方面，美国通过联邦/州立法给予财税优惠、对产业链上下游提供各种形式补助，全方位、多维度大力推动燃料乙醇产业的发展。美国政府对乙醇汽油的财税开始于 1978 年，优惠政策主要表现为减免消费税（联邦政府征收）和减免销售税（州政府征收），同时对燃料乙醇生产企业给予所得税优惠、直接补助、财政补助、减少税负等优惠。

图 18： 美国玉米单产领先我国



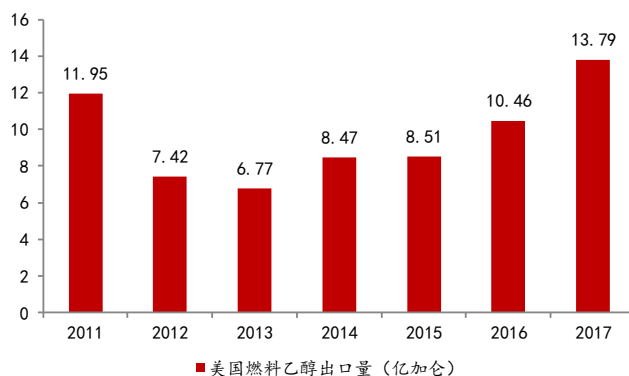
资料来源：wind，川财证券研究所；单位：吨/公顷

图 19： 美国玉米年产量远高于我国



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿吨

图 20： 美国燃料乙醇出口量



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 21： 美国生物燃料法案一览

年份	法案	主要内容
1978	《能源税法》	100%减免混合乙醇汽油的燃料税
1990	《清洁空气法》	强制停止使用含铅汽油，并进一步对汽车尾气排放提出要求
2000	《生物质研究与开发法案》	生物质精炼和开发、生物质研发以及联邦购买等
2002	《农场安全及农村投资法案》	包含了促进生物燃料发展的议题
2004	《美国创造就业机会法案》	对于混合乙醇的汽油燃料以及混合生物柴油燃料课税，每升减免13.47美分的税金
2005	《能源政策法案》	在全国范围内实施可再生燃料标准，计划到2012年美国生物乙醇产量达到283.5亿升，平均年增加18.9亿升
2007	《美国新能源法》	计划到2020年，美国乙醇的使用量达到1362.8亿升，其中利用纤维质生产的乙醇达794.9亿升、粮食原料生产的乙醇达到567.8亿升

资料来源:《基于生命周期的燃料乙醇评价及政策研究》，川财证券研究所

图 22： 美国各州政府对乙醇汽油的优惠措施

州名	优惠措施
康涅狄格	E10减免1美分/加仑，折合乙醇10美分/加仑
加利福尼亚	E10，享受减免1/2的汽油燃料消费税优惠；纯乙醇燃料免收燃料税
夏威夷	零售消费税免除4%
爱达荷	E10减免2.5美分/加仑，折合乙醇25美分/加仑
伊利诺伊	E10免除2%的销售税
南达科他	E10减免2美分/加仑，折合乙醇20美分/加仑

资料来源:《基于生命周期的燃料乙醇评价及政策研究》，川财证券研究所

图 23： 美国联邦政府对乙醇汽油消费税优惠表（2010 年）

汽油型号	联邦政府征收的汽油消费税	对乙醇汽油的税收减免值	折合为每加仑燃料乙醇的税收减免值
普通汽油	18.4	0	0
E10	13.2	5.2	52
E7.7	14.4	4	52
E5.7	15.4	2.9	52

资料来源：《基于生命周期的燃料乙醇评价及政策研究》，川财证券研究所

2.3 技术选择参考资源禀赋，我国燃料乙醇发展依赖政策引导

我国生物质乙醇生产工艺主要分三代技术：

1) 第 1 代技术以玉米、小麦等粮食作物作为原料，经生物酶发酵后，由淀粉转化为乙醇，在经提纯分离后得到可以与汽油掺混的燃料乙醇。其中玉米深加工又可分为全粒法、干法提胚、湿法提胚。美国大部分玉米乙醇加工企业使用干法提胚，而我国大型国企则以湿法为主。

图 24： 玉米乙醇工艺对比

	资本投入	技术门槛	用水量	经济效益	深加工程度	适用企业
全粒法	低	低	少	低	低	中小企业
干法提胚	一般	一般	少	一般	一般	美国大部分玉米乙醇加工企业
湿法提胚	高	高	多	高	最深	大型国企

