

中粮科技 (000930)

证券研究报告

2022年10月30日

生物基可降解材料推进顺利，22Q3 聚乳酸关键原料丙交酯已开工！

事件：公司发布 2022 年第三季度报告，2022Q1-3，公司实现营收 148.96 亿元，同比降-17.64%；实现归母净利润 9.65 亿元，同比增 3.24%；单 Q3 实现营收 42.87 亿元，同比降 29.26%，环比降 18.02%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比降 23.49%，环比降 58.84%。

核心观点：玉米精深加工龙头，向生物科技创新型企业大步迈进

公司是中粮集团旗下从事玉米精深加工的生物科技创新型企业，现已搭建了从原料端-生产端-销售端的多产品、全链条的完整布局：

- **原料端：**公司多个生产基地位于黑龙江、吉林、河北等主要玉米产区，通过门前采购等方式可满足生产要求。
- **生产端：**公司拥有 700 万吨玉米深加工产能。玉米精深加工产业链较长，可产出食品、能源、材料等多种产品。目前公司业务范围已涵盖：
 - 1) **食品原料及配料。**主要产品包括淀粉、淀粉糖、味精、柠檬酸等，广泛应用于食品饮料、保健品、饲料和化工等领域。公司已成立功能糖醇项目推进小组，有序推进相关项目发展。其中阿洛酮糖项目已在积极推动国内法规申报，申报进展居于国内领先地位；
 - 2) **生物能源。**主要产品是燃料乙醇，主要应用于乙醇汽油的制备。公司目前已是国内燃料乙醇龙头，且公司将持续提升纤维素乙醇技术，在政策、市场成熟的条件下择机建设示范项目；
 - 3) **生物基可降解材料领域。**主要产品为聚乳酸 PLA 及其原料丙交酯、PHA 等可再生绿色生物材料，广泛应用于包装物、农膜、纺织、工程塑料、医疗等领域，是国家战略性新兴产业。2022 年 6 月，公司合成生物材料 PHA 年产 1000 吨中试装置建设和工艺优化项目（一期）一次性投料试车成功，已打通全工艺流程；2022 年 9 月，公司年产 3 万吨丙交酯项目已引入战略投资者并已经开工建设。
- **销售端：**公司背靠中粮集团，拥有国内外市场渠道优势。同时公司着力于推进从产品销售商向解决方案提供商的身份转变。

盈利预测&投资建议：由于 2022 年来，国内国际环境更趋严峻复杂，特别在地缘政治、美元加息等超预期因素影响下，国际国内粮价、油价波动明显加剧，我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年，公司实现营收 239.06/243.94/ 253.03 亿元（22-23 年前值为 288.39/309.55 亿元），归母净利润 11.46/ 11.78/ 13.65 亿元（22-23 年前值为 15.70/20.60 亿元），对应 EPS 0.61/0.63/0.73 元/股。维持“买入”评级。**风险提示：**粮食等原辅料价格大幅波动的风险；国际石油价格波动影响燃料乙醇价格的风险；疫情散点多发影响消费需求的风险；项目进展不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,909.35	23,468.55	23,905.74	24,394.19	25,302.58
增长率(%)	2.25	17.88	1.86	2.04	3.72
EBITDA(百万元)	1,856.51	2,386.13	2,421.22	2,507.91	2,897.83
归属母公司净利润(百万元)	593.12	1,133.20	1,145.72	1,177.79	1,365.04
增长率(%)	0.05	91.06	1.11	2.80	15.90
EPS(元/股)	0.32	0.61	0.61	0.63	0.73
市盈率(P/E)	25.06	13.12	12.98	12.62	10.89
市净率(P/B)	1.43	1.30	1.21	1.13	1.04
市销率(P/S)	0.75	0.63	0.62	0.61	0.59
EV/EBITDA	11.77	9.35	7.56	5.51	5.36

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	7.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,865.27
流通 A 股股本(百万股)	1,852.11
A 股总市值(百万元)	14,866.23
流通 A 股市值(百万元)	14,761.33
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	31.72
一年内最高/最低(元)	12.37/7.48

