

评级：审慎推荐（维持）

食品饮料

公司半年报点评

## 证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

联系人 晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

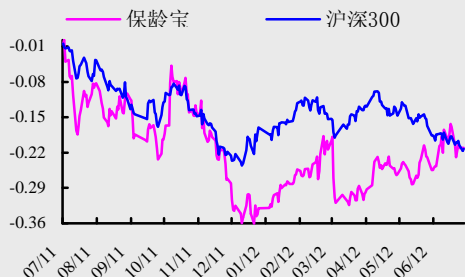
邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

**保龄宝(002286)——**
**上游原料维持高位，下游消费略显疲软**
**交易数据**

上一日交易日股价（元）	13.37
总市值（百万元）	1,808
流通股本（百万股）	68
流通股比率（%）	50.51

**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元）	784
每股净资产（元）	5.80
市净率（倍）	2.31
资产负债率（%）	32.20

**公司与沪深 300 指数比较**

**相关报告**

《保龄宝（002286）：糖价高涨和产能释放双动力驱动业绩爆发》-20101102

《保龄宝（002286）：成本已是浮云 需求才是王道》-20110225

《保龄宝（002286）：此糖非彼糖 糖也很健康》-20110318

《保龄宝（002286）：费用率飞涨拉低业绩增速》-20110413

《保龄宝（002286）：白糖价格在 5000 元以上回调有利于公司》-20110509

**事件：**

公布 2012 年半年报，实现营业收入 4.91 亿元，同比增长 6.11%；实现营业利润 3699.89 万元，同比增长 22.02%；实现归属于母公司的净利润 3434 万元，同比增长 18.62%，实现 EPS0.25 元。

公司发布《非公开发行股票预案》，发行数量不超过 6100 万股，发行价格不低于 12.17 元/股，募集资金不超过 7.45 亿股，用于果糖（固体）、结晶海藻糖、低聚半乳糖等项目。

公司预计 1-9 月份累计净利润保持在 0~30% 的增长幅度。

**点评：**

**业绩符合市场预期。**第二季度实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 1.81%；实现营业利润 2219 万元，同比增长 2.98%；归属上市公司股东的净利润为 2105 万元，同比增长 12.14%，EPS 为 0.16 元，符合市场预期。受主要原料玉米价格维持在高位的影响，2012Q2 的整体毛利率为 20.4%，同比和环比皆下降了 1 个百分点；受销售费用率和管理费用率的双下降，净利率提升了 1 个百分点至 7.53%。

**下游需求略显疲软，影响公司产品销售。**2012 年以来，国际和国内的经济形势持续恶化，国内消费需求受到一定程度的抑制，公司的两大客户可口可乐和蒙牛在公司的订购额与去年同期相比分别减少了 2000 万元和 1000 万元，这也是公司上半年营业收入增速下滑的主要原因。另外，受对国产奶粉的信任危机以及开拓下游应用领域的进展缓慢，低聚糖销售也呈现萎靡状态，上半年低聚糖销售 7713 万元，同比增长 3.1%，其中新投产的低聚果糖实现效益 294.48 万元，低于预期。

**巨量的白糖进口，促使国内白糖价格走低，同时也抑制了对果葡糖浆的需求。**进口白糖价格在 630 美元/吨左右，与国内白糖价格的差额超过 2000 多元，促使进口白糖剧增，据海关总署统计，截止到 2012 年 6 月，我国已累计进口白糖 144 万吨，为去年同期的 2.8 倍，导致国内白糖价格持续走弱，三年来首次跌破 6000 元/吨，并有继续下行的可能性，同时也抑制了果葡糖浆和淀粉糖的市场需求。

**国内玉米价格存在上涨的压力，或导致毛利率下滑。**国内对进口玉米的依赖越来越重，截止到 2012 年 6 月，我国累计进口玉米到 240 万吨，为去年同期的 66 倍。近期受美国严重干旱影响，国际玉米价格月环比已上涨 33%，并有继续上升的势头，或带动国内玉米价格的上涨。玉米为公司的重要原料之一，其占公司总成本的 45% 左右，占果葡糖浆成本的 75% 左右，其价格上涨必然对公司成本产生压力，或导致公司毛利率的下滑。



