



东兴证券
DONGXING SECURITIES

增发申请获批复 健康配料迎新机

——保龄宝（002286）增发申请获证监会核准点评

2013年3月6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: ynynljw999@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:

保龄宝 3 月 6 日公告, 2012 年度增发申请获得证监会批复: 核准公司非公开发行不超过 6,100 万股新股, 自核准发行之日起 6 个月内有效, 要求严格按照报送中国证监会的申请文件实施。

主要观点:

1. 增发申请顺利获得证监会批复, 充分体现公司主业健康配料行业享受政策积极支持的巨大优势。公司 2012 年度增发方案从申请到获批可谓一路顺利, 我们认为主要源于以下因素: (1) 现有主业极具安全性, 完全符合食品安全要求, 属于食品饮料行业少有的高度安全子行业, 在近年来食品安全事件频发、危害日增的大背景下更显难能可贵; (2) 公司产品主打健康牌, 积极推动下游打造健康产业, 符合我国生物产业发展政策大方向; (3) 我国消费升级加速推进, 为国民提供更安全健康的产品深得人心。

2. 增发实施将大幅提升公司成长预期, 形成 2014 年和 2015 年的新增长点。(1) 本次增发主要用于四大产品, 业务市场需求大。①最大项目年产 5 万吨结晶果糖综合效益最明显, 公司预计完全达产后可分别形成年收入和利润 4.14 亿元和 5100 万元。②第二大项目年产 5000 吨结晶海藻糖预计完全达产后可形成年收入和利润 1.3 亿元和 2600 万元。③第三大项目年产 5000 吨低聚半乳糖完全达产后可形成收入和利润 1.38 亿元和 1600 万元。④第四大项目年产 3 万吨高端麦芽糊精达产后可形成年收入和利润 1.19 亿元和 1400 万元。第五个项目是技术中心建设, 会形成相关技术研发新平台, 为公司提供更扎实的研究与开发实力。(2) 全部项目达产后将形成 8 亿元收入和 1 亿元利润总额新增效益, 推动业绩大幅增长。合计收入和利润比 2011 年增加 84% 和 150%, 由于建设周期为 1 年, 我们预计公司在 2013 年 4 月前完成增发后会迅速启动项目建设, 保守预计 2014 年公司将会形成 40% 左右的新增产能与效益, 收入和利润总额分别增加 3.2 亿元和 4000 万元。

表 1: 保龄宝 2012 年度增发项目基本情况

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	年产 5 万吨果糖(固体)综合联产项目	2.77	2.30	12	4.14	0.51
2	年产 5000 吨结晶海藻糖项目	1.66	1.40	12	1.30	0.26
3	年产 5000 吨低聚半乳糖项目	1.33	1.10	12	1.38	0.16
4	糊精干燥装置项目	0.99	0.86	12	1.19	0.14
5	技术中心建设项目	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：本次募投项目和公司现有项目对比

特性	原有业务					本次募集		
		低聚异麦芽糖	低聚果糖	赤藓糖醇	果葡糖浆	结晶海藻糖	低聚半乳糖	结晶果糖
产品特性	热量	2-2.5Kcal/g	1.5kcal/g	0.2	3.8kcal/g	4kcal/g	2kcal/g	4kcal/g
	相对甜度	0.4-0.5	0.6	0.7-0.8	1.2	0.45	0.25-0.4	1.3-1.8
	有效量	10g/天	3g/天	无限制	无限制	无限制	6g/天	无限制
	原料	淀粉	蔗糖	淀粉	淀粉	木薯粉	乳糖	小麦粉
产品应用		功能食品、特殊膳食、发酵食品、维生素	特种医学食品、健康食品、婴幼儿保健食品	健康食品、低能量食品、特殊膳食、医药辅料、日化品	甜度高、口感好、替代蔗糖	食品保鲜、化妆品医用保护剂和稳定剂、表面活性剂等	婴幼儿配方食品、儿童强化食品、儿童消化吸收食品	特殊膳食及功能食品、固体饮品、餐桌甜味剂、医用注射剂、蔗糖替代
功效特性		增殖双歧杆菌、低热值、防龋齿、酸热稳定	双向调节菌群、低热值、调节血脂、促进钙吸收、促生物质	极低热值、不参与糖代谢和血糖变化、不吸湿、不致龋齿	冷甜特性、高渗透压、发酵、保湿、抗结晶性	防止蛋白质变性、防止淀粉老化、保持食品新鲜风味、提升食品品质、保持生物活性	全面益菌作用、促进营养物质消化吸收、降低消化道疾病、强耐酸耐热性	快速补充能量、不参与胰岛素代谢、抑制蛋白质消耗、加快乙醇代谢

资料来源：公司披露资料，东兴证券研究所

3. 预计2013年公司形成增长大拐点概率较大。我们重申在《安全健康配料王生物饲料第一股——保龄宝深度报告之二》（2013.1.13.）、《健康配料之王放量蓝海市场——保龄宝增发申请获通过点评》（2013.1.24.）和《第四季度业绩翻番 13年起预期增长——保龄宝2012年业绩快报点评》（2013.2.26）等报告中提出的如下核心观点：（1）下游需求有望呈爆发增长态势。一是“速成鸡”事件带来的低聚异麦芽糖等益生元正形成替代抗生素的趋势，公司将有望成为生物饲料第一股；二是下游食品饮料、生物医药、保健品、化妆品等行业正在进行产业产品升级和新品开发新时期，需求增长很快很大；三是二胎政策放开预期有望带来奶粉消费量提升，从而刺激配方奶粉重要配料低聚糖需求增加；（2）目前收入和利润占比较大的果葡糖浆业务将实现平稳增长，不会拖累业绩；（3）主要原材料玉米、淀粉等价格波动不大，公司也制定了“成本浮动+运费+合理利润”的定价模式，能够锁定成本、保持盈利水平；（4）国家与山东、德州和禹城等地方政策会继续保持对公司的支持力度，确保公司持续获得常规性政策补贴。

图 1：保龄宝主要大客户有较多婴幼儿产品生产企业



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

结论：

我们再次强调以下判断和认识：1. 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分别为0.73元和1.30元，对应PE分别为22倍和11倍。2. 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40%以上，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：保龄宝 2012E-2017E 业绩预测表

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	72061.55	95077.34	97802.62	131633.72	179390.71	240029.34	287231.57
增长率	37.16%	31.94%	2.88%	21.85%	36.28%	33.80%	19.67%
净利润	4280.45	5572.16	6729.63	9411.83	16736.73	25164.6	31373.75
增长率	8.99%	30.18%	20.77%	46.53%	77.83%	50.36%	24.67%
EPS（元）	0.41	0.54	0.5	0.73	1.3	1.86	2.32
ROE	6.09%	7.33%	7.68%	10.35%	16.31%	20.93%	22.06%
PE	34.73	26.37	31	21.36	11.99	8.38	6.72

资料来源：公司公告，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	果葡糖浆领涨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	2013/1/24	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	2013/2/26	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	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。