

证券研究报告

公司研究——事项点评

保龄宝（002286.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.07.24

中小企业研究团队

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 10 63081425

邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号：S1500514070001

联系电话：+86 10 63080934

邮箱：zhonghui@cindasc.com

相关研究

《保龄宝（002286）首次覆盖报告-益生元隐形冠军成长空间广阔》20140724

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

断奶仔猪饲料添加申请获批 低聚异麦芽糖需求市场打开

事项点评

2014 年 07 月 29 日

事件：7 月 29 日公司发布公告：公司于 2014 年 7 月 28 日收到中华人民共和国农业部（以下简称“农业部”）公告（第 2134 号），批准低聚异麦芽糖新饲料添加剂的适用范围扩大至断奶仔猪。

点评：

- **“断奶猪饲料添加申请获批+五年的保护期”：公司低聚异麦芽糖市场打开。**农业部于 2012 年第 1807 号公告，批准保龄宝生物股份有限公司申请的低聚异麦芽糖为新饲料添加剂，并准许在中华人民共和国境内生产、经营和使用，同时公司获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可，建议添加比例 0.2%-0.4%。与蛋鸡饲料市场相比，此次获批**仔猪饲料添加具有规模大、添加比例高等特点**（预计添加比例在 0.4%-0.6%），我们认为仔猪饲料为猪饲料要求较高的品种，仔猪饲料添加的获批在很大程度上意味着整个猪饲料市场的打开。预计会对单品产量居公司第二的低聚异麦芽糖的产能利用率起到极大的推动作用。**另外，五年监测期的排他性为公司发展该业务天然门槛**，五年内行业竞争对手不允许进入该领域，这使得公司独享巨大的猪饲料添加蓝海。
- **限制抗生素使用将成趋势。**随着抗生素随意、超量添加导致食品安全事件的不断爆发，以及人们对食品安全的关注程度的越来越高。限制或禁止在饲料中添加抗生素已经成为大的趋势，预计对抗生素的使用必将逐渐减少。目前欧盟、美国、日韩等国际社会都对抗生素进行了严格的限制。
- **低聚异麦芽糖作为抗生素替代品性价比较高。**首先、目前抗生素潜在替代对象有益生元、益生菌、有机酸、植物提取物和抗生素等。低聚糖在抗生素的替代领域具有一定的优势。其次、低聚异麦芽糖作为益生元的重要组成部分，其产量大，价格低，对于不同品种、不同年龄及不同用途的动物，低聚异麦芽糖的最适添加量和添加方式的明确，成为最容易被饲料公司接受的饲料用低聚糖。
- **盈利预测与投资评级：**我们仍维持预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.19、0.29 和 0.41 元，对应动态市盈率（股价 7.77 元）分别为 40、27 和 19 倍。维持公司“买入”投资评级。
- **股价催化剂：**低聚半乳糖产能释放；低聚异麦芽糖进军猪饲料市场；糖价触底反弹。
- **风险因素：**市场开拓低于预期；糖价形不成有效反弹，难以带动果葡糖浆；宏观经济低迷 消费持续不振。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	978.03	900.77	1,062.12	1,278.08	1,423.85
增长率 YoY %	2.87%	-7.90%	17.91%	20.33%	11.41%
归属母公司净利润(百万元)	67.33	41.93	71.57	108.24	151.46
增长率 YoY%	20.83%	-37.72%	70.69%	51.23%	39.93%
毛利率%	20.58%	15.18%	18.86%	21.36%	23.83%
净资产收益率 ROE%	8.54%	3.72%	4.88%	6.98%	9.01%
每股收益 EPS(元)摊薄	0.50	0.23	0.19	0.29	0.41
市盈率 P/E(倍)	43	68	40	27	19
市净率 P/B(倍)	1.8	1.0	1.9	1.8	1.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 7 月 28 日收盘价

抗生素之殇日显

自 20 世纪 50 年代发现饲料中低浓度的抗生素不但可以预防动物疾病还可以促进畜禽生长以来, 各种抗生素就广泛添加于饲料中。但是其负面效应也逐渐凸显: 抗生素随意添加或超量添加饲用抗生素导致养殖业食品安全事件的不断爆发; 肉、蛋和奶等农畜产品中蓄积的抗生素, 通过食物链进入人体内, 使人们间接接触抗生素, 导致人体患病时用抗生素治疗的效果消失。

