



## 果葡糖浆唱主角 募投项目未如愿 下调预测

### ——保龄宝（002286）2011 年中报点评

2011 年 8 月 10 日

强烈推荐/维持

保龄宝

财报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

#### 事件:

公司于 8 月 10 日公布了 2011 年中报: 实现营业收入 4.63 亿元, 营业利润 3032.14 万元, 净利润 2894.91 万元, 扣除非经常损益之后的净利润 2577.28 万元, 同比增长 41.46%、39.15%、30.24%和 38.78%, 每股收益 0.28 元, 低于预期。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入 (百万元)	142.13	138.05	189.22	196.70	196.64	188.48	274.47
增长率 (%)	8.64	17.59	16.21	45.39	38.35	36.53	45.05
毛利率 (%)	16.57	21.89	20.81	18.96	17.33	20.28	21.55
期间费用率 (%)	4.23	14.41	7.78	4.20	3.66	16.09	7.49
营业利润率 (%)	1.13	5.07	7.82	7.27	2.78	4.65	7.85
净利润 (百万元)	8.39	8.19	14.04	12.42	8.16	10.18	18.77
增长率 (%)	-6.97	-40.08	-6.59	34.91	-2.80	24.25	33.73
每股盈利 (季度, 元)	0.10	0.10	0.14	0.12	0.08	0.10	0.18
资产负债率 (%)	38.88	42.02	36.98	36.27	31.91	33.83	32.82
净资产收益率 (%)	1.27	1.23	2.07	1.80	1.17	1.44	2.60
总资产收益率 (%)	0.72	0.73	1.25	1.14	0.77	0.96	1.73

资料来源: 东兴证券研究所

#### 评论:

##### 积极因素:

- 果葡糖浆量价齐升, 扮演业绩增长主角, 并与其他淀粉糖、淀粉及副产品一起成为推动公司毛利率整体略有上升的功臣。报告期果葡糖浆成为公司收入和毛利占比最大的主营产品, 分别达到56%和52%, 也就是说超过一半的收入和利润都来自果葡糖浆, 这主要源于果葡糖浆对高价格时代的蔗糖实现了双重替代——价格替代和功能替代, 迎来新老客户需求大增和顺势提价销售的新格局, 量价齐升推动营业收入同比增长高达113.32%。同时, 通过技术创新、工艺革新、流程优化等内部消化方式降低了生产成本, 并通过与客户沟通协商提高价格 (原材料价格波动10%就启动提价机制), 达到了较好转移成本的效果, 导致毛利率同比增长2.8个百分点至25.63%, 第一次超过低聚糖; 其他淀粉糖则成为第三大收入来源, 为8300万元, 毛利率提升了3.52个百分点至9.95%; 淀粉及副产品收入为3079万元, 毛利率提升3.74个百分点至7.12%, 使得综合毛利率同比微增 0.1个百分点至20.72%;

- **扣除后的净利润增速高于净利润增速8个百分点，表明公司主业的实际成长性更好。**报告期公司收入、营业利润和净利润分别增长41.46%、39.15%和30.24%，扣除非经常损益之后的净利润增速38.78%，与收入和营业利润增速相差不大，但高于净利润增速8.54个百分点，表明公司主业的实际增长率较高。
- **国内市场强劲增长，远好于国际市场。**报告期公司国内销售收入增长54.8%，达到38641万元，而由于国际经济复苏缓慢，收入不增反降1.56%，合计收入增长41.81%。抛开国际因素，国内增长其实非常强劲。

#### 消极因素：

- **低聚糖和糖醇类产品收入、毛利率均明显下降甚至下滑。**报告期受原料价格上涨和成本控制的影响，每吨淀粉上涨 300元，导致低聚糖的销售收入同比减少13.05%，毛利率也降低8.05个百分点。公司糖醇类产品主要是销往国外市场，受国际市场疲软影响，营业收入减少46.09%，在原材料价格上涨和人民币升值等因素影响下，糖醇类产品的毛利率更是锐减22.09个百分点，仅为6.04%。
- **“走出去”战略暂受阻。**“南下”、“北上”、“西进”、“走出去”一直是公司开拓市场的策略。但报告期内，受国际市场恢复缓慢和国外客户产品使用周期的变化等因素的影响，公司的“走出去”战略受到一定影响，国际业务营业收入同比降低1.56%。
- **募投项目低聚果糖和赤藓糖醇均未如期达产，降低了整体业绩增速。**年产 1 万吨低聚果糖项目在报告期仅实现效益 41.07 万元，一是因为该项目于 2011 年初进入试车投产阶段，整体的工艺流程及成本控制方面有待完善，没有达到此前2010年底投产的预期；二是原料蔗糖的价格持续走高，成本增长的同时销售价格虽然进行了调整，但没有调整到位；三是产品潜在客户的开发力度和奖惩机制还有待进一步加强。4000 吨赤藓糖醇易地技术改造项目投资报告仅实现效益37.76 万元，也未达预期，主要原因在于：一是糖醇类产品处于投产初期，在质量和成本控制方面还存在薄弱环节；二是受国际市场恢复缓慢及人民币升值的影响，三是原料价格上涨给成本带来一定压力。