资料来源：《玉米 DDGS 的生产工艺与选用标准》，川财证券研究所

2) 第 1.5 代技术以木薯、甘蔗、高粱等非粮作物为原料。非粮作物中，木薯的经济效益相对较高，酒精产率达到 180 升/吨，适宜东南亚地区以及我国南部地区种植，因此我国 1.5 代乙醇加工企业多以木薯作为主要原料。

图 25： 不同原料的生物质含量

原料名称	蛋白质	脂肪	碳水化合物	纤维
小麦	11.4	2	70.6	2.2
玉米	8-9	5-7	65-73	1.3
甘薯	0.6	0.5	75	0.2
木薯	2.64	0.86	70.1	3.55

资料来源：《基于生命周期的燃料乙醇评价及政策研究》，川财证券研究所

3) 第2代生物质乙醇主要以农作物秸秆、玉米芯等木质纤维素为原料，生产工艺包括前处理、预处理、糖化、发酵、纯化、废水处理等步骤。目前美国的生产技术较为成熟，我国仍处在发展初期，面临技术瓶颈、成本难以控制等问题。

图 26：三代燃料乙醇优劣对比

技术	原料	优点	缺点	地区分布
第1代	玉米、小麦等粮食作物	生产技术简单，便于消耗余粮、陈粮	与人争粮	玉米：黑龙江、吉林、安徽； 小麦：河南
第1.5代	木薯、甘蔗、高粱	淀粉、含糖量较高	与粮争地	甘蔗、木薯：广东、广西； 高粱：内蒙古
第2代	玉米芯、秸秆（纤维素）	避免了对粮食食物的依赖	国内技术短板	山东

资料来源：《燃料乙醇生产技术》，川财证券研究所

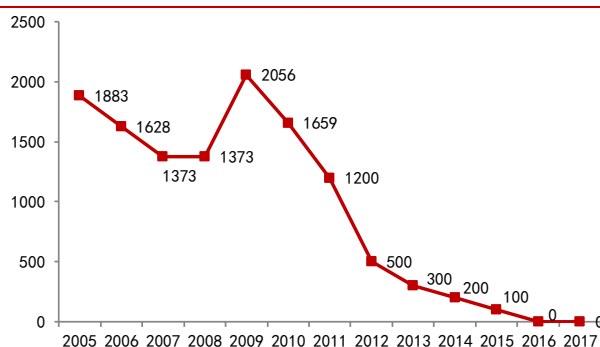
我国燃料乙醇的发展受政策主导明显，适当引导技术迭代。解决陈粮问题、减少汽车尾气排放是我国发展生物质燃料乙醇的初衷。“十五”期间批准吉林、黑龙江、河南、安徽四地定点生产，均采用第1代技术，消化陈粮。2006年后，陈粮问题基本解决，第1代技术“与人争粮”的问题日益突出，我国通过降低粮食乙醇生产补贴标准、调低税收优惠力度，引导企业因地制宜、发展非粮乙醇。但第1.5代非粮乙醇生产技术同样存在“与粮争地”的弊端，非粮作物（木薯）成本往往远高于东南亚进口价格。第2代纤维素乙醇较前两代乙醇在原料端优势明显，充分利用农作物的废料，颇受青睐。据最新规划，2020年我国将建成5万吨纤维素乙醇示范线，2025年实现更大规模量产。我们认为，鉴于近年陈粮问题再现，第1代粮食乙醇的产能仍不可或缺，大概率保持稳中有升态势；我国第2代工艺虽然存在明显技术短板、有待着力攻克，但凭借其原料端的优势，有望成为未来的重点发展方向。