给予“审慎推荐” 暂不考虑非公开增发对股本的稀释，仍按 1.35 亿股本计算，预计 2012~2014 年 EPS 为 0.54(25X)、0.72(19X)、0.93(14X)，给予“审慎推荐”评级。

**风险提示：** 销售收入低于预期；玉米价格走高

盈利预测

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	720.6	950.8	1,052.2	1,315.3	1,604.6
同比（%）	37.2%	31.9%	10.7%	25.0%	22.0%
营业毛利	141.0	203.1	220.3	275.4	336.0
同比（%）	23.9%	44.1%	8.5%	25.0%	22.0%
归属母公司净利润	42.8	55.7	72.6	97.5	126.0
同比（%）	9.0%	30.2%	30.3%	34.3%	29.3%
总股本（亿股）	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
每股收益（元）	0.32	0.41	0.54	0.72	0.93
ROE	6.1%	7.3%	8.8%	10.6%	12.1%
P/E（倍）	42	32	25	19	14

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所整理



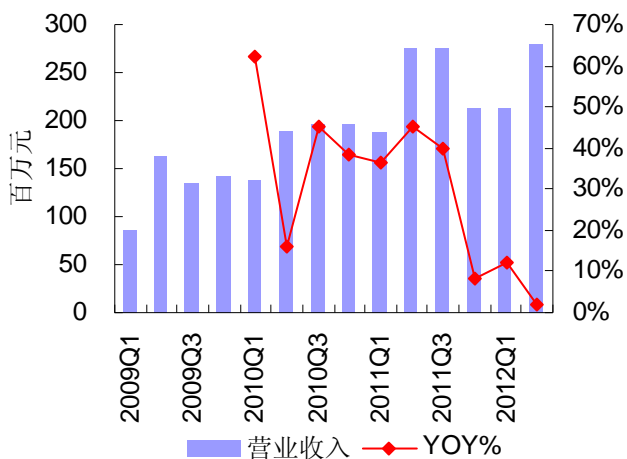
## 业绩符合市场预期

2012 年上半年实现了营业收入 4.91 亿元, 同比增长 6.11%; 实现净利润 3434.06 万元, 同比增长 18.62%; 每股收益为 0.25 元, 符合市场预期。

2012 年第二季度实现营业收入 2.79 亿元, 同比增长 1.81%; 实现营业利润 2219 万元, 同比增长 2.98%; 归属上市公司股东的净利润为 2105 万元, 同比增长 12.14%。

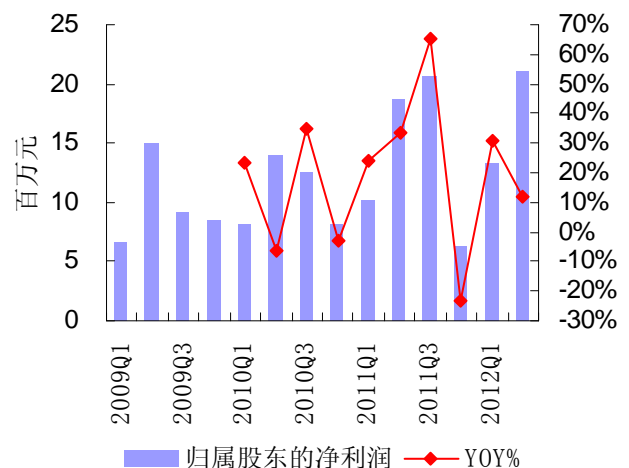
受费用率下降影响, 净利率提升至 7.53%。2012Q2 的整体毛利率为 20.4%, 同比和环比皆下降了 1 个百分点, 受主要原料玉米价格持续维持在高位影响; 受销售费用率和管理费用率的双双下降, 净利率提升了 1 个百分点至 7.53%。