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：聚源数据

相关报告

- 1 《中粮科技-公司专题研究:合成生物产业系列报告之中粮科技:从生物可降解材料产业角度看公司优势何在?》 2021-11-02
- 2 《中粮科技-公司点评:拟建 3 万吨丙交酯项目，开拓聚乳酸广阔蓝海市场》 2021-09-23
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	662.33	1,115.96	1,912.46	1,951.53	2,024.21
应收票据及应收账款	734.46	846.74	746.97	879.30	807.53
预付账款	2,737.88	167.71	2,764.71	143.98	2,747.40
存货	4,991.46	4,052.33	5,096.81	3,978.31	5,042.80
其他	775.24	1,451.65	1,704.77	1,398.91	1,418.80
流动资产合计	9,901.36	7,634.38	12,225.72	8,352.04	12,040.74
长期股权投资	438.81	421.74	421.74	421.74	421.74
固定资产	7,856.64	7,788.02	7,385.31	6,982.60	6,579.89
在建工程	637.13	720.90	720.90	720.90	720.90
无形资产	852.74	629.75	606.86	583.98	561.10
其他	797.81	867.34	733.80	765.42	779.16
非流动资产合计	10,583.13	10,427.74	9,868.61	9,474.64	9,062.79
资产总计	20,484.49	18,062.12	22,094.33	17,826.68	21,103.53
短期借款	6,594.53	2,764.31	4,479.68	813.41	2,359.31
应付票据及应付账款	845.80	920.25	839.20	906.01	828.81
其他	1,518.48	1,577.34	3,224.94	2,380.60	2,733.33
流动负债合计	8,958.81	5,261.90	8,543.82	4,100.02	5,921.46
长期借款	189.70	406.40	740.28	0.00	276.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	169.65	306.49	201.49	203.90	220.38
非流动负债合计	359.35	712.89	941.77	203.90	496.38
负债合计	9,682.70	6,303.42	9,485.59	4,303.93	6,417.84
少数股东权益	408.12	361.35	361.35	361.35	361.35
股本	1,865.76	1,865.72	1,865.27	1,865.27	1,865.27
资本公积	6,126.56	6,130.66	6,130.66	6,130.66	6,130.66
留存收益	1,839.05	2,850.97	3,652.98	4,595.21	5,755.50
其他	562.31	550.00	598.48	570.26	572.91
股东权益合计	10,801.79	11,758.70	12,608.74	13,522.76	14,685.69
负债和股东权益总计	20,484.49	18,062.12	22,094.33	17,826.68	21,103.53

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	628.20	1,133.03	1,145.72	1,177.79	1,365.04
折旧摊销	462.13	452.20	425.59	425.59	425.59
财务费用	112.77	175.53	106.68	162.06	220.12
投资损失	22.83	(40.06)	(30.00)	(40.00)	(20.00)
营运资金变动	(4,399.61)	1,890.59	(2,549.94)	3,116.38	(3,317.08)
其它	262.83	1,230.29	1.00	1.00	1.00
经营活动现金流	(2,910.86)	4,841.59	(900.94)	4,842.83	(1,325.33)
资本支出	497.98	69.65	105.00	(2.41)	(16.48)
长期投资	(35.24)	(17.08)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,361.77)	(720.47)	(77.00)	40.41	34.48
投资活动现金流	(899.03)	(667.90)	28.00	38.00	18.00
债权融资	3,730.56	(3,698.69)	1,965.12	(4,577.98)	1,582.10
股权融资	(142.98)	(465.25)	(295.68)	(263.78)	(202.11)
其他	167.01	462.26	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	3,754.58	(3,701.68)	1,669.44	(4,841.75)	1,380.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(55.30)	472.01	796.50	39.08	72.67

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,909.35	23,468.55	23,905.74	24,394.19	25,302.58
营业成本	17,827.70	20,842.85	21,113.39	20,942.58	20,817.95
营业税金及附加	115.77	92.76	116.75	155.73	178.97
销售费用	217.01	220.40	242.54	564.62	941.95
管理费用	581.77	594.30	580.24	775.67	987.68
研发费用	113.67	119.28	123.74	139.32	175.09
财务费用	93.30	146.88	106.68	162.06	220.12
资产/信用减值损失	(284.53)	(184.37)	(225.55)	(215.04)	(240.29)
公允价值变动收益	(0.71)	1.86	1.00	1.00	1.00
投资净收益	(22.83)	40.06	30.00	40.00	20.00
其他	461.91	214.00	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	806.30	1,380.55	1,427.86	1,480.17	1,761.53
营业外收入	22.37	47.82	49.11	46.13	51.36
营业外支出	26.72	45.26	47.07	54.47	63.38
利润总额	801.95	1,383.12	1,429.90	1,471.83	1,749.51
所得税	173.75	250.08	284.17	294.03	384.47
净利润	628.20	1,133.03	1,145.72	1,177.79	1,365.04
少数股东损益	35.08	(0.17)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	593.12	1,133.20	1,145.72	1,177.79	1,365.04
每股收益(元)	0.32	0.61	0.61	0.63	0.73

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.25%	17.88%	1.86%	2.04%	3.72%
营业利润	22.17%	71.22%	3.43%	3.66%	19.01%
归属于母公司净利润	0.05%	91.06%	1.11%	2.80%	15.90%
获利能力					
毛利率	10.46%	11.19%	11.68%	14.15%	17.72%
净利率	2.98%	4.83%	4.79%	4.83%	5.39%
ROE	5.71%	9.94%	9.35%	8.95%	9.53%
ROIC	5.81%	7.57%	9.16%	8.38%	12.77%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	47.27%	34.90%	42.93%	24.14%	30.41%
净负债率	57.10%	18.39%	27.26%	-7.52%	4.85%
流动比率	1.06	1.37	1.43	2.04	2.03
速动比率	0.53	0.64	0.83	1.07	1.18
营运能力					
应收账款周转率	24.92	29.68	30.00	30.00	30.00
存货周转率	5.13	5.19	5.23	5.38	5.61
总资产周转率	1.06	1.22	1.19	1.22	1.30
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.61	0.61	0.63	0.73
每股经营现金流	-1.56	2.60	-0.48	2.60	-0.71
每股净资产	5.57	6.11	6.57	7.06	7.68
估值比率					
市盈率	25.06	13.12	12.98	12.62	10.89
市净率	1.43	1.30	1.21	1.13	1.04
EV/EBITDA	11.77	9.35	7.56	5.51	5.36
EV/EBIT	15.39	11.41	9.17	6.63	6.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com