伴随着人们对食品安全的关注程度越来越高, 限制或禁止在饲料中添加抗生素已经成为大的趋势, 预计对抗生素的使用必将逐渐减少。

表 1: 禁止在饲料中添加抗生素已经成为一种趋势

国家	饲用抗生素使用规定
瑞典	1986 年开始在饲料中部分禁止使用抗生素, 成为首个禁止抗生素的国家
丹麦	20 世纪九十年代禁止使用部分抗生素品种
荷兰	从 1998 年到 2006 年间, 逐渐禁止了应用保健类抗生素
欧盟	欧盟 2006 年 1 月 1 日起全面禁用抗生素
日本	禁止抗生素在饲料中的使用
韩国	禁止抗生素在饲料中的使用

美国 从 2014 年起，用 3 年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素

资料来源：信达证券研发中心整理

替代品的春天来临 低聚异麦芽糖或受益最大

中国是抗生素使用大国，也是抗生素生产大国。据估计，我国每年生产的抗生素原料大约为 21 万吨，出口 3 万吨，其余自用（包括医疗与农业使用），人均年消费量 138 克左右（美国仅 13 克）。我国抗生素一半用于临床，一半用于畜牧养殖业。中国每年生产的大约 21 万吨抗生素原料中，有 9.7 万吨用于畜牧养殖业，占年总产量的 46.1%。

随着国家对养殖业使用抗生素的规定趋于严格。特别是 H7N9 禽流感在个别地区大面积爆发以来，引发了社会公众的广泛关注。后期抗生素替代品的市场将逐渐开启。目前潜在替代对象有益生元（低聚异麦芽糖等）、益生菌、有机酸、植物提取物和抗生素等。我们认为低聚糖在抗生素的替代领域具有一定的优势。

表 2：常见抗生素替代添加剂中低聚糖具有一定优势

种类	作用机制	稳定性	加工性能	安全性
低聚糖	增殖有益菌、抑制有害菌	强	良好	组分明确，安全可靠
益生菌	发挥复合酶制剂、抗生素作用	弱	差	某些代谢产物是抗生素，安全性待观察
有机酸	抑制有害菌	一般	一般	安全可靠
植物提取物	促进食欲、增强抵抗力、同时杀灭有害菌和有益菌	一般	一般	某些提取物类似抗生素，组分不明确，安全性待观察
抗生素	同时杀灭有害菌和有益菌	弱	弱	残留严重，影响产品食用

资料来源：信达证券研发中心整理

低聚异麦芽糖用于动物饲料添加性价比较高

低聚异麦芽糖作为一种替代抗生素的新型饲料添加剂，生产工艺成熟，生制功能和作用机制明确，能明显增殖肠道有益菌并抑制有害菌，改善机体消化机能，提高饲料利用率；增强动物免疫功能，减少疾病发生，增加种用畜禽的生殖性能；提升畜禽及水产品品质。

对于不同品种、不同年龄及不同用途的动物，低聚异麦芽糖的最适添加量和添加方式的明确，以及与益生菌、有机酸、植物提取物和酶制剂能联合应用配方的建立与完善，安全、高效且经济的新型饲料添加剂。

另外，低聚异麦芽糖产量大，价格最低，成为最容易被饲料公司接受的饲料用低聚糖。

低聚异麦芽糖作为饲料添加剂在日本、中国、美国和欧洲等国家的家畜、家禽、水产及宠物保健等领域得到推广应用，展示了良好的应用前景。

表 3：低聚异麦芽糖在抗生素替代中性价比较高

种类	作用机制	稳定性	适口性	性价比	安全性
低聚异麦芽糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	好	高	玉米淀粉深加工产品，属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚木糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	一般	中	玉米芯深加工产品，属于“新资源食品”
低聚果糖	增殖有益菌、抑制有害菌	酸性条件不稳定	好	中	蔗糖深加工产品，属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚甘露糖	增殖有益菌、截取病原菌	好	一般	中	微生物细胞壁或魔芋粉等深加工产品

