

2010 年 10 月 12 日

谨慎推荐

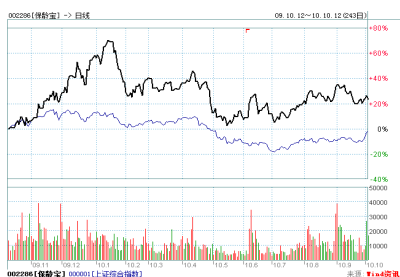
邵明慧

SAC 执业证书编号: S0690200010032

联系人: 农业食品研究小组

Tel: 010-68858132

Email: ranlingli@cnpsc.com

当前股价: 26.89 元**公司股价走势(近 1 年)****相关报告**

《保龄宝 (002286): 值得长线看好的功能糖专家》
2010 年 8 月 13 日

《保龄宝 (002286): 有忧有喜 长线看好——半年报点评》
2010 年 8 月 11 日

《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): 三季报业绩符合预期**——2010 年 3 季报点评****报告原因:**

公司发布了 3 季报。

点评:

1. **公司业绩:** 2010 年 1-9 月, 公司实现营业收入 5.24 亿元, 同比增长 36.7%; 营业利润 3609 万元, 同比增长 5.7%; 归属于母公司所有者净利润 3465 万元, 同比增长 12.2%, 实现基本每股收益 0.33 元。

其中, 7-9 月, 公司实现营业收入 1.97 亿元, 同比增长 45.4%, 环比增长 4%; 归属于母公司净利润 1242 万元, 同比增长 34.9%, 环比增长 11.5%; 每股收益 0.12 元。

公司预计 2010 年净利润同比变化幅度为: -10%至 30%。

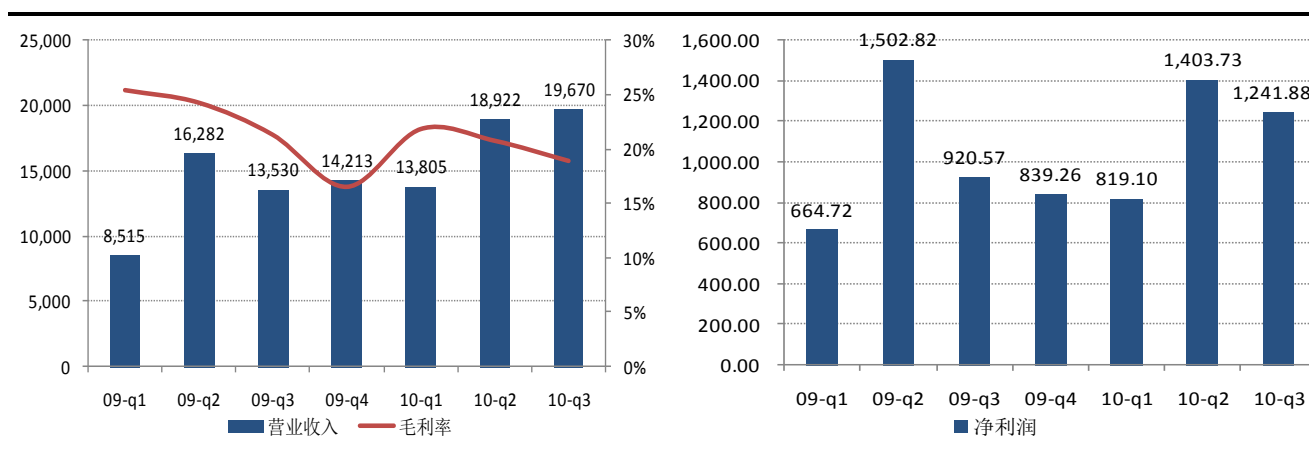
2. **成本上升压缩公司业绩。** 报告期内, 公司净利润增速远远低于收入增速主要是因为原料玉米价格大幅上涨, 而低聚异麦芽糖的产品价格相对固定, 成本转嫁较弱, 拖累公司业绩。我们预计, 由于新玉米上市, 四季度玉米价格将趋于平稳, 公司第四季度业绩有望好于第三季度。

