



果葡糖浆领衔 迎来重大拐点 维持预测评级 ——保龄宝 (0002286) 调研快报

2011年8月28日

强烈推荐/维持

保龄宝

调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 电话: 010-66554017; MSN: ynynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: ljdb@dxzq.net.cn

事件:

日前我们前往山东专程拜访了国家糖工程技术研究中心有关专家及保龄宝相关负责人，就公司当前及未来一段时间的成本压力、产品销量、价格走势、产能扩张以及产业与资本市场双轮驱动等话题进行了交流。

观点:

1.未来一段时间成本压力趋缓，公司提价能力因产品而异，以果葡糖浆最强。今年上半年国内玉米价格大涨，大概上涨 15%，淀粉也从 2800 元/吨涨至最高 3300 元/吨，维持了 1 个月左右，给公司带来了很大的成本压力。未来一段时间成本压力会下降，主要因为以下因素：一是上半年玉米价格大涨之后进一步大涨的概率不大，毕竟我国玉米处于紧平衡而非严重供不应求状态，且进口占比很小，政策调控能力较强，故价格大幅波动不可持续；二是九、十月份秋收邻近，新增玉米供给会冲减价格大幅上升动能，甚至会推动玉米及淀粉价格回落；三是公司也会继续采取灵活应对措施，比如，玉米与淀粉价格谁低就买谁，同时通过内部挖潜等方式消化一部分成本；四是目前存货中的原材料不多，因为玉米价格和淀粉价格都处于高位，公司没有大规模采购，可以满足生产需要，对于下半年来说没有价格较高的原材料库存，在价格预期有所回落的情况下有利于降低成本压力。

从公司各产品的提价能力看，这几年随着玉米、淀粉、白糖等原材料价格的大幅上涨和对果葡糖浆的需求增长，产品供不应求，果葡糖浆已具备较强的提价能力。果葡糖浆的提价模式和机制是：以原材料（玉米或淀粉）价格波动 10%为限，达到就自动提价（成本+运费+加工费模式），价格猛涨慢跌将给公司带来更多益处，而慢涨猛跌则不利于公司增收。

2.果葡糖浆在白糖高价时代性价比十分突出，需求空间巨大；预计会成为公司产能、业绩释放的最大产品。果葡糖浆对白糖的替代是双重替代——功能替代和价格替代，从功能上替代是指白糖不适合糖尿病人、肥胖人群、龋齿预防者等食用，而果葡糖浆则可以，且口感、性能更佳；从价格替代看，白糖价格目前已超过 8000 元/吨，而中端的 F42 型果葡糖浆价格（到岸价）仅为 3600-3700 元/吨左右，中高端的 F55 果葡糖浆也仅为 4500-4600 元/吨，虽然果葡糖浆甜度不如白糖高（相当于后者的 90%），但一般按照 1:1.1 折算，果葡糖浆价格也比白糖便宜 38%-50%，性价比相当高。

公司早在 2006 年就开始给可口可乐供货；目前，公司已成为可口可乐最大的果葡糖浆供应商，公司估计国内可口可乐的糖浆替代蔗糖比例还会增加，百事可乐目前的采购量还是一般情况，近年来食品饮料等行业的下游客户形成了改用果葡糖浆替代白糖的，可以预计果葡糖浆的需求空间巨大，公司作为果葡糖浆的龙头也会分享这一“白糖替代”盛宴。

从今年上半年的情况看，公司果葡糖浆一直处于供不应求状态，收入同比增长 113%，收入占比已超过 40%，毛利率同比提升 2.8 个百分点至 25.63%，超过 2008 年毛利率 20.65% 达 4.98 个百分点。换句话说，

公司果葡糖浆已经大大超越金融危机时的 2008 年的盈利水平和重要性。从未来产能扩张和业绩贡献看，由于公司已在 2010 年新购得位于公司生产基地旁边 19 万多平方米的工业用地，正在考虑扩产项目，我们预计果葡糖浆因为供不应求和扩张便利等有利条件，成为公司近期产能大幅扩张的主要选择，在今年预计产销量 14 万吨左右基础上，快速扩大至 20 万吨以上；再加之提价能力强，果葡糖浆将成为公司产能和业绩释放最大的产品。

