



买入

63% ↑

目标价格:人民币 16.61

002604.CH

价格:人民币 10.63

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

龙力生物

油价下行使燃料乙醇量价双坠，功能糖进一步打开国内外市场

2015 年度，龙力生物实现营业收入 7.76 亿元，比上一年度增加 2.54%；归母净利润 4,931 万元，同比下降 42.59%；每股收益 0.10 元，同比下降 63.78%。利润明显下滑主要由于纤维素乙醇供货价与汽油价格联动，受国际油价低迷影响，2015 年国内汽油价格持续萎靡，导致公司二代乙醇销售收入和产量均大幅下降，毛亏损 2,419 万元。随油价回升和政府增加乙醇汽油封闭区域的战略规划实施，二代燃料乙醇可迅速回复活力并吞并粮食乙醇和 1.5 代乙醇的替代性市场空间。同时功能糖板块强力进行国内外市场开拓，2015 年度功能糖销量同比增长近 20%，国内新增客户 200 余家，待开发客户 50 余家；国际上已打通多个国家供应渠道，功能保健品有望带来强劲增长动力。新成立的医疗健康产业并购基金有望带来新的利润增长点和更大空间。

支撑评级的要点

- 功能糖市场不断扩张，销量增长近 20%并有待进一步放量。木糖醇已成功进入欧美多国市场，作为全球糖果龙头“箭牌”的最大供应商地位愈加稳固，并在食用配料外作为日用代糖进驻大型商超；在国内新开发达利园、银鹭、劲酒等 59 家客户，国外新增客户 17 家。低聚木糖保持增量同时拓宽应用场景，全面渗透饲料及宠物食品市场，与法国、意大利、美国等动物饲料巨头展开合作；新型功能保健品研发投产也会带来亮眼表现。年中新增的 6,000 万吨产能将为市场扩张提供强力保障。
- 油价回升和国家对于空气治理的重视将使二代乙醇重焕生机。燃料乙醇供货价锁定为 93 号汽油调拨价×0.911，受油价拖累不盈反亏。14 年末油价从 8,000 多元/吨持续下行，15 年 1 月中旬一度跌至 5,000 元/吨以下。乙醇汽油的全国化推广势在必行，二代燃料乙醇有望获巨大成长空间。
- 医疗产业并购基金完善“互联网+大健康”产业链，互补协同增厚利润。

评级面临的主要风险

- 油价持续下行的风险；市场开拓速度不达预期的风险。

估值

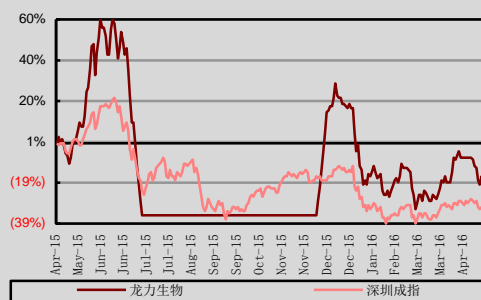
- 我们预测收购的互联网标的并表后 16-18 年净利润为 1.74、2.31 和 2.99 亿元，每股收益分别为 0.29、0.40、0.51 元。现股价已低于定增价 11.79 元。考虑到后续并购标的对利润的增厚和协同效应，维持目标价 16.61 元，重申买入评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	757	776	1,199	1,364	1,538
变动(%)	(16)	3	54	14	13
净利润(人民币 百万)	84	47	174	231	299
全面摊薄每股收益(人民币)	0.273	0.098	0.286	0.395	0.510
变动(%)	(8.7)	(64.1)	191.9	38.1	29.3
市场预期每股收益(人民币)			0.540	n.a.	n.a.
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.288	0.391	n.a.
调整幅度(%)			(0.7)	1.0	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	37.9	105.7	36.2	26.2	20.3
价格/每股现金流量(倍)	33.4	18.2	12.9	17.3	22.1
每股现金流量(人民币)	0.31	0.57	0.80	0.60	0.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	31.0	12.9	9.8	7.8
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.029	0.047	0.071
股息率(%)	0.3	n.a.	0.3	0.5	0.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(23.4)	(0.2)	(5.3)	(16.9)
相对深证成指	(0.2)	2.1	(4.5)	13.8

发行股数(百万)	504
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	4,405
3 个月日均交易额(人民币 百万)	184
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
程少博	18

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2016 年 4 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔：农产品加工

杨天明*

(0821)20328319

tianming.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515050001

程一胜

(8621)20328595

yisheng.cheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515040001

*高睿婷为本报告重要贡献者

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2015	同比增长(%)
营业收入	757.07	776.30	2.54
营业税及附加	20.45	8.77	(57.07)
净营业收入	736.62	767.53	4.20
营业成本	533.05	568.80	6.72
销售费用	40.66	38.74	(4.91)
管理费用	80.92	80.13	(0.99)
营业利润	38.33	37.66	(1.57)
非经常性项目	53.58	19.84	(63.06)
经常性投资收益	0.00	0.00	
净财务费用	41.17	36.59	(11.17)
利润总额	104.22	64.11	(38.48)
所得税	19.47	16.04	(17.95)
少数股东损益	(1.14)	(1.23)	(9.09)
归属母公司股东净利润	85.90	49.31	(42.61)
扣除非经常性损益的净利润	76.89	38.36	(50.07)
每股收益(元)	0.27	0.10	(62.96)
扣非后每股收益(元)	0.24	0.08	(66.67)
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	29.59	26.73	
经营利润率	5.06	4.85	
净利率	11.35	6.35	
扣非后净利率	10.16	4.95	

