



大客户需求与订单增长等夯实业绩大拐点

2013年2月1日

——保龄宝（002286）调研快报

强烈推荐/维持	
保龄宝	调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
焦 凯	食品饮料分析师 电话:010-66554144	执业证书编号: S1480512090001
李德宝	联系人 电话: 010-66554063 MSN: wdcy1985@hotmail.com	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

我们近日对保龄宝（下称“公司”）的实地调研和交流发现，公司客户需求扩大且预期极好等因素将成为其提速增长的主要驱动力。

主要观点:

1. 公司 2013 年提速增长大拐点基本确立，主要源于低聚异麦芽糖、低聚果糖以及赤藓糖醇三大产品下游需求爆发。目前公司下游有三大需求正呈现爆发增长态势：一是养殖行业对公司新型饲料添加剂低聚异麦芽糖的需求明显扩大。公司 2012 年 7 月获得农业部批准独家提供的新型饲料添加剂低聚异麦芽糖，在“速成鸡”事件后成为性价比最高的抗生素替代品，在饲料企业中获得越来越多的认可，需求明显增长，已有饲料企业采购低聚异麦芽糖进行应用试验，一旦效果如愿则会提供大量订单；二是食品饮料及保健食品等下游行业需求大幅增长。为了适应消费升级需要，加快了产业升级和产品创新步伐，这些行业以低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇等为配料或进行复合配方，打造差异化产品和升级产品，导致公司这三大产品尤其是后两个产品需求猛增；三是宠物饲料升级，对低聚异麦芽糖等需求明显增长。