附：果葡糖浆十大特性让白糖逊色。有关专家将果葡糖浆的特性总结为十个方面，我们认为这充分说明果葡糖浆具有替代白糖的无比优越性。**一是甜味理想，且可协同增效。**果葡糖浆主要成分和性质接近于天然果汁，带有水果清香味道（果汁中的糖分主要也是果糖和葡萄糖，如葡萄汁浓度为 19.13%，干物质中 96.86% 为糖，糖分组成中果糖为 40.98%，葡萄糖为 35.86%），甜度则比蔗糖浓且有清凉感；以蔗糖甜度为 100，则果糖甜度可达 150，其中，果葡糖浆 42 糖的甜度为 90—100，而结晶葡萄糖、麦芽糖和葡萄糖（DE 值 42）的甜度分别为 75、60 和 50。一般人们喜爱的甜度为 10%—25% 之间的糖液浓度。有专家认为，果葡糖浆在甜味方面的最大优点在于含量相当数量（42%—90%）的果糖，对其他甜味剂有优越的协同增效作用，可减少苦味、怪味从而改善食品与饮料的口感。若果葡糖浆与蔗糖结合使用，可增加 20%—30% 的甜度且甜味丰满、风味更好。比如与糖精以同等甜度比例混合，则甜味增效最明显，且可掩饰糖精的苦味；含 3.5% 果糖及 0.0136% 糖精的饮料与含 10% 蔗糖的饮料甜味特性等效。**二是冷甜特性。**基本原理是：果糖具有 α 型和 β 型两种分子构型， α 型果糖的甜度是 β 型的 3 倍，低温时部分 β 型果糖转化为 α 型果糖，而使甜度增加，40℃ 以下时温度越低，果糖甜度越高，最高可达蔗糖的 1.73 倍。由于这一特性，果葡糖浆适用于清凉饮料和其它冷饮食品，如碳酸饮料、果汁饮料、运动饮料、冰棒、冰淇淋等。**三是溶解度高。**果糖溶解度为糖类中最高，当温度为 20℃、30℃、40℃、50℃ 时，果糖溶解度分别为蔗糖的 1.88 倍、2.0 倍、2.3 倍、3.1 倍。葡萄糖溶解度比蔗糖低，果糖葡萄糖溶解度随温度上升的速度比蔗糖快。糖浓度在 70% 以上时才能抑制酵母，霉菌生长，单独使用蔗糖达不到这种要求，而果葡糖浆能达到。果糖含量 42% 的果葡糖浆浓度则可达 77%。**四是抗结晶性好。**果糖较蔗糖难于结晶，应用在某些食品上可以表现出抗结晶性。**五是保湿性好。**果糖为无定形单糖，很容易从空气中吸收水份，带有半分子和一分子的结晶水，吸湿性大，具有良好的保水分能力和耐干燥能力，这一特性可使糕点保持新鲜松软，从而延长了产品货架期。**六是渗透压大。**基本原理是：物质的浓度差造成渗透压力各异。果葡糖浆的主要成分是单糖，分子量小，其渗透压高于属于双糖的蔗糖，因而在制作蜜饯、果脯时可以缩短糖渍时间。其高渗透压特性还可以抑制微生物生长，从而使其防腐保鲜作用强于白糖。**七是发酵性好。**酵母菌能利用葡萄糖、果糖、蔗糖和麦芽糖发酵，葡萄糖和果糖属于单糖，能被酵母直接利用，发酵速度快，在面包和利用酵母的糕点生产中，能产气多，导致食品疏松。可以说果葡糖浆在用于酵母发酵的食品加工方面优于蔗糖。**八是抗龋齿性好。**果糖不是口腔微生物的合适底物，口腔中的细菌对果糖的发酵性差，这利于保护牙齿珐琅质，不易造成龋齿。**九是化学稳定性好。**果糖和葡萄糖具有使某些物质的分子还原的特性即还原性。果葡糖浆化学稳定性较蔗糖差，果糖比葡萄糖更易受热分解，发生褐变着色反应即美拉德反应。美拉德反应产生的有色物质具有特殊风味；生产面包烘干食品时，可以获得美观的焦黄色表层和焦糖风味。蔗糖在酸性条件下会发生水解反应，转化成果糖和葡萄糖，工业上称为转化糖。**十是代谢过程独特。**包括大量食进的淀粉等在内的糖类物质被人体吸收的形式是葡萄糖。蔗糖为双糖，食用后需经转化成果糖和葡萄糖方被吸收。我们食用果葡糖浆，其中的果糖、葡萄糖可直接被吸收，这对病、弱、孕、婴是很为有利的。不过，果糖代谢过程不需要胰岛素辅助，故糖尿病患者摄取果糖仍可进行正常的能量代谢，代谢中对胰岛素依赖小，故不会引起血糖升高，这对糖尿病患者有利，**是糖尿病人的理想甜味剂。**

