



中粮生化(000930.SZ)

【联讯化工】中粮生化(000930)-燃料乙醇爆发进入倒计时，公司资产整合完毕龙头正式起航

2019年03月04日

事项：

买入(首次评级)

当前价： 8.19 元

分析师：于庭泽

执业编号：S0300518070002

电话：010-66235689

邮箱：yutingze@lxsec.com

相关研究

评论：

◇ 预计 2020 年全国范围内基本实现车用乙醇汽油全覆盖，全国多地已经提前落实

2017 年 9 月 13 日，国家发展改革委、国家能源局、财政部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》，根据方案，到 2020 年全国范围内将基本实现车用乙醇汽油全覆盖。去年 6 月天津市政府率先印发《天津市推广使用车用乙醇汽油实施方案》，要求全市推广乙醇汽油，并于 9 月 30 日正式落地执行。本次山西省政府发布全省推广车用乙醇汽油通知并落实进度时间表，在京津冀大气污染传输通道涉及山西省的太原、阳泉、长治、晋城等城市先期进行试点，力争 9 月底前完成推广，全省在 19 年底完成相关改造工作，于明年 1 月 1 日起实现全省全面推广。按照测算，预计全省 2020 年汽油消费量达到 375 万吨，按照 E10（车用乙醇汽油按照 10% 比例调和）标准，对应燃料乙醇需求量 37.5 万吨。

◇ 燃料乙醇爆发进入倒计时，市场缺口巨大

2017 年国内汽油表观消费量约 1.22 亿吨，假设 5% 需求增速，预计到 2020 年全国汽油消费需求达 1.41 亿吨，如果届时全国范围内实现车用乙醇汽油全覆盖，按照 E10 标准测算对应燃料乙醇需求超过 1400 万吨，行业爆发进入倒计时。当前国内燃料乙醇年产量仅 260 万吨，自给率不足 20%，市场缺口巨大。

◇ 乙醇汽油具备较强环保优势

乙醇汽油具备较强环保优势，是我国重要的战略性新兴产业，对替代石油等不可再生能源以及对大气雾霾污染、水土资源污染控制都有十分积极的战略意义。

(1) 可以替代或部分替代汽油作发动机燃料，有效减少汽油用量，从而部分减轻对石油进口的依赖，提高国家能源安全性；

(2) 乙醇作为汽油的高辛烷值组分，调和辛烷值一般在 120 以上，可提高点燃式内燃机的抗爆震性，使发动机运行更平稳；

(3) 乙醇是有氧燃料，掺混到汽油中，可替代对水资源有污染的汽油增氧剂 MTBE（甲基叔丁基醚），同时使燃烧更充分，使颗粒物、一氧化碳、挥发性有机化合物（VOC）等大气污染物排放量平均降低 1/3 以上，起到节能和环保作用。

◇ 公司集团资产整合完毕，龙头正式起航，首次覆盖予以买入评级

公司依托中粮集团，是国内玉米深加工平台企业，原有生物燃料乙醇产能 75 万吨。去年 12 月，公司发行股份购买集团资产实施完毕，燃料乙醇产能达到 135 万吨，国内市占率接近一半，成为名副其实的燃料乙醇龙头。随着全国车用乙醇汽油推广不断落地，



公司燃料乙醇业务有望迎来持续爆发。考虑并表，预计公司 18-20 年实现归母净利润 4.94/6.27/8.31 亿，EPS0.27/0.34/0.45 元，对应 PE30.6/24.2/18.2 倍，首次覆盖予以买入评级。

