

证券研究报告

公司研究——三季报点评

保龄宝（002286.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.08.06

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

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

《保龄宝（002286）事项点评-断奶仔猪饲料添加申请获批 低聚异麦芽糖需求市场打开》20140729

《保龄宝（002286.sz）中报点评-公司业绩进入上升轨道，未来业绩贡献点明显》20140806

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

三季度受累于原料价格上涨，未来依然可期

三季报点评

2014年10月28日

事件：10月27日公司发布三季报：2014年前三季度实现营业收入6.74亿元，同比增长6.40%，归属母公司净利润3102.8万元，同比下滑19.67%；稀释每股收益为0.07元。公司业绩低于我们预期。

点评：

- **三季度业绩下滑拖累前三季度业绩：**三季度单季度收入同比下滑8.84%，而成本下滑3.69%，导致营业利润下滑，较去年同期下滑74.70%。我们认为导致三季度业绩下滑的主要是受玉米价格上涨的影响，随着新季玉米进入市场，原料成本压力将得到极大缓解。
- **仍继续看好公司：**我们重申一下我们看好公司的理由：长期看益生元的成长空间，中短期看业绩增长点的成长。
- **长期看好理由：**“隐形冠军+益生元行业必将爆发”。伴随着市场对益生元认知程度的加深，我们判断，益生元市场会呈现一个从增长到快速增长、再到爆发式增长的发展历程，而我们认为目前处于增长到快速增长的过渡阶段。我们判断，益生元、益生菌或有超过200亿的市场空间，一旦市场打开，保龄宝作为益生元的隐形冠军将是最大的受益者。
- **中短期看好理由：**尽管公司目前增长出现了下滑，但是我们仍看好中短期公司的业绩增长点，但是在一定程度上依赖于公司的推广。**低聚半乳糖：新的业绩增长点。**低聚半乳糖广泛应用于婴幼儿奶粉、发酵乳、饮料、冰激凌、糖果、口服液等产品。目前国内婴幼儿奶粉领域就能消化低聚半乳糖的产能。在单独二胎放开的背景下，预计0-3岁的婴儿对奶粉的需求量超过100万吨，对低聚半乳糖有1.29万吨的需求空间，超出国内该产品的供给能力。**低聚异麦芽糖打开饲料添加市场。**继公司获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可之后，断奶仔猪的饲料添加许可也已经获批，我们认为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。**果葡糖浆或将受益于糖价反弹。**公司前几年的业绩持续下滑的一个重要原因就是果葡糖浆市场低迷；由于果葡糖浆与食糖具有一定的替代性，而我们认为蔗糖价格有望反转：1、占全球供给比例的25%的巴西受气候影响，食糖产量或将低于预期，预计2013/14年度全球糖供给过剩情况将会得到极大缓解；2、今年国内甘蔗主产区广西的甘蔗种植面积下滑10%左右，导致全国种植面积出现5%左右的下滑，预期国内蔗糖供应会有所减小；3、包括世界气象组织在内的各大相关气象机构纷纷预测今年发生“厄尔尼诺”现象是大概率事件，“厄尔尼诺”将加快糖价反弹。

- **盈利预测与投资评级：**受玉米价格上涨等非确定性因素影响，我们下调对公司的盈利预测，预计 2014~2016 年 EPS 分别为 0.13、0.21、0.30 元；结合 2014 年 10 月 27 日收盘价 9.36，对应 2014~2016 年 PE 为 71、44、31 倍，考虑公司主业良好的发展前景，继续维持“买入”评级。
- **股价催化剂：**低聚半乳糖产能释放；低聚异麦芽糖打开饲料市场；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；原料价格波动。

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	989.19	1,173.83	1,327.63
增长率 YoY %	2.87%	-7.90%	9.82%	18.67%	13.10%
归属母公司净利润(百万元)	67.33	41.93	48.46	78.17	111.33
增长率 YoY%	20.83%	-37.72%	15.57%	61.31%	42.42%
毛利率%	20.58%	15.18%	16.56%	19.13%	21.17%
净资产收益率 ROE%	8.54%	3.72%	3.33%	5.16%	6.92%
每股收益 EPS(元)摊薄	0.50	0.23	0.13	0.21	0.30
市盈率 P/E(倍)	51	82	71	44	31
市净率 P/B(倍)	2.1	1.2	2.3	2.2	2.1

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 10 月 27 日收盘价

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	782.31	887.21	1,024.90
货币资金	129.32	361.32	318.16	380.14	482.93
应收票据	6.95	14.73	15.23	18.07	20.44
应收账款	129.81	95.30	116.15	137.83	155.89
预付账款	3.48	6.29	11.12	12.79	14.10
存货	100.95	110.14	111.57	128.31	141.46
其他	3.37	210.09	210.09	210.09	210.09
非流动资产	738.88	878.36	965.31	958.89	948.75
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	141.66	109.85
资产总计	1,112.77	1,676.21	1,747.61	1,846.11	1,973.64
流动负债	268.15	206.27	238.45	258.77	274.97
短期借款	144.59	96.66	96.66	96.66	96.66
应付账款	75.42	63.07	82.35	94.70	104.41
其他	48.14	46.55	59.44	67.41	73.90
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	273.05	293.37	309.58
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	1,474.56	1,552.74	1,664.07
负债和股东权益	1112.77	1676.21	1747.61	1846.11	1973.64

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	989.19	1,173.83	1,327.63
同比 (%)	2.87%	-7.90%	9.82%	18.67%	13.10%
归属母公司净利润	67.33	41.93	48.46	78.17	111.33
同比 (%)	20.83%	-37.72%	15.57%	61.31%	42.42%
毛利率 (%)	20.58%	15.18%	16.56%	19.13%	21.17%
ROE (%)	8.54%	3.72%	3.33%	5.16%	6.92%
每股收益 (元) 摊薄	0.50	0.23	0.13	0.21	0.30
P/E	51	82	71	44	31
P/B	2.1	1.2	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.4	17.3	29.6	22.1	17.3

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	989.19	1,173.83	1,327.63
营业成本	776.74	764.04	825.43	949.28	1,046.63
营业税金及附加	5.97	5.09	4.87	6.52	7.14
营业费用	67.71	57.61	69.38	82.33	93.11
管理费用	45.56	48.13	51.91	61.60	69.67
财务费用	9.65	0.90	-6.76	-5.34	-7.22
资产减值损失	1.29	0.38	0.59	0.64	0.40
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	46.59	81.61	120.71
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	57.13	92.15	131.25
所得税	12.39	7.08	8.67	13.98	19.91
净利润	67.32	41.93	48.46	78.17	111.33
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	48.46	78.17	111.33
EBITDA	135.56	105.25	120.16	160.46	205.11
EPS (摊薄)	0.50	0.23	0.13	0.21	0.30

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	113.16	120.96	163.64
净利润	67.32	41.93	48.46	78.17	111.33
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	3.98	-23.25	-19.09
其它	1.11	0.32	0.50	0.54	0.34
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	-43.16	61.98	102.79

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。

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
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。