

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司点评

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：晁岱秀

电 话：0755-82485059

邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间(元):	22.38~42.08
总市值(百万元):	2587.52
流通股本(百万股):	46.86
流通股比率(%):	45.1%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元):	694.98
每股净资产(百万元):	6.68
市净率(%):	3.72
资产负债率(%):	36.3

公司股价近一年走势



相关报告

《保龄宝（002286）：糖价高涨和产能释放双动力驱动业绩爆发》-20101102

《行业研究：糖仍然供需偏紧 果葡糖浆为最佳替代品》-20101207

《保龄宝（002286）：低聚糖下游需求的导火索已引爆》-20110223

保龄宝（002286）

——成本已是浮云 需求才是王道

事件：

公司公布 2010 年业绩快报，2010 年营业收入 7.2 亿元，同比增长 37%，营业利润 0.42 亿元，同比增长 18%；归属于上市公司股东的净利润 0.43 亿元，EPS0.42 元，同比增长 10.3%。

点评：

● **2010 年业绩基本符合预期** 10 年营业收入 7.2 亿元，超出我们预期 2000 万元，得益于果葡糖浆和赤藓糖醇的需求旺盛，产销量增加；10 年归属于上市公司股东的净利润 0.43 亿元，EPS0.42 元，同比增长 10.3%，略低于我们预期，主要受原料玉米价格大幅上涨以及下半年多个项目投产加大前期销售费用和管理费用投入都一定程度上消耗了净利率，随着原料玉米价格增速放缓、公司产品提价以及产销量增加产生的规模效应，将共同推动净利率快速提升，11 年业绩将爆发性增长。

● **白糖价格高位震荡，果葡糖浆量价齐升** 果葡糖浆为白砂糖的最佳替代品，其每吨的甜度成本比蔗糖低 2400 多元，据糖业协会预计 2010-2011 榨季国内白糖产量仅有 1100 万吨，再次减产 100 万吨，白糖供需缺口加剧，白糖价格继续高位震荡；果葡糖浆需求持续旺盛，国内果葡糖浆产量约有 170 万吨，可口可乐、百事可乐几乎全用果葡糖浆替代白砂糖，国内软饮料企业只能部分代替；公司果葡糖浆 10 万吨产能目前满负荷生产，新建 5 万吨产能预计于 11 年二季度投产，预计 11 年产量可达到 12.5 万吨，同比增长 40%；而公司于 2010 年末提价 10%，并有继续提价的可能性，仅果葡糖浆 11 年将贡献 EPS0.46 元。

● **赤藓糖醇需求旺盛** 赤藓糖醇为无热量的糖醇，用于生产糖尿病人食用的无糖食品，可大剂量服用且对身体无副作用，公司将产能由 1000 吨扩产到 4000 吨/年，并与 2010 年三季度投产，产品主要销往国外发达国家，市场需求旺盛，预计 11 年可满负荷生产，可贡献 EPS0.16 元。

● **低聚糖下游市场不断开阔，产销量将快速增加** 低聚糖又称益生元，可广泛用于乳制品、饮料、保健品等食品相关产品，与日本、欧美等发达国家相比，我国年人均消费量仅为其消费量的 1/5，国内低聚糖行业才刚刚起步。益生元低聚糖已是配方奶粉中继 DHA、ARA 之后必备的健康元素，且益生元配方在不断升级；国内乳企蒙牛、光明分别于 2011 年春节首次推出添加益生元的液体奶，并作为 11 年的主推产品；自国内奶粉事件以来，10 年奶粉产量增长 30%，液体奶产量增速提高到 13%；



保健品企业更加重视益生元产品的开发,国内低聚糖的需求将快速增加。公司为低聚糖领域的行业龙头,拥有5万吨低聚异麦芽糖产能,其产量占市场的70%;1万吨低聚果糖产能2011年元旦前投产,主要竞争对手的新产能要到2013年才投产,为公司低聚果糖的快速发展留下巨大空间;而蒙牛一直都是公司的第二大客户并有长期良好的合作关系,我们判断蒙牛推出的益生元酸牛奶的原料低聚果糖主要来自公司。预计11年低聚异麦芽糖、低聚果糖分别贡献EPS0.18元、0.06元,超预期的可能性较大。

