



四季度净利润高增长 期待扩能提业绩 ——保龄宝 (002286) 2012 年年报点评

2013 年 4 月 18 日

强烈推荐/维持

保龄宝

财报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynyljw999@hotmail.com 电话: 010-66554017	执业证书编号: S1480510120001
焦 凯	食品饮料分析师 MSN: kaijiao@hotmail.com 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 4 月 18 日发布年报, 实现营业收入 9.78 亿元, 同比增长 2.87%; 归属于母公司的净利润 0.67 亿元, 比上年同期增长 20.83%, 每股收益为 0.5 元, 利润分配方案为以增发后的总股本 1.85 亿股为基数, 每 10 股派现 1.5 元 (含税)。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入 (百万元)	274	275	213	212	279	251	235
增长率 (%)	45.05%	39.75%	8.28%	12.36%	1.81%	-8.57%	10.59%
毛利率 (%)	21.55%	21.10%	22.41%	21.51%	20.40%	21.64%	18.82%
期间费用率 (%)	12.64%	12.68%	18.53%	13.90%	11.67%	11.93%	13.12%
营业利润率 (%)	7.85%	8.31%	3.81%	6.99%	7.94%	8.99%	4.89%
净利润 (百万元)	19	21	6	13	21	20	13
增长率 (%)	33.73%	65.30%	-23.51%	30.58%	12.14%	-1.55%	104.69%
每股盈利 (季度, 元)	0.10	0.11	0.03	0.07	0.11	0.11	0.07
资产负债率 (%)	32.81%	30.68%	31.64%	29.67%	32.20%	28.02%	26.54%
净资产收益率 (%)	0.03%	0.03%	0.01%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%
总资产收益率 (%)	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.01%

评论:

积极因素:

- 第四季度公司净利润增长 104.15%, 大幅高于前三季度 10.25% 的净利润增速, 主要原因有: (1) 2012 年底公司收到政府补贴 893 万元, 而 2011 年同期基本没有财政补贴; (2) 2012 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。
- 糖醇类和低聚糖经营情况良好。糖醇类和低聚糖产品受益于新客户的开发, 收入分别同比增长 74.29%、10.8%, 毛利率分别为 12.84%、25.14%, 较同期增加 3.9 个百分点和 1.33 个百分点; 其他淀粉糖收入同比减少 23.66%, 毛利率为 8.7%, 较去年同期增加 1.32 个百分点; 淀粉及副产品收入增幅较大, 同比增长 121.84%, 但是该产品毛利率较低, 仅为 3.37%, 较同期减少 2.93 个百分点。

➤ 本期公司费用情况控制良好，三费均较去年同期有所下降，期间费用率为12.57%，较去年同期减少2.08个百分点，费用成本的良好控制提升公司净利率，本期公司净利率为6.88%，较同期增加1.02个百分点。

消极因素：

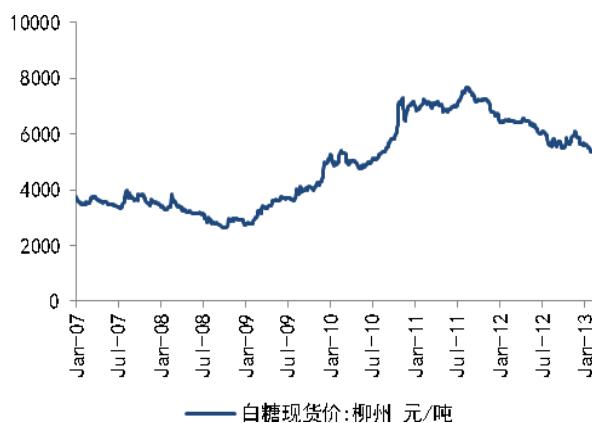
➤ 主力业务果葡糖浆由于受下游客户安全事件，以及受制于产能瓶颈、下游需求疲软、白糖价格下行趋势下对其替代效应、去年同期高基数等因素影响，收入较同期减少4.29%。

图 1：玉米淀粉出厂价 4 季度下滑 120 元/吨



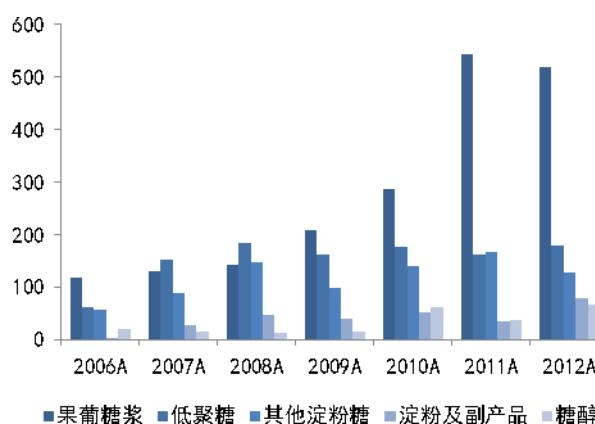
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2：白糖现货价格持续下行



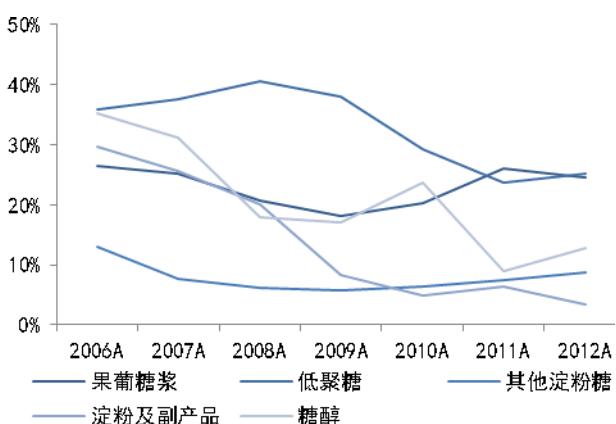
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 3：公司各产品历年收入变化 (百万元)