3. 下半年销售会逐渐加力，各项产品销售预期好于上半年。上半年低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇和膳食纤维等产品的销售没有跟上产能扩张和产量增长步伐，这影响到上半年的业绩。公司在这方面已引起足够重视，下半年特别是第三季度，公司将迎来功能糖的消费高峰，公司也会加大销售力度，确保这几大产品在产销量两方面得到增长。其中，低聚果糖作为 11 年上半年推出的新产品已得到完达山和摇篮等乳企的应用，液体占 75%，特别是完达山用量比较大。总体而言，下半年销量和业绩会是上半年的 1.3 倍，比较乐观的是 1.5 倍。

公司目前有市场营销人员 40 多人，占全部员工近 700 人 6% 左右，作为即将转型做终端的企业来说明显不足，未来将会扩大；另外方案解决部有 10 多人，全都是研究生学历，实力很强，作为公司独特的“方案营销”支撑力量，对公司重大产品推广和大客户开发发挥主要作用。

4. 受益两类政策，竞争者减少，需求有望扩大。第一类政策是指国家已经停止玉米深加工项目审批，这对于功能糖的后来者以及现有企业的产能扩张都构成阻碍，对于像公司这样的早有产能审批储备（估计至少 30 万吨）的功能糖之王是重大利好。近期关于玉米深加工的政策主要关注两个：一是 2010 年 11 月 5 日，国家发改委发布了“国家发展改革委办公厅关于对玉米深加工已建和在建项目进行清理的紧急通知”，要求各地发改委对深加工项目进行全面清理、审核，并且要求根据目前玉米供求的严峻形势，暂停核准玉米深加工项目，严禁擅自开工建设。二是 4 月 19 日财政部和国家税务局联合发出通知，为控制玉米深加工过快发展，经国务院批准，暂停玉米深加工企业收购玉米增值税抵扣政策，这会增加企业实际税负，压缩企业的利润水平，将会对企业的生产产生不利影响，对抑制深加工企业玉米需求产生一定的作用。**第二类政策是指功能糖被圈定在食品添加剂之外，逐步回归食品配料属性定位，有利于下游需求增长。**我国有关食品添加剂的清理整顿工作暂告一段落，过去误把低聚糖等功能糖当做食品添加剂、下游企业因为“推广标准不到位而不敢用”的历史基本结束，2011 年 3 月 22 日全国食品添加剂年会传出信息，低聚糖的国家标准正在制定中，国务院最近会出台一个政策，会提出在标准出来之前存在“一年半左右的过渡期或缓冲期”，在这期间下游企业可以使用。这一信息等于打开了低聚糖等功能糖的下游市场空间。在产量增长不迅猛的情况下，需求增长必定支撑价格。而且，公司的低聚糖等功能糖相对于国内不少厂家来说品质、规模以及营销等都占有优势，对下游的吸引力和价格谈判能力也会占优。

5. 进军终端市场、延伸产业链条之大幕即将开启，赤藓糖醇等白糖替代品销量空间巨大，公司将迎来多层面的转型与升级。公司确定走终端之路，下半年预计会有重大突破，未来在功能糖、生物医药、生物环保等领域纵横向拓展，主要产品包括：一是以低聚异麦芽糖为原料的双奇润生（润肠通便）及益生元产品、以低聚果糖为原料的益菌因子，均为健字号产品，属于保健品；二是以赤藓糖醇为原料的健怡糖醇（甜味剂），走食字号，是白糖替代品，而我国甜味剂市场的空间极其广阔，如我国每年销售 1400 万吨白糖，只要替代 30%，就可以达到 400 万吨销量，而公司目前能够供给肥胖者、糖尿病患者、龋齿预防者等使用的甜味剂总产能不到 20 万吨；三是为医药企业做配料的谷氨酰胺胶囊（保肝护胃），走健字号。我们认为，无论公司采取独资、合资或合作等方式进军终端市场，均意味着经营理念、战略部署、市场运作、客户服务、提价能力、盈利能力等方面转型和升级，其二级市场的估值也会随之改善。

