



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*

证券投资咨询业务证书编号：S1300515050001
(0821)20328319
tianming.yang@bocichina.com

程一胜

证券投资咨询业务证书编号：S1300515040001
(8621)20328595
yisheng.cheng@bocichina.com

*高睿婷为本报告重要贡献者

龙力生物：油价上调带动燃料乙醇价格回升，生产结构调整提振盈利

【事件】

龙力生物(002604.CH/人民币 10.35, 买入)于4月26日晚间发布2016年一季度报告。报告期内，公司实现营业收入1.44亿元，比上年同期下降14.02%；归属于上市公司股东的净利润1,255.62万元，同比增加5.89%；扣非净利润1,011.68万元，同比增加3.88%。业绩基本符合预期。在经济低迷和油价持续走低背景下，公司销售毛利率达35.01%，比去年同期提高了9.05个百分点，为历史同期最高；净利率8.63，也比上年同期有所提高。公司传统主营业务经营情况稳步向好。

另外发改委今年首次上调汽、柴油价格，4月26日24时开始，汽油标准品限价每吨提高165元，93号汽油折合每升上涨0.124元；山东省汽油最高零售价回至7千元以上为7,065元/吨。燃料乙醇销售价格将直接受益回升。

【点评】

1. **油价由“地板价”回升，燃料乙醇售价与利润确定性联动上涨。**一季度国际原油价格始终低于40美元/桶的“地板价”，因此发改委连续6个调价窗口均未触发操作。这是年内汽油限价首次向上调整。按发改委年初发布的《石油价格管理办法》，成品油零售价计算基础不低于40美元/桶，因此已无下行可能。而燃料乙醇销售价格锁定为93#汽油调拨价 $\times 0.911$ ，油价上涨乙醇售价确定上行。当地93#汽油4月市场价格同比下降近22%，较2014年同期减少近三分之一，严重侵蚀公司二代纤维素乙醇的收入和利润空间，难有增产动力，产能利用较低。油价回归正常区间后乙醇汽油业务可恢复贡献盈利。且国内空气污染严重亟待治理，政府大力推行环保能源，乙醇汽油定点封闭区域增加以至全国化将提供更大市场空间。
2. **收入受累，盈利能力克难上升，业务结构调整提高利润。**虽然一季度营业收入明显下滑，但公司实现营业利润882.84万元，比去年同期增长80.23万元，增长率达10%；归母净利润1,255.62万元，同比增长5.89%；扣非净利润1,011.68万元，同比增长3.88%。销售和财务费用均下降，管理费用升高较多因为计提了暂时停产的生产线折旧。利润率升高主要由于功能糖等高利润率板块占比增大，公司对于功能保健产品的研发合作、应用场景拓展、国内外市场扩张均在全力进行。新增6,000吨低聚木糖产能预期在今年下半年投产，替换的低效产能可用于新产品线扩展。木质素作为战略增长点正着力进行培育。而淀粉糖等竞争力弱的板块在逐步收缩，择机升级。未来公司生产结构调整将成为提效增利途径。
3. **新型材料、互联网医疗等领域的战略性布局打开全新局面。**公司已收购的快云科技、兆荣联合两家互联网标的，促进销售向客户端延伸，并为潜在市场挖掘提供前瞻性指向。并于4月18日与睿德信股权投资发起设立3亿元的产业并购基金，为优质项目提供孵化培育平台，全力向大健康领域进军。布局逐渐完善后，需求挖掘 \rightarrow 产品研发 \rightarrow 渠道营销 \rightarrow 市场拓展产业链体系将使公司盈利能力再登新高。

【投资建议】

我们预测收购的两家互联网标的于 2016 年并表后, 公司 16-18 年净利润总额为 1.74、2.31 和 2.99 亿元 (不包括成立的医疗健康产业并购基金以及未来新并购项目的影响), 按增发后股本在 5.98 亿股左右计算, 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。

【风险提示】

油价长期低迷的风险; 市场开拓速度不达预期的风险; 并购进度不达预期的风险。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年 1 季度	2016 年 1 季度	同比增长(%)
营业收入	167.89	144.35	(14.02)
营业税及附加	1.63	1.84	13.14
净营业收入	166.26	142.51	(14.29)
营业成本	124.30	93.81	(24.53)
销售费用	8.47	7.11	(16.14)
管理费用	14.24	22.53	58.25
财务费用	10.86	9.98	(8.10)
资产减值损失	0.36	0.25	(29.60)
营业利润	8.03	8.83	10.00
营业外收入	6.11	6.16	0.83
营业外支出	0.00	0.00	
利润总额	14.14	14.99	6.03
所得税	2.37	2.54	6.84
少数股东损益	(0.09)	(0.10)	8.56
归属母公司股东净利润	11.86	12.56	5.89
扣除非经常性损益的净利润	9.74	10.12	3.88
每股收益(元)	0.0376	0.0249	(33.78)
扣非后每股收益(元)	0.0309	0.0201	(35.07)
毛利率(%)	25.96	35.01	增加 9.05 个百分点
净利率(%)	7.01	8.63	增加 1.62 个百分点
销售费用率(%)	5.05	4.92	减少 0.12 个百分点
管理费用率(%)	8.48	15.61	增加 7.13 个百分点
财务费用率(%)	6.47	6.91	增加 0.45 个百分点

资料来源: 中银证券

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士，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