

丙交酯项目试车, 禁塑令带来广阔市场空间

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年业绩快报, 2020年全年公司实现营业收入10.3亿元, 同比增厚17.8%, 归属上市公司股东的净利润为1.2亿元, 同比增长3.1%; 四季度公司实现营业收入3.1亿元, 同比增长32.1%, 归属上市公司股东的净利润为0.16亿元, 同比下降25.4%。
- **价格传导存在滞后, 玉米涨价影响公司利润:** 公司2020年收入、利润均有增长, 但利润增幅小于收入的原因在于2020年主要原材料玉米价格持续上涨, 2020年Q1-Q4河南玉米平均收购价分别为1956、2082、2309和2406元/吨, 同比分别上涨1.9%、7.8%、14.2%、24.4%, Q2-Q4环比分别上涨6.4%、10.9%、4.2%。在原料上涨的压力下, 公司主要产品乳酸、乳酸盐价格虽有所上涨, 但受合同约束, 价格向下传导有一定滞后性。此外, 公司约有三成的收入来自海外, 期内人民币持续升值造成出口产品单位收入降低, 汇兑损益增加。
- **公司为乳酸行业龙头, PLA扩张有望成为乳酸新增长点:** 乳酸行业高度集中, 产能CR5达到82.3%。公司乳酸产能国内第一, 全球第三, 国内产能占比为45.2%, 达12.8万吨。除在建5万吨高光纯L-乳酸外, 远期将规划建设20万吨乳酸和10万吨聚乳酸项目。2019年国内乳酸表观消费达9.4万吨, 同比增长19.5%。随着限塑令日趋严格, 下游PLA等可降解塑料迎来发展机遇, 目前国内已规划新增PLA产能156万吨, 预计将成为乳酸的新需求增长点。
- **公司丙交酯生产线投料试车, 即将打通乳酸-丙交酯-聚乳酸产业链。** 丙交酯是由乳酸生产PLA的中间产品, 具有很高的技术壁垒, 全球仅美国Natureworks、荷兰Corbion和浙江海正三家具备丙交酯生产工艺, 且全部自用生产PLA, 丙交酯市场缺口超过10万吨。公司通过与南京大学合作, 采用自主研发的有机胍催化剂替代锡盐催化剂合成丙交酯, 1万吨丙交酯生产线已于2020年11月底投料试车, 公司即将打通乳酸-丙交酯-聚乳酸产业链。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.05元、1.84元、2.75元, 对应PE分别为65X、37X、25X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、乳酸及其盐销售价格下跌、产能投放进度不及预期、汇率波动。

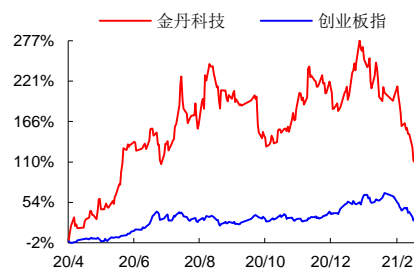
| 指标/年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 878.11 | 1034.41 | 1262.05 | 1551.40 |
| 增长率 | 9.49% | 17.80% | 22.01% | 22.93% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 115.21 | 118.75 | 207.58 | 311.03 |
| 增长率 | 37.98% | 3.07% | 74.80% | 49.84% |
| 每股收益EPS(元) | 1.02 | 1.05 | 1.84 | 2.75 |
| 净资产收益率ROE | 16.68% | 9.15% | 14.41% | 18.40% |
| PE | 67 | 65 | 37 | 25 |
| PB | 12.00 | 6.01 | 5.25 | 4.44 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 1.13 |
| 流通A股(亿股) | 0.28 |
| 52周内股价区间(元) | 32.44-122.38 |
| 总市值(亿元) | 76.78 |
| 总资产(亿元) | 16.88 |
| 每股净资产(元) | 11.38 |

相关研究

1. 金丹科技(300829): 业绩略低于预期, 看好禁塑带来未来成长 (2020-10-28)
2. 金丹科技(300829): 半年报符合预期, 禁塑、禁抗助推业绩增长 (2020-08-17)
3. 金丹科技(300829): 国内乳酸行业龙头, 丙交酯+聚乳酸打开新空间 (2020-06-14)