图 27： 我国燃料乙醇相关政策一览

时间	相关政策文件	主要内容
2002	《变形燃料乙醇及车用乙醇汽油“十五”发展专项规划》 《车用乙醇汽油使用试点方案》	推广使用车用乙醇汽油，发展燃料乙醇产业；批准建设吉林、黑龙江、河南和安徽4家定点厂生产燃料乙醇，总产能达到102万吨/年
2004. 02	《车用乙醇汽油扩大试点方案》与实施细则	包括能源结构、环境保护、财税政策、技术规范、生产供应、销售体系、实施方案和细则等一系列车用乙醇汽油扩大试点工作的纲领性文件
2006. 05	《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》	扶持发展生物乙醇燃料
2006. 12	《关于加强生物燃料项目建设管理，促进产业健康发展的通知》	因地制宜，非粮为主
2007. 07	《生物能源和生物化工非粮引导奖励资金管理暂行办法》	严格控制粮食乙醇，转入非粮为主的发展轨道
2007. 12	《生物燃料乙醇弹性补贴财政财务管理办法》	补贴由定额制改为弹性制
2011. 03	《国家发展改革委办公厅关于调整变性燃料乙醇结算价格的通知》	基准价格由90#汽油出厂价上调为93#汽油出厂价
2011. 11	《关于调整变性燃料乙醇定点生产企业税收政策的通知》	增值税退税比例和消费税免征比例逐步降低，到2015年完全退出，按正常水平征收
2014. 08	《关于调整定点企业生物燃料乙醇财政政策的的通知》	粮食乙醇补贴标准逐年下降，2016年以后不再补贴
2014. 10	《关于非粮燃料乙醇税收政策的通知》	对非粮乙醇实行增值税先征后退和消费税免征政策
2016. 12	《生物质能发展“十三五”规划》	目标：2020年燃料乙醇利用规模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》	目标：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；2025年，力争纤维素乙醇实现规模化生产，先进生物液体燃料技术、装备和产业整体达到国际领先水平，形成更加完善的市场化运行机制。

资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 28： 一代粮食乙醇补贴标准逐年下降



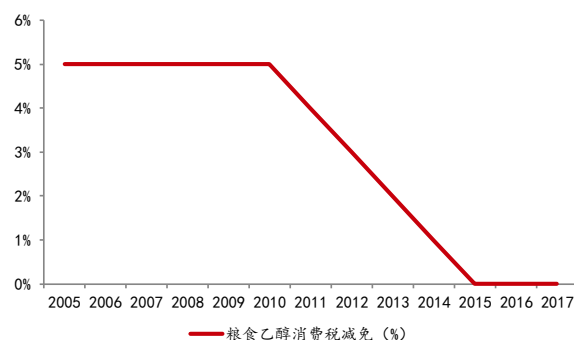
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所；单位：元/吨

图 29： 粮食乙醇增值税退税比例



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

图 30： 粮食乙醇消费税减免情况



资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

准入壁垒极高，行业高度集中。我国燃料乙醇行业实行严格的行业准入制度，定点生产、定向销售、封闭流通、政府定价，生产企业需经国家批准、获得定点采购资格后才能向中国石油天然气集团(中石油)和中国石油化工集团(中石化)两大石油公司供货。定点采购限于生物质燃料乙醇，国内现阶段仅 8 家定点生产企业，分别为安徽中粮生化、吉林燃料乙醇、肇东中粮生化、河南天冠、国投广东生物质、广西中粮生物质、内蒙古中兴能源、山东龙力生物，各家企业均有限定的销售区域，行业高度集中。截至 2017 年末，我国燃料乙醇合计产能 288 万吨/年，年表观消费量约 260 万吨。目前，E10 乙醇汽油已在黑龙江、吉林、辽宁、河南、安徽和广西等 6 省（区）全封闭销售，在江苏、山东、湖北、河北、广东和内蒙古等 6 省（区）的 30 个市半封闭销售。

图 31：截至 2017 年底我国燃料乙醇产能分布情况

公司	产地	年产能（万吨）	主要原料	供应区域
中粮生化（安徽）股份有限公司	安徽	75	玉米	安徽、山东、江苏、河北
河南天冠企业集团有限公司	河南	70	玉米、小麦	河南、湖北、河北
吉林燃料乙醇有限公司	吉林	60	玉米	吉林、辽宁
中粮生化（肇东）有限责任公司	黑龙江	40	玉米	黑龙江
广西中粮生物质能源公司	广西	20	甘蔗、木薯	广西
国投广东生物质能源有限公司	广东	15	木薯	广东
山东龙力生物	山东	5	纤维素	山东
内蒙古中兴能源	内蒙古	3	甜高粱	内蒙古
合计		288		

资料来源：公司公告，中国产业信息网，川财证券研究所

三、燃料乙醇具备三大看点，中粮生化将充分受益

3.1 看点 1：政策推广燃料乙醇，五百万吨供需缺口将现

2017 年 9 月，国家发改委、国家能源局、财政部等 15 部委联合印发《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》。该方案提出，到 2020 年，将在全国范围内推广使用车用乙醇汽油，基本实现全覆盖。需求层面看，2017 年我国汽油表观消费量 1.22 亿吨，若按规划实现 E10 乙醇汽油（90%普通汽油+10%燃料乙醇）的全国范围推广，预计未来每年对燃料乙醇的需求量将超过 1200 万吨。8 月 22 日，国常会决议要求在原有 11 个试点省份基础上，今年进一步在北京、天津、河北等 15 个省份推广，对车用乙醇汽油的推广进一步提速。供给层面看，截至 2017 年末，全国合计产能仅 288 万吨；据不完全统计，目前全国正在推进中的燃料乙醇项目产能规模达 395.5 万

