

中粮科技 (000930)

证券研究报告

2021年09月23日

拟建 3 万吨丙交酯项目，开拓聚乳酸广阔蓝海市场

事件：2021年9月22日，公司发布《关于投资建设年产3万吨丙交酯项目的公告》，拟总投资额为58,693.83万元，建设周期为自项目批复之日起至投料试车成功24个月，建设地点为吉林省榆树市五棵林经济技术开发区。

“碳中和”社会建设需要新材料——百万吨聚乳酸原料缺口待百万吨丙交酯填补

聚乳酸 (PLA) 是一种可完全降解的生物基材料，应用领域广泛，二氧化碳排放量与普通塑料相比可减少60%。由于限塑力度再加强叠加“碳中和”时代来临，行业进入快速发展期。根据国家发展和改革委员会及环资司数据，2020年我国PLA年产能约为10万吨，预计到2025年，我国PLA年产能将在100万吨以上。

丙交酯是聚乳酸生产过程中的关键原料，作为聚乳酸合成的重要单体，能获得多少吨丙交酯决定了我国企业能生产多少吨聚乳酸。根据金丹科技数据，1单位L-丙交酯合成0.95单位的聚乳酸，由此可见，我国存在百万吨级丙交酯缺口。根据中国塑协降解塑料专业委员会数据，2020年9月至2021年8月，我国PLA平均成交价约为28000元/吨，我们预计到2025年，我国PLA市场规模将有望近300亿元，由此将产生大量的丙交酯需求。

国内聚乳酸生产企业的丙交酯长期依赖进口，而国际上有能力生产丙交酯的企业仅有3家公司，我国丙交酯受制于国际供应商的产能和供应意愿。由此可见，能够打通丙交酯环节的国内公司将率先打破这一局面，成为国内聚乳酸赛道的领导企业。截至2021年9月，国内拥有各等级丙交酯设计及运行产能仍然较少。截至9月22日前，上市公司中仅金丹科技一家披露拥有年产1万吨丙交酯的设计产能，根据其2021年中报，相关项目进度为98%。

中粮科技拟建设年产3万吨丙交酯项目——我们为何看好公司能成为领军企业？

公司自2005年起，便与国内外企业及科研院所合作研究生物可降解材料，历经15年研发与产业化，从下游聚乳酸制品应用市场起步，不断朝产业链上游延伸。目前，公司已经拥有了淀粉/淀粉糖、乳酸、丙交酯以及聚乳酸一系列生产技术，并成功在吉林长春实现了聚乳酸的产业化应用，积累了丰富的生产经验。在丙交酯生产方面，公司攻克了丙交酯生产过程中存在生产效率低、体系粘度大、腐蚀性强等一系列技术难题。公司在聚乳酸全产业链生产和应用领域已形成发明专利共70余项；此外，公司通过近30年玉米深加工行业的产业化实践，具备深厚的玉米深加工产业基础，拥有完备的科技研发创新体系，形成与国内外企业及科研院所的长期合作关系，建立稳定运行的聚乳酸产业化示范装置，为项目建设提供了重要保障。

盈利预测 & 投资建议：我们预计2021-2023年，公司实现营业收入271.93/288.39/309.55亿元，净利润11.10/15.70/20.60亿元，对应EPS 0.59/0.84/1.10元/股。维持“买入”评级。

风险提示：原粮/原油价格波动风险，疫情不确定性，项目进展不及预期，可能存在所生产的产品实际市场供需状况发生变化与预测之间存在偏差

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,471.96	19,909.35	27,192.75	28,838.96	30,955.38
增长率(%)	9.99	2.25	36.58	6.05	7.34
EBITDA(百万元)	1,388.53	1,856.51	2,009.36	2,656.70	3,510.69
净利润(百万元)	592.82	593.12	1,109.69	1,570.30	2,060.08
增长率(%)	22.73	0.05	87.10	41.51	31.19
EPS(元/股)	0.32	0.32	0.59	0.84	1.10
市盈率(P/E)	31.63	31.61	16.90	11.94	9.10
市净率(P/B)	1.91	1.80	1.75	1.55	1.34
市销率(P/S)	0.96	0.94	0.69	0.65	0.61
EV/EBITDA	10.45	11.77	10.00	8.73	5.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.05元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,865.72
流通A股股本(百万股)	964.40
A股总市值(百万元)	18,750.47
流通A股市值(百万元)	9,692.25
每股净资产(元)	5.89
资产负债率(%)	45.03
一年内最高/最低(元)	11.90/7.80

