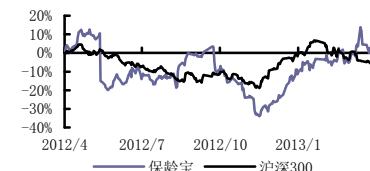


农业 - 农产品深加工

2013 年 4 月 18 日

市场数据	2013 年 4 月 17 日
当前价格 (元)	15.28
52 周价格区间 (元)	10.04-17.30
总市值 (百万)	2821.12
流通市值 (百万)	1098.89
总股本 (百万股)	184.63
流通股 (百万股)	71.92
日均成交额 (百万)	31.04
近一月换手 (%)	70.38%
Beta (2 年)	
第一大股东	刘宗利
公司网址	http://www.blb-cn.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
保龄宝	12.67%	39.20%	53.44%
沪深 300	-3.20%	-3.69%	-3.28%

李云光

执业证书号: S1030512040001

(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

收入增长短期放缓，效率提升保证利润增长

—保龄宝 (002286) 2012 年度报告点评

评级：增持（维持）

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	978.03	1100	1329	1693
净利润 (百万元)	67.33	78	88	113
每股收益 (元)	0.50	0.58	0.65	0.83
净利润增长率 %	20.83%	16%	13%	28%
每股净资产 (元)	6.04	6.62	7.24	8.02
市盈率	30.56	26.40	23.38	18.32
市净率	2.53	2.31	2.11	1.91
EV/EBITDA	23.54	21	19	15

资料来源：世纪证券研究所

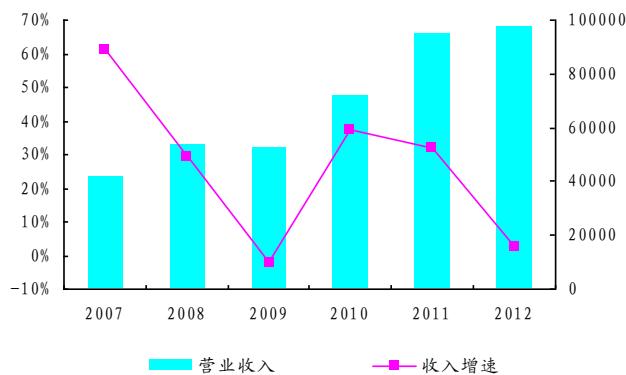
- **主营业务收入增速放缓。**2012 年公司完成营业收入 9.78 亿元，比上年同期增长 2.87%，其中归属母公司的净利润 6732.57 万元，同比增长 20.83%。2012 年公司利润分配方案为每 10 股派现金 1.5 元（含税），现金分红 2769 万元，占本年度净利润 41.13%。
- **管理提升保证盈利增长。**2012 年三项费用合计 1.23 亿元，比 2011 年减少 1638 万元，占 2012 年公司净利润增长额 1160 万元的 140%。管理费用下降约 900 万元，销售费用下降约 570 万元，财务费用下降 167 万，下降幅度分别为 17%、8%、15%。期间费用的下降对于保证盈利增长意义重大，也反映出公司经营效率不断提升。
- **公司核心产品销售基本稳定。**果葡糖浆由于市场竞争导致销售出现一定的回落，2012 年果葡糖浆收入为 5.2 亿元，比去年减少 2332 万元，收入占比为 53.58%；低聚糖收入为 1.78 亿元，比 2011 年增加 1738 万元，收入占比为 18.37%，两者合计占公司营业收入比重为 71.95%。综合来看，在保证核心产品龙头地位的同时，公司积极拓展海外市场、通过非公开发行募集资金来丰富产品体系，满足客户多元化需要，加强益生元在饲料等行业的应用推广，有利于公司保持长期稳定的盈利能力。
- **投资评级与盈利预测：**新募集资金建设期为 1 年，建成后 3 年内达到满负荷生产状态（第 2 年 50%、第 3 年 80%、第 4 年 100%），项目投产将为公司在 2014-2016 年增加收入 4 亿元、6.4 亿元、8 亿元。结合行业情况，我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 11 亿元、13 亿元、17 亿元，每股收益分别为 0.58 元、0.65 元、0.83 元，对应 2013 年 4 月 17 日收盘价 15.28 元，市盈率分别为 26.40X、23.38X、18.32X，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨、募集资金进度不达预期