吨。理论上，2020 年我国实现乙醇汽油全覆盖后，国内燃料乙醇的供需缺口将超过 500 万吨/年。根据规划，天津将于今年 9 月 30 日起实现乙醇汽油全市封闭运行，打响燃料乙醇全国普及的“第一枪”，或将成为行业催化剂。

图 32：正在推进中的燃料乙醇项目一览

公司	产地	年产能（万吨）	主要原料	建设状态
天冠生物能源有限公司	天津	60	木薯	在建
湖北天冠生物能源有限公司	湖北	10	纤维素	在建
中聚天冠生物（福建）有限公司	福建	20	木薯	在建
中国石化东乡	江西	10	木薯	在建
中国大唐集团新能源	吉林	16.5	玉米秸秆	筹建
黑龙江鸿展生物科技有限公司	黑龙江	30	玉米	已试生产，第二条生产线预计 2018 年底投产
国投生物科技投资有限公司、象屿集团黑龙江金象生化有限责任公司	黑龙江	60	玉米	筹建
吉林省博大生化有限公司	吉林	39	玉米	建成，于 2017 年底投产
内蒙古仕奇集团有限责任公司	内蒙古	30	玉米	在建，预计 2018 年底前投产
国投生物科技投资有限公司和铁法煤业（集团）有限责任公司	辽宁	30	玉米	在建，预计 2018 年 8 月投产
中粮生化能源（榆树）有限公司	吉林	60	玉米	在建
中粮生化（衡水）有限责任公司	河北	30	-	在建，预计 2019 年建成投产
合计		395.5		

资料来源：发改委网站，中国产业信息网，川财证券研究所

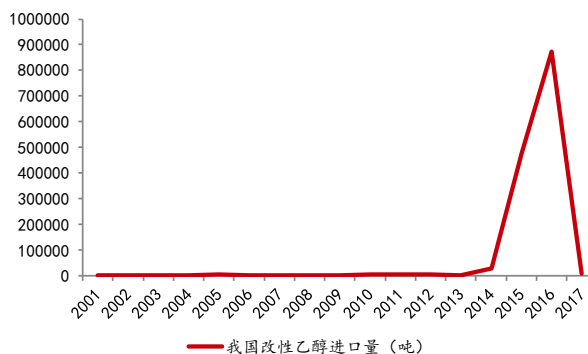
完成资产整合之后，中粮生化将解决同业竞争问题，正式晋升国内燃料乙醇龙头，将充分受益国内燃料乙醇的需求增加。收购完成后，公司将具备燃料乙醇权益产能合计 135 万吨（不考虑持股 20% 的吉林燃料乙醇有限公司），占当前全国总产能的 47%；具备燃料乙醇规划新增产能 90 万吨，占全国规划新增产能的 23%。公司将围绕玉米深加工领域，打造出国内一代玉米乙醇龙头；深耕二代纤维素技术，具备国内领先、国际一流的纤维素乙醇工艺；同时辅以 1.5 代木薯非粮乙醇工艺，燃料乙醇版图完整。

3.2 看点 2：中美贸易争端加剧，进口乙醇价格优势不再

2014 年以来，我国改性乙醇进口量暴增，其中进口地以美国为主，约占总进口量的 80%。进口量增加的主要原因系国内燃料乙醇生产成本较高，甚至高于进口价格。以第一代玉米乙醇为例，安迅思化工网数据显示，2016 年全国玉米均价 1621 元/吨，按 3 吨玉米产出 1 吨燃料乙醇测算，附加约 500 元/吨的其他成本，燃料乙醇直接生产成本已达 5363 元/吨，高于自美进口的改性乙醇，价差约 1500 元/吨，国产成本端劣势凸显。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