结论：

公司主张用功能性健康配料、辅料和“配料+配方（方案营销）+终端产品”这一特色营销思路、产业模式等来武装和改造整个食品、饮料、医药、环保、化妆品、保健品以及饲料等下游产业，并完善自身的产业链条，使这些产业朝着健康方向升级换代，其经济社会价值无法用数字简单衡量。本次调研知悉公司下半年有诸多积极因素：成本压力下降、加大产品结构调整力度、产能扩张方向清晰——以果葡糖浆为主、各类产品营销发力、进军终端市场方面即将破题，以及未来更会考虑股权激励及市值考核等，进一步支持我们早些时候所做出的预判：公司将迎来业绩和增长重大拐点。经过对模型的重新调整和测算，预计 2011-2013 年公司净利润增速近 72%、59% 和 39%，EPS 约 0.71 元、1.13 元和 1.56 元，对应动态 PE28 倍、18 倍和 13 倍，与我们对公司 2011 年中报点评时的预测大体相当。综合考虑公司的健康价值、盈利水平，以及中长期（至少三至五年）看好公司成长性等因素，给予 6 个月目标价 30~32 元预期，对应 PE42~44 倍，低于当前中小板 45 倍 PE 重心，提升空间超过 50%，故继续强烈推荐。

风险提示：

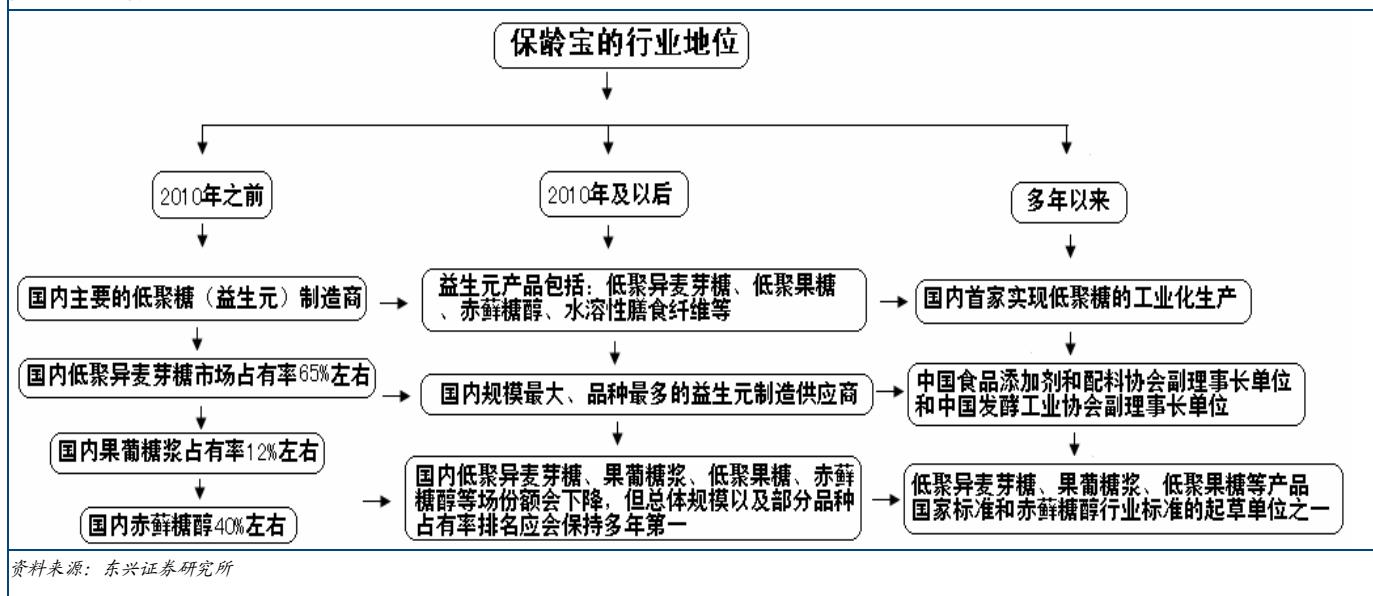
如果存在原材料价格失控、竞争对手突然变得强大并抢走公司主要客户，以及内部降压失效等现象，会对公司业绩形成比较大的打击。

表 1：2011-2013 年保龄宝盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	525.40	692.39	843.59	1204.47	1445.55
增长率	-2.08%	31.78%	21.84%	42.78%	20.02%
净利润	39.27	42.80	73.70	117.17	162.73
增长率	10.50%	8.99%	72.19%	58.97%	38.89%
EPS (元)	0.59	0.41	0.71	1.13	1.56
ROE	8.72%	6.10%	6.72%	7.39%	8.13%
PE	-	73	28.6	18.0	13.0

