



糖醇达产增收204% 成本压力增大

——保龄宝 (002286) 2010 中报点评

2010年8月11日

强烈推荐/维持

保龄宝

财报点评

银国宏	S1480207120048
联系人: 王昕	农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件:

8月10日公司公布2010年中报:上半年公司营业收入、营业利润和净利润分别为327.27百万元、21.79百万元和22.23百万元,同比增长31.98%、-7.73%和2.55%,每股收益0.21元。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入 (百万元)	117.41	85.15	162.82	135.30	142.13	138.05	189.22
增长率 (%)	-71.66%	-34.92%	—	-67.72%	21.06%	62.13%	16.21%
毛利率 (%)	23.54%	25.48%	24.32%	21.36%	16.57%	21.89%	20.81%
期间费用率 (%)	15.66%	17.68%	12.53%	12.69%	15.62%	14.41%	13.45%
营业利润率 (%)	6.85%	7.27%	10.70%	7.78%	1.13%	5.07%	7.82%
净利润 (百万元)	13.67	6.65	15.03	9.21	8.39	8.19	14.04
增长率 (%)	-58.95%	-26.32%	—	-70.41%	-38.60%	23.22%	-6.59%
每股盈利 (季度, 元)	0.228	—	0.250	0.115	0.105	0.102	0.135
资产负债率 (%)	68.00%	—	66.65%	47.52%	38.88%	42.02%	36.98%
净资产收益率 (%)	5.74%	—	5.79%	1.41%	1.27%	1.22%	2.06%
总资产收益率 (%)	1.84%	—	1.93%	0.74%	0.77%	0.71%	1.30%

评论:

积极因素:

- 糖醇收入增长204%, 销量翻番。公司上半年糖醇收入2342.28万元,同比增长204.03%,主要是募投项目“赤藓糖醇异地技改项目”于五月开始试生产。因为赤藓糖醇具有零热值的特点在国际市场较为流行,且公司拥有熟悉的客户资源,故此业务自达产以来销售情况良好,销量比去年有翻番增长,单价在3、4千元左右,属于毛利率较高(上半年毛利率提升13%左右)且供不应求的产品。我们预计今年赤藓糖醇的销量在2300吨左右,此业务将是未来几年的一个新增长点。
- 果葡糖浆提价,毛利率逆势增长。果葡糖浆对蔗糖有较为明显的替代作用,上半年蔗糖价格较高,参考蔗糖的比价,公司果葡糖浆价格提升10%左右,使得毛利率比去年同期增长4.03%。
- 出口业务增长超预期约41.12%。在国内市场稳步发展的同时,公司加大了在美洲、亚洲等地区的开发力度,国际业务营业收入同比增长41.12%,主要是赤藓糖醇出口业务增长,以及百事等公司国外市场需求

的增长，预计在国际市场逐步复苏的情况下，公司的国际市场前景将不断向好。

消极因素：

- 整体毛利率下降，其中低聚糖下降9.11%。上半年公司主要原材料玉米和玉米淀粉的价格有较大幅度的上涨，对公司生产成本造成一定的压力，加之油价大幅上涨带来单位运输成本上升和人民币升值，导致上半年公司产品的综合毛利率下降3.53%。在公司做大做强低聚糖市场的策略下，上半年在原材料大幅上涨的情形下，公司低聚糖单价基本未变，销量也与去年同期持平，这造成原料价格上涨难以消化，毛利率同比大幅下降9.11个百分点。
- 销售费用增长109.07%，管理费用增长47.21%。上半年公司销售收入增长以及油价大幅上涨带来的单位运输成本的上升都造成运输费用增加；国际业务开拓费、海运费等国际业务费用增加，这两点造成公司前六月销售费用大幅增长。管理费用较上年同期增长47.21%，主要是工资、科研费、税金及其他费用较上年同期增加所致。财务费用较上年同期下降35.99%，主要是银行借款较上年同期减少。

业务展望：

今年上半年玉米现货价格同比增长近30%，期货价格增长19%，目前已突破2000元/吨，在成本上涨的压力下公司低聚糖量价均与去年持平，造成这部分毛利率大幅下降，我们预计下半年在中秋、国庆等节日和春节前集中备货因素下低聚糖销量会比上半年乐观，预计全年收入增长近20%。果葡糖浆通过提价而具有一定的成本转嫁能力，全年增长将至少保持上半年30%左右水平。我们预计赤藓糖醇全年销量同比增长6倍以上，单价比去年略有增长；低聚果糖明年顺利达产按计划取得收入160百万元。

盈利预测与投资建议

在消费升级、政府推动公众营养改善和下游需求带动下，公司作为功能糖行业的龙头、健康经济的领先者，将会充分受益于行业的成长，我们看好健康产业和公司的长期成长性。今年玉米等原料价格上涨对公司的低聚糖业务造成一定影响，果葡糖浆等其他业务尚可以转嫁和消化成本增长的压力，今年底低聚果糖投产，明后年分别贡献160、320百万元收入。我们预计2010和2011年EPS分别为0.58元和0.91元，对应的PE为47倍和30倍，维持此前强烈推荐。

表 1：投资组合盈利预测和估值

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	536.55	525.40	714.55	1054.47
(+/-)%	29.50%	-2.08%	36.00%	47.57%
经营利润 (EBIT)	49.01	35.75	66.06	107.25
(+/-)%	-0.90%	-27.06%	84.79%	62.35%
净利润	44.78	39.27	60.03	95.04
(+/-)%	34.48%	-12.29%	52.86%	58.32%
每股收益 (元)	0.75	0.59	0.58	0.91

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。