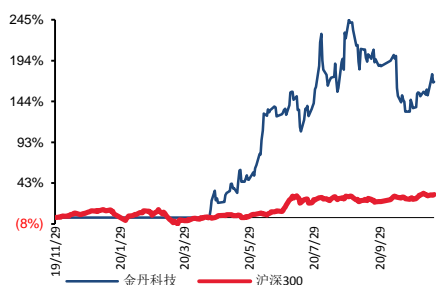


日常消费 食品、饮料与烟草

丙交酯项目试车，打通可降解 PLA 生产关键环节

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	113/28
总市值/流通(百万元)	9,819/2,461
12 个月最高/最低(元)	111.91/32.44

相关研究报告:

金丹科技(300829)《打造乳酸全产业链一体化发展，盈利能力持续提升》—2020/08/17

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 贺顺利

电话: 15117964218

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 2020 年 11 月 29 日, 公司发布丙交酯项目试车公告, 截止目前, 装置运行平稳, 工艺路线打通, 产品质量指标逐步提升。

主要观点:

1. 打通丙交酯生产工艺路线, 实现进口替代

目前聚乳酸 PLA 的生产主要采用丙交酯开环聚合工艺。行业内生产丙交酯公司主要为海外 NatureWorks、道达尔-科比恩和海正。前几年国内厂商买道达尔-科比恩泰国工厂的丙交酯, 其泰国工厂投产了聚乳酸生产线, 丙交酯开始自用不外售。由于原料短缺, 聚乳酸产品成本与价格快速提升。丙交酯的进口替代成为国内聚乳酸企业迫切需要解决的问题, 市场空间巨大。丙交酯的化学纯度直接制约着合成聚乳酸的合成, 通常要求丙交酯中游离酸浓度小于 0.063%, 如果丙交酯中游离酸含量过高, 则不能合成高分子量的聚乳酸 (Mw 10 万以上), 直接限制聚乳酸的应用, 高分子量聚乳酸 (Mw>25 万) 可作为高附加值的纤维、医用材料 (骨螺钉等)。理论单耗 1.25 吨 100% 乳酸合成 1 吨丙交酯, 而 1 吨 L-丙交酯合成 0.95 吨的聚乳酸。丙交酯的规模化生产突破有望加速国内聚乳酸发展, 突破原材料限制的天花板, 快速提升可降解塑料渗透率。公司 1 万吨丙交酯项目试车成功, 直接受益。

2. 各下游需求领域快速增长, 禁塑令政策推动聚乳酸加速应用

乳酸天然存在于人体之中, 具有良好的生物相容性。乳酸系列产品广泛应用于食品、饲料、生物降解材料、工业、医药等领域。根据市场调研机构 IHS Markit 的统计, 从全球市场范围统计, 用于食品饮料领域的乳酸在 2018 年占整体市场的 46.40%, 其次为应用于聚乳酸市场占比约为 37.60%。在中国目前食品饮料仍然是最大的应用领域, 占 70.40%。中国的聚乳酸生产及应用目前处于起步阶段, 消费占比仅为 12.20%。目前全球聚乳酸年生产能力为 24 万吨, 产量约为 20 万吨。

2020 年 6 月 14 日, 我们发布《行业专题: 可降解塑料大有可为, 重点关注明日之星》, 看好可降解塑料行业发展。据统计, 中国每年约消耗购物袋 400 万吨、农膜 246 万吨、外卖包装 260 万吨, 且随着快递、外卖业务的快速发展, 塑料需求持续增长。而对于这些领域, 特别适用可降解塑料。假设替代 10%, 即可新增 90 万吨以上可降解塑料需求。我们认为随着技术进步、规模化生产、成本下降、环保理念