图 1 2012Q2 营业收入增速下滑至 1.8%



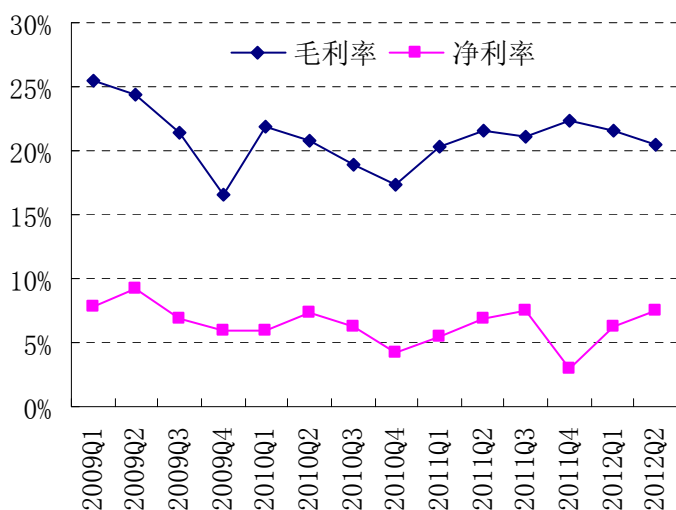
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

图 2 2012Q2 净利润增速下滑至 12%



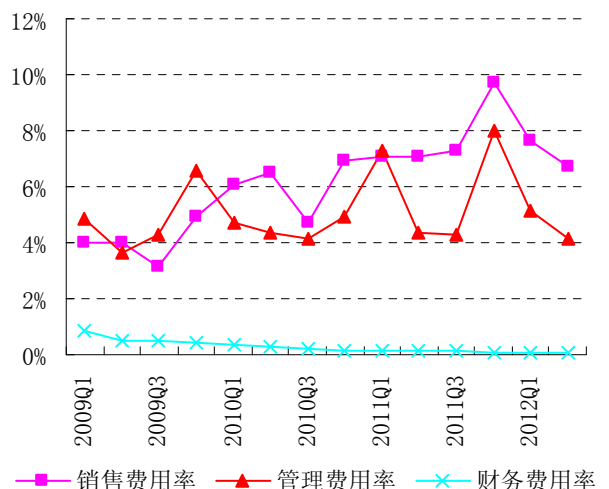
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

图 3 毛利率维持在 20% 左右, 净利率上升至 7.53%



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

图 4 销售费用率、管理费用率继续下滑



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



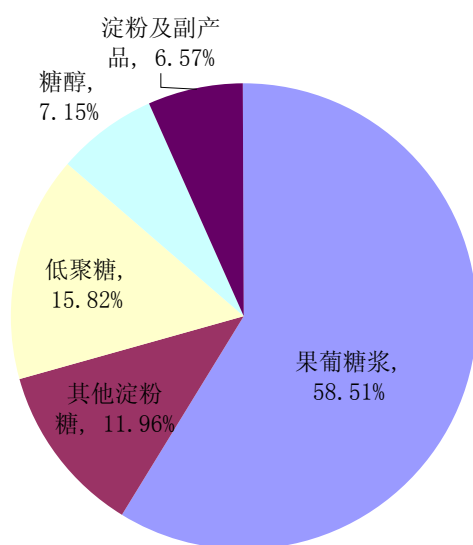
## 下游需求略显疲软和进口白糖冲击，将影响公司产品销售

果葡糖浆仍是公司的支柱产品，占收入构成和利润构成的 58.5%和 70.6%。2011 年在白糖价格暴涨和下游碳酸饮料高速增长的共同影响下，需求异常旺盛，销售收入维持在 90%~110% 的增长。而 2012 年以来，国际和国内的经济形势持续恶化，国内消费需求有所抑制，公司的两大客户可口可乐和蒙牛的订购额与 2011 年上半年相比分别减少了 2000 万元和 1000 万元，这也是公司上半年营业收入增速下滑的主要原因。

低聚糖销售依旧低迷。公司目前有 5 万吨低聚异麦芽糖差能和 1 万吨低聚果糖产能，实属低聚糖领域内的龙头企业。受国内奶粉的信任危机以及下游应用领域开拓缓慢，公司低聚糖销售也呈现萎靡的状态，上半年低聚糖销售 7713 万元，同比增长 3.1%，其中新投产的低聚果糖实现效益 294.48 万元，低于市场预期。近期，很难看到下游应用领域有大的开拓，低聚糖行业或继续低迷。