关键假设：

假设 1：预计 2020-2022 年公司乳酸不含税价格 7908 元/吨、8000 元/吨、8000 元/吨，销量 8.5、9.0、10 万吨；

假设 2：预计乳酸盐 2020-2022 年不含税价格 8160 元/吨、8200 元/吨、8200 元/吨，销量分别为 2.3 万吨、2.3 万吨、2.3 万吨。

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元 | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 乳酸 | 收入 | 5.74 | 6.72 | 7.20 | 8.00 |
| | 增速 | 8.3% | 17.1% | 7.1% | 11.1% |
| | 成本 | 3.98 | 4.90 | 5.04 | 5.44 |
| | 毛利率 | 30.67% | 27.10% | 30.00% | 32.00% |
| 乳酸盐 | 收入 | 1.76 | 1.88 | 1.89 | 1.89 |
| | 增速 | 12.1% | 6.6% | 0.5% | 0.0% |
| | 成本 | 1.07 | 1.20 | 1.13 | 1.11 |
| | 毛利率 | 38.99% | 35.00% | 40.00% | 41.00% |
| 糖化渣 | 收入 | 0.72 | 0.83 | 0.93 | 1.11 |
| | 增速 | 16.1% | 15.6% | 11.1% | 20.0% |
| | 成本 | 0.31 | 0.39 | 0.39 | 0.44 |
| | 毛利率 | 57.00% | 53.00% | 58.00% | 60.00% |
| 丙交酯 | 收入 | | 0.28 | 1.98 | 2.83 |
| | 增速 | | | 600.0% | 42.9% |
| | 成本 | | 0.19 | 1.09 | 1.27 |
| | 毛利率 | | 33.50% | 45.00% | 55.00% |
| 聚乳酸 | 收入 | | | | 1.06 |
| | 增速 | | | | |
| | 成本 | | | | 0.53 |
| | 毛利率 | | | | 50.00% |
| 其他 | 收入 | 0.57 | 0.64 | 0.64 | 0.64 |
| | 增速 | 7.5% | 12.3% | 0.0% | 0.0% |
| | 成本 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| | 毛利率 | 26.32% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 合计 | 收入 | 8.79 | 10.35 | 12.63 | 15.53 |
| | 增速 | 9.6% | 17.8% | 22.0% | 22.9% |
| | 成本 | 5.78 | 7.10 | 8.07 | 9.22 |
| | 毛利率 | 34.1% | 30.8% | 35.6% | 40.2% |

