

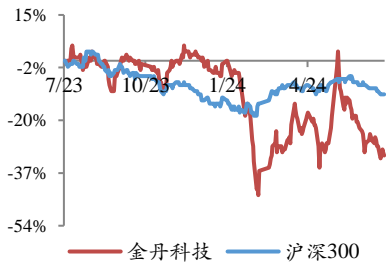
主营产品价格承压下滑，看好一体化布局转型升级

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-01

收盘价（元）	14.48
近12个月最高/最低（元）	23.99/11.30
总股本（百万股）	186
流通股本（百万股）	126
流通股比例（%）	67.63
总市值（亿元）	27
流通市值（亿元）	18

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1.上半年业绩短期承压，聚乳酸项目有序推进 2023-09-01

主要观点：

● 事件描述

据百川盈孚数据，截至2024年6月29日，乳酸L（乳酸含量80%华东）市场均价0.9万元/吨，较2024年年初下跌7.2%，较2023年年初下跌11.8%。

● 需求端整体较弱，公司主营产品乳酸价格承压下滑

根据中华人民共和国海关总署数据，2023年期间，我国乳酸及其盐和酯的进口金额仍保持增长的态势，同比增长了15.75%，但出口金额同比下降了15.11%，乳酸国际贸易逆差加重，国内乳酸外销减少，国内乳酸销量整体下滑，导致国内价格承压下跌，据百川盈孚数据，截至2024年6月29日，乳酸L（乳酸含量80%华东）市场均价0.9万元/吨，较2024年年初下跌7.2%，较2023年年初下跌11.8%。

● 布局“玉米-乳酸-丙交酯-PLA”全产业链，一体化优势突出

作为国内乳酸生产头部企业，公司目前具备年产18.3万吨乳酸及其衍生产品的生产能力。为充分发挥资源禀赋优势，发展循环经济，公司近些年通过积极向乳酸产业上下游延伸，探索出一条“玉米/淀粉-乳酸/乳酸盐-丙交酯-PLA/PBAT”全产业链、循环经济发展模式。随着公司年产7.5万吨聚乳酸生物降解新材料项目投资建设将逐步补齐公司聚乳酸生产环节上的产品链条，产业链一体化布局将得到完善，循环经济发展模式得以贯通，产业一体化的综合竞争优势将进一步突显。

● 多项目建设有序推进，乳酸领先企业转型升级

公司致力于研究开发乳酸及其衍生产品高效、节能、环保的生产技术与制备工艺并进行产业化。截至2023年12月31日，公司年产7.5万吨聚乳酸生物降解新材料项目按计划推进工艺设计、项目招议标和项目建设等重点工作；公司年产6万吨生物降解聚酯及其制品项目建设完毕，正在进行试车；公司全资子公司河南金丹现代农业开发有限公司开展工业化种植高淀粉玉米土地承包面积约25,000余亩；公司年产5万吨乳酸扩产改造项目重点开展关键设备选型、设备布局、关键工艺确认，同时对关键设备进行充分考察、调研、论证并积极组织部分关键设备的招标。同时，公司加强重点技术攻关和工艺管理，乳酸的多项关键技术取得重大突破，同时重点梳理和完善乳酸生产关键工艺技术指标，进一步促进乳酸生产的提质增效。未来随着新项目的陆续投产，有望逐渐形成了玉米控制成本-乳酸托底利润-丙交酯/聚乳酸拉动利润增长的商业模式，即保证了公司拥有优于行业的成本控制能力，又保证了公司拥有稳定的利润来源，还保证了公司拥有拉动利润高增长的核心业务。