资料来源：东兴证券研究所

图 1：公司行业地位



资料来源：东兴证券研究所

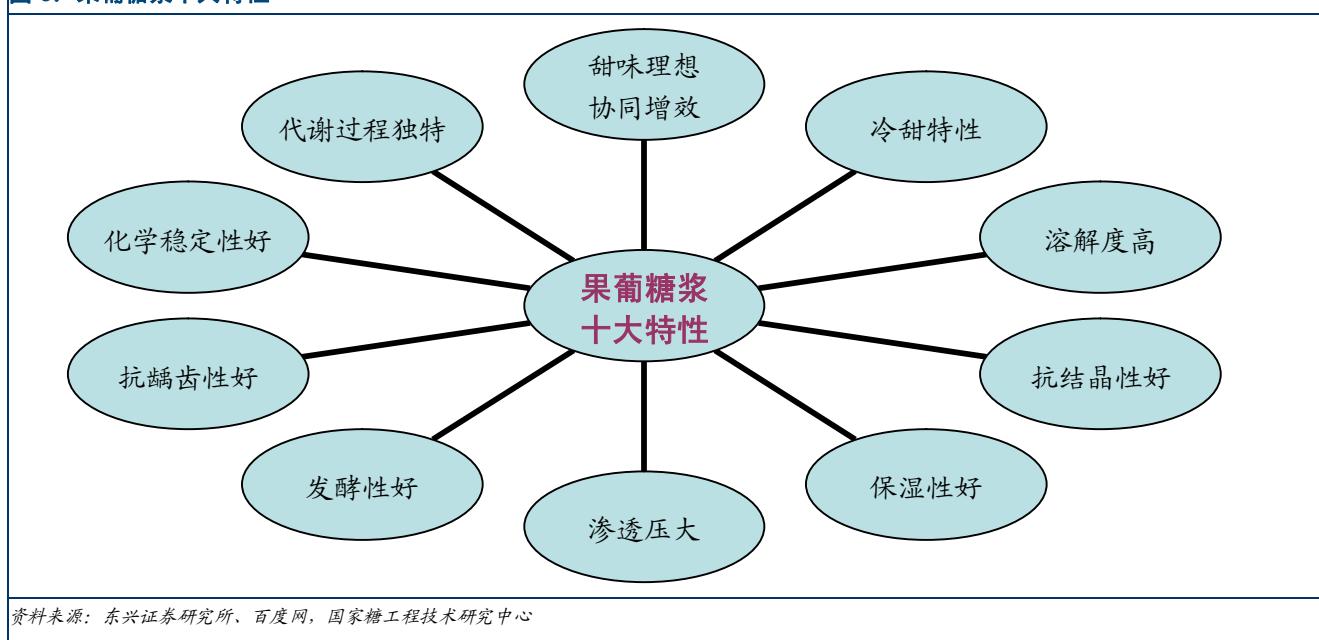
表 2：公司计划推出三款终端产品的基本情况

品名	配料	功效成分及含量	保健功效	适宜人群
双奇润生	低聚糖麦芽糖	每 100g 含低聚异麦芽糖 90g	改善胃肠道功能（润肠通便）	便秘者
L-谷氨酰胺软胶囊	99%L-谷氨酰胺粉	每 100g 含 L-谷氨酰胺 300mg、氨基酸 50mg 和鱼肝油 150mg	保护肝脏、保护胃黏膜、防止酒精中毒、预防胃肠溃疡	经常饮酒人士、胃炎、胃消化器官溃疡者
健怡糖醇	赤藓糖醇	赤藓糖醇	忌糖人士甜味剂、抗龋齿	忌糖人士、肥胖患者、白领人士、儿童、青少年等

注：健怡糖醇的卫生许可证为：鲁卫食证字 2008 第 371482-100023 号

资料来源：东兴证券研究所根据公司产品标注相关信息整理

图 2：公司终端产品-双奇润生（润肠通便）	图 3：公司终端产品-L-谷氨酰胺软胶囊（保肝护胃）	图 4：公司终端产品-健怡糖醇（糖尿病人甜味剂、防龋齿）
		
资料来源：东兴证券研究所根据样品拍摄	资料来源：东兴证券研究所根据样品拍摄	资料来源：东兴证券研究所根据样品拍摄

图 5：果葡糖浆十大特性


资料来源：东兴证券研究所、百度网，国家糖工程技术研究中心

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。