

## 中期增长近两成 增发提升内涵增长预期

2012 年 7 月 25 日

强烈推荐/维持

保龄宝

财报点评

### ——保龄宝（002286）2012 年中报及增发预案点评

刘家伟

食品饮料行业首席分析师 MSN: [yynliw999@hotmail.com](mailto:yynliw999@hotmail.com)

执业证书编号: S1480510120001

电话: 010-66554017

联系人: 李德宝

电话: 010-66554063

Email: [lidb@dxzq.net.cn](mailto:lidb@dxzq.net.cn)

#### 事件:

保龄宝 25 日发布三个公告: 一是发布 2012 年中报, 实现营业收入 4.91 亿元, 同比增长 6.11%; 净利润 0.34 亿元, 同比增长 18.62%, EPS0.25 元, 同时预计 1-9 月份累计净利润增速为 0~30%; 二是拟定 2012-2014 年度股东分红回报规划, 每年现金分红不低于当期实现可供分配利润的 10%; 三是公告增发预案, 拟以不低于 12.17 元/股的价格发行不超过 6100 万股, 募集资金净额不超过 7.18 亿元, 主要投向年产 5 万吨果糖 (固体) 综合联产项目、年产 5000 吨结晶海藻糖项目、年产 5000 吨低聚半乳糖项目、糊精干燥装置项目以及技术中心建设项目。

#### 公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入 (百万元)	197	188	274	275	213	212	279
增长率 (%)	38.3%	36.5%	45.1%	39.8%	8.3%	12.4%	1.8%
毛利率 (%)	17.3%	20.3%	21.6%	21.1%	22.4%	21.5%	20.4%
期间费用率 (%)	13.4%	16.1%	12.6%	12.7%	18.5%	13.9%	11.7%
营业利润率 (%)	2.8%	4.7%	7.9%	8.3%	3.8%	7.0%	7.9%
净利润 (百万元)	8	10	19	21	6	13	21
增长率 (%)	-2.8%	24.3%	33.7%	65.3%	-23.5%	30.6%	12.1%
每股盈利 (季度, 元)	0.08	0.10	0.18	0.20	0.06	0.13	0.16
资产负债率 (%)	31.9%	33.8%	32.8%	30.7%	31.6%	29.7%	32.2%
净资产收益率 (%)	1.2%	1.4%	2.6%	2.7%	0.8%	1.7%	2.7%
总资产收益率 (%)	0.8%	0.9%	1.7%	1.9%	0.6%	1.2%	1.8%

#### 评论:

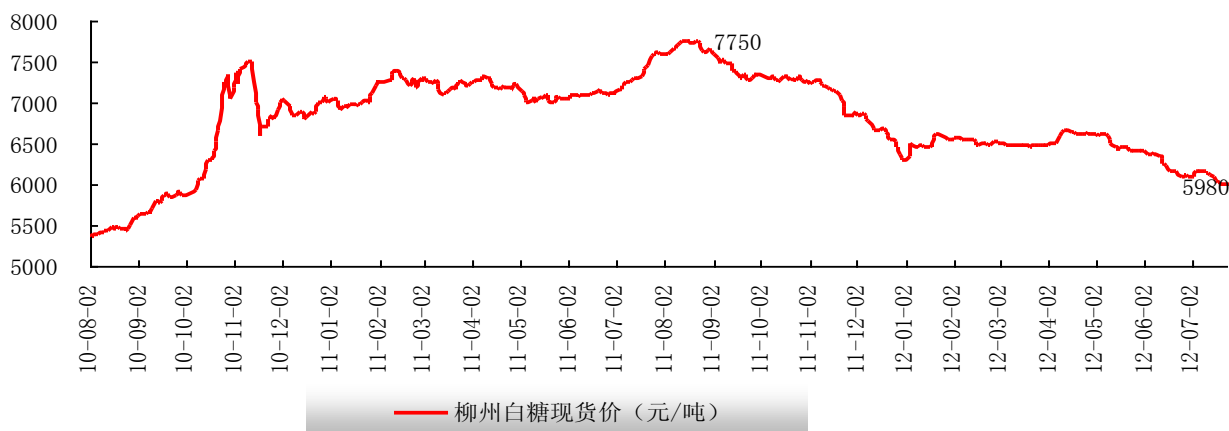
##### 积极因素:

- 公司业绩略低于预期的主要原因是下游需求较疲软, 下半年下游需求有望转好, 同时公司还将会通过进入饲料行业, 加强与国际客户的合作以及拓宽终端产品的销售渠道等方式提升业绩增长预期。公司下游主要客户为可口可乐、蒙牛、百事可乐和伊利等, 上半年可口可乐、蒙牛和伊利都出现了品质安全事件, 对终端销售产生一定的影响, 从而影响其对葡萄糖浆以及低聚糖等公司产品的需求, 同时国外需求的下降也导致公司上半年出口额同比下降了 20.53%, 这两者合力导致公司业绩略低于预期。但我们仍然看好公司下半年的业绩增长, 主要原因为: 1. 随着相关监管部门对食品安全事件监察力度的加大, 将会有力

的促进健康食品行业的发展，消费者信心也会得到提振，从而带动公司产品需求增长；2.目前公司已经积极延长产品链条，同时拓宽产品销售渠道，加强与国际客户的合作，做强做大终端产品等。