● **投资建议**

我们看好公司未来玉米控制成本-乳酸托底利润-丙交酯/聚乳酸拉动利润增长的商业模式,但考虑到宏观环境背景下,公司主营产品价格下滑,我们下调公司 2024 年-2025 年盈利预期,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.06、1.51、1.88 亿元(原 2024-2025 年预测值为 1.62、2.93 亿元),同比增速为 23.8%、43.0%、24.3%。对应 PE 分别为 26X、18X、15X 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险;
- (2) 安全生产风险;
- (3) 环境保护风险;
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1418	1599	1972	2828
收入同比 (%)	-7.6%	12.8%	23.3%	43.4%
归属母公司净利润	85	106	151	188
净利润同比 (%)	-35.5%	23.8%	43.2%	24.3%
毛利率 (%)	18.9%	17.8%	18.0%	16.9%
ROE (%)	5.0%	5.9%	7.7%	8.6%
每股收益 (元)	0.47	0.57	0.81	1.01
P/E	44.43	26.12	18.24	14.68
P/B	2.21	1.54	1.40	1.27
EV/EBITDA	17.27	16.22	14.24	12.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1151	1157	1297	1523	
现金	205	213	152	86	
应收账款	85	96	119	170	
其他应收款	6	5	7	10	
预付账款	20	19	26	36	
存货	402	360	504	687	
其他流动资产	433	464	490	533	
非流动资产	2250	2522	2729	2938	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	1131	1188	1198	1230	
无形资产	144	145	140	138	
其他非流动资产	975	1189	1392	1570	
资产总计	3402	3679	4026	4461	
流动负债	554	733	915	1158	
短期借款	190	110	190	270	
应付账款	242	237	316	441	
其他流动负债	122	386	409	447	
非流动负债	1147	1169	1192	1207	
长期借款	421	441	461	481	
其他非流动负债	726	729	732	727	
负债合计	1700	1902	2107	2366	
少数股东权益	-3	-19	-48	-80	
股本	181	186	186	186	
资本公积	605	605	605	605	
留存收益	919	1005	1176	1384	
归属母公司股东权益	1704	1796	1967	2175	
负债和股东权益	3402	3679	4026	4461	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	35	288	221	244	
净利润	66	90	123	156	
折旧摊销	140	130	135	147	
财务费用	17	26	27	34	
投资损失	-1	3	1	4	
营运资金变动	-235	23	-90	-117	
其他经营现金流	350	83	237	294	
投资活动现金流	-791	-433	-378	-390	
资本支出	-422	-385	-367	-377	
长期投资	-370	-10	-10	-10	
其他投资现金流	1	-37	-1	-4	
筹资活动现金流	648	151	76	61	
短期借款	-198	-80	80	80	
长期借款	245	20	20	20	
普通股增加	0	6	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	601	205	-24	-39	
现金净增加额	-107	7	-61	-65	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	1418	1599	1972	2828	
营业成本	1150	1315	1618	2350	
营业税金及附加	14	14	18	26	
销售费用	23	24	31	44	
管理费用	60	75	88	129	
财务费用	30	20	21	29	
资产减值损失	-44	-16	-24	-20	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	-3	-1	-4	
营业利润	79	98	138	173	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	4	0	0	0	
利润总额	77	98	138	173	
所得税	11	8	15	17	
净利润	66	90	123	156	
少数股东损益	-19	-16	-29	-32	
归属母公司净利润	85	106	151	188	
EBITDA	281	248	294	349	
EPS (元)	0.47	0.57	0.81	1.01	

主要财务比率		会计年度			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	-7.6%	12.8%	23.3%	43.4%	
营业利润	-39.3%	23.8%	40.9%	25.3%	
归属于母公司净利润	-35.5%	23.8%	43.2%	24.3%	
获利能力					
毛利率 (%)	18.9%	17.8%	18.0%	16.9%	
净利率 (%)	6.0%	6.6%	7.7%	6.6%	
ROE (%)	5.0%	5.9%	7.7%	8.6%	
ROIC (%)	4.1%	3.3%	4.0%	4.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.0%	51.7%	52.3%	53.0%	
净负债比率 (%)	100.0%	107.1%	109.8%	112.9%	
流动比率	2.08	1.58	1.42	1.31	
速动比率	1.26	1.00	0.78	0.64	
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.45	0.51	0.67	
应收账款周转率	15.94	17.63	18.35	19.59	
应付账款周转率	5.43	5.49	5.85	6.21	
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.57	0.81	1.01	
每股经营现金流(薄)	0.19	1.55	1.19	1.31	
每股净资产	9.43	9.64	10.56	11.68	
估值比率					
P/E	44.43	26.12	18.24	14.68	
P/B	2.21	1.54	1.40	1.27	
EV/EBITDA	17.27	16.22	14.24	12.45	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。