

## 农业

邵明慧

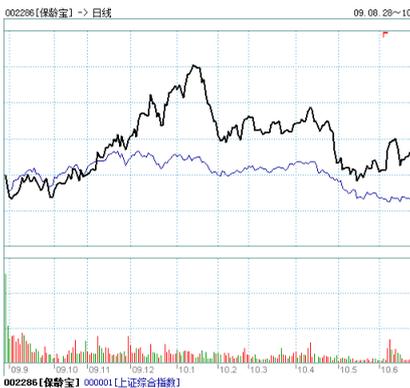
SAC 执业证书编号: S0690200010032

联系人: 农业食品研究小组

Tel: 010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

## 公司股价走势



## 相关报告

《看好中端白酒和功能保健食品—食品饮料  
2010年中期投资策略》

2010年7月12日

## 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 保龄宝 ( 002286 ): 有忧有喜 长线看好

## ——2010年中报业绩点评

### 报告原因：

公司发布半年报。

### 点评：

- 上半年公司业绩:** 2010年上半年,公司实现营业收入 3.27 亿元,同比增长 31.98%; 利润总额 2609 万元,同比增长 2.17%; 归属于母公司所有者净利润 2223 万元,同比增长 2.55%, 实现基本每股收益 0.21 元。公司预计 2010 年 1-9 月净利润同比变化幅度为: -10%至 30%。
- 公司简介。** 公司主营功能性糖的生产和销售, 产品包括低聚糖、果葡糖浆、糖醇等, 是我国最大的功能糖生产企业。公司属于产业链的中间环节, 上游供应商主要是玉米、玉米淀粉销售商, 下游客户包括可口可乐、百事可乐、伊利、蒙牛、雀巢、美国惠氏、吉百利、天狮、无锡健特、娃哈哈等食品饮料生产企业。
- 成本上升压缩低聚异麦芽糖盈利, 进而拖累公司业绩。** 公司低聚异麦芽糖主要供给下游乳制品企业使用, 由于价格相对固定, 而成本则随着玉米价格上涨而大幅提升, 低聚异麦芽糖盈利下降。报告期内, 低聚异麦芽糖毛利率同比减少 9.11 个百分点, 导致公司综合毛利率减少 3.45 个百分点, 这也是公司收入大幅增长、净利润却仅仅微增的原因。我们认为, 由于玉米价格将保持稳中有升, 公司价格转嫁能力较低, 加上整个低聚异麦芽糖蛋糕增长较慢, 公司低聚异麦芽糖业未来增速在 10%左右。
- 果葡糖浆增速较快, 成公司业绩主要来源。** 果葡糖浆是一种蔗糖替代品, 公司是可口可乐果葡糖浆的供应商, 由于可口可乐替代需求增加, 加上报告期内蔗糖价格上涨带来的果葡糖浆产品价格上行, 报告期内, 果葡糖浆收入同比增长 37.38%, 毛利率上升 4 个百分点, 至 22.83%。收入和毛利都超过低聚异麦芽糖, 成为公司主要业绩来源。我们认为, 在蔗糖价格较高的背景下, 可口和百事蔗糖替代进程或将加快, 公司果葡糖浆将保持 20%以上的增速。

5. **赤藓糖醇定位高端，业绩亮点。**赤藓糖醇具有零热量值的优点，公司是第一家工业化生产赤藓糖醇的企业，优势明显。产品定位高端，具有一定溢价权。IPO 项目—赤藓糖醇异地技改项目于 5 月份开始试生产，目前销售较好，应用包括可口可乐的“健怡可乐”以及鲁抗医药的药物包衣等。报告期内，赤藓糖醇销售接近 800 吨，实现收入 2342 万元，同比增长 204%。**我们认为，赤藓糖醇应用空间广阔，公司赤藓糖醇供不应求，随着工艺水平逐渐释放，业绩贡献也将增大。预计全年赤藓糖醇产量约 2000 吨，毛利率在 30%左右。**

6. **长期值得看好，短期业绩看“加减”。**随着人口老龄化和亚健康人群增加，我们认为未来几年功能糖行业极可能出现爆发性增长。公司作为行业龙头，具有规模优势，另外，公司具有较强的研发和营销能力，能不断地开发新产品和新客户，从而形成新的增长点，所以我们觉得公司长期值得看好。**短期内，公司业绩取决于果葡糖浆、赤藓糖醇以及低聚果糖的销量增长，和原料玉米等价格上涨的加减结果，后续我们会持续关注这些变量的变化。**

7. **盈利预测和评级。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.96 元和 1.11 元，以 8 月 10 日收盘价 27.37 元计算，对应的动态市盈率分别为 55X、29X 和 25X，给予公司“谨慎推荐”的评级。