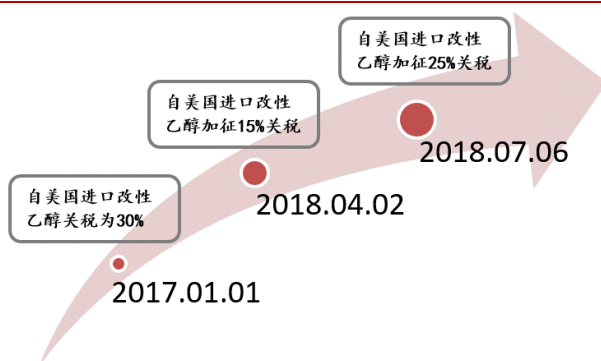
图 33： 2014 年-2016 年我国改性乙醇进口量激增



资料来源: wind, 川财证券研究所

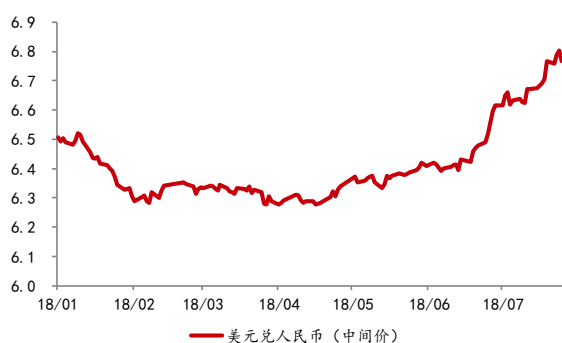
中美贸易战演变为持久战,我国对美改性乙醇在 30% 的优惠关税基础上,分别于今年 4 月/6 月宣布拟加征 15%/25% 的关税,若该关税政策落地,自美改性乙醇的进口关税税率将高达 70%。叠加人民币持续贬值因素,经我们测算,2018 年 7 月 31 日的自美进口改性乙醇完税价将高达 7920 元/吨,较今年一季度均价 5434 元/吨提高了 45.75%,同样显著高于当前国内燃料乙醇的生产成本。今年一季度我国从美国进口改性乙醇 33.49 万吨,占进口总量的 85%。我们预计,新关税制度实施后,自美进口燃料乙醇的价格优势将转变为价格劣势,或进一步扩大国内燃料乙醇的供需缺口。

图 34： 我国对美国改性乙醇进口关税不断提高



资料来源: 中国产业信息网, 川财证券研究所

图 35： 人民币持续贬值



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 36： 2018Q1 中国改性乙醇进口统计

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产销国	进口量(吨)	占比(%)
美国	334881	85%
其他	59157	15%
合计	394038	100%

资料来源：中国海关总署，川财证券研究所

图 37： 自美进口改性乙醇完税价测算

	2018Q1	2018年7月31日
自美改性乙醇CFR价格(美元/吨)	538	560
美元兑人民币中间价	6.36	6.81
关税完税价格(元/吨)	3423	3815
自美改性乙醇关税税率(%)	30%	70%
关税(元/吨)	1027	2671
消费税计税价格(元/吨)	4685	6827
消费税(元/吨)	234	341
进口增值税计税价格(元/吨)	4685	6827
进口增值税(元/吨)	750	1092
自美进口改性乙醇完税价(元/吨)	5434	7920

资料来源：中国海关总署，卓创资讯，川财证券研究所

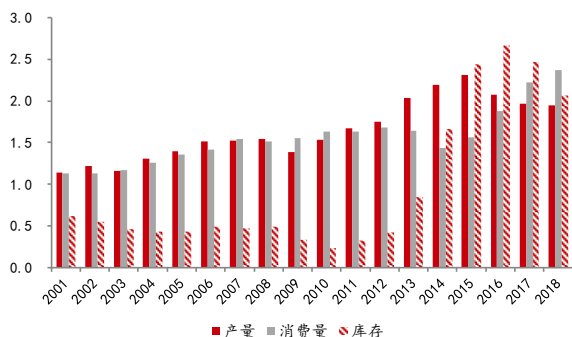
3.3 看点 3：玉米价格低位、油价持续上涨，公司利润弹性大

燃料乙醇的利润水平受原材料价格、石油价格、技术水平、政府扶持力度等因素影响。对玉米乙醇生产商而言，玉米收购价格制约公司成本，产成品燃料乙醇价格与 93 号汽油价格硬性挂钩、油价波动影响决定公司收入端。