- **维持“强烈推荐”评级** 预计2010~2012年EPS为0.42元、0.96元、1.33元,对应PE为60倍、26倍、19倍;公司虽为食品加工企业,但其产品多为健康食品配料,随着国内人口老龄化加剧和消费者对健康更加关注其未来发展空间无限,以及11年产品销量旺盛业绩持续快速增长,我们认为11年PE应在40~45倍,未来12个月内合理股价区间应在38~43元,维持“强烈推荐”。

- **风险:** 玉米价格爆发式增长;下游产品发生重大安全事故;

表1: 产品营业收入预测表

		2009	2010E	2011E	2012E
低聚异麦芽糖	营业收入(百万元)	166.89	181.70	194.60	207.05
	增长率(%)	-8.93%	8.88%	7.10%	6.40%
	销量(吨)	32418	34039	35741	37528
	销售价格(元/吨)	5148	5338	5445	5517
	毛利率(%)	38.00%	32.00%	33.33%	34.21%
果葡糖浆	营业收入(百万元)	207.07	318.50	481.25	635.25
	增长率(%)	45.04%	53.82%	51.10%	32.00%
	销量(吨)	69022	91000	125000	150000
	销售价格(元/吨)	3000	3500	3850	4235
	毛利率(%)	18.00%	23.00%	22.00%	22.00%
赤藓糖醇	营业收入(百万元)	13.75	42.02	126.06	132.37
	增长率(%)	3.06%	205.66%	200.00%	5.00%
	销量(吨)	453	1400	4000	4000
	销售价格(元/吨)	30348	30015	31516	33092
	毛利率(%)	17.00%	28.00%	28.00%	28.00%
其他淀粉糖及淀粉副产品	营业收入(百万元)	137.81	154.65	175.21	191.57
	增长率(%)	-29.64%	12.22%	13.30%	9.34%
	销量(吨)	51404	56544	62199	68419
	销售价格(元/吨)	2681	2735	2817	2800
	毛利率(%)	6.00%	7.00%	7.00%	7.00%
水溶性膳食纤维	营业收入(百万元)	—	19.50	39.00	65.00
	增长率(%)	—	—	100.00%	66.67%
	销量(吨)	—	1500	3000	5000
	销售价格(元/吨)	—	13000	13000	13000
	毛利率(%)	—	40.17%	46.15%	42.31%
低聚果糖	营业收入(百万元)	—	—	60.00	138.00
	增长率(%)	—	—	—	130.00%
	销量(吨)	—	—	3000	6000
	销售价格(元/吨)	—	—	20000	23000
	毛利率(%)	—	—	20.00%	25.00%

数据来源: 第一创业研究所



表 2:利润预测表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	536.6	525.4	720.1	1,081.6	1,389.9
同比 (%)	29.5%	-2.1%	37.1%	50.2%	28.5%
营业毛利	126.2	113.7	131.1	221.7	295.8
同比 (%)	15.5%	-9.9%	15.3%	69.1%	33.5%
归属母公司净利润	44.8	39.3	43.4	99.8	138.4
同比 (%)	34.5%	-12.3%	10.5%	129.9%	38.7%
总股本 (亿股)	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04
每股收益 (元)	0.43	0.38	0.42	0.96	1.33
ROE	18.8%	5.9%	6.2%	12.4%	14.7%
P/E (倍)	58.1	66.2	59.9	26.1	18.8