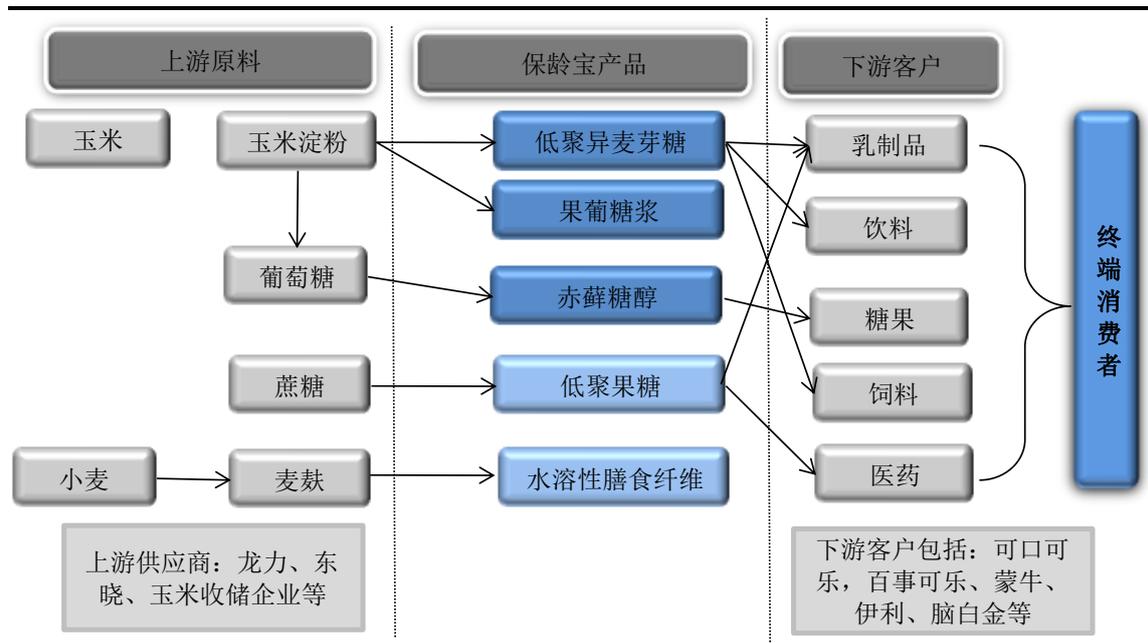
8. **风险提示：**（1）原料价格继续上行而影响公司盈利；（2）赤藓糖醇和低聚果糖的投、达产速度低于预期；（3）公司部分限售股于 8 月 30 日解禁，部分高管持股有解禁的可能。

图表 1：公司 2010 年半年报业绩概览

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入同比 (%)	毛利率同比变化
低聚糖	8,600.38	5,862.83	31.83%	-0.78%	-9.11个百分点
糖醇类	2,342.28	1,683.52	28.12%	204.03%	13个百分点
果葡糖浆	12,129.22	9,359.93	22.83%	37.38%	4.03个百分点
其他淀粉糖	6,731.40	6,298.25	6.43%	62.83%	-2.47个百分点
淀粉及副产品	2,632.68	2,543.69	3.38%	24.21%	-7.4个百分点
检测收入	0.12	0	100.00%	-64.71%	
合计	32,436.09	25,748.22	20.62%	32.27%	-3.53个百分点