#### 业务展望：

- **功能糖行业供给远低于需求，空间巨大。**根据我们测算，我国功能糖的总需求可以达到120万吨以上，但目前的共计合计不超过11万吨，缺口巨大。而且国家已经停止玉米深加工项目审批，这对于功能糖的后来者以及现有企业的产能扩张都构成阻碍，而对于像保龄宝这样的早有产能审批储备（估计至少30万吨）的龙头则是大利好。
- **公司将拓展生物医药与生物环保产业，延伸益生元终端市场。**未来公司将围绕生物质全产业链，做强主业，兼顾多元，面向终端，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，做优做强生物产业。目前公司已经开发出益生元系列终端产品可供消费者直接食用，且定位于功能食品，如以低聚异麦芽糖为配料的“双奇润生”，具有改善胃肠道功能（润肠通便）；以L-谷氨酰胺粉为配料制成的L-谷氨酰胺软胶囊，具有保护肝脏、预防酒精中毒和预防胃溃疡等保健功能。这些产业链的延伸，将会极大的完善公司的从农田到餐桌的产业链条，为公司带来丰厚的经济效益。
- **下半年玉米价格上涨趋缓，有利于公司缓解成本压力。**上半年国内玉米价格上涨15%甚至更高，估计公司采购成本上涨12%以上。下半年随着国内外玉米播种面积的扩大和产量增长，投机资本对粮价炒作减缓、政府有关储备粮、进口调剂以及限制玉米燃料加工等，将促进玉米价格小幅上涨，全年涨幅较大幅度低于2010年，在15%以内。

- 公司对原材料的采购增加，存货价值从2010年的7700万元增长至1.66亿元，增长116%，表明公司应对成本压力方面采取了有力的应对措施。

#### 盈利预测和投资建议：

- 我们在5月28日发布的《微生态健康之王价值严重低估 目标价32-36元——保龄宝（002286）深度报告》中，基于对公司低聚异麦芽糖和两大募投项目——低聚果糖及赤藓糖醇的正常达产预期，以及果葡糖浆的增产等，从中性角度预计2011-2013年净利润增长83%、66%和55%，EPS0.75元、1.25元和1.94元，经过对公司中报的梳理，我们认为今年全年公司仍然存在低聚异麦芽糖、低聚果糖和赤藓糖醇达不到预期的可能，故下调公司2011年净利润增速近10个百分点至71.64%，EPS下调0.04元至0.71元，对应PE26倍；2012-2013净利润增速亦有相应下调，分别为65%和45%左右，EPS约为1.17元和1.7元，对应PE16倍和11倍。考虑到公司的健康价值、规模扩张、即将拓展的生物医药和生物环保带来的横向扩张、益生元产业链向终端延伸的纵向扩张，以及中小板整体估值水平，我们中长期（至少三至五年）看好公司的成长性，给予6个月目标价28元预期，对应PE40倍，提升空间超过50%，故继续强烈推荐。

#### 风险提示：

- 原材料价格失控、竞争对手突然变得强大并抢走公司主要客户，以及内部降压失效等，都会对公司业绩形成比较大的打击。

**表 2：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因**

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入较上年同期增长 41.46%	主要是报告期公司主要产品销售增加所致
2	营业成本较上年同期增长 41.88%	主要是销量增加，营业成本相应增加
3	销售费用较上年同期增长 58.64%	主要是公司销售收入增长，运率提高，销售产品结构变化使运输费用增加所致
4	管理费用较上年同期增长 74.50%	主要是工资、折旧、税金增加所致
5	财务费用较上年同期下降 34.48%	主要是银行借款较上年同期减少所致
6	经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降 39.34%（约 1294 万元）	主要是公司采购原材料增加所致
7	筹资活动产生的现金流量净额较去年同期增加 54.14%	主要是偿还银行借款的数额比同期减少所致
8	期末现金及现金等价物余额较去年同期下降 71.83%	主要是项目投入增加和银行借款减少所致
9	预付账款较年初下降 62.22%	主要是公司调整货款结算方式及时结算所致
10	其他应收款较年初下降 95.97%	主要是收回拆迁补偿款所致
11	存货较年初增加 81.18%	主要是原材料和库存商品增加所致
12	在建工程较年初增加 930.82%	公司工程投入增加所致
13	应付职工薪酬较年初增加 155.82%	主要是应付职工工资增加所致
14	应缴税费较年初增加 647%	主要是应缴二季度企业所得税、土地税和房产税等
15	一年内到期的非流动负债较年初增加 85.63%	主要是一年内到期的长期借款转入所致

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司 2011-2013 盈利预测表

指标	09A	10E	11E	12E	13E
营业收入	525.40	710.43	937.17	1250.24	1534.24
增长率	-2.08%	35.22%	31.92%	33.41%	22.72%
净利润	39.27	42.80	73.47	121.41	176.63
增长率	10.50%	8.99%	71.64%	65.25%	45.48%
EPS（元）	0.59	0.41	0.71	1.17	1.70
ROE	8.72%	6.10%	6.72%	7.39%	8.13%
PE	-	73	26	16	11

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 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、未来也将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，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。

## 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。