收入增速放缓、管理提升盈利

公司主营业务收入增速放缓。2012年公司完成营业收入9.78亿元，比上年同期增长2.87%，实现净利润6732.24万元，同比增长20.83%，其中归属母公司的净利润6732.57万元，同比增长20.83%。2012年公司利润分配方案为每10股派现金1.5元(含税)，现金分红2769万元，占本年度净利润41.13%。

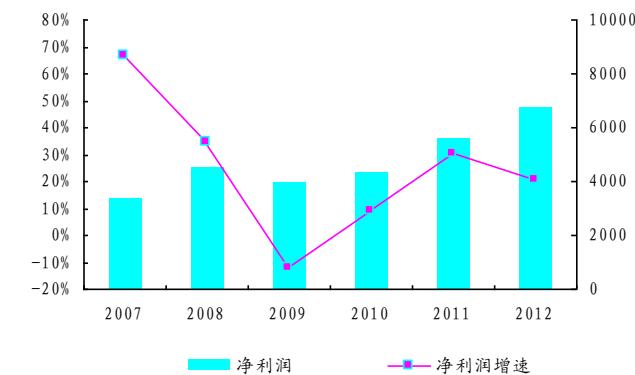
行业竞争有所加剧以及国内益生元市场总量需求增加较慢是公司销售增速放缓的主要原因。针对目前低端产品竞争加剧、盈利能力下滑的行业形势，公司在2012年启动了非公开增发方案，募集6亿元投入5个新项目来拓展产品线向高端功能糖领域迈进，方案已经获得证监会核准批文，新增股份于4月17日正式上市。针对市场环境变化公司积极调整产品结构，通过开发高端产品继续保持行业领先地位。

Figure 1 2007-2012年公司营业收入(万元)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

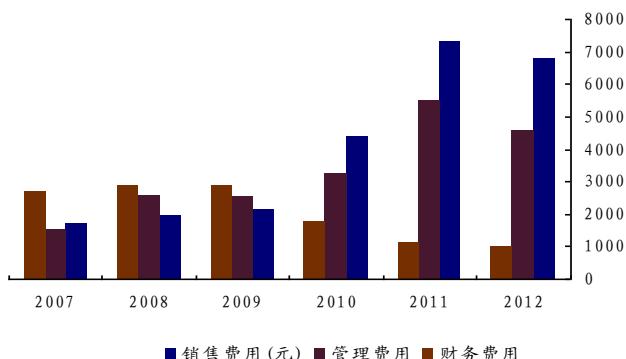
Figure 2 2007-2012年公司净利润(万元)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

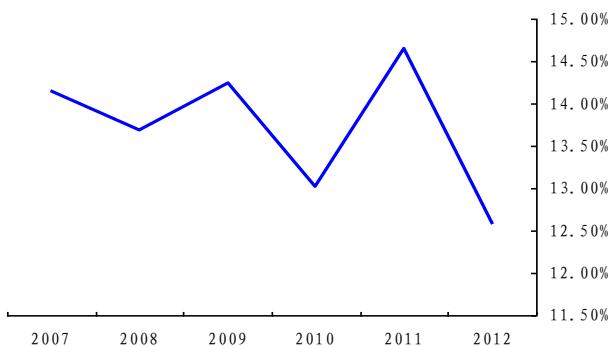
管理水平提升增加公司盈利。2012年公司收入略增的情况下，公司通过提升管理水平，期间费用有了明显的下降，使得同期净利润增速取得了20%以上的增长，显示了公司作为龙头企业应对市场变化的能力和不断提升的管理水平。2012年公司三项费用合计1.23亿元，比2011年减少1638万元，占2012年公司净利润增长1160万元的140%。公司费用的下降对于保证盈利维持较高增速意义重大，其中管理费用下降约900万元，销售费用下降约570万元，财务费用下降167万，下降幅度分别为17%、8%、15%，显示了过去一年公司在销售增速放缓的情况下，通过提升内部管理，向管理要效益的政策取得了明显效果。

