

充分受益油价上行，业绩高增长



——中粮生化 (000930) 2018 年三季报点评

❖ 事件

中粮生化发布 2018 年三季报，2018 年上半年实现营业收入 50.03 亿元，同比增长 9.26%；归属于上市公司股东净利润为 3.40 亿元，同比增长 57.59%；每股收益为 0.35 元。

❖ 点评

油价上行支撑燃料乙醇销售价格，带动业绩高增长。下半年国际原油价格再度上涨，布油价格最高一度上涨至 86 美元/桶，今年 1-9 月布油均价在 72 美元/桶，较去年同期上涨 38%。作为燃料乙醇售价重要参考标准（燃料乙醇销售参考价=93 号汽油价格*0.9111），国内汽油价格亦跟随上涨，截至 10 月 28 日，93 号汽油由年初的 6838 元/吨上涨至 8882 元/吨，累计上涨 30%。经测算，93 号汽油价格每上涨 100 元/吨，理论上燃料乙醇生产企业净利润将增厚 53 元/吨，油价持续上行带动燃料乙醇价格跟涨，公司受益明显。

政策暖风频吹，燃料乙醇全国推广再下一城。根据规划，乙醇汽油将于 2020 年实现全国推广，按 10% 的燃料乙醇添加量测算，届时燃料乙醇需求量将达到 1200 万吨。供给端看，燃料乙醇现有产能不到 300 万吨，拟建/在建产能仅 400 万吨，500 万吨供需缺口或将出现。8 月，国常会决定扩大车用乙醇汽油推广使用，除原有 11 个试点省份外，今年进一步在北京等 15 个省份推广。天津已于本月率先完成乙醇汽油的全市推广，打响了乙醇汽油全国推广的第一枪。公司借此机会积极拓宽销售渠道，于 7 月在天津设立子公司拓展燃料乙醇业务，提前布局，先发优势明显。

重组稳步推进，奠定燃料乙醇领先地位。为消除同业竞争，中粮集团对上市公司进行的资产注入正在顺利推进。注资完成后，公司的燃料乙醇权益产能将超过 130 万吨，占当前全国总产能的 48%，将率先受益于行业需求提升。

❖ 盈利预测

暂不考虑资产注入影响，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.57、0.63、0.69 元，对应 10 月 26 日收盘价 8.16 元，PE 分别为 14、13、12 倍，维持增持评级。

❖ 风险提示：燃料乙醇推广进度不及预期；油价大幅下跌；重组失败。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	6276	6954	7005	7056
+/-%	12.0%	10.8%	0.7%	0.7%
归属母公司净利润(百万)	237	551	607	668
+/-%	86.7%	132.0%	10.3%	10.0%
EPS(元)	0.25	0.57	0.63	0.69
PE	33	14	13	12

资料来源：公司公告，川财证券研究所

② 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司动态
所属行业	农林牧渔
报告时间	2018/10/29
前收盘价	8.16 元
公司评级	增持评级

② 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangujian@cczq.com

② 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

② 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

盈利预测

资产负债表					利润表						
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1672	1899	2243	3084	4026	营业收入	5603	6276	6954	7005	7056
现金	612	555	889	1722	2639	营业成本	4831	5597	5523	5534	5546
应收账款	281	226	310	314	310	营业税金及附加	42	48	58	54	53
其他应收款	153	112	163	161	160	营业费用	227	198	240	245	247
预付账款	32	42	34	35	36	管理费用	339	298	348	357	362
存货	563	619	695	680	664	财务费用	153	107	175	150	124
其他流动资产	29	345	152	173	217	资产减值损失	81	61	68	66	66
非流动资产	3763	4057	4440	4304	4136	公允价值变动收益	6	-6	-1	-1	-1
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6	2	4	4	4
固定资产	2315	2177	2853	2854	2743	营业利润	-80	155	545	603	661
无形资产	333	446	466	493	524	营业外收入	219	109	80	80	80
其他非流动资产	1116	1434	1121	957	869	营业外支出	3	5	5	5	5
资产总计	5435	5956	6683	7388	8162	利润总额	136	259	620	679	737
流动负债	2784	3253	2989	3019	3030	所得税	3	9	51	48	40
短期借款	1474	2144	1882	1898	1902	净利润	133	250	569	631	697
应付账款	250	297	285	282	276	少数股东损益	6	12	19	24	28
其他流动负债	1061	813	822	839	852	归属母公司净利润	127	237	551	607	668
非流动负债	945	741	1164	1263	1372	EBITDA	243	446	918	971	1013
长期借款	378	535	629	742	870	EPS(元)	0.13	0.25	0.57	0.63	0.69
其他非流动负债	567	206	535	521	503						
负债合计	3729	3995	4153	4282	4402						
少数股东权益	145	158	176	200	228						
股本	964	964	964	964	964						
资本公积	903	903	903	903	903						
留存收益	-325	-88	487	1040	1666						
归属母公司股东权益	1561	1804	2354	2906	3532						
负债和股东权益	5435	5956	6683	7388	8162						
主要财务比率											
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
成长能力											
营业收入			-13.2%	12.0%	10.8%	0.7%	0.7%				
营业利润			94.8%	293.7%	251.6%	10.8%	9.6%				
归属母公司净利润			109.0%	86.7%	132.0%	10.3%	10.0%				
盈利能力											
毛利率(%)			13.8%	10.8%	20.6%	21.0%	21.4%				
净利率(%)			2.3%	3.8%	7.9%	8.7%	9.5%				
ROE(%)			8.1%	13.2%	23.4%	20.9%	18.9%				
ROIC(%)			3.5%	8.0%	16.5%	18.4%	20.5%				
偿债能力											
资产负债率(%)			68.6%	67.1%	62.1%	58.0%	53.9%				
净负债比率(%)			67.16%	70.01%	68.66%	69.61%	70.62%				
流动比率			0.60	0.58	0.75	1.02	1.33				
速动比率			0.39	0.39	0.50	0.78	1.10				
营运能力											
总资产周转率			1.01	1.10	1.10	1.00	0.91				
应收账款周转率			16	21	22	19	19				
应付账款周转率			23.81	20.48	18.99	19.53	19.88				
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)			0.13	0.25	0.57	0.63	0.69				
每股经营现金流(最新摊薄)			0.81	0.78	0.39	1.05	1.07				
每股净资产(最新摊薄)			1.62	1.87	2.44	3.01	3.66				
估值比率											
P/E			61.93	33.16	14.29	12.96	11.78				
P/B			5.04	4.36	3.34	2.71	2.23				
EV/EBITDA			41	23	11	10	10				
现金净增加额	85	-55	335	832	917						

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003

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，需在允许的范围内使用，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 谨请参阅本页的重要声明 C0003