丙交酯项目试车，打通可降解 PLA 生产关键环节

提升，可降解塑料未来成长空间 10 倍以上。

3. 上下游产业链持续延伸，盈利中枢持续提升

公司目前主要产品为乳酸，乳酸钠和乳酸钙，地处豫东平原，位于我国黄淮海夏播玉米主产区，乳酸生产所需主要原材料玉米资源丰富，有着难以复制的地域优势。目前公司具有 12.8 万吨乳酸及其衍生物的生产规模，国内市场占有率 60% 以上。公司 40 万吨淀粉项目一期、年产 1 万吨 L-丙交酯项目、年产 5 万吨高光纯 L-乳酸工程项目按计划顺利推进。公司未来 3-5 年将根据市场需求、资金状况，分步、分期建设，在现有产能基础上，完成 40 万吨淀粉和热力二期工程建设，规划设计建设 20 万吨乳酸、20 万吨石膏（乳酸生产过中的副产品，属于废物综合利用）、10 万吨聚乳酸工程项目，盈利中枢不断提升。

4. 盈利预测及评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.55 亿元、2 亿元、2.91 亿元，对应 EPS 1.37 元、1.77 元、2.58 元，PE 68.24X、53.03X、36.34X。考虑公司为全球乳酸行业第二大巨头，全产业链一体化发展，打造国际化生物科技型企业，丙交酯大规模量产在即，未来成长空间大，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求下滑，产品价格波动，拟建项目进度及盈利低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	878	946	1136	1685
(+/-%)	9.5%	7.7%	20.2%	48.3%
净利润(百万元)	115	155	200	291
(+/-%)	38.0%	34.7%	28.7%	45.9%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.37	1.77	2.58
市盈率(PE)		68.24	53.03	36.34

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2019	2020	2021	2022
营业收入	878	946	1136	1685
营业成本	578	605	708	1054
毛利	300	340	428	631
%营业收入	34%	36%	38%	37%
税金及附加	11	12	14	21
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	61	66	79	117
%营业收入	7%	7%	7%	7%
管理费用	64	69	82	122
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	33	36	43	64
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	14	14	15	16
%营业收入	2%	1%	1%	1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	-15	-12	-12
其他收益	17	8	8	8
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-7	-2	-2	-2
营业利润	127	165	212	308
%营业收入	14%	17%	19%	18%
营业外收支	-6	-2	-2	-2
利润总额	121	163	210	306
%营业收入	14%	17%	18%	18%
所得税费用	8	11	14	21
净利润	113	152	196	285
归属于母公司的净利润	115	155	200	291
少数股东损益	-2	-3	-4	-6
EPS (元/股)	1.02	1.37	1.77	2.58

现金流量表 (百万元)

	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流净额	156	152	201	268
投资	0	0	0	0
资本性支出	-155	-155	-155	-155
其他	-23	0	0	0
投资活动现金流净额	-178	-155	-155	-155
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	36	-12	-17	-52
筹资成本	-14	-13	-12	-11
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	21	-25	-29	-63
现金净流量	-2	-28	17	50

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

资产负债表 (百万元)

	2019	2020	2021	2022
货币资金	29	1	18	68
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	53	65	78	116
存货	91	102	119	177
预付账款	6	6	8	11
其他流动资产	35	35	37	40
流动资产合计	215	210	260	413
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	546	546	546	546
无形资产	148	148	148	148
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	14	14	14	14
其他非流动资产	291	442	593	743
资产总计	1213	1359	1560	1864
短期借款	203	191	174	121
应付票据及应付账款	78	81	95	141
预收账款	18	20	24	35
应付职工薪酬	7	8	9	13
应交税费	6	7	8	12
其他流动负债	39	39	41	46
流动负债合计	351	345	350	369
长期借款	92	92	92	92
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	14	14	14	14
其他非流动负债	80	80	80	80
负债合计	536	531	536	555
归属于母公司的所有者权益	640	795	995	1287
少数股东权益	37	33	29	23
股东权益	676	829	1024	1310
负债及股东权益	1213	1359	1560	1864

基本指标

	2019	2020	2021	2022
EPS	1.02	1.37	1.77	2.58
BVPS	5.67	7.04	8.81	11.39
PE	0.00	68.24	53.03	36.34
PEG	0.00	1.97	1.85	0.79
PB	0.00	13.31	10.64	8.23
EV/EBITDA	1.50	52.25	39.33	26.50
ROE	18%	20%	20%	23%

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。