

产能领先无惧竞争加剧，静待政策催化



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——中粮生化（000930）2019 年中报点评

❖ 事件

公司发布 2019 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 88.95 亿元，同比增长 0.18%；归属于上市公司股东的净利润 1.86 亿元，较上年同期下滑 48.99%。

❖ 点评

燃料乙醇业务收入增加，毛利率略有下滑。今年上半年，公司燃料乙醇业务实现营业收入 41.64 亿元，同比增长 17.29%；毛利率 17.29%，较去年同期下滑 2.20 个百分点。从行业层面看，上半年新增燃料乙醇生产企业产能逐步释放，但新增消费区域不及预期，致使行业竞争加剧，部分地区燃料乙醇陷入价格战，叠加原料价格不断上行，燃料乙醇行业整体盈利同比下滑。

公司资产重组完成，扩产有序推进。公司 2018 年通过发行 8.83 亿股的方式购买生化投资持有的生化能源、生物化学和桦力投资的 100% 股权，发行价格 9.38 元/股，公司当前股价 6.71 元，较发行价折价 28%，安全边际较高。资产重组的顺利完成进一步巩固了公司在国内玉米深加工行业的地位，公司燃料乙醇现有产能 135 万吨，预计未来三年新建产能 155 万吨（玉米燃料乙醇 150 万吨+纤维素燃料乙醇 5 万吨），产能扩张有序推进。

2020 年燃料乙醇全国覆盖在即，政策催化或将加速。发改委等十五部门联合印发的《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》中提出，到 2020 年全国范围内将基本实现车用乙醇汽油全覆盖。随着时间临近，其他各省市的推广落实政策有望加速。根据规划，届时燃料乙醇需求量将达到 1200 万吨，燃料乙醇现有产能不到 300 万吨，500 万吨供需缺口或将出现。公司重组后市占率明显提高，有望率先受益。

❖ 维持增持评级

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.13、0.27、0.47 元，对应 8 月 30 日收盘价 6.71 元，PE 分别为 50、24、14 倍，维持增持评级。

❖ 风险提示：政策推广力度不及预期；燃料乙醇价格下滑；玉米价格上涨。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	177.04	203.44	215.81	226.22
+/-%	11%	15%	6%	5%
归属母公司净利润(亿元)	4.83	2.46	5.06	8.71
+/-%	-48%	-49%	105%	72%
EPS(元)	0.26	0.13	0.27	0.47
PE	25.67	50.32	24.49	14.24

资料来源：公司公告，川财证券研究所

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

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司动态

所属行业 | 农林牧渔

报告时间 | 2019/9/1

前收盘价 | 6.71 元

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 30 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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9407	6240	7668	9481	营业收入	17704	20344	21581	22622
现金	773	987	2003	3476	营业成本	14803	17372	18197	18692
应收账款	772	780	797	821	营业税金及附加	136	158	164	177
其他应收款	987	607	661	712	营业费用	1135	1137	1256	1348
预付账款	721	337	387	427	管理费用	748	932	985	1018
存货	3867	2611	2762	2930	财务费用	158	328	241	209
其他流动资产	2286	919	1057	1115	资产减值损失	251	208	222	217
非流动资产	10881	10517	10028	9512	公允价值变动收益	1	-1	-1	-2
长期投资	545	182	206	226	投资净收益	-9	30	32	33
固定资产	8448	8365	7749	7088	营业利润	614	238	547	992
无形资产	899	1054	1231	1425	营业外收入	61	80	80	80
其他非流动资产	989	916	842	772	营业外支出	57	24	26	28
资产总计	20288	16757	17696	18992	利润总额	618	294	600	1043
流动负债	9805	5684	5997	6274	所得税	100	36	68	128
短期借款	4992	2935	3076	3190	净利润	517	258	532	915
应付账款	985	827	847	896	少数股东损益	34	11	26	45
其他流动负债	3828	1922	2074	2188	归属母公司净利润	483	246	506	871
非流动负债	837	1170	1275	1387	EBITDA	1401	1291	1524	1945
长期借款	645	763	897	1037	EPS (元)	0.26	0.13	0.27	0.47
其他非流动负债	192	407	378	350					
负债合计	10642	6855	7272	7661	主要财务比率				
少数股东权益	420	431	457	502	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1848	1848	1848	1848	成长能力				
资本公积	6044	6044	6044	6044	营业收入	11.4%	14.9%	6.1%	4.8%
留存收益	705	1581	2078	2942	营业利润	-38.4%	-61.2%	129.6%	81.4%
归属母公司股东权益	9226	9471	9967	10830	归属于母公司净利润	-48.0%	-49.0%	105.5%	72.0%
负债和股东权益	20288	16757	17696	18992	获利能力				
					毛利率(%)	16.4%	14.6%	15.7%	17.4%
现金流量表					净利率(%)	2.7%	1.2%	2.3%	3.8%
单位:百万元					ROE(%)	5.2%	2.6%	5.1%	8.0%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	4.8%	4.0%	5.8%	9.0%
经营活动现金流	-923	2195	1251	1665	偿债能力				
净利润	517	258	532	915	资产负债率(%)	52.5%	40.9%	41.1%	40.3%
折旧摊销	629	725	737	744	净负债比率(%)	54.54%	58.07%	58.37%	58.56%
财务费用	158	328	241	209	流动比率	0.96	1.10	1.28	1.51
投资损失	9	-30	-32	-33	速动比率	0.55	0.61	0.79	1.02
营运资金变动	-2873	1300	-240	-181	营运能力				
其他经营现金流	636	-385	13	10	总资产周转率	1.35	1.10	1.25	1.23
投资活动现金流	-855	69	-215	-198	应收账款周转率	32	24	24	25
资本支出	868	375	-10	-38	应付账款周转率	23.10	19.17	21.74	21.46
长期投资	0	-363	24	20	每股指标 (元)				
其他投资现金流	14	81	-201	-216	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.13	0.27	0.47
筹资活动现金流	1323	-2050	-20	7	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.50	1.19	0.68	0.90
短期借款	2848	-2057	142	114	每股净资产(最新摊薄)	4.99	5.13	5.39	5.86
长期借款	110	118	134	140	估值比率				
普通股增加	883	0	0	0	P/E	26	50	24	14
资本公积增加	5141	0	0	0	P/B	1.34	1.31	1.24	1.14
其他筹资现金流	-7659	-111	-295	-247	EV/EBITDA	12	13	11	9
现金净增加额	-450	215	1016	1473					

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 C0004

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，与本公司无直接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 C0004