成本端：玉米价格维持低位，陈粮贡献廉价原材料

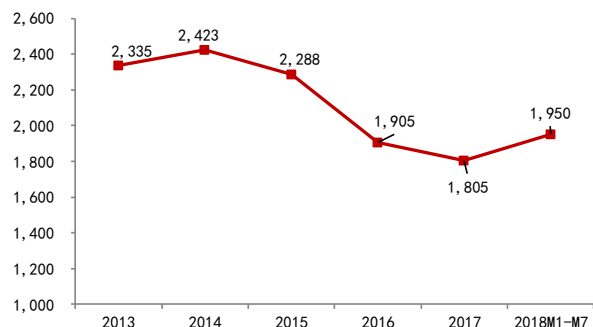
玉米乙醇作为玉米深加工的一部分，成本端受玉米价格影响较大。2008 年-2015 年实行的临储政策，要求中储粮按以高于市场价的“最低收购价”向农户收购粮食、临时存储，再依市场行情拍卖销售。此举一定程度上导致了国内玉米市场的供需结构失衡和库存高企（引发陈粮问题）；也导致了农户更倾向按“最低收购价”出售玉米给中储粮，而不是按较低的市场价出售给深加工企业，由此增加了玉米乙醇生产企业的采购成本。2016 年 3 月，我国将东北地区临储粮政策调整为市场化收购，玉米价格下行、回归合理区间，2016 年至今，玉米价格维持相对低位。截至 2017 年底我国玉米库存高达 2.07 亿吨，临储玉米库存高企，陈粮问题再现，有望为公司带来廉价原材料。

图 38：近年国内玉米库存维持高位



资料来源：wind，川财证券研究所；单位：亿吨

图 39：全国粮库玉米的收购均价（元/吨）

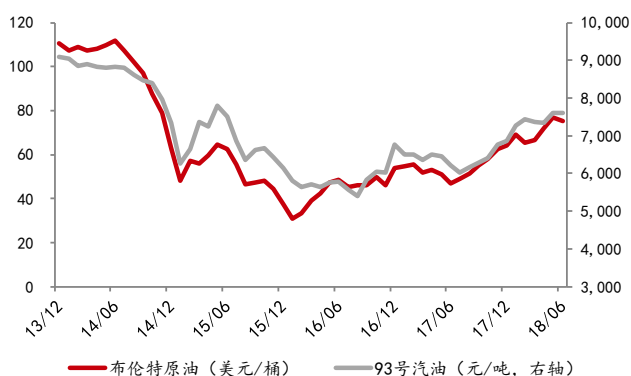


资料来源：wind，川财证券研究所

收入端：原油价格持续上涨，中粮生化业绩弹性大

根据发改委相关规定，国内燃料乙醇价格取决于 93 号汽油价格（**燃料乙醇价格=93 号汽油价格*0.9111**）；而历史经验显示，国内 93 号汽油与国际原油价格高度相关。布伦特原油现货价格自 2016 年 1 月低点以来持续反弹，今年 1 月至 7 月均价已回升至 71 美元/桶，较 2017 年均价上涨 17 美元/桶；93 号汽油价格从 2017 年的 6422 元/吨上涨至今年前 7 月的 7471 元/吨，涨幅超过 1000 元/吨。我们判断，未来油价大概率将继续上行，推高燃料乙醇汽油价格，对公司燃料乙醇汽油业务的业绩增厚作用明显。经测算，国内 93 号汽油价格每上涨 100 元/吨，将增厚玉米乙醇企业税后净利润 53.60 元/吨。

图 40：国内 93 号汽油价格与布油价格高度相关



资料来源：wind，川财证券研究所

图 41： 93 号汽油每上涨 100 元/吨，乙醇生产企业的利润弹性测算

类别	税率	金额
增值税	16%	12.57
消费税	5%	4.56
城建税	7%	6.38
教育费附加	3%	2.73
地方教育附加	2%	1.82
税前利润上涨（元/吨）		63.05
企业所得税	15%	9.46
税后利润上涨（元/吨）		53.60

资料来源：wind，川财证券研究所

四、估值与投资建议

基本假设：在预测利润过程中，我们将公司的业务分拆为 1) 氨基酸类及其副产品类和其他、2) 柠檬酸及其盐类与副产品、3) L-乳酸、4) 燃料乙醇类及其副产品、5) 食用油及其副产品及 6) 其他产品。假设除燃料乙醇类产品外，其他各环节的利润均等于其前两年利润均值；假设未来三年 93#汽油市场价（含税）分别为：7700、7750 元、7800 元/吨，公司燃料乙醇类产品销量分别为 75、75、75 万吨，原材料玉米价格（含税）分别为 1270、1280、1290 元/吨。

盈利预测：基于以上假设，得到公司未来三年营业收入分别为 71.54、72.05、72.56 亿元，营业成本分别为 56.30、56.53、56.75 亿元，营业利润分别为 6.20、6.69、7.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、0.69、0.75 元，PE 分别为 15、14、13 倍。考虑到公司近期重大资产重组事件的具体实施进度暂无法估计，该盈利预测暂不考虑资产注入后的公司情况。