资料来源：信达证券研发中心整理

公司或将在饲料添加领域占尽先机

中华人民共和国农业部第 1807 号公告，批准保龄宝生物股份有限公司申请的低聚异麦芽糖为新饲料添加剂，并准许在中华人民共和国境内生产、经营和使用。根据《饲料和饲料添加剂管理条例》，**新饲料、新饲料添加剂的监测期为 5 年。新饲料、新饲料添加剂处于监测期的，不受理其他就该新饲料、新饲料添加剂的生产申请和进口登记申请。**

蛋鸡饲料市场打开。1807 号公文获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可，根据其建议添加比例 0.2%-0.4%，结合我国目前蛋鸡饲料的产量，以及替代率从 10%-40%，我们初步测算了蛋鸡饲料对低聚异麦芽糖潜在的需求规模。

表 4：低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料替代中的市场空间

蛋鸡饲料产量 3228		添加比例				
单位	万吨	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
替代比例	10%	0.65	0.81	0.97	1.13	1.29
	20%	1.29	1.61	1.94	2.26	2.58
	30%	1.94	2.42	2.91	3.39	3.87
	40%	2.58	3.23	3.87	4.52	5.16

资料来源：BRIC,信达证券研发中心预测

猪饲料添加获打开广阔市场。与蛋鸡饲料市场相比，猪饲料具有规模大、添加比例高等特点（预计猪饲料的添加比例在 0.4%-0.6%）。我们认为仔猪饲料为猪饲料要求较高的品种，仔猪饲料添加的获批在很大程度上意味着整个猪饲料市场的打开。

表 5：低聚异麦芽糖在猪饲料替代中的市场空间

猪饲料产量 6830		添加比例				
单位	万吨	0.40%	0.45%	0.50%	0.55%	0.60%
替代比例	10%	2.7	3.1	3.4	3.8	4.1
	20%	5.5	6.1	6.8	7.5	8.2
	30%	8.2	9.2	10.2	11.3	12.3

	40%	10.9	12.3	13.7	15.0	16.4
--	-----	------	------	------	------	------

资料来源: BRIC, 信达证券研发中心预测

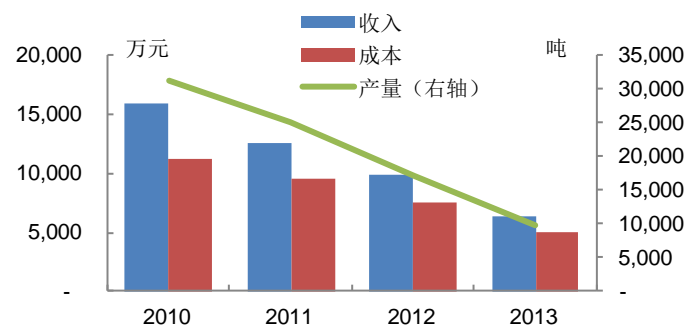
对比蛋鸡、猪饲料市场可以发现,猪饲料对低聚异麦芽糖的需求远高于蛋鸡饲料。所以,我们认为,公司低聚异麦芽糖作为猪饲料添加剂获批,会对单品产量居公司第二的低聚异麦芽糖的产能利用率起到极大的推动作用。

公司低聚异麦芽糖业绩提升空间较大

受市场对益生元认知和接受程度不深、宏观经济下滑等多重因素影响,作为公司益生元产品中最大的单品收入近几年收入、产量等呈现下滑的趋势。产能利用率相对较低(公司目前低聚异麦芽糖产能约为5万吨)。