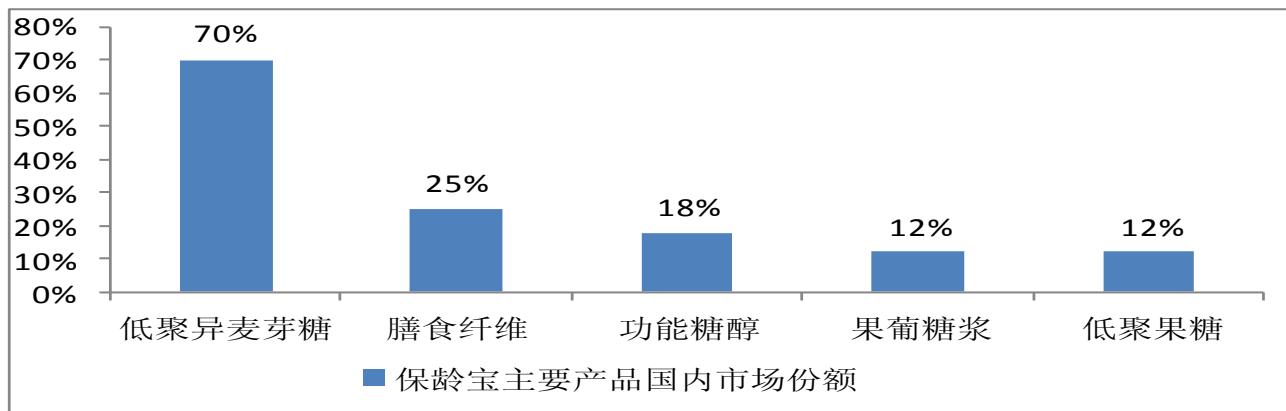
表 1：常见低聚糖平均销售吨价（含税）和饲料平均添加量对比

产品名称	低聚异麦芽糖	低聚果糖	低聚木糖
吨价（万元/吨）	1.1	5 以上	40 以上
添加量	0.4-0.8%	0.2-0.4%	0.07%

资料来源：东兴证券研究所

2. 公司下游客户开始大幅增加，为公司打下了更加坚实的需求与订单增长基础。公司作为行业龙头，尽享研发技术、产品品质、产能规模、方案营销、市场份额以及行业口碑都远高于同行，多个产品的市场占有率都稳居行业首位，尤其在低聚糖行业的竞争优势更加明显。如公司低聚糖产品种类国内最全，低聚异麦芽糖市场占有率达到 70% 左右。2012 年获得可口可乐全球“白金供应商”奖和“蒙牛最佳商务合作伙伴”奖，充分表明公司在功能糖行业拥有同行难以匹敌的强劲综合实力。也正因为如此，公司老客户原有需求稳定增长，新需求不断涌现；可口可乐、百事可乐、达利园、红牛、碧生源、完美、王老吉、蒙牛、伊利、圣元、完达山、安利等数十家国内外食品饮料龙头，已经或正在和公司签订或商谈低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇等功能糖的合作协议。饲料行业新客户逐渐增加，其中包括国内饲料知名企业和养殖龙头企业；我们综合预计 2013 年饲料用低聚异麦芽糖销量可由 2012 年的 2000 多吨增长至 1 万吨以上，低聚果糖总销量可由 1200 多吨增长至 4000 吨左右，赤藓糖醇总销量可由 3000 吨左右增长至 4000 多吨。

图 1：保龄宝市场力（主要产品国内市场份额）示意图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.本次增发项目顺利达产将是驱动公司 2014 年以及未来几年提速增长的“接力棒”，远期目标生物医药产业值得期待。公司增发申请已于 2013 年 1 月 23 日获得证监会发审委无条件通过，保守预计 2014 年公司将会形成 40% 左右的新增产能与效益。增发项目中的结晶果糖、结晶海藻糖、低聚半乳糖的下游需求比较旺盛，增发项目尚未投产就已经开发较多意向性客户，其中的低聚半乳糖试制品就已开始销售并获得好评。我们认为，公司增发四大盈利性项目达产后可每年形成 8 亿元收入和 1 亿元利润是可以达到的，能够“接力”驱动公司 2014 年及未来几年的提速增长。另外，值得重视的是，公司本次增发最大项目产品结晶果糖已成为全球第二大输液剂、结晶海藻糖是疫苗保湿剂与稳定剂、高端麦芽糊精是医药辅料，企业管理、技术标准等都按照药企予以规范和操作，公司进军生物医药的格局已比较清晰，市场空间将大超预期。

4.二胎开放政策一旦实施将产生公司低聚果糖、低聚半乳糖等高级益生元产品更多新需求，提振未来几年增长预期。我国放开二胎生育政策预期日益强烈，一旦成为事实将带来奶粉消费量提升，从而驱动配方奶粉重要配料低聚异麦芽糖、低聚果糖和低聚半乳糖等低聚糖需求量的较大增长，特别是公司正在积极推动低聚果糖和低聚半乳糖高级复合益生元产品及复合配方的研制与推广，符合国际婴幼儿高级奶粉产业发展新趋势，市场前景极其光明。

表 2：保龄宝增发项目情况

序号	项目名称	总投资额 (亿元)	拟投入募集资金 (万元)	项目建设期 (月)	达产后年均收入 (亿元)	达产后利润总额 (亿元)
1	5 万吨果糖(固体)综合联产	2.77	2.30	12	4.14	0.51
2	5000 吨结晶海藻糖	1.66	1.40	12	1.30	0.26
3	5000 吨低聚半乳糖	1.33	1.10	12	1.38	0.16
4	糊精干燥装置	0.99	0.86	12	1.19	0.14
5	技术中心建设	0.52	0.34	--	--	--
合计		7.26	6.00	--	8.00	1.07

资料来源：公司披露资料，东兴证券研究所

表 3：保龄宝拟实施增发项目情况

增发项目	产品	潜在合作伙伴（产品）
结晶果糖		香港维他奶（低糖醇味豆奶）、安利（儿童高蛋白饮品）、完美（高纤餐）、可口可乐（酷乐仕维他命水）等
结晶海藻糖		达利食品（蛋糕）、养生堂（母亲牛肉棒）、川崎（固体饮料）、元祖糕点（新唐风伴手礼）等
低聚半乳糖		伊利（全优2段奶粉）、蒙牛（益优特）、多美滋（婴幼儿配方奶粉）、惠氏（金装幼儿乐）等
高端麦芽糊精		雀巢（超级能恩）、恒天然、多美滋（英特尔金装优衡多营养）、伊利（金领冠幼儿配方奶粉）等