资料来源: 公司数据, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	757	776	1,199	1,364	1,538
销售成本	(554)	(578)	(778)	(852)	(927)
经营费用	(46)	(46)	(86)	(96)	(106)
息税折旧前利润	158	153	334	416	505
折旧及摊销	(79)	(78)	(80)	(84)	(86)
经营利润(息税前利润)	80	74	254	332	419
净利息收入/(费用)	(41)	(37)	(60)	(66)	(76)
其他收益/(损失)	66	26	30	32	35
税前利润	104	64	223	297	378
所得税	(19)	(16)	(51)	(64)	(76)
少数股东权益	(1)	(1)	1	(2)	(3)
净利润	84	47	174	231	299
核心净利润	96	53	180	238	306
每股收益(人民币)	0.273	0.098	0.286	0.395	0.510
核心每股收益(人民币)	0.305	0.106	0.301	0.398	0.512
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.029	0.047	0.071
收入增长(%)	(16)	3	54	14	13
息税前利润增长(%)	(33)	(7)	241	31	26
息税折旧前利润增长(%)	(18)	(3)	119	25	21
每股收益增长(%)	(9)	(64)	192	38	29
核心每股收益增长(%)	1	(65)	184	32	29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	104	64	223	297	378
折旧与摊销	79	78	80	84	86
净利息费用	41	37	60	66	76
运营资本变动	(57)	(18)	78	(112)	56
税金	(21)	(17)	(51)	(64)	(76)
其他经营现金流	(49)	142	89	86	(241)
经营活动产生的现金流	98	286	480	358	279
购买固定资产净值	0	(3)	40	25	20
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(488)	(683)	(80)	(50)	(40)
投资活动产生的现金流	(487)	(686)	(40)	(25)	(20)
净增权益	(9)	0	(17)	(28)	(43)
净增债务	134	(74)	223	113	149
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(49)	(77)	(34)	(169)	(297)
融资活动产生的现金流	76	(124)	225	18	30
现金变动	(314)	(524)	665	351	290
期初现金	1,570	1,256	732	1,397	1,748
公司自由现金流	(390)	(400)	440	333	259
权益自由现金流	(214)	(438)	724	512	484

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,256	732	1,397	1,748	2,038
应收帐款	90	128	104	195	161
库存	179	47	291	96	299
其他流动资产	4	9	20	3	23
流动资产总计	1,530	916	1,813	2,043	2,520
固定资产	715	981	935	869	798
无形资产	123	120	126	132	138
其他长期资产	348	679	353	460	497
长期资产总计	1,186	1,780	1,413	1,462	1,433
总资产	2,717	2,697	3,227	3,506	3,954
应付帐款	55	81	137	110	139
短期债务	285	215	250	250	250
其他流动负债	396	397	384	388	399
流动负债总计	736	693	771	748	787
长期借款	50	40	250	350	500
其他长期负债	79	70	79	76	75
股本	315	504	598	598	598
储备	1,520	1,371	1,525	1,732	1,995
股东权益	1,835	1,875	2,123	2,330	2,593
少数股东权益	5	3	5	2	(1)
总负债及权益	2,717	2,697	3,227	3,506	3,954
每股帐面价值(人民币)	5.83	3.72	3.55	3.90	4.34
每股有形资产(人民币)	5.44	3.48	3.34	3.68	4.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.93)	(0.95)	(1.50)	(1.92)	(2.15)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.9	19.7	27.8	30.5	32.9
息税前利润率(%)	10.5	9.6	21.1	24.3	27.3
税前利润率(%)	13.8	8.3	18.6	21.8	24.6
净利率(%)	11.0	6.0	14.5	16.9	19.5
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.3	2.4	2.7	3.2
利息覆盖率(倍)	1.9	2.0	4.2	5.0	5.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.3	2.0	2.6	2.8
估值					
市盈率(倍)	37.9	105.7	36.2	26.2	20.3
核心业务市盈率(倍)	34.0	97.5	34.3	26.0	20.2
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	54.5	156.6	55.1	41.8	32.4
市净率(倍)	1.8	2.8	2.9	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	33.4	18.2	12.9	17.3	22.1
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	27.1	31.0	12.9	9.8	7.8
周转率					
存货周转天数	98.3	71.3	79.3	83.0	77.8
应收帐款周转天数	33.5	51.4	35.3	40.1	42.3
应付帐款周转天数	47.1	32.0	33.2	33.1	29.5
回报率					
股息支付率(%)	11.3	0.0	9.8	12.3	14.3
净资产收益率(%)	4.6	2.5	8.7	10.4	12.2
资产收益率(%)	2.4	2.1	6.6	7.8	9.0
已运用资本收益率(%)	1.0	0.6	1.8	2.1	2.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371