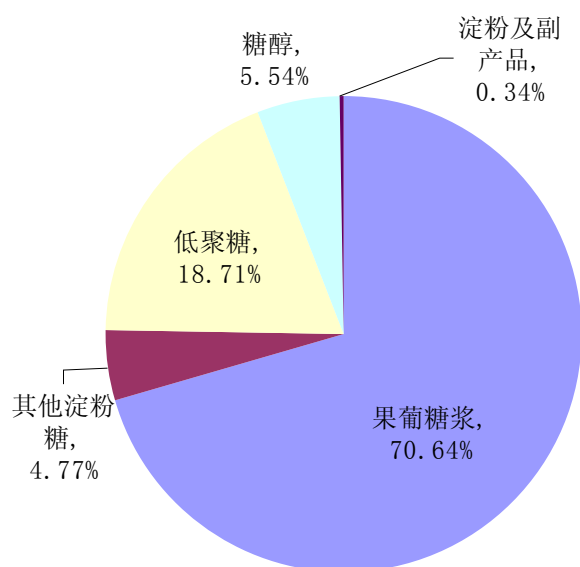
另外，公司此次非公开增发项目包括果糖（固体）、结晶海藻糖、低聚半乳糖等，尚需进一步的详尽了解，再次先不做评价。

图 5 收入构成



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

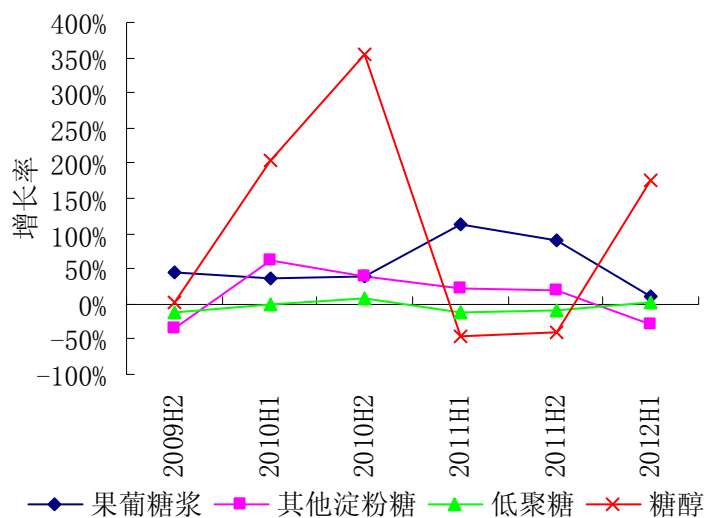
图 6 盈利构成



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

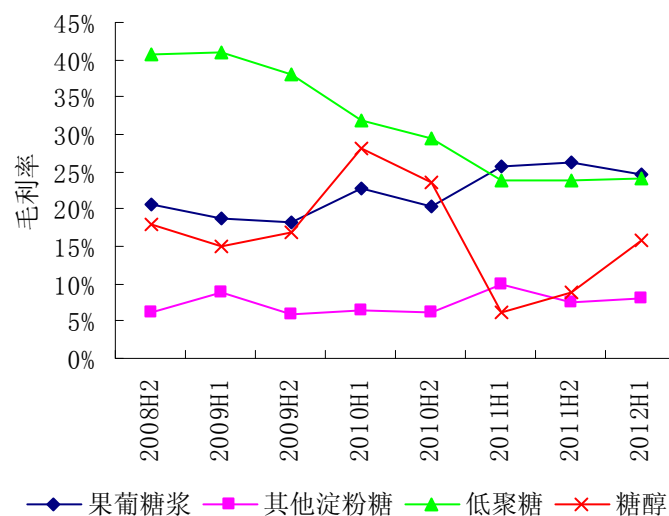


图 7 果葡糖浆销售增速从 90% 下滑至 10%



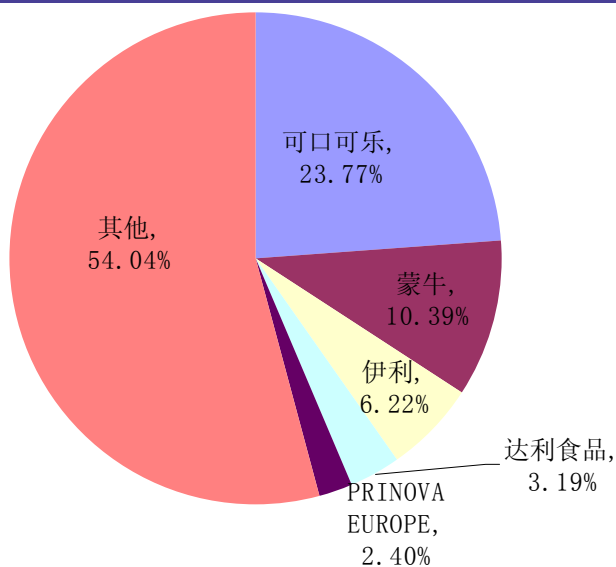
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 8 各产品毛利率短期内变化较为平稳