Figure 3 2007-2012年公司期间费用(万元)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

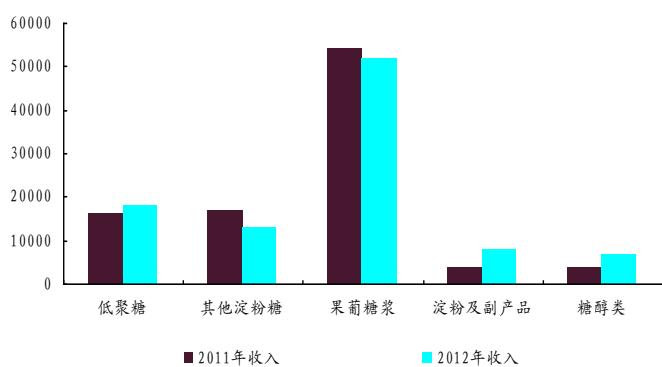
Figure 4 2007-2012年公司期间费用占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

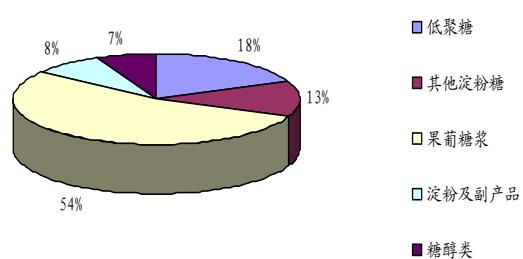
公司核心产品销售基本稳定。公司主要产品果葡糖浆由于市场竞争导致销售出现一定的回落，2012年果葡糖浆收入为5.2亿元，比去年减少2332万元，收入占比为53.58%；另一主要产品低聚糖收入为1.78亿元，比2011年增加1738万元，收入占比为18.37%，两者合计占公司营业收入比重为71.95%。综合两项核心产品来看，公司主要业务销售基本保持稳定，行业竞争加剧导致暂时的增长缓慢不影响公司作为行业龙头未来的发展空间。

Figure 5 公司主要产品销售情况(万元)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

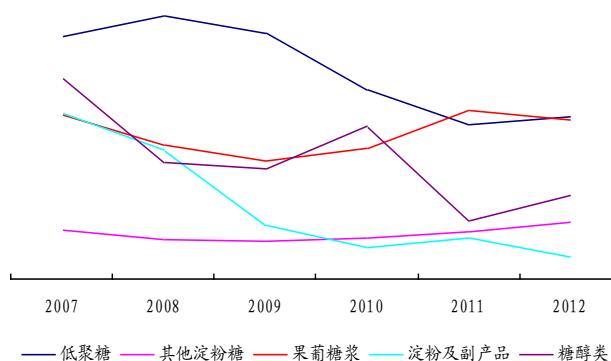
Figure 6 2012年公司产品收入占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

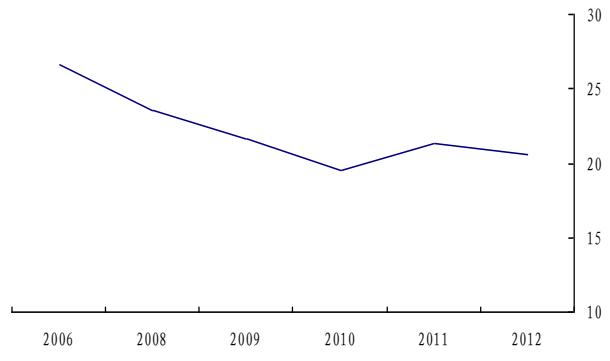
行业竞争加剧导致综合毛利率呈现下降趋势。公司所处行业受到政策支持和较高毛利率吸引，新增产能逐步进入市场，低端产品竞争加剧导致公司对产品价格的控制能力有所下降，公司综合毛利率整体呈现下降趋势，特别是低聚果糖和淀粉产品的毛利率下降幅度较大。公司主要产品果葡糖浆毛利率基本保持稳定，显示公司在该领域具有明显的竞争优势。影响公司毛利率的另一个重要因素是原材料价格的上涨，近几年公司原材料玉米价格上涨明显，推动公司生产成本逐年提升。