绝对估值：使用现金流贴现模型将公司发展分为高速发展阶段和永续发展阶段，假设永续发展阶段的增长率为 5%，无风险利率参考今年十年期国债收益率，假设为 2.52%，得出相对应的 WACC 为 9.65%，得到当前的合理估计为 13.67 元/股，高于当前的股价 9.65 元/股。

表格 1. 现金流贴现法 WACC 预测值

预测值	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.415	1.415
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

股权资本成本 (Ke)	10.28%	10.28%
债务成本 Kd (%)	7.47%	7.47%
债务比率 D/(D+E) (%)	22.17%	22.17%
WACC	9.65%	9.65%

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 2.DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
7.65%	11.48	14.26	18.56	26.11
8.65%	9.33	11.23	13.96	18.18
9.65%	7.73	9.12	10.99	13.67
10.65%	6.51	7.55	8.91	10.75
11.65%	5.54	6.35	7.38	8.71

资料来源: wind, 川财证券研究所

相对估值:根据 Wind 盈利预测显示:未来三年行业可比公司 PE 中位数为 19、15、13 倍。经测算,中粮生化未来三年 PE 为 15、14、13 倍。公司 PE 水平存在被低估的可能,且考虑到公司作为燃料乙醇行业龙头,享有较高的市占率水平,会优先受益于燃料乙醇产品的价格上涨,故其合理 PE 水平应高于行业均值。叠加公司注资正在进行中,未来产能将大幅提升,估值有望继续抬升,我们认为公司当前的 PE 水平有所低估,且具备较高的安全边际。

表格 3.同行业估值比较 (Wind 一致预期)

日期	股票代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					18E	19E	20E	18E	19E	20E
	000930.SZ	中粮生化	9.7	93.1	0.7	0.7	0.7	14	15	15
	300138.SZ	晨光生物	5.7	29.5	0.4	0.5	0.7	15	11	8
	300149.SZ	量子生物	15.6	77.9	0.5	0.7	0.9	32	22	17
	600298.SH	安琪酵母	26.4	217.3	1.3	1.6	2.0	20	17	13
	600737.SH	中粮糖业	7.7	158.2	0.4	0.5	0.6	19	15	13
	600873.SH	梅花生物	4.2	129.0	0.4	0.4	0.5	11	10	9
	可比公司中位数		-	-	0.6	0.7	0.9	19	15	13

资料来源: wind, 川财证券研究所, 股价更新于 2018 年 8 月 24 日

首次覆盖给予“增持”评级。暂不考虑资产注入影响,我们预计 2018-2020 年公司主营业务收入分别营业收入分别为: 71.54、72.05、72.56 亿元,营业利润分别为 6.20、6.69、7.18 亿元,对应 PE 分别为 15、14、13 倍。相对估值

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

方面，相比于同行业公司 PE 分别为 19、15、13 倍，公司的 PE 水平处于同行业较低水平，具备较强的上升空间，通过集团注资提高企业的生产能力和市场占有率，业务的可持续发展能力增强，合理 PE 水平可能高于同业平均水平。绝对估值方面，当前股价为 9.53 元/股低于预测值 13.67 元/股，故我们认为公司当前股价处于被低估位置，合理的股价区间为 10.65-13.67 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