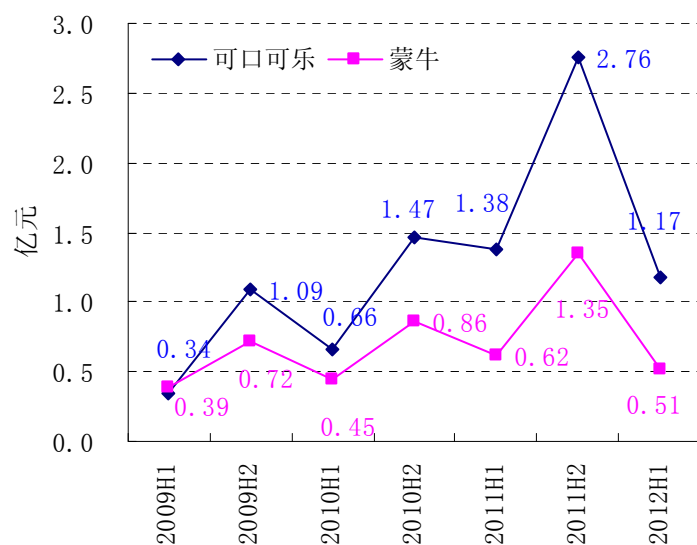
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 9 可口可乐仍是公司的第一大客户