3. **公司未来两年看点在果葡糖浆和赤藓糖醇。** 果葡糖浆目前已经成为公司业绩的主要来源, 在糖价高企的背景下, 可口可乐和百事可乐在中国的蔗糖替代速度将加快, 公司果葡糖浆产销量将有较大的提升空间。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, 目前供不应求。随着工艺水平逐渐释放, 业绩贡献也将增大。

4. **各子业务量价预测:** (1) 估计果葡糖浆 2010-2012 年的销量分别为 11 万吨、14.5 万吨、16.7 万吨, 毛利率基本维持在 20-22%的水平; (2) 预计全年赤藓糖醇产量约 2000 吨, 毛利率在 30%左右。2011-2012 年的产量分别是 3500 吨和 4000 吨; (3) 预计低聚异麦芽糖 2010-2012 年的销量分别为 3.1 万吨、3.3 万吨和 3.7 万吨。

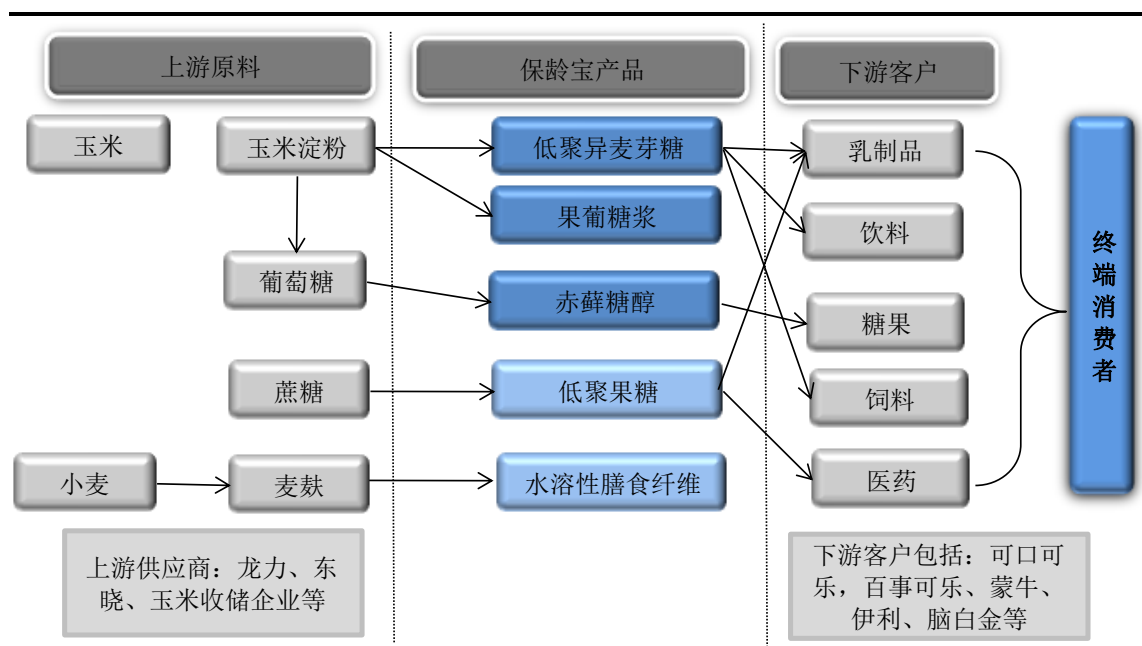
5. **长期值得看好，短期业绩看“加减”。**随着人口老龄化和亚健康人群增加，我们认为未来几年功能糖行业极可能出现爆发性增长。公司作为行业龙头，具有规模优势，另外，公司具有较强的研发和营销能力，能不断地开发新产品和新客户，从而形成新的增长点，所以我们觉得公司长期值得看好。短期内，公司业绩取决于果葡糖浆、赤藓糖醇以及低聚果糖的销量增长，和原料玉米等价格上涨的加减结果，后续我们会持续关注这些变量的变化。
6. **盈利预测和评级。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.5 元、0.96 元和 1.11 元，以 10 月 12 日收盘价 26.89 元计算，对应的动态市盈率分别为 54X、28X 和 24，维持“谨慎推荐”的评级。
7. **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。

