

2011年07月26日

食品制造

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 20.85

目标价(元): 26.00

保龄宝(002286)

糖价上涨将使公司业绩上升

投资评级: N--买入(重申)

◎事项:

TMT 组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

联系人: 邱俊灏

电话: 021-50122125

最近国际糖价大幅上涨, 作为中国最大功能性糖生产企业, 受益替代效应, 我们认为公司业绩今年将增长 30%以上。

◎主要观点:

◆成本和替代效应使公司成为功能性糖龙头。

◆面对竞争, 公司积极开拓生物产业链。

◆公司募投项目今年将产生效益

◆公司业绩同比增长 30%以上。我们重申对公司买入的评级。

公司基本数据

总股本(万股)	10400.00
流通 A 股/B 股(万股)	4864.70/0.00
资产负债率(%)	33.83
每股净资产(元)	6.86
市净率(倍)	3.04
净资产收益率(加权)	1.44
12 个月内最高/最低价	32.86/17.85

股价走势图



相关研究报告

1《2011 年将迎来业绩爆发》, 2011.03.25

2《健康食品的时尚引领者》, 2011.03.06

	2008A	2009A	2011Q1	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	536.55	525.40	188.48	709.29	943.36	1254.66
同比增速(%)	29.50	-2.08	-4.15	35.00	33.00	33.00
净利润(百万)	44.78	39.27	10.18	50.66	79.31	119.79
同比增速(%)	34.47	-12.29	24.76	28.99	56.55	51.05
毛利率(%)	23.53	21.65	20.28	19.00	21.00	23.00
每股盈利(元)	0.75	0.49	0.10	0.49	0.76	1.15
ROE(%)	18.81	5.93	1.43	5.63	8.13	10.97
PE(倍)	2.48	20.20		54.49	34.80	23.04

1. 国际糖价大幅上涨 功能性糖面临历史发展机遇

1.1. 国际国内因素共振 糖价创出近十年新高

图 1 国际糖价市场价格



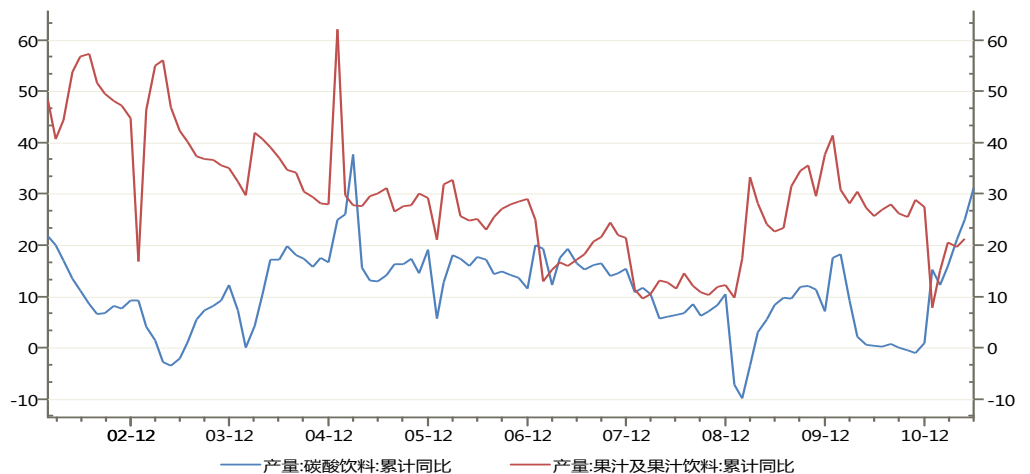
数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND、华宝证券研究所

国际上 随着世界最大糖业生产国巴西新榨季的新增产量预期消失,国际上对未来 2 年巴西糖产量的预期也从原先 4000 万吨减少至 3850 万吨,而 2013 年的糖产量也随之减少 200 万吨。

国内前段时间国储白砂糖的竞卖中,25 万吨国产糖全部成交且成交价格都高于现货及期货市场价格。目前白糖供应紧张主要有两个方面的原因。供给方面,本季白糖产量较少,预计同比下降近 5%左右;消费方面,与白糖消费相关的食品饮料行业却增长迅速。应用最主要的碳酸饮料同比增长 35%以上,果汁饮料同比也增长 12%以上。

图 2 碳酸饮料和果汁饮料增量 (%)



