

中粮科技 (000930)

证券研究报告

2021年07月14日

21H1 业绩同比有望继续翻番，下半年加速推进丙交酯项目

事件：公司发布 2021 年半年度业绩预告，预计上半年实现归属上市公司股东净利润为 6.9-7.5 亿元，同比增 89-105%，对应 EPS 0.37-0.41 元/股。

2021 年上半年净利润同比或又翻番，主要产品价格大幅上涨扩大盈利空间

公司 2021 年上半年利润同比大幅增长的主要原因为：**主要产品价格不仅较去年同期大幅上涨，同时在 2021 年上半年走势平稳且保持高位。**其中：

- **燃料乙醇量价齐升，价格方面受益** 1) 石油价格上涨带动燃料乙醇价格上涨，石油价格自去年 4 月底部的 15.98 美元/桶上涨至今年 6 月 30 日的 77.84 美元/桶，涨幅达 387.11%，这带动燃料乙醇价格也随之上涨；2) 叠加成本端玉米价格上涨，支撑了燃料乙醇价格维持高位。玉米价格自去年 1 月至今区间最高涨幅达 56.76%，从约 1900 元上涨至约 2900 元，单吨价格增加 1000 块；3) 公司因能够使用除玉米外的多种原料生产燃料乙醇，这使其能够享受利润空间持续扩大；销量方面，公司燃料乙醇受益下游市场需求恢复，销量也有所提高。
- **淀粉&淀粉糖等玉米深加工产品，终端价格的上涨基本覆盖了原料价格的上涨。**历史上来看，公司另一半业绩由除燃料乙醇外的其它玉米深加工产品贡献，因此玉米价格的上涨会影响相关产品的成本和终端售价。但根据公司 2021 年 6 月发布的投资者关系活动记录表：“从果糖、柠檬酸、淀粉等产品上半年的表现来看，终端价格的上涨基本覆盖了原料价格的上涨”。除了销价的上涨外，公司也在相对低价区争取采购更大数量的原料。可见公司通过平滑玉米原料价格波动风险，在上半年间享受到了玉米深加工产品价格上涨带来的利润空间。

下半年加速推进丙交酯项目，打通公司聚乳酸产业链最后一环

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。国内产能快速建设正当时，难点在于其中关键材料丙交酯主要依赖进口。公司是我国率先掌握丙交酯技术的企业之一，公司聚乳酸原料聚合生产线已试车成功，产品供不应求，同时万吨丙交酯项目正在稳步推进。根据 6 月投资者关系活动记录表，公司将于今年下半年加速推进丙交酯项目发展。目前 A 股市场上已经公告有在建丙交酯项目的公司还有金丹科技，自该公司于 2020 年 11 月 30 日发布公告至今，区间自最低价的最大涨幅达 97.57%。

盈利预测 & 投资建议：我们预计 2021-2023 年，公司实现营收 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。**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，业绩预告为初步核算数据，请以半年报为准

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)	28.73	28.72	15.35	10.85	8.27
市净率(P/B)	1.73	1.64	1.59	1.40	1.22
市销率(P/S)	0.87	0.86	0.63	0.59	0.55
EV/EBITDA	10.45	11.77	9.14	8.08	4.51

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	9.19 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)	17,145.95
流通 A 股市值(百万元)	8,862.86
每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	49.91
一年内最高/最低(元)	11.90/7.45

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

- 1 《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
- 2 《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
- 3 《中粮科技-年报点评报告:公司扩大医用酒精产能，令一季度业绩大幅增长!》 2020-04-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	700.48	662.33	2,055.38	2,307.12	4,770.54	营业收入	19,471.96	19,909.35	27,192.75	28,838.96	30,955.38
应收票据及应收账款	863.63	734.46	1,471.18	932.07	1,592.99	营业成本	16,735.50	17,827.70	21,953.61	22,505.43	23,570.03
预付账款	327.41	2,737.88	331.64	2,477.09	952.83	营业税金及附加	125.46	115.77	248.24	302.00	396.24
存货	2,769.98	4,991.46	3,314.52	5,764.93	3,797.70	营业费用	1,121.69	217.01	1,474.02	1,641.54	1,568.69
其他	2,066.37	775.24	1,653.52	1,035.35	1,660.47	管理费用	687.81	581.77	1,296.14	1,229.09	1,043.41
流动资产合计	6,727.88	9,901.36	8,826.23	12,516.56	12,774.52	研发费用	87.15	113.67	459.71	724.78	1,116.12
长期股权投资	474.05	438.81	438.81	438.81	438.81	财务费用	154.12	93.30	132.08	161.62	231.51
固定资产	8,080.47	7,856.64	7,617.54	7,387.38	7,162.00	资产减值损失	(125.68)	(276.55)	201.12	238.84	219.98
在建工程	313.67	637.13	260.40	288.24	310.94	公允价值变动收益	0.47	(0.71)	0.50	0.50	0.50
无形资产	823.88	852.74	811.50	779.90	748.29	投资净收益	35.60	(22.83)	5.00	5.00	5.00
其他	736.91	797.81	680.90	633.87	657.38	其他	(10.12)	453.93	(11.00)	(11.00)	(11.00)
非流动资产合计	10,428.99	10,583.13	9,809.15	9,528.21	9,317.44	营业利润	659.96	806.30	1,433.34	2,041.16	2,814.90
资产总计	17,156.86	20,484.49	18,635.39	22,044.76	22,091.96	营业外收入	25.20	22.37	23.79	23.08	23.43
短期借款	2,532.06	6,594.53	3,000.00	5,715.29	3,000.00	营业外支出	18.82	26.72	22.77	24.75	23.76
应付票据及应付账款	854.84	845.80	1,299.37	973.97	1,336.84	利润总额	666.33	801.95	1,434.35	2,039.49	2,814.57
其他	3,154.34	1,883.02	2,823.89	1,830.60	2,811.90	所得税	107.46	173.75	301.45	461.00	696.95
流动负债合计	6,541.25	9,323.35	7,123.26	8,519.86	7,148.74	净利润	558.87	628.20	1,132.89	1,578.50	2,117.62
长期借款	274.72	189.70	200.00	795.27	300.00	少数股东损益	(33.95)	35.08	23.20	8.19	57.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	592.82	593.12	1,109.69	1,570.30	2,060.08
其他	137.98	169.65	161.73	157.77	159.75	每股收益(元)	0.32	0.32	0.59	0.84	1.10
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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,847.64	1,865.76	1,865.72	1,865.72	1,865.72	成长能力					
资本公积	6,045.56	6,126.56	6,126.56	6,126.56	6,126.56	营业收入	9.99%	2.25%	36.58%	6.05%	7.34%
留存收益	7,296.66	7,965.60	8,853.36	10,266.63	12,120.70	营业利润	7.45%	22.17%	77.77%	42.41%	37.91%
其他	(5,362.43)	(5,564.25)	(6,126.56)	(6,126.56)	(6,126.56)	归属于母公司净利润	22.73%	0.05%	87.10%	41.51%	31.19%
股东权益合计	10,202.91	10,801.79	11,150.39	12,571.86	14,483.47	获利能力					
负债和股东权益总计	17,156.86	20,484.49	18,635.39	22,044.76	22,091.96	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	28.73	28.72	15.35	10.85	8.27
						市净率	1.73	1.64	1.59	1.40	1.22
						EV/EBITDA	10.45	11.77	9.14	8.08	4.51
						EV/EBIT	15.06	15.39	11.74	9.75	5.20

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

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