燃料乙醇推广进度不及预期

受原料产地和运输条件所限，一般乙醇汽油的储运周期只有 4-5 天，原料半径约 300 公里，市场半径约为 500-700 公里，不利于燃料乙醇全国范围的推广。

关税加征不及预期

中美贸易战或和解，取消加征关税事项。

重组失败风险

本次重组存在无法获批、交易暂停、终止或取消等风险。

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	189	2319	3216	4207	营业收入	6276	7154	7205	7256	营业成本	5597	5630	5653	5675	营业收入	6276	7154	7205	7256
现金	555	937	1824	2790	营业税金及附加	48	60	56	55	营业费用	198	247	252	254	营业税金及附加	48	60	56	55
应收账款	226	319	322	319	管理费用	298	358	367	372	财务费用	107	174	147	119	营业费用	198	247	252	254
其他应收款	112	167	165	164	资产减值损失	61	68	66	66	公允价值变动收益	-6	-1	-1	-1	管理费用	298	358	367	372
预付账款	42	35	36	37	投资净收益	2	4	4	4	营业利润	155	620	669	718	财务费用	107	174	147	119
存货	619	708	694	680	营业外收入	109	80	80	80	营业外支出	5	5	5	5	资产减值损失	61	68	66	66
其他流动资产	345	153	174	217	利润总额	259	695	744	793	所得税	9	57	52	43	公允价值变动收益	-6	-1	-1	-1
非流动资产	405	4440	4304	4136	净利润	250	638	692	750	少数股东损益	12	21	26	31	投资净收益	2	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	归属母公司净利润	237	617	666	720	EBITDA	446	992	1034	1064	营业外收入	109	80	80	80
固定资产	217	2853	2854	2743	EPS (元)	0.25	0.64	0.69	0.75	主要财务比率					营业外支出	5	5	5	5
无形资产	446	466	493	524	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	成长能力					利润总额	259	695	744	793
其他非流动资产	143	1121	957	869	营业收入	12.0%	14.0%	0.7%	0.7%	营业收入	12.0%	14.0%	0.7%	0.7%	净利润	250	638	692	750
资产总计	595	6760	7520	8343	营业利润	293.7%	300.1%	8.0%	7.3%	营业利润	293.7%	300.1%	8.0%	7.3%	归属母公司净利润	237	617	666	720
流动负债	325	2996	3027	3038	归母公司净利润	86.7%	160.1%	7.9%	8.0%	获利能力					EBITDA	446	992	1034	1064
短期借款	214	1882	1898	1902	毛利率(%)	10.8%	21.3%	21.5%	21.8%	净利率(%)	4.6%	3.8%	8.6%	9.2%	EPS (元)	0.25	0.64	0.69	0.75
应付账款	297	291	288	283	ROE (%)	13.2%	25.5%	22.0%	19.5%	ROIC (%)	8.0%	18.1%	19.8%	21.7%	主要财务比率				
其他流动负债	813	824	841	854	偿债能力					资产负债率(%)	67.1%	61.6%	57.1%	52.9%	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
非流动负债	741	1164	1263	1372	净负债比率(%)	70.0%	68.5%	69.5%	70.5%	流动比率	0.58	0.77	1.06	1.38	成长能力				
长期借款	535	629	742	870	速动比率	0.39	0.52	0.82	1.15	营运能力					营业收入	12.0%	14.0%	0.7%	0.7%
其他非流动负债	206	535	521	503	总资产周转率	1.10	1.13	1.01	0.91	应收账款周转率	21	22	19	19	营业利润	293.7%	300.1%	8.0%	7.3%
负债合计	399	4161	4290	4410	应付账款周转率	20.48	19.18	19.55	19.90	每股指标 (元)					归母公司净利润	86.7%	160.1%	7.9%	8.0%
少数股东权益	158	178	204	235	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.64	0.69	0.75	每股经营现金流(最新)	0.78	0.44	1.11	1.12	EBITDA	446	992	1034	1064
股本	964	964	964	964	每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.51	3.14	3.83	估值比率					EPS (元)	0.25	0.64	0.69	0.75
资本公积	903	903	903	903	P/E	39	15	14	13	P/B	5.16	3.84	3.08	2.52	主要财务比率				
留存收益	-88	554	1159	1833	EV/EBITDA	26	12	11	11						成长能力				
归母公司股东权益	180	2421	3025	3698											营业收入	12.0%	14.0%	0.7%	0.7%
负债和股东权益	595	6760	7520	8343											营业利润	293.7%	300.1%	8.0%	7.3%
															归母公司净利润	86.7%	160.1%	7.9%	8.0%
															获利能力				
															毛利率(%)	10.8%	21.3%	21.5%	21.8%
															净利率(%)	4.6%	3.8%	8.6%	9.2%
															ROE (%)	13.2%	25.5%	22.0%	19.5%
															ROIC (%)	8.0%	18.1%	19.8%	21.7%
															偿债能力				
															资产负债率(%)	67.1%	61.6%	57.1%	52.9%
															净负债比率(%)	70.0%	68.5%	69.5%	70.5%
															流动比率	0.58	0.77	1.06	1.38
															速动比率	0.39	0.52	0.82	1.15
															营运能力				
															总资产周转率	1.10	1.13	1.01	0.91
															应收账款周转率	21	22	19	19
															应付账款周转率	20.48	19.18	19.55	19.90
															每股指标 (元)				
															每股收益(最新摊薄)	0.25	0.64	0.69	0.75
															每股经营现金流(最新)	0.78	0.44	1.11	1.12
															每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.51	3.14	3.83
															估值比率				
															P/E	39	15	14	13
															P/B	5.16	3.84	3.08	2.52
															EV/EBITDA	26	12	11	11

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003