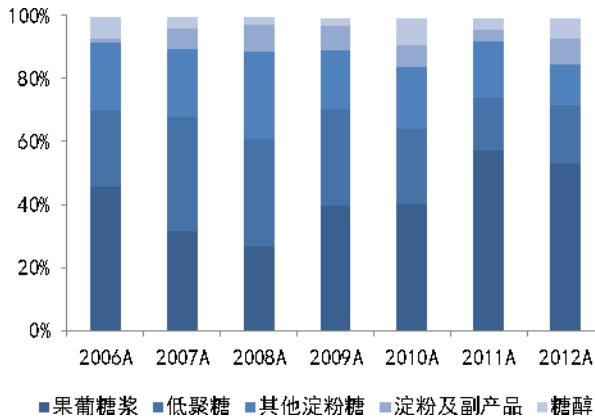


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

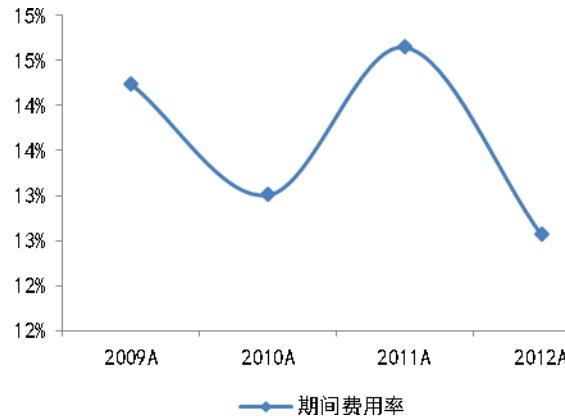
图 4：公司各产品历年毛利率变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司各产品历年收入占比情况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司历年期间费用率情况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

业务展望:

- **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，公司获得五年内独家率先在鸡饲料等禽饲料领域添加低聚异麦芽糖的优待政策，我们预期2013年公司获准进入猪饲料领域概率较大，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，公司低聚异麦芽糖、低聚果糖、膳食纤维、赤藓糖醇等益生元、新型甜味剂和糖醇系列产品，打造从源头到餐桌的全产业链营养健康产业，需求增长空间巨大。
- **增发完成将大幅提升公司成长预期，形成2014年和2015年的新增长点。** 四月份公司完成定向增发，增发资金主要用于四大产品：年产5万吨结晶果糖、5000吨结晶海藻糖、5000吨低聚半乳糖、3万吨高端麦芽糊精。全部项目达产后将形成年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。由于建设周期为1年，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，分别较2012年增长约33%、50%。
- **近期公司亮点频现。** (1) 3月26日在上海世博展览馆举行的第十七届中国国际食品添加剂和配料展览会(FIC2013)上，公司与国家公众营养改善项目办公室等有关领导、专家联合举办“国家公众营养改善——微生态项目二期OLIGO+健康快线”项目启动仪式，公司从国家公众营养改善项目办获得“OLIGO健康快线”授旗，且同时获得“微生态健康项目保龄宝基地”牌匾，成为我国微生态健康产业的核心区域及示范基地，进一步增强了公司产品宣传和应用推广力度；海藻糖、低聚半乳糖等增发募投新产品同时参展亮相，吸引了客户；(2) 公司以“无任何不良显示(NAI)”通过美国食品药品监督管理局(FDA)审核认证，全部产品准许在美国市场销售，有利于开拓国际国内两个市场；(3) 公司正在积极筹划打造终端销售渠道，向“B2C”扩张。

盈利预测与投资建议:

考虑到公司作为国内功能配料龙头，下游需求有望爆发式增长、新增产能2014年将部分达产并受益、增发项目下游大客户开拓顺利等因素，我们坚定看好若干年高增长趋势，维持如下预测：2013-2014年净利润增速约45.34%和79.25%，全面摊薄后EPS分别为0.53元和0.95元，对应PE29倍和16倍。鉴于公司

业绩进入拐点趋势明朗、产品高度安全健康以及对食品饮料等下游行业安全、健康具有积极推动作用，我们建议给予 30-35 倍 PE 估值，对应目标价区间 2013 年为 15.3 元-18.75 元、2014 年为 27.3 元-31.85 元，分别有 10-28%、96-129% 提升空间，故维持强烈推荐评级。

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 1：保龄宝盈利预测

指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	72061.55	95077.34	97802.8	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	6732.57	9785.284	17539.66	25164.6	31373.75
增长率	8.99%	30.18%	20.83%	45.34%	79.25%	43.47%	24.67%
EPS (元)	0.23	0.3	0.5	0.53	0.95	1.36	1.70
ROE	6.09%	7.33%	7.68%	10.35%	16.31%	20.93%	22.06%
PE	66	51	31	29	16	11	9

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

现金流量表项目	变动幅度	变动原因说明
经营活动产生的现金流量净额	-45.16%	支付税费较上年同期增加所致
投资活动产生的现金流量净额	-46.94%	固定资产投入减少所致
筹资活动产生的现金流量净额	39.44%	银行借款增加所致

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	2013/1/24	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
16	2013/3/6	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	强烈推荐
17	2013/3/27	健康配料王：多重利好迈向国内外大舞台——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

焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，三年工作经验，现从事食品饮料行业研究。

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。