Figure 7 2007-2012年公司主要产品毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 8 2006-2012年公司综合毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司高端客户稳定增长。公司主要产品为下游食品饮料行业提供辅料，目前已经和国内外知名企形成了稳定的合作关系。2012年公司获得可口可乐设立的最高供应商奖——“年度白金供应商奖”成为国内唯一获得此殊荣的供应商，以及蒙牛集团的“最佳商务合作伙伴奖”，显示了公司产品和服务受到了高端客户的充分肯定，为双方未来更稳固的合作奠定了坚实基础。随着公司新客户的拓展，前五名主要客户收入占比也在呈现下降趋势，2009-2012年占比分别为47.68%、44.39%、54.27%、43.25%。

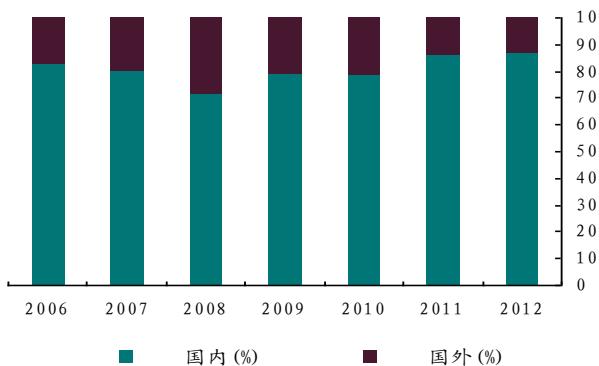
Figure 9 公司前5名客户收入占比

序号	客户名称	2012 (亿元)		2011 (亿元)	
		销售额	占比	客户名称	销售额
1	可口可乐	2.04	20.88%	可口可乐	2.76
2	蒙牛	0.94	9.64%	蒙牛	1.35
3	伊利	0.67	6.88%	伊利	0.38
4	百事可乐	0.29	2.95%	百事可乐	0.45
5	达利食品	0.28	2.90%	达利食品	0.22
合计		4.23	43.25%		5.16
					54.27%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

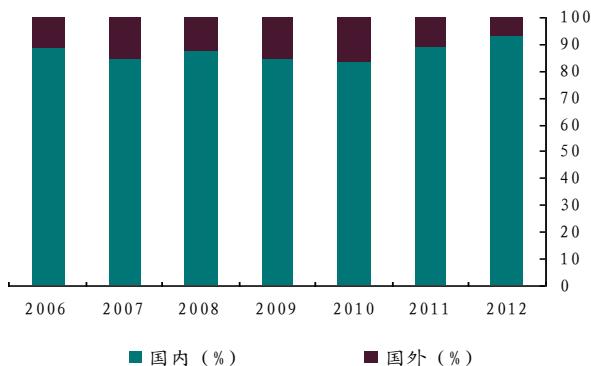
境外销售提供新的增长空间。2013年3月公司通过美国食品药品管理局(FDA)的审核认证，公司产品准许在美国市场销售。通过全球公认最严格的产品质量安全检测，标志公司产品质量已经达到国际水平，将进一步推动公司产品在海外市场的销售。2009年以来公司境外收入受到国际金融危机以及人民币持续升值带来的影响，销售呈现小幅回落的态势，随着欧美等国家经济逐步复苏，作为益生元产品的主要消费市场，海外市场将成为公司业务拓展的重点区域。

