

## 公司是国内玉米深加工龙头

公司隶属于中粮集团，是国内唯一业务涵盖生物质能源、生物质材料、食品原料及配料三大领域的企业，也是目前国内规模最大、技术领先的玉米深加工企业之一。目前，公司主营业务主要为燃料乙醇、食用酒精、淀粉、淀粉糖、柠檬酸、味精、聚乳酸、变性淀粉及副产品的生产与销售。从收入构成上看，2019-2020年，公司燃料乙醇、淀粉收入占比分别在45%/20%左右，是公司主要的收入来源；从毛利构成上看，公司燃料乙醇、淀粉毛利占比分别在55%/20%左右，是公司主要的利润来源。

## 燃料乙醇行业空间广阔，短期承压不改中长期趋势向好

经过多年的发展，我国已成为全球第三大燃料乙醇生产国，但产量占比仅为3%左右，和美国、巴西两国存在较大的差距。我们认为，短期来看，2020年，在受到新冠肺炎疫情影响、国内汽油消费萎缩的情况下，燃料乙醇需求出现萎缩。但从中长期来看，我国燃料乙醇发展前景广阔。我国汽油年消费量在1.3亿吨左右，根据《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》提出的2020年全面推广燃料乙醇的具体要求，按照10%的添加量进行计算，我国燃料乙醇需求量有望达到1300万吨，而我国目前燃料乙醇的产量仅为300万吨左右，产需缺口较大，未来成长空间广阔。

## 并购打开市场空间，可降解材料前景可期

2018年，公司以发行股份的方式向生化投资收购其持有的生化能源100%股权、生物化学100%股权和桦力投资100%股权。中粮科技深加工产能将得到大幅提升，其中，燃料乙醇产能达到135万吨(其中，原产能75万吨+生化能源60万吨);淀粉产能达到165万吨;淀粉糖产能达到90万吨;饲料原料产能达到200万吨。本次收购大幅提升了公司深加工产能，进一步巩固了公司在行业的龙头地位。

此外，公司在生物可降解材料领域已深耕超过15年，并在吉林省榆树市投资建设3万吨/年产能的丙交酯(生产PLA的中间体)生产线。公司不光要打通从玉米等可再生植物资源到生物基可降解材料(PLA和PHA)的全产业链生产工艺，更要生产高端、高附加值的下游产品，包括PLA/PHA共混纤维在内的改性专用料，这将是中粮科技未来主打的高端产品。我们认为，可降解材料是未来的发展方向，受到国家政策的大力支持，目前，公司已经突破工业化生产丙交酯(合成可降解生物材料聚乳酸(PLA)的中间体)的主要技术瓶颈，丙交酯和PLA是淀粉下游的高附加值产品，正式投产后将进一步提升中粮科技的整体竞争力和盈利水平。

## 投资建议

我们预计，2021-2023年，公司营业收入分别为252.09/285.06/319.05亿元，归母净利润分别为10.95/14.73/17.82亿元，对应EPS分别为0.59/0.79/0.95元，2021年11月23日收盘价11.59元对应PE分别为20/15/12X。考虑到可降解材料发展空间较大，丙交酯和PLA正式投产后，公司整体竞争力以及盈利水平都将得到大幅抬升，首次覆盖，给予“买入”评级。