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

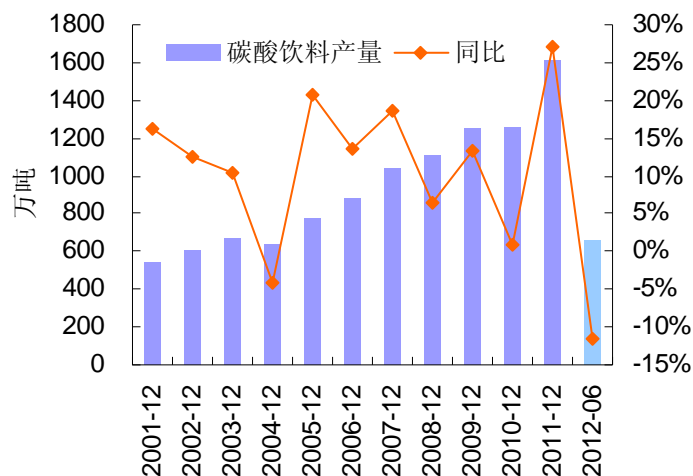
图 10 可口可乐、蒙牛的采购额都有所下降



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



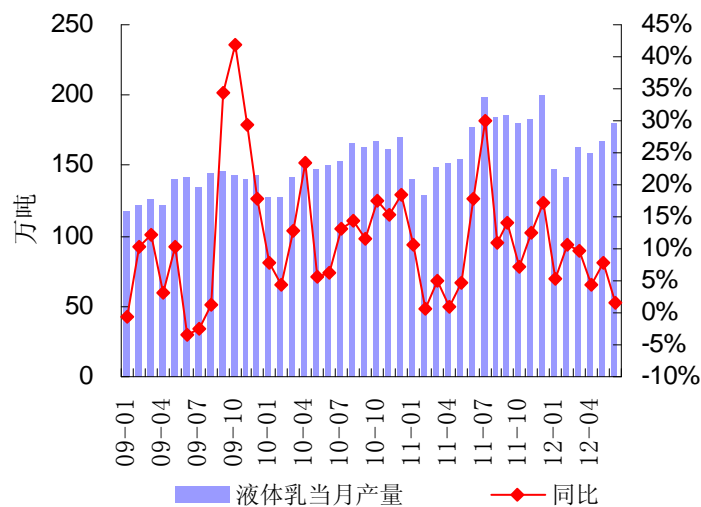
图 11 碳酸饮料产量下降 12%



数据来源: wind 第一创业证券研究所

注: 2011 年国内发生“塑化剂事件”导致碳酸饮料需求量出现大幅增长

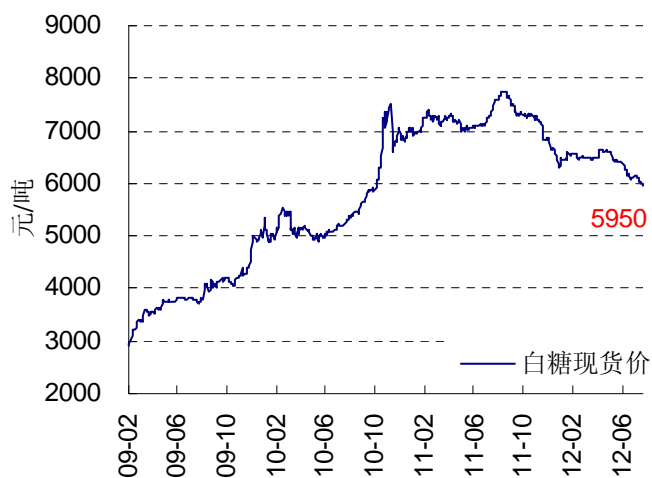
图 12 液态奶产量增速下滑至 1.53%



数据来源: wind 第一创业证券研究所

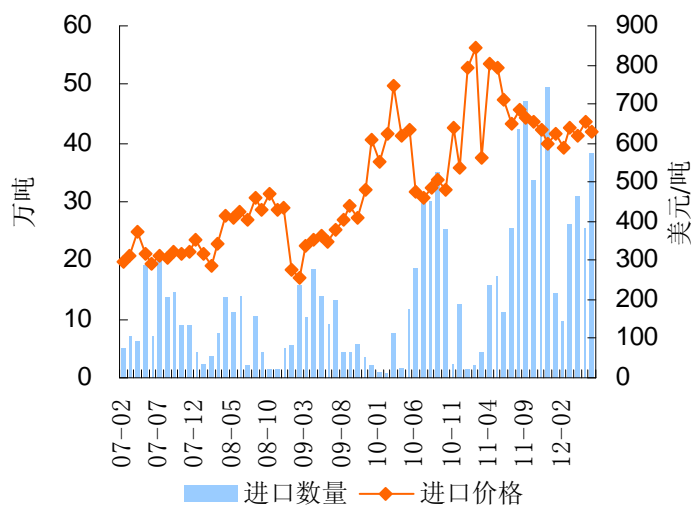
巨量的白糖进口, 促使国内白糖价格走低, 同时也抑制了对果葡糖浆的需求。由于国际白糖价格已大幅回落, 进口白糖价格在 630 美元/吨左右, 与国内白糖价格差价超过 2000 多元, 促使进口白糖剧增, 据海关总署统计, 截止到 2012 年 6 月, 我国已累计进口白糖 144 万吨, 为去年同期的 2.8 倍, 促使国内白糖价格持续走弱, 三年来首次跌破 6000 元/吨, 同时也抑制了果葡糖浆和淀粉糖的市场需求。

图 13 国内白糖价格已跌破 6000 元/吨



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图 14 进口白糖数量为去年同期的 2.8 倍



数据来源: wind 第一创业证券研究所



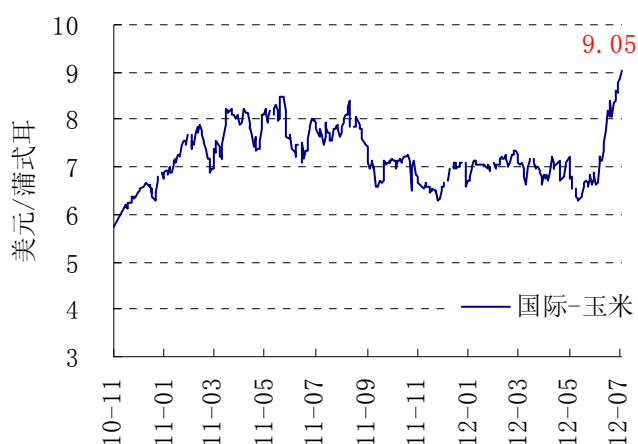


## 国内玉米价格有上涨的趋势，对公司成本产生较强压力

国内玉米价格有上涨的趋势，对公司成本产生较强压力。国内对进口玉米的依赖越来越严重，截止到 2012 年 6 月，我国累计进口玉米到 240 万吨，为去年同期的 66 倍。近期受美国严重干旱影响，国际玉米价格月环比已上涨 33%，并有继续上升的势头，必将带动国内玉米价格上涨。