数据来源:Wind资讯

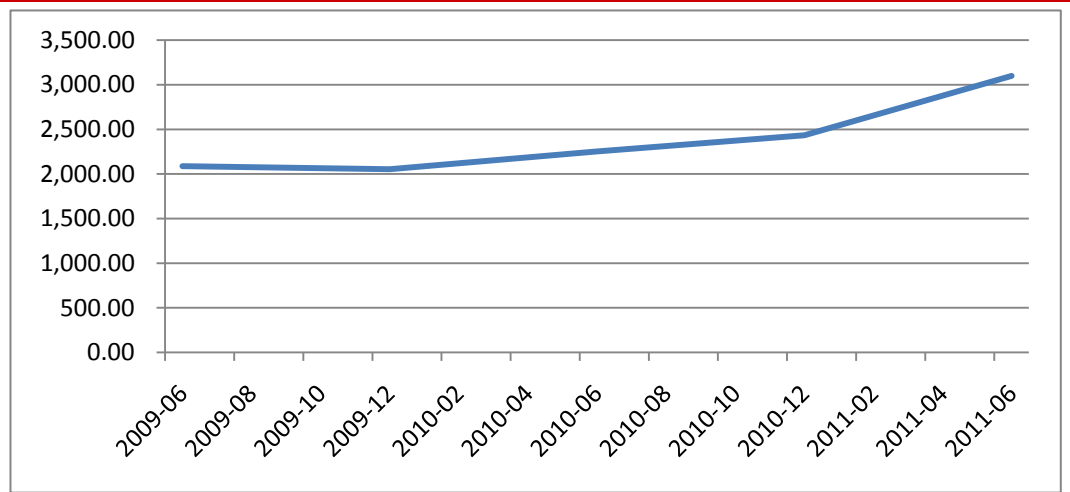
资料来源: WIND、华宝证券研究所

此外。食品饮料行业的季节性比较明显。碳酸饮料的高峰从夏季一直持续到中秋、国庆节。因此，未来 3-4 个月白糖行业的消费增速还将维持高位，价格也将维持高位。

1.2. 面临历史发展机遇 替代效应或将刺激需求增长

公司主要的产品是果葡糖浆和低聚麦芽糖。公司 2010 年开始重点发展的就是果葡糖浆。果葡糖浆是一种完全可以替代蔗糖的产品，并与蔗糖一样可广泛应用在食品及饮料行业。其甜度约相当于同浓度蔗糖的 90% 并且具有清香、爽口的特性。目前，果葡糖浆的价格只有蔗糖一半，因此未来在食品饮料中的应用前景将十分广阔。这使得果葡糖浆在食品、饮料等工业中的应用尽显优势。

图 3 果葡糖浆价格



资料来源：WIND、华宝证券研究所

从 80 年代开始，可口可乐公司就在饮料中添加果葡糖浆作为甜味剂。目前美国的可口可乐都已经全部使用了果葡糖浆，百事可乐也将会用果葡糖浆来替代蔗糖。公司作为国内两大可乐的主要供应商，未来市场增量将会十分可观。

虽然，玉米价格上涨过快，但公司与两大可乐公司都有长期协议，销售价格可以随着成本上升而相应提高。因此，我们认为该产品的毛利率将会略微下降但产量将会迅速增长。

2. 募投项目效益逐步释放 华丽转身将积极拓展生物产业链

公司募投项目效益逐步释放。这其中 1 万吨低聚果糖项目将会带来明显效益。根据与量子高科的比较，我们发现这领域的毛利率更高，市场前景更大。如果市场销售情况良好，这一项目将每年给公司带来近 2000 万净利润。

此外赤藓糖醇项目具有投资少、见效快、投资回报稳定、风险相对较小的优点。赤藓糖醇拥有生物发酵自然生产和零热值的优良特点。虽然目前国内市场还处于培养期，但未

来市场前景广阔。根据公司中报公布，改建项目已经在 2010 年 5 月份完成，未来将会产生明显效益。根据最新每吨 33000 元计算，至少能给公司带来近 1.2 亿收入，这也将增加对公司利润贡献度。

公司除了开拓功能性糖市场还积极进军产业链相关的生物工程领域。目前公司正准备申请卫生部的相关许可，一旦得到批准，公司将马上进入生物工程领域。

3.看好公司长期前景 重申“买入”评级

虽然上半年主要原材料玉米成本上涨 25%以上，但是公司销售毛利率只是同比下降 5%左右。这说明公司成本控制能力强、产品毛利率高有成本转嫁能力。一季度业绩同比增长 30%以上。我们预计 2011 年中报还将维持 30%的增幅。经过调整，我们预计公司 2011 年 EPS 为：0.76 元，未来 3 年还将保持 35%以上的增长率。因此，我们重申对公司“买入”评级。考虑食品饮料行业最近 5 年市盈率中值，我们给予该公司 35 倍市盈率。目标价格为 26 元。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	538.40	678.71	651.75	775.32
现金	395.37	482.56	423.47	430.06
应收账款	71.69	72.92	121.34	148.28
其它应收款	0.23	4.03	0.34	5.12
预付账款	21.44	9.29	28.79	26.99
存货	46.19	104.77	71.05	154.49
其他	3.50	5.14	6.77	10.38
非流动资产	545.71	600.77	660.81	738.36
长期投资	5.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	423.78	457.31	493.22	534.01
无形资产	79.25	101.86	129.72	169.02
其他	37.67	36.59	32.87	30.32
资产总计	1084.11	1279.48	1312.56	1513.67
流动负债	360.95	329.08	293.66	390.98
短期借款	226.18	203.35	210.74	213.42
应付账款	24.71	74.86	37.18	111.26
其他	110.07	50.87	45.75	66.30
非流动负债	60.54	51.37	43.09	31.06
长期借款	52.79	45.75	36.24	24.32
其他	7.75	5.62	6.86	6.74
负债合计	421.50	380.45	336.76	422.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	662.61	899.03	975.81	1091.63
负债和股东权益	1084.11	1279.48	1312.56	1513.67

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47.29	111.11	60.16	173.52
净利润	39.27	50.66	79.31	119.79
折旧摊销	30.08	27.03	31.02	35.74
财务费用	28.56	18.30	25.55	40.65
投资损失	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31
营运资金变动	-50.21	15.40	-75.42	-22.33
其它	-0.12	0.02	0.02	-0.02
投资活动现金流	-89.62	-81.80	-90.77	-112.96
资本支出	59.38	57.12	58.86	77.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-30.24	-24.68	-31.91	-35.31
筹资活动现金流	284.78	57.89	-28.48	-53.97
短期借款	23.50	-22.83	7.39	2.69
长期借款	-163.50	-7.04	-9.52	-11.92
其他	424.78	87.76	-26.36	-44.73
现金净增加额	242.45	87.20	-59.10	6.60

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	525.40	709.29	943.36	1254.66
营业成本	411.65	574.52	745.25	966.09
营业税金及附加	2.52	3.88	5.41	6.69
营业费用	21.14	27.63	36.21	49.18
管理费用	25.12	31.14	43.85	57.80
财务费用	28.56	18.30	25.55	40.65
资产减值损失	0.96	0.33	0.92	1.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.30	0.31	0.31	0.31
营业利润	35.75	53.79	86.48	133.20
营业外收入	10.57	5.86	6.87	7.77
营业外支出	0.00	0.05	0.06	0.03
利润总额	46.32	59.60	93.30	140.93
所得税	7.04	8.94	14.00	21.14
净利润	39.27	50.66	79.31	119.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	39.27	50.66	79.31	119.79
EBITDA	81.73	88.10	124.63	177.72
EPS（元）	0.49	0.49	0.76	1.15

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.08%	35.00%	33.00%	33.00%
营业利润	-27.06%	50.47%	60.78%	54.02%
归属母公司净利润	-12.29%	28.99%	56.55%	51.05%
获利能力				
毛利率	21.65%	19.00%	21.00%	23.00%
净利率	7.48%	7.14%	8.41%	9.55%
ROE	5.93%	5.63%	8.13%	10.97%
ROIC	4.22%	4.46%	6.41%	8.95%
偿债能力				
资产负债率	38.88%	29.73%	25.66%	27.88%
净负债比率	55.53%	28.98%	26.53%	22.87%
流动比率	1.49	2.06	2.22	1.98
速动比率	1.36	1.74	1.98	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.60	0.73	0.89
应收账款周转率	8.40	9.81	9.71	9.31
应付账款周转率	14.21	11.54	13.30	13.02
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.49	0.76	1.15
每股经营现金	0.45	1.07	0.58	1.67
每股净资产	8.28	8.64	9.38	10.50
估值比率				
P/E	20.20	54.49	34.80	23.04
P/B	1.20	3.07	2.83	2.53
EV/EBITDA	9.47	28.87	20.88	14.55

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。