Figure 10 公司国内外销售收入占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

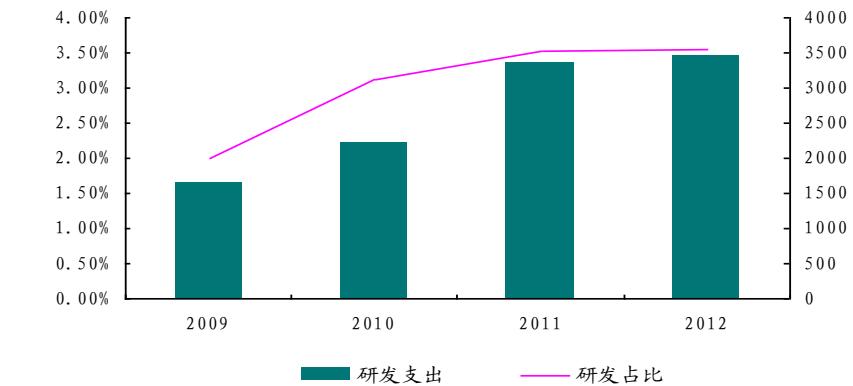
Figure 11 公司国内外净利润占比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司研发继续保持行业领先。2012 年公司获得授权专利 9 项，其中发明专利 7 项，实用专利 2 项，通过国家级企业技术中心、院士工作站、博士后工作站等资源平台，继续加强在益生元领域的研发实力。截至 2012 年末，公司拥有 23 项专利，其中发明专利 16 项。2012 年公司研发费用为 3463 万元，占营业收入的 3.54%。

Figure 12 公司研发支出情况 (万元)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

非公开发行募集项目扩大产能、丰富产品体系

募集项目增加公司产能，丰富产品结构。2013 年 3 月 6 日公司收到中国证监会关于非公开发行不超过 6100 万股的核准批复文件，公司实际发行数量为 4942.8 万股于 4 月 17 日正式上市，发行价格 12.60 元，较 4 月 16 日公司收盘价 15.18 元折价 20.48%，新增股份锁定期 12 个月。本次发行共募集资金 6 亿元，用于投资以下 5 个项目：

Figure 13 2012年公司非公开募集项目(万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	年产50000吨果糖	27697	23000
2	年产5000吨结晶海藻糖	16565	14000
3	年产5000吨低聚半乳糖	13270	11000
4	糊精干燥装置	9860	8600
5	技术中心建设	5212	3400
合计		72604	60000

资料来源：公司公告

以上项目涉及的果糖、海藻糖以及低聚半乳糖产品将进一步丰富公司产品结构，依托公司与下游知名企业建立起来的长期稳定合作关系，新产品投放市场不仅可以摆脱低端产品由于竞争加剧导致盈利能力下降的局面，主动拓展盈利空间、形成多元稳定的利润构成体系；更重要的是完善产品结构有利于公司继续维持行业领先地位，满足客户多元化的产品需求，提高公司参与国内益生元市场竞争的综合实力。

公司所处行业发展空间巨大

社会对益生元市场的认知度在不断提升。随着社会大众对健康重视度的提升，关注健康也从治疗转移到提前预防，重视日常保健成为保持身体健康的新理念被越来越多的人所接受。益生元就是在这样的过程中逐渐被社会所认识，目前已经应运于多种产品中，主要用于促进肠道内有益菌类生长繁殖，一般不会被人体直接吸收和消化，而是通过调节人体内菌群产生对人体有益物质来发挥保健作用。

公司所处的营养保健产业是国家重点支持的新兴产业。我国在《国民经济与社会发展第十二个五年规划纲要》中提出要推动公众营养改善行动，2007年国家公众营养与发展中心启动“公众营养改善OLIGO醒目”，倡导在食品中加入益生元来改善公众营养状况。政府推动对于未来提高社会对益生元的认知具有积极意义，市场规模也将逐步壮大。

低聚糖是国内目前可以工业化生产的主要益生元产品，主要包括低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖、低聚异麦芽糖等。由于缺乏公开的行业数据统计，根据CNFFI的2010年《益生元行业国内外市场研究报告》我国低聚糖2009年销量为6.8万吨，其中低聚果糖约占25%，大约为1.7万吨的市场规模；低聚异麦芽糖占60%，约为4万吨的规模，到2015年低聚半乳糖将有2-3万吨的市场规模。我国食品工业“十二五”规划

提出，到2015年营养与保健食品产值达到1万亿，年均增长20%。随着社会对益生元认识程度的提高，低聚糖的应用范围也不断扩大，未来在饲料领域应用推广为行业提供更大的市场空间，综合考虑预计未来几年低聚糖行业可以维持高于20%的增长。