数据来源: 第一创业研究所

主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	538.4	566.1	727.4	919.7	一、营业收入	525.4	720.1	1,081.6	1,389.9
货币资金	395.4	354.8	429.0	545.0	减: 营业成本	411.7	589.0	860.0	1,094.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.5	2.4	4.1	5.4
应收款项	75.2	95.4	138.3	176.3	销售费用	21.1	40.6	55.2	70.9
预付款项	21.4	30.2	44.0	56.0	管理费用	25.1	32.0	46.0	59.8
存货	46.2	66.1	96.5	122.8	财务费用	28.6	17.8	14.9	14.6
其他流动资产	0.2	19.6	19.6	19.6	资产减值损失	1.0	1.8	1.0	0.9
非流动资产	545.7	543.1	523.0	502.9	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	5.0	8.7	8.7	8.7	投资收益	0.3	0.7	1.4	1.4
债权与公允价值资产	2.4	2.3	2.3	2.3	其中: 联营企业收益	0.0	0.3	1.4	1.4
固定资产	423.8	377.5	354.7	331.9	二、营业利润	35.7	37.1	101.8	145.7
在建工程	34.7	83.5	86.2	88.9	加: 营业外收入	10.6	14.2	15.6	17.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.3	0.0	0.0
无形及递延性资产	79.3	70.3	70.3	70.3	三、利润总额	46.3	51.0	117.4	162.8
其它非流动资产	0.6	0.8	0.8	0.8	减: 所得税费用	7.0	7.6	17.6	24.4
资产总计	1,084.1	1,109.2	1,250.4	1,422.6	四、净利润	39.3	43.4	99.8	138.4
流动负债	361.0	369.1	410.5	444.4	归属母公司净利润	39.3	43.4	99.8	138.4
短期借款	315.2	274.8	274.8	274.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	35.7	75.4	110.3	139.6	五、总股本(百万股)	104.0	104.0	104.0	104.0
预收帐款	3.9	11.4	17.7	22.7	EPS (元)	0.38	0.42	0.96	1.33
其它流动负债	6.2	7.5	7.8	7.2	主要财务比率				
非流动负债	60.5	36.3	36.3	36.3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	52.8	28.8	28.8	28.8	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-2.1%	37.1%	50.2%	28.5%
其它非流动负债	7.8	7.5	7.5	7.5	营业毛利	-9.9%	15.3%	69.1%	33.5%
负债合计	421.5	405.4	446.8	480.7	主业盈利	-16.3%	-13.7%	107.6%	37.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	-12.3%	10.5%	129.9%	38.7%
股本	80.0	104.0	104.0	104.0	获利能力				
资本公积与其它	495.3	473.0	473.0	473.0	毛利率	21.6%	18.2%	20.5%	21.3%
留存收益	87.3	126.7	226.5	364.9	主业盈利/收入	12.4%	7.8%	10.8%	11.5%
股东权益合计	662.6	703.7	803.5	941.9	ROS	7.5%	6.0%	9.2%	10.0%
负债和股东权益	1,084.1	1,109.2	1,250.4	1,422.6	ROE	5.9%	6.2%	12.4%	14.7%
现金流量表					ROIC	3.8%	4.3%	9.0%	11.1%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	38.9%	36.6%	35.7%	33.8%
经营活动现金流	44.5	78.4	90.4	132.0	利息保障倍数	1.4	2.4	6.7	9.5
净利润	39.3	43.4	99.8	138.4	速动比率	1.36	1.30	1.49	1.75
折旧摊销	31.0	27.2	23.8	23.7	经营现金净额/当期债务	0.14	0.29	0.33	0.48
财务费用	29.3	17.8	14.9	14.6	营运能力				
投资损失	-0.3	-0.7	-1.4	-1.4	总资产周转率	0.48	0.65	0.87	0.98
营运资金变动	-54.7	-1.8	-46.8	-43.3	应收款天数	51.52	47.67	46.04	45.67
其它变动	-0.1	-7.6	0.0	0.0	存货天数	40.39	40.40	40.40	40.41
投资活动现金流	-93.2	-51.6	-1.3	-1.3	每股指标 (元)				
资本支出	-93.5	-48.6	-2.7	-2.7	主业盈利/股本	0.62	0.54	1.12	1.54
长期投资	0.3	-3.4	0.0	0.0	每股经营现金流	0.43	0.75	0.87	1.27
其它变动	0.0	0.3	1.4	1.4	每股净资产	6.37	6.77	7.73	9.06
筹资活动现金流	285.4	-86.3	-14.9	-14.6	估值比率				
债务融资	-72.5	-64.4	0.0	0.0	P/E	68.00	61.52	26.76	19.30
权益融资	385.3	0.0	0.0	0.0	P/B	4.03	3.80	3.32	2.84
其它变动	-27.4	-21.9	-14.9	-14.6	P/S	5.08	3.71	2.47	1.92
汇率变动影响	-0.3	-0.1	0.0	0.0	EV/EBITDA	21.15	31.54	18.21	13.29
现金净增加额	236.4	-59.5	74.1	116.1					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120