- **分产品看，公司主力产品增速放缓，糖醇类产品表现抢眼。**果葡糖浆之前一直是拉动公司业绩高增长的主力产品，上半年受制于产能瓶颈、下游需求疲软、白糖价格下行趋势下对其替代效应的减弱以及去年同期的高基数等因素，果葡糖浆收入仅增长10.27%，大幅低于去年114%的收入增速。今年上半年表现最好的产品为糖醇类，同比增长176.11%，主要原因是公司在3月份的上海食品添加剂展会上，开发了完美、雅客等大客户，不仅对冲了糖醇类产品出口的下滑，对公司整体业绩也有较好的提振作用。

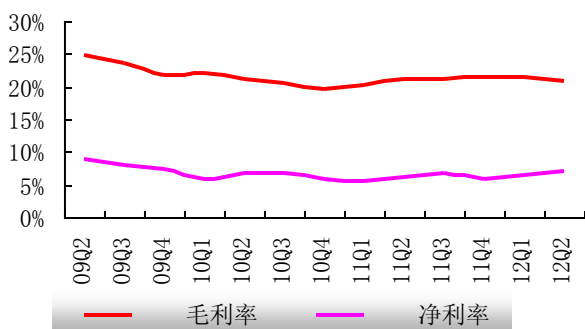
图 1：2011.8 至今白糖价格走势



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

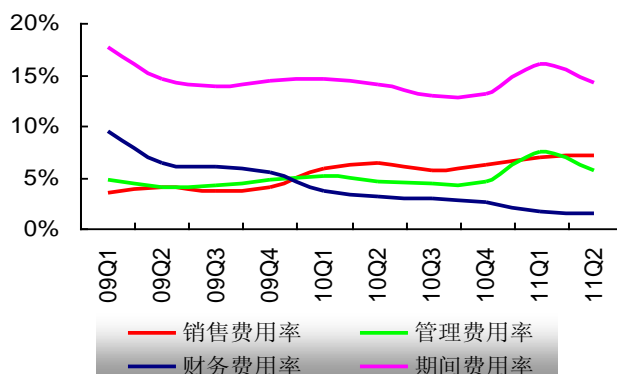
- **低端产品毛利率下降导致公司整体毛利率微降，期间费用率下降提升净利率水平。**上半年公司毛利率微降0.25个百分点至20.47%，主要原因为淀粉糖及副产品、其他淀粉糖等低端产品的毛利率降幅较大，分产品来看，低聚糖和糖醇类产品的毛利率都有所提升。上半年公司期间费用率为12.63%，同比下降1.63个百分点，其中管理费用下降1.13个百分点，财务费用下降0.49个百分点。期间费用率的下降提升净利率0.74个百分点至6.99%。

图 3：2009Q2-2012Q1 年公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

图 4：2009Q1-2012Q2 年公司三项费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

- 随着消费者对健康的关注度持续提升，健康配料将还会有较大的市场空间，因此公司本次非公开发行对相关产品进行产能扩张将会丰富产品结构，巩固和提升市场竞争地位，从而提高公司可持续发展能力和长期盈利能力。

#### 业务展望：

- **加大技术研发和创新力度，提升技术研发能力，扩大和延伸产品链条。**未来公司将在整个生物产业领域做优做强，抓住生物产业革命和营养健康产业发展的战略机遇，立足于生物工程，以“健康经济，绿色发展”为主线，重点发展生物饲料、生物医药、生物环保等领域，目前公司已经聘请专业的咨询机构对公司业务和发展进行规划。我们认为这些产业链的延伸，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。
- **未来将会发力终端产品的销售。**公司的终端产品有双奇润生、健怡糖醇（甜味剂）、L-谷氨酰胺软胶囊。其中双奇润生已经拿到健字号批文以及终端销售资格，并在禹城及周边城市已经积淀了较好的消费基础，很多消费者成为回头客，还有一些消费者要求代理公司产品。目前终端产品的销售渠道以直销和网络销售（包括淘宝）为主。12年2月份公司还从东阿阿胶引进一位职业经理人，其之前主要负责药店等终端，因此今年还会利用该职业经理人的资源和经验重点开发药店等渠道。公司已经计划在12年6月份开始重点推广终端产品，我们认为终端市场的打开，不仅能够享受目前健康产品行业的高成长和高收益，还可以对公司的主要产品——健康配料进行广泛的市场教育和宣传，对公司未来发展具有重要的作用。

#### 盈利预测与投资建议：

考虑到下半年公司增速不会太突出，以及5月30日实施10送转3需要除权（暂不考虑本次增发对股本摊薄影响），谨慎预计12-14年EPS为0.51元、0.63元和0.79元，对应PE分别为26倍、21倍和17倍。给予公司12年35倍PE，未来六个月对应目标价17.85元，与当前股价相比还有约33%的提升空间，同时考虑到公司增发会带来产能扩张形成业绩提振预期，维持公司“强烈推荐”评级。

表 1：2010-2014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	720.62	950.77	1,045.85	1,202.73	1,443.27
(+/-)	37.16%	31.94%	10.00%	15.00%	20.00%
经营利润（EBIT）	41.55	61.26	68.06	79.05	95.81
(+/-)	16.23%	47.44%	11.10%	16.15%	21.20%
净利润	42.80	55.72	68.64	85.26	107.42
(+/-)	8.99%	30.18%	23.19%	24.20%	26.00%
每股净收益（元）	0.41	0.54	0.51	0.63	0.79
市盈率（倍）	32.61	24.76	26.33	21.20	16.83

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，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。