

第四季度业绩翻番 13年超预期增长

——保龄宝（002286）2012年业绩快报点评

2013年2月26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 MSN: yynljw999@hotmail.com 电话: 010-66554017	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:

公司2月26日发布2012年度业绩快报:实现营业收入9.78亿元,同比增长2.88%;归属于上市公司股东的净利润6,729.63万元,同比增长20.77%,EPS0.50元。

主要观点:

1.2012年第四季度净利润翻番,全年业绩略超预期。第四季度公司收入增长10.66%,净利润增长104.15%,大幅高于前三季度10.25%的净利润增速。第四季度业绩增长翻番的主要原因有:(1)12年底公司收到政府补贴893万元,而11年同期基本没有财政补贴;(2)12年第四季度公司主要原材料玉米淀粉价格从3100元/吨下降至2900元/吨,盈利能力得到大幅提升;(3)12年第四季度期间费用率由11年同期的18.53%下降至13.20%,下降了5.33个百分点,其中销售和管理费用率分别下降3.43和2.21个百分点,财务费用率略有上升;(4)受下游需求增加以及客户开拓加强等影响,12年第四季度公司订单略有增加。总体来看,第四季度公司业绩增速的大幅提升也推动整体业绩略超预期。

2.再次强调我们看好公司的主要逻辑: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“速成鸡”事件带来的低聚异麦芽糖等益生元大规模替代抗生素。公司为国内低聚糖最大生产厂家,且获得农业部五年鸡饲料独家添加低聚异麦芽糖业务许可资格,2013年有望获得猪饲料添加许可,因此公司将成为该事件的首要受益者。目前新希望、通威水产、广东温氏、大北农、齐鲁制药和双胞胎等饲料和养殖企业已经在试用和试验公司低聚异麦芽糖产品,预计13年6月份公司低聚异麦芽糖产品将迎来较多订单;二是功能性食品饮料、保健食品以及受二胎放开政策刺激的奶粉等下游行业需求大幅增长。目前达利园、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;三是宠物饲料升级,对低聚异麦芽糖等需求明显增长。受下游需求爆发影响,我们综合预计2013年公司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,赤藓糖醇销量可由3000吨左右增长至4000多吨。

3.公司增发已获证监会通过,募投项目一旦达产将推动14年及以后若干年公司业绩“接力”增长。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,拟增发融资6.2亿元用于年产5万吨结晶果糖(固体)综合联产项目、5000吨结晶海藻糖、5000吨低聚半乳糖、高端麦芽糊精烘干装置(年产3万吨高端麦芽糊精)及相关技术研发平台建设等五大项目。其中,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。公司预计增发项目达产后每年可形成8亿元收入(相当于公司2012年销售收入的82%)和1亿元利润,几乎再造一个“保龄宝”,因此我们认为增发项目可“接力”驱动公司2014年及未来几年的提速增长。

表 1：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 2：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	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

盈利预测与投资建议：

公司为国内功能配料的龙头，考虑到其下游需求的爆发以及公司大客户开拓较为顺利等因素，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：2013-2014 年净利润增速约 46.53%和 77.83%，不考虑增发摊薄因素，EPS 分别提升 0.03 元和 0.06 元至 0.73 元和 1.30 元，对应 PE 分别为 20 倍和 11 倍。

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。且公司属于订单型企业，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 22 元，提升空间约 52%，继续强烈推荐。

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，会影响公司业绩。

表 3：公司 2013-2015 盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	721	951	978	1192	1625
(+/-)	37.16%	31.94%	2.88%	21.90%	36.30%
经营利润（EBIT）	41.55	61.26	72.48	89.23	122.84
(+/-)	16.23%	47.44%	18.31%	23.12%	37.66%
净利润	43	56	67	99	175
(+/-)	8.99%	30.18%	20.77%	46.52%	77.83%
每股净收益（元）	0.41	0.54	0.50	0.73	1.30
市盈率（倍）	35.17	26.70	28.97	19.77	11.12

资料来源：东兴证券研究所

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 三季度报点评	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
15	2013/2/1	大客户需求与订单增长等夯实业绩大拐点——保龄宝（002286）调研快报：	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。

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。

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，曾研究煤炭行业，现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。