

费用增长致业绩低于预期 下调预测 维持评级

——保龄宝（002286）2011 年业绩快报点评

2012 年 2 月 14 日

强烈推荐/维持

保龄宝

事件点评

刘家伟

食品饮料行业首席分析师

电话：010-66554017； MSN: ynyljw999@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120001

联系人：李德宝

电话：010-66554063

Email: lldb@dxzq.net.cn

事件：

保龄宝 14 日公布 2011 年业绩快报：2011 年实现营业收入 9.50 亿元，同比增长 31.89%，归属于上市公司股东净利润 5811 万元，同比增长 30.39%，每股收益 0.54 元，低于我们此前 0.66 元的预期。

观点：

1.第四季度拖累全年业绩。公司 2011 年前三季度业绩增速较快，净利润增速达 42.82%，曾公告全年净利润增长 20%-50%。根据本次公告和我们所了解的情况，第四季度是饮料淡季，果葡糖浆等主要产品需求有所下滑，同时费用计提较多，导致第四季度销售收入仅增长 8.09%，净利润则为负增长 22.34%，进而致使全年业绩低于预期。

2.果葡糖浆为公司 12 年主要利润增长点。由于甘蔗丰收以及正值榨期，导致年初至今糖价逐步回落，果葡糖浆替代白糖的新增意愿有所降低。不过，我们近期对云南糖产区调研发现本榨季甘蔗收购价已从上榨季的 380 元/吨提升 13.16%至 430 元/吨，在下游强劲需求支撑和人力成本等综合因素作用下，糖价将会维持在 6000 元~7000 元的高位区间，因此果葡糖浆对白糖仍存在较大价格优势，同时果葡糖浆性能也优于白糖，糖尿病、肥胖人群均可食用，故可在价格和性能上继续双重替代白糖，需求空间较大。公司作为国内最大的果葡糖浆企业和可口可乐最大及百事可乐较大供应商，市场增长空间依然会在业内遥遥领先。

3.受益于消费升级和健康需求，公司增长动力强劲，空间广阔。随着消费不断升级以及消费者对健康的强大诉求，未来健康配料和健康食品行业将会得到长足发展。根据《食品工业发展“十二五”规划》，到 2015 年，营养与保健食品产值达到 1 万亿元，年均增长 20%；形成 10 家以上产品销售收入在 100 亿元以上的企业，百强企业的生产集中度超过 50%。公司作为目前国内规模最大的果葡糖浆和功能糖生产企业，将会直接受益。

4.公司的产业链将拓展生物医药与生物环保产业，已做好延伸至益生元终端市场的准备。未来公司将在整个生物产业领域做优做强，重点发展生物配料、生物医药、生物环保工程和终端消费品，培育强势品牌。公司已经开发出双奇润生、健怡糖醇等益生元等系列功能产品，直接面对终端消费者试销，效果良好。公司已经成立相关公司直接经营终端市场，这是产业链完善的重要举措。假如公司运作成功，则会极大完善公司的产业链条，形成巨大的经济社会效益。

5.公司总部所在地禹城将规划打造“中国生物谷”，发挥集群效应和规模效应，做大做强功能糖产业，公司将是最大的受益者。在山东省十一届人大四次会议代表议中，保龄宝董事长刘宗利提出打造“中国生物谷”的议案，建议以德州（禹城）为中心，发展生物制造产业，如果“中国生物谷”能够建设成功，不仅将大大拉动禹城经济发展，也会极大的促进公司以功能性配料、生物医药、生物环保为主的生物全产业链发展模式，利好公司中长期的发展。

结论：

考虑到 2012 年及今后一段时间果葡糖浆会继续保持高增长态势，消费升级拉动、健康消费需求增长以及产业链延伸等因素，我们预计公司今后若干年保持年均 30%-40% 的增速还是可期的。由于 2011 年业绩低于预期，故调低 11-13 年净利润增速分别至 30.39%、35% 和 40%，EPS 约为 0.54 元（调低 0.12 元）、0.72 元和 1.01 元，对应 PE 约 30 倍、22 倍和 16 倍，给予 6 个月目标价 22 元预期，对应 PE 为 30 倍，与当前股价还有 40% 左右提升空间。考虑到公司总股本只有 1.04 亿股、每股资本公积金达 4.455 元，股本扩张实力较强，以及增发融资扩大产能的需求，维持强烈推荐评级。

风险提示：

原材料价格上涨以及期间费用增长过快等导致公司盈利增速低于预期。

表 1：公司 2011-2013 盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	525.40	720.62	950.40	1254.53	1693.61
(+/-)	-2.08%	37.16%	31.89%	32.00%	35.00%
经营利润（EBIT）	35.75	41.55	55.35	75.25	105.14
(+/-)	-27.06%	16.23%	33.21%	35.96%	39.73%
净利润	39.27	42.80	55.81	75.35	105.48
(+/-)	-12.29%	8.99%	30.39%	35.00%	40.00%
每股净收益（元）	0.59	0.41	0.54	0.72	1.01
市盈率（倍）	26.92	38.73	29.59	21.92	15.66

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。