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 878.11 | 1034.41 | 1262.05 | 1551.40 | 净利润 | 112.83 | 120.45 | 217.58 | 331.03 |
| 营业成本 | 577.82 | 715.96 | 813.21 | 928.26 | 折旧与摊销 | 65.87 | 59.54 | 59.54 | 59.54 |
| 营业税金及附加 | 11.13 | 8.28 | 10.10 | 12.41 | 财务费用 | 14.05 | 5.17 | 2.66 | 4.12 |
| 销售费用 | 61.17 | 67.24 | 82.03 | 100.84 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 63.75 | 98.27 | 113.58 | 142.73 | 经营营运资本变动 | 23.87 | -25.58 | -15.84 | -23.32 |
| 财务费用 | 14.05 | 5.17 | 2.66 | 4.12 | 其他 | -60.92 | 1.04 | 1.96 | -0.89 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 155.69 | 160.62 | 265.89 | 370.48 |
| 投资收益 | 0.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -191.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 12.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -178.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 126.75 | 139.50 | 240.46 | 363.04 | 短期借款 | 7.56 | -202.56 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -5.80 | -10.14 | -7.49 | -8.09 | 长期借款 | -2.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 120.96 | 129.36 | 232.97 | 354.95 | 股权融资 | 0.00 | 541.68 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 8.13 | 8.91 | 15.39 | 23.92 | 支付股利 | 0.00 | -23.04 | -23.75 | -41.52 |
| 净利润 | 112.83 | 120.45 | 217.58 | 331.03 | 其他 | 15.24 | -34.89 | -2.66 | -4.12 |
| 少数股东损益 | -2.38 | 1.70 | 10.00 | 20.00 | 筹资活动现金流净额 | 20.80 | 281.19 | -26.41 | -45.63 |
| 归属母公司股东净利润 | 115.21 | 118.75 | 207.58 | 311.03 | 现金流量净额 | -1.44 | 441.81 | 239.48 | 324.85 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 29.47 | 471.28 | 710.76 | 1035.61 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 65.65 | 87.37 | 103.92 | 125.76 | 销售收入增长率 | 9.49% | 17.80% | 22.01% | 22.93% |
| 存货 | 90.87 | 112.59 | 125.88 | 144.98 | 营业利润增长率 | 38.31% | 10.06% | 72.37% | 50.98% |
| 其他流动资产 | 28.53 | 33.61 | 41.00 | 50.40 | 净利润增长率 | 35.63% | 6.75% | 80.64% | 52.14% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 30.98% | -1.19% | 48.21% | 40.98% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 770.46 | 715.51 | 660.56 | 605.61 | 毛利率 | 34.20% | 30.79% | 35.56% | 40.17% |
| 无形资产和开发支出 | 148.06 | 143.47 | 138.89 | 134.30 | 三费率 | 15.83% | 16.50% | 15.71% | 15.97% |
| 其他非流动资产 | 79.91 | 79.91 | 79.91 | 79.91 | 净利率 | 12.85% | 11.64% | 17.24% | 21.34% |
| 资产总计 | 1212.95 | 1643.74 | 1860.93 | 2176.56 | ROE | 16.68% | 9.15% | 14.41% | 18.40% |
| 短期借款 | 202.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.30% | 7.33% | 11.69% | 15.21% |
| 应付和预收款项 | 109.50 | 131.35 | 153.22 | 177.57 | ROIC | 14.80% | 13.90% | 23.95% | 36.68% |
| 长期借款 | 91.50 | 91.50 | 91.50 | 91.50 | EBITDA/销售收入 | 23.54% | 19.74% | 23.98% | 27.50% |
| 其他负债 | 132.90 | 105.02 | 106.51 | 108.28 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 536.46 | 327.87 | 351.23 | 377.35 | 总资产周转率 | 0.79 | 0.72 | 0.72 | 0.77 |
| 股本 | 84.61 | 112.91 | 112.91 | 112.91 | 固定资产周转率 | 1.66 | 2.00 | 2.72 | 3.80 |
| 资本公积 | 159.20 | 672.58 | 672.58 | 672.58 | 应收账款周转率 | 16.83 | 18.25 | 17.32 | 17.85 |
| 留存收益 | 396.43 | 492.14 | 675.97 | 945.49 | 存货周转率 | 5.94 | 7.04 | 6.76 | 6.78 |
| 归属母公司股东权益 | 639.96 | 1277.63 | 1461.46 | 1730.98 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 98.40% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 36.53 | 38.23 | 48.23 | 68.23 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 676.49 | 1315.87 | 1509.70 | 1799.21 | 资产负债率 | 44.23% | 19.95% | 18.87% | 17.34% |
| 负债和股东权益合计 | 1212.95 | 1643.74 | 1860.93 | 2176.56 | 带息债务/总负债 | 54.82% | 27.91% | 26.05% | 24.25% |
| | | | | | 流动比率 | 0.61 | 4.95 | 5.92 | 7.07 |
| | | | | | 速动比率 | 0.35 | 4.16 | 5.16 | 6.32 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 19.40% | 11.44% | 13.35% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | |
| EBITDA | 206.67 | 204.21 | 302.66 | 426.70 | 每股收益 | 1.02 | 1.05 | 1.84 | 2.75 |
| PE | 66.64 | 64.65 | 36.99 | 24.68 | 每股净资产 | 5.67 | 11.32 | 12.94 | 15.33 |
| PB | 12.00 | 6.01 | 5.25 | 4.44 | 每股经营现金 | 1.38 | 1.42 | 2.35 | 3.28 |
| PS | 8.74 | 7.42 | 6.08 | 4.95 | 每股股利 | 0.00 | 0.20 | 0.21 | 0.37 |
| EV/EBITDA | 28.88 | 35.35 | 23.06 | 15.59 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.30% | 0.31% | 0.54% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| 上海 | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| 广深 | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |