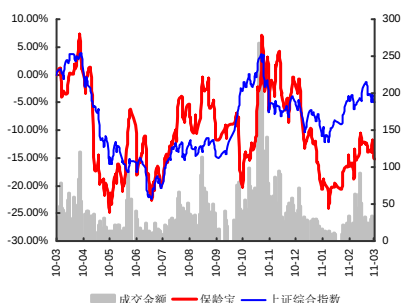


2011 年 3 月 18 日

评级：推荐

52 周走势

报告作者

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

执业证书编号：S0590210100011

相关报告
独立性申明

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，特此申明。

保龄宝（002286）2010 年年报点评
公告内容：

公司发布2010年业绩情况：实现主营业务收入7.2亿元，同比增长37.16%；实现营业利润4155万元，同比增长16.22%，实现净利润4280万元，同比增长8.99%，实现每股收益0.41元。

分析结论：
● 四季度成本、费用提升致净利润增速为负

营业收入同比增长37.16%，增长主要来自于果葡糖浆和糖醇，其中四季度收入增长38.35%，净利润下降2.86%，主要是成本推动毛利率下降，较三季度环比下降1.6个百分点，同时销售费用率环比提升2个百分点。

● 低聚异麦芽糖稳扎稳打、果葡糖浆量价齐升

公司低聚异麦芽糖销量稳定，预计2010年达到3万吨，其中伊利、蒙牛、无锡健特合计占比超过83%，下游需求非常稳定；果葡糖浆受益于糖价的快速上涨呈现出量价齐升的态势，销售近11万吨，均价同比上涨8%，随着去年底的提价，预计11年毛利率将有所提升。

● 赤藓糖醇迅速放量，低聚果糖蓄势待发

公司赤藓糖醇去年5月投产，10年实现销量近2400吨，市场接受程度非常好，毛利率较09年提升近7个点，11年销量有保证；低聚果糖项目进度符合计划，11年将开始贡献收入。

● 市场开拓导致销售费用率上升明显

10年公司销售费用率达到6.04%，较09年提升2个百分点，主要原因是：（1）由于油价大幅上涨带来的单位运输成本上升，导致运输费用增加；（2）国际业务开拓费、海运费等国际业务费用增加。

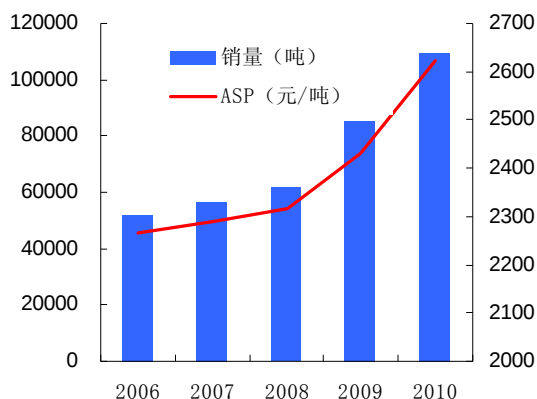
● 继续坚定看好公司未来的发展

再次重申我们此前的观点，坚定看好公司未来的发展，理由如下：（1）国内对功能糖的认知在不断扩大，未来行业发展有望加速；（2）蔗糖价格维持高位，将有助提升果葡糖浆的销量；（3）10年年底的提价，使得公司毛利率环比出现提升；（4）低聚果糖2010年年底投产，今年开始贡献收入；（5）原材料玉米以及食糖价格维持高位有利于公司与下游客户的价格谈判。

● 维持“推荐”评级

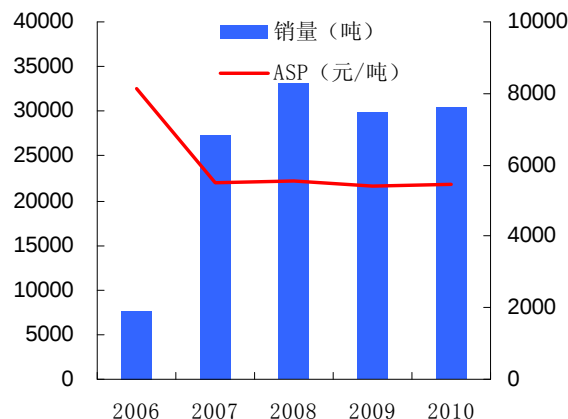
预计公司10-12年EPS分别为0.41元、0.91元和1.30元，对应目前股价PE分别为61倍、27.8倍和19.5倍，基于行业的巨大空间以及公司的高成长，维持“推荐”评级。

图表 1: 公司果葡糖浆销量及均价



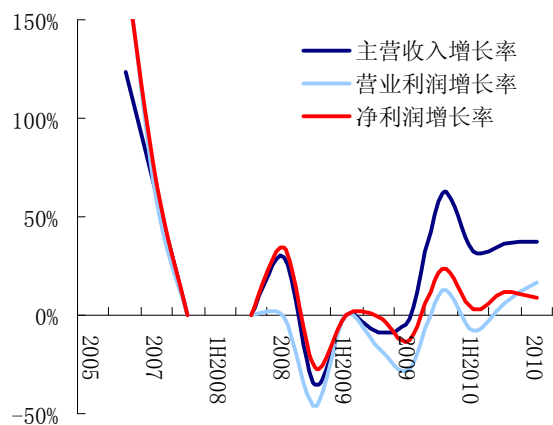
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司低聚异麦芽糖销量及均价



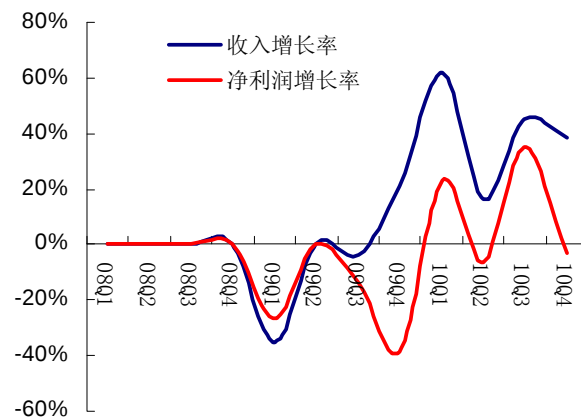
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司成长能力情况



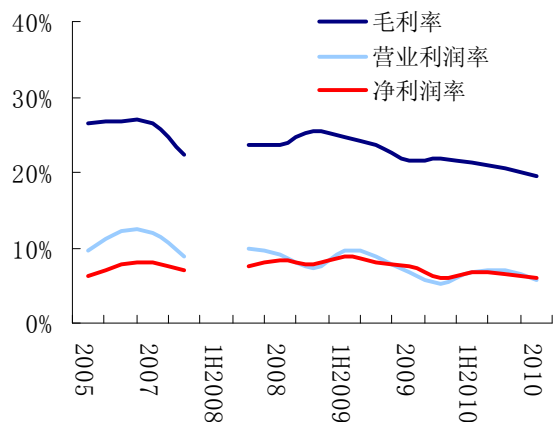
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司单季度成长能力



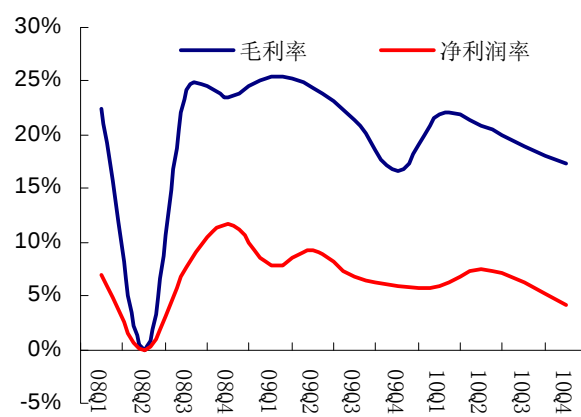
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司盈利能力情况



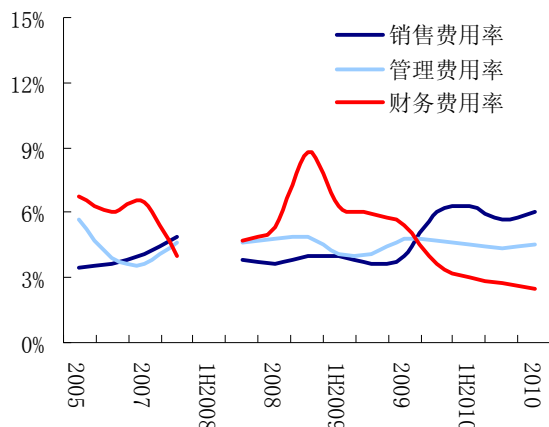
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度盈利能力



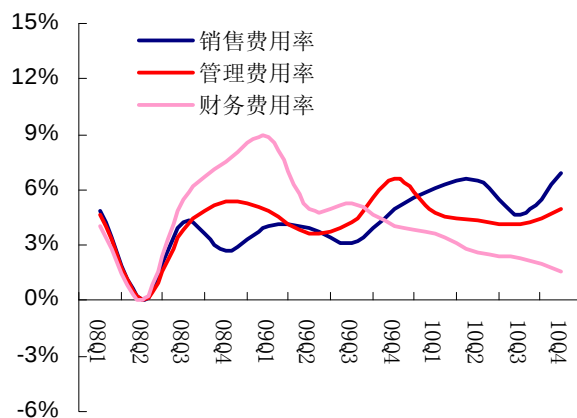
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司期间费用率情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 8: 公司单季度期间费用率



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 9: 公司单季度利润表

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	85.15	162.82	135.30	142.13	138.05	189.22	196.70	196.64
二、营业总成本	78.96	145.69	124.77	140.53	131.05	174.76	182.40	191.18
其中: 营业成本	63.45	123.22	106.39	118.58	107.83	149.84	159.41	162.55
营业税金及附加	0.33	1.13	0.84	0.23	0.57	0.70	0.92	1.19
销售费用	3.41	6.47	4.23	7.04	8.39	12.26	9.22	13.64
管理费用	4.13	5.89	5.76	9.35	6.52	8.23	8.20	9.67
财务费用	7.51	8.05	7.19	5.81	4.99	4.98	4.58	3.09
资产减值损失	0.13	0.94	0.37	(0.48)	2.77	(1.23)	0.07	1.03
三、其他经营收益								
公允价值变动净收益								
投资净收益		0.30		0.00		0.32		0.00
四、营业利润	6.19	17.43	10.52	1.61	7.00	14.79	14.30	5.46
加: 营业外收入	1.63	0.29	0.21	8.43	2.90	1.67	0.31	4.43
减: 营业外支出					0.27	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	7.82	17.72	10.74	10.04	9.64	16.46	14.61	9.88
减: 所得税	1.17	2.69	1.53	1.65	1.45	2.42	2.19	1.72
六、净利润	6.65	15.03	9.21	8.39	8.19	14.04	12.42	8.15
减: 少数股东损益								
七、归属母公司所有者净利润	6.65	15.03	9.21	8.39	8.19	14.04	12.42	8.15
EPS	0.1100	0.2505	0.1151	0.1049	0.1024	0.1350	0.1194	0.0800
收入增长率	-34.92%		-3.67%	21.05%	62.13%	16.21%	45.38%	38.35%
毛利率	25.48%	24.32%	21.37%	16.57%	21.89%	20.81%	18.96%	17.34%
营业利润率	7.27%	10.71%	7.78%	1.13%	5.07%	7.82%	7.27%	2.78%
净利润率	7.81%	9.23%	6.81%	5.90%	5.93%	7.42%	6.31%	4.14%
营业税金率	0.39%	0.69%	0.62%	0.16%	0.41%	0.37%	0.47%	0.60%
销售费用率	4.00%	3.97%	3.13%	4.95%	6.08%	6.48%	4.69%	6.94%

管理费用率	4.85%	3.62%	4.26%	6.58%	4.72%	4.35%	4.17%	4.92%
财务费用率	8.82%	4.94%	5.31%	4.09%	3.61%	2.63%	2.33%	1.57%
所得税率	14.96%	15.18%	14.25%	16.43%	15.04%	14.70%	14.99%	17.41%
净利润增长率	-26.27%		-13.76%	-38.62%	23.16%	-6.59%	34.85%	-2.86%

资料来源：WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。