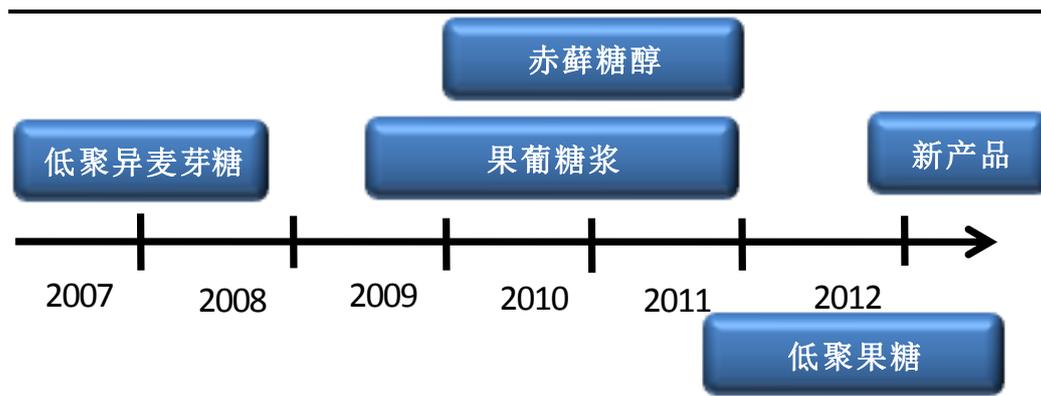
数据来源：公司半年报，中邮证券研发部

图表 2：公司处于产业链中间环节



数据来源：中邮证券研发部

图表 3：公司业绩增长引擎-新产品



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司盈利预测表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	<b>201</b>	<b>502</b>	<b>721</b>	<b>867</b>	<b>1041</b>
货币资金	149	391	533	704	780
应收账款	1	59	75	69	121
预付账款	12	5	21	8	30
存货	39	46	91	86	110
其他	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>483</b>	<b>543</b>	<b>568</b>	<b>511</b>	<b>452</b>
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	418	458	492	443	393
无形资产	60	79	71	62	54
其他	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>739</b>	<b>1079</b>	<b>1273</b>	<b>1454</b>	<b>1447</b>
<b>流动负债</b>	<b>223</b>	<b>278</b>	<b>356</b>	<b>467</b>	<b>514</b>
短期借款	203	226	282	345	305
应付账款	25	43	36	74	67
预收账款	16	8	4	21	12
其他	-20	-0	35	28	130
<b>非流动负债</b>	<b>172</b>	<b>223</b>	<b>61</b>	<b>91</b>	<b>125</b>
长期借款	216	53	83	117	0
其他	-45	171	-23	-26	125
<b>负债合计</b>	<b>501</b>	<b>417</b>	<b>558</b>	<b>639</b>	<b>517</b>
股本	60	80	80	80	80
资本公积	120	486	486	486	486
留存收益	58	97	149	249	365
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>238</b>	<b>663</b>	<b>715</b>	<b>815</b>	<b>931</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>238</b>	<b>663</b>	<b>715</b>	<b>815</b>	<b>931</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>739</b>	<b>1079</b>	<b>1273</b>	<b>1454</b>	<b>1447</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>38</b>	<b>108</b>	<b>62</b>
税后经营净利	0	51	80	118	151
折旧摊销	0	19	25	38	44
资产减值损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	9	-3	-12	-13
存货的减少	0	-18	-39	-22	-54
营运资金变动	0	-12	-26	-14	-67
其它	0	-0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>-48</b>	<b>-161</b>	<b>-76</b>	<b>-70</b>
资本支出	0	0	161	76	70
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>613</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
短期债务	0	0	-43	0	0
长期债务	0	0	-67	0	0
股权筹资	0	0	720	0	0
其他	0	0	3	12	13
<b>现金净增加额</b>	<b>0</b>	<b>27</b>	<b>490</b>	<b>45</b>	<b>5</b>

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>537</b>	<b>525</b>	<b>667</b>	<b>880</b>	<b>975</b>
减:营业成本	410	412	522	672	745
营业税金及附加	4	3	3	4	5
营业费用	19	21	40	37	41
管理费用	26	25	29	35	39
财务费用	29	29	11	14	9
资产减值损失	0	1	0	0	0
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>49</b>	<b>36</b>	<b>61</b>	<b>118</b>	<b>136</b>
营业外收支	4	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>53</b>	<b>46</b>	<b>61</b>	<b>118</b>	<b>136</b>
所得税	8	7	9	18	20
<b>净利润</b>	<b>45</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>100</b>	<b>116</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>45</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>100</b>	<b>116</b>
每股收益(元)	0.43	0.38	0.50	0.96	1.11
<b>主要财务比率</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	29.5%	-2.1%	26.9%	32.0%	10.8%
EBITDA增长率	16.3%	-0.3%	40.3%	41.7%	7.7%
净利润增长率	34.5%	-12.3%	33.0%	91.8%	15.5%
总资产增长率	25.7%	46.0%	18.0%	14.2%	-0.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.5%	21.6%	21.7%	23.7%	23.6%
期间费用率	13.7%	14.2%	11.9%	9.7%	9.2%
净利率	8.3%	7.5%	7.8%	11.4%	11.9%
ROE	18.8%	5.9%	7.3%	12.3%	12.4%
ROIC	18.8%	16.3%	6.8%	10.2%	9.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.8%	38.6%	43.9%	44.0%	35.7%
净负债比率	40.5%	54.3%	65.4%	72.3%	58.9%
流动比率	91.4%	150.0%	150.5%	183.2%	195.3%
速动比率	77.2%	137.0%	131.1%	166.5%	173.7%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.73	0.49	0.52	0.61	0.67
应收账款周转率	9.10	6.99	9.67	7.25	10.89
存货周转率	10.40	8.91	5.74	7.86	6.76
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.75	0.49	0.65	1.25	1.45
每股净资产	3.97	8.28	8.94	10.19	11.63
每股经营现金	1.88	0.57	2.07	1.32	3.26
<b>估值指标</b>					
P/E	58.48	66.68	50.15	26.14	22.64
P/B	11.00	3.95	3.66	3.21	2.81
EV/EBITDA	16.43	21.54	-	-	-

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准：

---

### 股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

### 行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；  
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传送、复印或印刷本报告。

## 公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

## 业务简介：

### ■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。