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中粮科技-公司点评:21H1 业绩同比有望继续翻番，下半年加速推进丙交酯项目》 2021-07-14
- 《中粮科技-公司点评:一季度受益下游产品价格上涨，业绩同比大幅好转!》 2021-04-14
- 《中粮科技-公司深度研究:国内玉米深加工龙头，深耕生物基产品，“碳中和”时代大有可为!》 2021-04-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	700.48	662.33	2,055.38	2,307.12	4,770.54
应收票据及应收账款	863.63	734.46	1,471.18	932.07	1,592.99
预付账款	327.41	2,737.88	331.64	2,477.09	952.83
存货	2,769.98	4,991.46	3,314.52	5,764.93	3,797.70
其他	2,066.37	775.24	1,653.52	1,035.35	1,660.47
流动资产合计	6,727.88	9,901.36	8,826.23	12,516.56	12,774.52
长期股权投资	474.05	438.81	438.81	438.81	438.81
固定资产	8,080.47	7,856.64	7,617.54	7,387.38	7,162.00
在建工程	313.67	637.13	260.40	288.24	310.94
无形资产	823.88	852.74	811.50	779.90	748.29
其他	736.91	797.81	680.90	633.87	657.38
非流动资产合计	10,428.99	10,583.13	9,809.15	9,528.21	9,317.44
资产总计	17,156.86	20,484.49	18,635.39	22,044.76	22,091.96
短期借款	2,532.06	6,594.53	3,000.00	5,715.29	3,000.00
应付票据及应付账款	854.84	845.80	1,299.37	973.97	1,336.84
其他	3,154.34	1,883.02	2,823.89	1,830.60	2,811.90
流动负债合计	6,541.25	9,323.35	7,123.26	8,519.86	7,148.74
长期借款	274.72	189.70	200.00	795.27	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	137.98	169.65	161.73	157.77	159.75
非流动负债合计	412.71	359.35	361.73	953.05	459.75
负债合计	6,953.95	9,682.70	7,484.99	9,472.91	7,608.49
少数股东权益	375.47	408.12	431.32	439.51	497.05
股本	1,847.64	1,865.76	1,865.72	1,865.72	1,865.72
资本公积	6,045.56	6,126.56	6,126.56	6,126.56	6,126.56
留存收益	7,296.66	7,965.60	8,853.36	10,266.63	12,120.70
其他	(5,362.43)	(5,564.25)	(6,126.56)	(6,126.56)	(6,126.56)
股东权益合计	10,202.91	10,801.79	11,150.39	12,571.86	14,483.47
负债和股东权益总计	17,156.86	20,484.49	18,635.39	22,044.76	22,091.96

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	558.87	628.20	1,109.69	1,570.30	2,060.08
折旧摊销	445.06	462.13	443.94	453.92	464.28
财务费用	178.84	112.77	132.08	161.62	231.51
投资损失	(35.60)	22.83	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	1,242.06	(4,035.07)	3,937.33	(4,698.66)	3,521.85
其它	1,260.48	(101.71)	23.70	8.69	58.04
经营活动现金流	3,649.71	(2,910.86)	5,641.75	(2,509.13)	6,330.77
资本支出	(47.78)	497.98	(205.21)	223.96	228.02
长期投资	(71.08)	(35.24)	0.00	0.00	0.00
其他	(511.50)	(1,361.77)	422.84	(439.46)	(453.52)
投资活动现金流	(630.36)	(899.03)	217.63	(215.50)	(225.50)
债权融资	3,006.08	6,829.94	3,280.00	6,575.01	3,370.69
股权融资	(98.79)	(115.02)	(694.44)	(161.62)	(231.51)
其他	(5,997.24)	(2,960.34)	(7,051.88)	(3,437.03)	(6,781.02)
筹资活动现金流	(3,089.95)	3,754.58	(4,466.32)	2,976.36	(3,641.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(70.60)	(55.30)	1,393.06	251.73	2,463.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,471.96	19,909.35	27,192.75	28,838.96	30,955.38
营业成本	16,735.50	17,827.70	21,953.61	22,505.43	23,570.03
营业税金及附加	125.46	115.77	248.24	302.00	396.24
营业费用	1,121.69	217.01	1,474.02	1,641.54	1,568.69
管理费用	687.81	581.77	1,296.14	1,229.09	1,043.41
研发费用	87.15	113.67	459.71	724.78	1,116.12
财务费用	154.12	93.30	132.08	161.62	231.51
资产减值损失	(125.68)	(276.55)	201.12	238.84	219.98
公允价值变动收益	0.47	(0.71)	0.50	0.50	0.50
投资净收益	35.60	(22.83)	5.00	5.00	5.00
其他	(10.12)	453.93	(11.00)	(11.00)	(11.00)
营业利润	659.96	806.30	1,433.34	2,041.16	2,814.90
营业外收入	25.20	22.37	23.79	23.08	23.43
营业外支出	18.82	26.72	22.77	24.75	23.76
利润总额	666.33	801.95	1,434.35	2,039.49	2,814.57
所得税	107.46	173.75	301.45	461.00	696.95
净利润	558.87	628.20	1,132.89	1,578.50	2,117.62
少数股东损益	(33.95)	35.08	23.20	8.19	57.54
归属于母公司净利润	592.82	593.12	1,109.69	1,570.30	2,060.08
每股收益(元)	0.32	0.32	0.59	0.84	1.10

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.99%	2.25%	36.58%	6.05%	7.34%
营业利润	7.45%	22.17%	77.77%	42.41%	37.91%
归属于母公司净利润	22.73%	0.05%	87.10%	41.51%	31.19%
获利能力					
毛利率	14.05%	10.46%	19.27%	21.96%	23.86%
净利率	3.04%	2.98%	4.08%	5.45%	6.65%
ROE	6.03%	5.71%	10.35%	12.94%	14.73%
ROIC	4.75%	5.81%	7.48%	14.14%	13.83%
偿债能力					
资产负债率	40.53%	47.27%	40.17%	42.97%	34.44%
净负债率	22.60%	57.10%	10.98%	33.95%	-9.67%
流动比率	1.03	1.06	1.24	1.47	1.79
速动比率	0.61	0.53	0.77	0.79	1.26
营运能力					
应收账款周转率	20.62	24.92	24.66	24.00	24.52
存货周转率	5.87	5.13	6.55	6.35	6.47
总资产周转率	1.04	1.06	1.39	1.42	1.40
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.32	0.59	0.84	1.10
每股经营现金流	1.96	-1.56	3.02	-1.34	3.39
每股净资产	5.27	5.57	5.75	6.50	7.50
估值比率					
市盈率	31.63	31.61	16.90	11.94	9.10
市净率	1.91	1.80	1.75	1.55	1.34
EV/EBITDA	10.45	11.77	10.00	8.73	5.00
EV/EBIT	15.06	15.39	12.83	10.53	5.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com