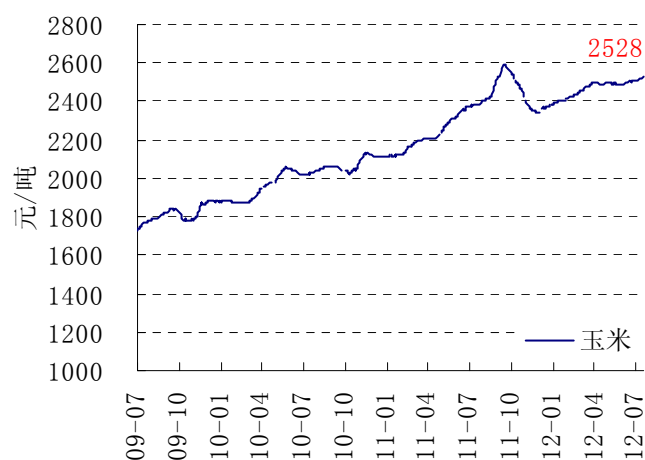
玉米为公司的重要原料，其占公司总成本的 45%左右，占果葡糖浆成本的 75%左右，其价格上涨必然对公司成本产生强大压力，导致毛利率的下滑。

图 15 国际玉米价格近期暴涨



数据来源: wind 第一创业证券研究所

图 16 国内玉米价格维持在高位



数据来源: wind 第一创业证券研究所

给予“审慎推荐” 暂不考虑非公开增发对股本的稀释，仍按 1.35 亿股本计算，预计 2012~2014 年 EPS 为 0.54(25X)、0.72(19X)、0.93(14X)，给予“审慎推荐”评级。

风险提示: 销售收入低于预期; 玉米价格走高

### 盈利预测

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	720.6	950.8	1,052.2	1,315.3	1,604.6
同比 (%)	37.2%	31.9%	10.7%	25.0%	22.0%
营业毛利	141.0	203.1	220.3	275.4	336.0
同比 (%)	23.9%	44.1%	8.5%	25.0%	22.0%
归属母公司净利润	42.8	55.7	72.6	97.5	126.0
同比 (%)	9.0%	30.2%	30.3%	34.3%	29.3%
总股本 (亿股)	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
每股收益 (元)	0.32	0.41	0.54	0.72	0.93
ROE	6.1%	7.3%	8.8%	10.6%	12.1%
P/E (倍)	42	32	25	19	14