投资评级与盈利预测

保龄宝（002286）是国内益生元市场的龙头企业，其产量最大的产品果葡糖浆在国内市场占有率为10%，同时也是国内产量最大的低聚异麦芽糖生产企业，根据2010年的行业数据测算，公司市场占有率超过70%。2012年通过国家高新技术企业资格复审，公司凭借多年积累的专利技术和优质的客户资源，已经成为行业综合实力最强、产品最丰富的行业领导者。国内益生元市场经过几年的快速发展，低端、单一的产品竞争有所加剧，针对行业现状，公司通过技术研发平台不断丰富产品结构，主动寻找新的利润增长空间，避免陷入低端产品价格竞争的困境。公司所处行业未来增长空间巨大，看好公司未来的发展前景。

盈利预测及核心假设：

- 1、虽然行业未来增长空间巨大，但益生元市场培育和推广需要经历一个过程，特别是益生元营养保健终端产品消费市场需要经历较长的时间来逐步形成。目前行业主要为下游食品饮料企业提供生产辅料，行业的增长和下游密切相关，而食品饮料消费增长基本保持稳定，根据历史数据统计，我们预计未来几年下游行业依然维持20%以上的平均增速。
- 2、公司募集项目建成后在三年内逐步达到设计产能，根据公司可行性报告预计，项目建设期为1年，建成3年内达到满负荷生产状态（第2年50%、第3年80%、第4年100%），项目投产将为公司在2014-2016年增加收入4亿元、6.4亿元、8亿元。
- 3、根据行业发展及公司自身情况，我们预计公司2013-2015年营业收入分别为11亿元、13亿元、17亿元，每股收益分别为0.58元、0.65元、0.83元，对应2013年4月17日收盘价15.28元，市盈率分别为26.40X、23.38X、18.32X，给予公司“增持”评级。
- 4、风险提示：公司原料价格大幅上涨以及募投项目未能按计划投产等因素都可能对公司盈利造成不利影响。

Figure 14 公司盈利预测

主要财务指标	单位: 百万元			
	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	978	1100	1329	1693
收入同比 (%)	3%	12%	21%	27%
归属母公司净利润	67	78	88	113
净利润同比 (%)	21%	16%	13%	28%
毛利率 (%)	20.6%	20.5%	20.0%	20.0%
ROE (%)	8.2%	8.7%	9.0%	10.4%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.65	0.83
P/E	30.68	26.40	23.38	18.32
P/B	2.53	2.31	2.11	1.91
EV/EBITDA	22	21	19	15

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 15 公司收入预测表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
果葡糖浆						
销量(吨)	10.95	15.64	15.70	18.06	21.67	28.17
同比增长	28.07%	42.83%	0.38%	15.00%	20.00%	30.00%
单价	2624	3474	3300	3564	3743	3930
同比增长	7.89%	32.39%	-5.00%	8.00%	5.00%	5.00%
收入(万元)	28732.80	54333.36	51814.71	64353.87	81085.88	110682.22
低聚糖						
销量(吨)	3.05	2.65	2.79	3.06	3.52	4.23
同比增长	3.71%	-12.96%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
单价	5775	6064	6367	6686	7020	7371
同比增长	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
收入(万元)	17602.20	16087.79	17736.79	20485.99	24736.84	31168.41
糖醇						
销量(吨)	2379.00	1571.00	2592.15	1555.29	2500.00	2500.00
同比增长	328.65%	-33.96%	65.00%	-40.00%	60.74%	0.00%
单价	26140	24173	25623	26905	28250	29662
同比增长	5.79%	-7.52%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%
收入(万元)	6218.71	3797.58	6641.96	4184.44	7062.44	7415.57
同比增长	353.46%	-38.93%	74.90%	-37.00%	68.78%	5.00%
其他淀粉糖	收入(万元)	13854	16714	12760	14000	15000
淀粉及副产品	收入(万元)	5097	3539	7850	7000	5000
收入合计(万元)	71504.71	94471.73	96803.47	110024.30	132885.16	169266.20
同比增长	37.22%	32.12%	2.47%	13.66%	20.78%	27.38%
毛利率	19.03%	20.99%	21.13%	21.00%	21.00%	21.00%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.