我们认为仔猪饲料添加申请的获批必将给该产品带来重大的发展机遇。

图 1: 公司低聚异麦芽糖收入呈下滑趋势, 产能提升空间较大



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	373.89	797.86	811.88	950.11	1,125.48
货币资金	129.32	361.32	332.65	420.89	565.10
应收票据	6.95	14.73	16.35	19.67	21.92
应收账款	129.81	95.30	124.71	150.07	167.19
预付账款	3.48	6.29	11.61	13.54	14.61
存货	100.95	110.14	116.48	135.85	146.59
其他	3.37	210.09	210.09	210.09	210.09
非流动资产	738.88	878.36	965.31	958.90	948.74
长期投资	13.80	51.35	51.35	51.35	51.35
固定资产	603.38	603.51	624.53	647.45	666.85
无形资产	116.30	113.37	115.99	118.43	120.69
其他	5.40	110.12	173.44	141.67	109.85
资产总计	1,112.77	1,676.21	1,777.19	1,909.01	2,074.23
流动负债	268.15	206.27	244.91	268.49	282.25
短期借款	144.59	96.66	96.66	96.66	96.66
应付账款	75.42	63.07	85.97	100.27	108.20
其他	48.14	46.55	62.28	71.56	77.39
非流动负债	27.16	34.60	34.60	34.60	34.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.16	34.60	34.60	34.60	34.60
负债合计	295.31	240.88	279.51	303.09	316.85
少数股东权益	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	817.06	1,435.34	1,497.68	1,605.92	1,757.38
负债和股东权益	1112.77	1676.21	1777.19	1909.01	2074.23

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	978.03	900.77	1,062.12	1,278.08	1,423.85
同比 (%)	2.87%	-7.90%	17.91%	20.33%	11.41%
归属母公司净利润	67.33	41.93	71.57	108.24	151.46
同比 (%)	20.83%	-37.72%	70.69%	51.23%	39.93%
毛利率 (%)	20.58%	15.18%	18.86%	21.36%	23.83%
ROE (%)	8.54%	3.72%	4.88%	6.98%	9.01%
每股收益 (元) 摊薄	0.50	0.23	0.19	0.29	0.41
P/E	43	68	40	27	19
P/B	1.8	1.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.8	14.5	20.1	15.1	11.7

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	978.03	900.77	1,062.12	1,278.08	1,423.85
营业成本	776.74	764.04	861.77	1,005.11	1,084.52
营业税金及附加	5.97	5.09	5.23	7.10	7.66
营业费用	67.71	57.61	74.49	89.64	99.86
管理费用	45.56	48.13	55.74	67.07	74.72
财务费用	9.65	0.90	-6.73	-5.75	-8.46
资产减值损失	1.29	0.38	0.60	0.65	0.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	6.08	2.81	2.81	2.81
营业利润	71.11	30.69	73.84	117.06	168.01
营业外收入	8.75	18.61	10.71	10.71	10.71
营业外支出	0.15	0.29	0.17	0.17	0.17
利润总额	79.72	49.01	84.38	127.60	178.55
所得税	12.39	7.08	12.80	19.36	27.09
净利润	67.32	41.93	71.57	108.24	151.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	67.33	41.93	71.57	108.24	151.46
EBITDA	135.56	105.25	147.41	195.90	252.42
EPS (摊薄)	0.50	0.23	0.19	0.29	0.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	94.15	85.60	127.64	147.23	205.06
净利润	67.32	41.93	71.57	108.24	151.46
折旧摊销	45.21	48.01	58.86	64.13	69.69
财务费用	10.63	8.23	4.17	4.17	4.17
投资损失	-0.01	-6.08	-2.81	-2.81	-2.81
营运资金变动	-30.11	-6.82	-4.66	-27.06	-17.76
其它	1.11	0.32	0.51	0.56	0.30
投资活动现金流	-57.49	-367.40	-142.91	-54.82	-56.68
资本支出	-67.50	-147.47	-145.72	-57.63	-59.49
长期投资	0.01	4.21	2.81	2.81	2.81
其他	10.00	-224.14	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-45.05	517.26	-13.40	-4.17	-4.17
吸收投资	0.00	599.99	0.00	0.00	0.00
借款	-24.28	-47.94	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	20.77	34.41	13.40	4.17	4.17
现金净增加额	-8.69	233.99	-28.67	88.24	144.21

中小企业研究团队

谢从军，分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究 2 年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

单 丹，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

王 镓，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

杨 腾，分析师，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

方光照，分析师，上海财经大学金融学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

钟 惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业 and 中小企业研究。

胡 申，分析师，北京林业大学农林经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。