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



## 主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>389.3</b>	<b>498.1</b>	<b>659.4</b>	<b>858.3</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>950.8</b>	<b>1,052.2</b>	<b>1,315.3</b>	<b>1,604.6</b>
货币资金	138.0	237.3	340.9	472.0	减: 营业成本	747.7	831.9	1,039.9	1,268.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.9	4.1	5.1	6.2
应收款项	129.7	134.6	164.1	199.2	销售费用	73.4	72.9	92.1	112.3
预付款项	20.7	13.1	14.0	16.8	管理费用	54.6	51.9	57.1	62.8
存货	98.2	109.2	136.6	166.6	财务费用	11.3	10.7	12.3	12.3
其他流动资产	2.6	3.8	3.8	3.8	资产减值损失	0.5	0.9	0.7	0.8
<b>非流动资产</b>	<b>723.3</b>	<b>706.4</b>	<b>666.9</b>	<b>627.3</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	13.8	13.8	13.8	13.8	投资收益	0.9	1.1	2.2	2.2
债权与公允价值资产	2.2	2.1	2.1	2.1	其中: 联营企业收益	0.0	1.1	2.2	2.2
固定资产	592.3	566.8	526.8	486.8	<b>二、营业利润</b>	<b>61.3</b>	<b>81.1</b>	<b>110.4</b>	<b>143.8</b>
在建工程	5.4	15.1	15.6	16.1	加: 营业外收入	4.8	4.3	4.5	4.7
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.2
无形及递延性资产	108.7	107.4	107.4	107.4	<b>三、利润总额</b>	<b>66.0</b>	<b>85.3</b>	<b>114.7</b>	<b>148.3</b>
其它非流动资产	0.9	1.0	1.0	1.0	减: 所得税费用	10.2	12.6	17.2	22.2
<b>资产总计</b>	<b>1,112.6</b>	<b>1,204.5</b>	<b>1,326.3</b>	<b>1,485.7</b>	<b>四、净利润</b>	<b>55.7</b>	<b>72.6</b>	<b>97.5</b>	<b>126.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>332.8</b>	<b>360.5</b>	<b>384.7</b>	<b>418.1</b>	归属母公司净利润	55.7	72.6	97.5	126.0
短期借款	168.9	200.6	200.6	200.6	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	109.9	102.5	122.0	147.9	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>	<b>135.2</b>
预收帐款	37.1	39.1	46.5	56.1	<b>EPS (元)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.54</b>	<b>0.72</b>	<b>0.93</b>
其它流动负债	17.0	18.2	15.6	13.5	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>19.3</b>	<b>21.3</b>	<b>21.3</b>	<b>21.3</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	31.9%	10.7%	25.0%	22.0%
其它非流动负债	19.3	21.3	21.3	21.3	营业毛利	44.1%	8.5%	25.0%	22.0%
<b>负债合计</b>	<b>352.1</b>	<b>381.8</b>	<b>406.0</b>	<b>439.4</b>	主业盈利	17.5%	26.7%	32.4%	27.7%
<b>少数股东权益</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	母公司净利	30.2%	30.3%	34.3%	29.3%
股本	104.0	135.2	135.2	135.2	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	484.2	453.0	453.0	453.0	毛利率	21.4%	20.9%	20.9%	20.9%
留存收益	172.0	234.2	331.7	457.7	主业盈利/收入	7.6%	8.7%	9.2%	9.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>760.1</b>	<b>822.4</b>	<b>919.9</b>	<b>1,045.9</b>	ROS	5.9%	6.9%	7.4%	7.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,112.6</b>	<b>1,204.5</b>	<b>1,326.3</b>	<b>1,485.7</b>	ROE	7.3%	8.8%	10.6%	12.1%
<b>现金流量表</b>					ROIC	6.0%	7.1%	8.7%	10.1%
单位: 百万元					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	31.6%	31.7%	30.6%	29.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>171.7</b>	<b>108.4</b>	<b>114.1</b>	<b>141.6</b>	利息保障倍数	4.9	6.8	7.9	10.3
净利润	55.7	72.6	97.5	126.0	速动比率	0.87	1.07	1.35	1.65
折旧摊销	38.9	43.1	40.7	40.8	经营现金净额/当期债务	1.02	0.54	0.57	0.71
财务费用	13.9	11.1	12.3	12.3	<b>营运能力</b>				
投资损失	-0.9	-1.1	-2.2	-2.2	总资产周转率	0.85	0.87	0.99	1.08
营运资金变动	64.0	-17.0	-34.2	-35.4	应收款天数	49.12	46.05	44.92	44.69
其它变动	0.1	-0.2	0.0	0.0	存货天数	47.29	47.28	47.27	47.28
<b>投资活动现金流</b>	<b>-108.3</b>	<b>-34.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-112.3	-35.7	-0.5	-0.5	主业盈利/股本	0.53	0.68	0.90	1.14
长期投资	-4.2	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.27	0.80	0.84	1.05
其它变动	8.3	1.1	2.2	2.2	每股净资产	5.62	6.08	6.80	7.73
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-74.4</b>	<b>20.5</b>	<b>-12.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	-61.7	42.0	0.0	0.0	P/E	32.49	24.93	18.56	14.36
权益融资	0.4	0.0	0.0	0.0	P/B	2.38	2.20	1.97	1.73
其它变动	-13.1	-21.5	-12.3	-12.3	P/S	1.90	1.72	1.38	1.13
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	12.90	13.25	10.38	7.94
<b>现金净增加额</b>	<b>-11.5</b>	<b>94.3</b>	<b>103.6</b>	<b>131.0</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所





## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135