资料来源：公司披露资料，东兴证券研究所

盈利预测与评级：公司作为功能配料行业龙头，会首先受益于下游需求爆发对其业绩的重大驱动，我们坚定看好公司未来若干年的高速增长，暂时维持如下稳健预测：2012-2014年净利润增速约15.27%、46.53%和77.83%，不考虑增发摊薄因素，EPS分别为0.48元、0.70元和1.24元。

我们认为，给公司估值应该着重考虑以下几点：（1）公司B2B业务属于蓝海而非红海市场，客户需求庞大、稳定和潜在空间巨大，定价模式属于与客户商议类型，相互间多年良好合作关系使得价格波动较小，对及时转移和消化成本有一定优势；增长偏重于数量扩张从而趋势十分稳定，相对于不少B2C终端企业已出现销售费用大涨但价跌量减态势而言更具竞争与估值优势；（2）公司产品高度安全，且健康价值无限，估值水平完全有理由高于某些存在食品安全与健康隐患的行业和企业；（3）公司已进入提速增长大拐点新时期。因此，建议给予公司高于食品饮料平均估值水平进行估值，给予13年30倍PE，预期目标价21元，提升空间约52%，故继续强烈推荐。

表 3：保龄宝 2012E-2017E 业绩预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	721	951	1080	1317	1795
(+/-)	37.16%	31.94%	13.60%	21.90%	36.30%
经营利润(EBIT)	41.55	61.26	70.29	86.54	119.13
(+/-)	16.23%	47.44%	14.74%	23.12%	37.66%
净利润	43	56	64	94	166
(+/-)	8.99%	30.18%	15.30%	46.52%	76.64%
每股净收益(元)	0.41	0.54	0.48	0.70	1.23
市盈率(倍)	34.76	26.39	29.99	20.47	11.59

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

风险提示：

成本上涨过快而需求增长较慢、费用控制不力、销售不能有效扩大，会影响主要产品的市场份额与业绩。

附录：东兴证券研究所食品饮料小组有关保龄宝的研究报告

序号	日期	报告题目	评级
1	2010/5/28	功能糖巨人健康经济功臣——保龄宝 (002286) 调研快报	首次强烈推荐
2	2010/8/11	糖醇达产增收 204% 成本压力增大——保龄宝 (002286) 2010 中报点评	强烈推荐
3	2010/11/8	健康宝贝迎重大拐点大幅提升预测 继续强烈推荐——保龄宝 (002286) 调研快报	强烈推荐
4	2011/4/9	主动追求量价齐升 政策预期刺激需求——保龄宝 (002286) 调研快报	强烈推荐
5	2011/5/28	微生态健康之王价值严重低估 目标价 32-36 元——保龄宝 (002286) 深度报告之一	强烈推荐
6	2011/8/10	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	强烈推荐
7	2011/8/28	果葡糖浆领衔 迎来重大拐点 维持预测评级——保龄宝 (002286) 调研快报	强烈推荐
8	2011/10/25	果葡糖浆领涨 低聚糖欠佳 下调预测 维持评级——保龄宝 (002286) 2011 三季报点评	强烈推荐
9	2012/2/14	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	强烈推荐
10	2012/4/19	新思路 新气象 稳定增长可期——保龄宝 (002286) 调研快报	强烈推荐
11	2012/7/25	中期增长近两成 增发提升内涵增长预期——保龄宝 (002286) 2012 年中报及增发点评	强烈推荐
12	2012/12/10	定位大生物产业 13 年将迎来增长大拐点——保龄宝 (002286) 调研快报	强烈推荐
13	2013/1/13	安全健康配料王 生物饲料第一股——保龄宝 (002286) 深度报告之二	强烈推荐
14	2013/1/29	健康配料之王 放量蓝海市场——保龄宝 (002286) 增发申请获通过点评	强烈推荐

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，研究总监；1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，曾任研究所所长助理；2010 年入围今日投资最佳独立见解分析师，入围 2012 年度卖方分析师“水晶球奖”非公募榜单。

焦凯

两年工作经验，曾研究煤炭行业，2012 年加盟东兴证券研究所，现从事食品饮料研究。

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。