◇ 风险提示

玉米价格波动、原油价格波动、补贴政策取消、车用乙醇推广不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1898.6	5041.3	6224.4	7126.5	经营活动现金流	747.7	-742.0	650.8	839.8
现金	554.8	1417.6	1982.6	2259.4	净利润	237.3	494.3	626.5	830.7
应收账款	265.8	690.7	808.1	929.3	折旧摊销	183.8	220.7	207.1	195.6
其它应收款	111.8	311.8	364.8	419.5	财务费用	105.9	203.9	249.0	245.4
预付账款	41.9	113.4	132.8	152.1	投资损失	-2.2	-2.5	-2.5	-2.5
存货	619.1	1656.1	1939.6	2220.3	营运资金变动	210.5	-1722.9	-467.3	-476.3
其他	305.3	851.7	996.5	1146.0	其它	12.4	64.6	37.9	46.9
非流动资产	4057.3	3897.5	3761.3	3646.5	投资活动现金流	-568.0	-57.5	-67.5	-77.5
长期投资	39.1	39.1	39.1	39.1	资本支出	-639.2	-60.0	-70.0	-80.0
固定资产	2995.7	2871.1	2756.5	2651.1	长期投资	2.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	448.6	413.4	391.8	382.5	其他	69.0	2.5	2.5	2.5
其他	573.8	573.8	573.8	573.8	筹资活动现金流	-234.8	1662.3	-18.3	-485.5
资产总计	5955.9	8938.8	9985.8	10773.0	短期借款	670.0	1582.6	130.8	-330.1
流动负债	3253.3	5320.1	5624.1	5465.6	长期借款	-378.2	-117.4	100.0	90.0
短期借款	2143.8	3726.4	3857.1	3527.0	其他	-526.6	197.2	-249.0	-245.4
应付账款	315.1	853.8	1000.0	1144.7	现金净增加额	-55.1	862.8	565.0	276.8
其他	794.4	739.9	767.0	793.9					
非流动负债	741.2	741.2	831.2	911.2	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	535.3	535.3	625.3	705.3	成长能力				
其他	205.9	205.9	205.9	205.9	营业收入	12.0%	179.0%	17.0%	15.0%
负债合计	3994.5	6061.3	6455.3	6376.8	营业利润	-463.9%	138.4%	32.3%	37.7%
少数股东权益	157.6	178.4	204.9	239.9	归属母公司净利润	86.7%	108.3%	26.8%	32.6%
归属母公司股东权益	1803.8	2699.2	3325.7	4156.4	获利能力				
负债和股东权益	5955.9	8938.8	9985.8	10773.0	毛利率	10.8%	13.4%	13.3%	13.7%
					净利率	3.8%	2.8%	3.1%	3.5%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.2%	18.3%	18.8%	20.0%
营业收入	6275.9	17509.8	20486.5	23559.4	ROIC	5.7%	8.4%	9.7%	11.4%
营业成本	5596.5	15165.2	17761.8	20331.8	偿债能力				
营业税金及附加	48.3	134.7	157.6	181.2	资产负债率	67.1%	67.8%	64.6%	59.2%
营业费用	197.6	551.3	645.0	741.8	净负债比率	47.0%	47.7%	45.0%	39.5%
管理费用	297.8	830.7	972.0	1117.8	流动比率	0.58	0.95	1.11	1.30
财务费用	107.2	203.9	249.0	245.4	速动比率	0.39	0.64	0.76	0.90
资产减值损失	61.3	125.0	40.0	30.0	营运能力				
公允价值变动收益	-5.8	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.05	1.96	2.05	2.19
投资净收益	248.8	2.5	2.5	2.5	应收账款周转率	24.74	43.40	32.52	32.27
营业利润	210.3	501.4	663.6	914.0	应付账款周转率	20.48	27.57	20.36	20.14
营业外收入	109.3	109.3	109.3	109.3	每股指标(元)				
营业外支出	5.1	5.1	5.1	5.1	每股收益	0.25	0.27	0.34	0.45
利润总额	314.5	605.6	767.7	1018.1	每股经营现金	0.78	-0.40	0.35	0.45
所得税	9.4	90.5	114.8	152.3	每股净资产	1.87	1.46	1.80	2.25
净利润	305.1	515.1	653.0	865.8	估值比率				
少数股东损益	12.4	20.9	26.4	35.1	P/E	33.3	30.6	24.2	18.2
归属母公司净利润	237.3	494.3	626.5	830.7	P/B	4.38	5.61	4.55	3.64
EBITDA	486.2	926.0	1119.7	1355.0					
EPS（元）	0.25	0.27	0.34	0.45					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com