图表 1：公司分季度营业收入与净利润



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：公司主要产品的盈利预测假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
低聚异麦芽糖-IMO						
总产能（万吨）	3	5	5	5	5	5
销量（吨）	27,412	33,140	29,124	31000	33000	37000
价格（元/吨）	5525	5530	5550	5530	5560	5520
收入（万元）	15144	18326	16164	17143	18348	20424
成本（万元）	9462	10876	10028	11,657	12,385	13,684
毛利（万元）	6,136	7,450	6,136	5,486	5,963	6,740
毛利率（%）	37.96%	40.65%	37.96%	32.00%	32.50%	33.00%
收入增长率（%）		21.01%	-11.80%	6.06%	7.03%	11.31%
果葡糖浆						
产能（万吨）	17	17	17	17	17	17
销量（吨）	56,653	61,649	85448	106100	144412	166890
价格（元/吨）	2291	2316	2432	2645	2555	2555
收入（万元）	12,979	14,278	20,781	28,063	36,897	42,640
成本（万元）	9699	11329	16994	21,665	28,964	33,473
毛利（万元）	3,280	2,949	3,787	6,398	7,933	9,168
毛利率（%）	25.27%	20.65%	18.22%	22.80%	21.50%	21.50%
收入增长率（%）		10.01%	45.55%	35.04%	31.48%	15.57%
赤藓糖醇						
产能（吨）	1000	1000	1000	4000	4000	4000
销量（吨）	479	417	428	2000	3500	4000
价格（万元/吨）	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
收入（万元）	1,534	1,335	1371	6200	10850	12400
成本（万元）	1056	1095	1138	4,402	7,704	8,804
毛利（万元）	478	240	233	1,798	3,147	3,596
毛利率（%）	31.16%	17.98%	16.99%	29.00%	29.00%	29.00%
收入增长率（%）		-12.97%	2.70%	352.22%	75.00%	14.29%

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

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	41,433	53,655	52,540	66,370	89,562	97,585
增长率	#REF!	29.50%	-2.08%	26.32%	34.94%	8.96%
减：营业税金及附加	193	372	252	265	358	390
销售费用	1,686	1,929	2,114	3,982	3,762	4,099
管理费用	1,499	2,561	2,512	2,854	3,582	3,903
财务费用	2,679	2,857	2,856	1,659	2,060	1,952
期间费用率	14.15%	13.69%	14.24%	12.80%	10.50%	10.20%
资产减值损失	(45)	34	96	170	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	30	33	30	0	0	0
营业利润	4,945	4,901	3,575	5,608	11,763	13,554
增长率 (%)	#REF!	-0.90%	-27.06%	56.89%	109.74%	15.23%
加：营业外收入	280	420	1,057	500	0	0
减：营业外支出	2	12	0	30	0	0
利润总额	5,224	5,309	4,632	6,078	11,763	13,554
增长率 (%)	-	1.63%	-12.75%	31.23%	93.52%	15.23%
利润率 (%)	12.61%	9.89%	8.82%	9.16%	13.13%	13.89%
减：所得税费用	1,894	831	704	912	1,764	2,033
实际税负比率 (%)	-	15.65%	15.21%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	3,330	4,478	3,927	5,167	9,998	11,521
归属母公司所有者的净利润	3,330	4,478	3,927	5,167	9,998	11,521
增长率	#REF!	34.48%	-12.29%	31.55%	93.52%	15.23%
净利润率 (%)	8.04%	8.35%	7.48%	7.78%	11.16%	11.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
总股本 (万股)	10,400	10,400	10,400	10,400	10,400	10,400
每股收益 (元)	0.32	0.43	0.38	0.50	0.96	1.11

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》。