



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 定位大生物产业 13年将开启高增长之旅

### ——保龄宝（002286）调研快报

2012年12月10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 MSN: [yynliw999@hotmail.com](mailto:yynliw999@hotmail.com)

执业证书编号: S1480510120001

电话: 010-66554017

联系人: 李德宝

电话: 010-66554063

Email: [lidb@dxzq.net.cn](mailto:lidb@dxzq.net.cn)

#### 事件:

12月3~7日我们参加公司联合调研活动,与主要高管进行了多层面的交流,对公司新近确立的大生物产业战略目标及现有核心业务功能糖(醇)、正在开发的益生元应用推广业务生物饲料和增发募投新业务生物医药等新兴生物产业即将迎来巨大增长空间等有了新的认识和理解。公司近期公告将继续增发6100万股,但考虑到资本市场疲弱等因素,价格从12.17元/股下调至10.10元/股,融资额也从7.4亿元下调至6.2亿元左右,继续投资于年产5万吨果糖(固体)综合联产、5000吨结晶海藻糖、5000吨低聚半乳糖、糊精干燥装置及技术中心建设五大项目,募资金额减少1.2亿元,与预计总投资额7.18亿元相比1亿元左右的缺口将通过自筹解决。

#### 主要观点:

1.公司新近确定战略目标为大生物产业集团,“以生物添加剂和配料为核心,生物医药和健康为重点,扩展至生物基材料、生物农业及生物环保等其他新兴生物产业”,继续夯实巩固其“生物产业、健康配料企业”定位,这在食品饮料行业安全事件频发的大背景下显得非常珍贵,值得高度肯定、尊敬和预期。

(1) 公司主业和产品的安全性与健康价值十分突出。生物产业主要包括酶工程、发酵工程、细胞工程和基因工程等,公司所在的糖生物工程领域覆盖前三大工程,以玉米、淀粉、白糖等为原料,利用生物技术生产新型甜味剂和功能糖(醇)系列产品,其中功能糖被誉为人体内有有益菌的增殖因子即益生元,赤藓糖醇被认为是肥胖者、糖尿病患者、龋齿预防人群等的理想甜味剂;公司即将开展的延伸业务包括:为众多饲料企业提供益生元之一的低聚异麦芽糖,用以生产生物饲料;为解决乳糖不耐受症问题而生产低聚半乳糖;为医药行业的注射剂市场、疫苗稳定剂市场和药用辅料市场等生产结晶果糖、结晶海藻糖、麦芽糊精等。可以认为,诸多因素决定公司的核心产品非常安全可靠和健康,充分显示了企业如下超前和高尚的价值观与利益诉求:以健康营养为导向的先进理念、以物理反应为特色的技术工艺、以“营养科学实践家、健康方案引领者”为核心的企业愿景,以及以“为耕者谋利,让食者健康”为企业使命等;

(2) 公司是国内健康行业领先者和健康配料之王。公司坚持与世界同步,与巨人同行,一直致力于跟进国际一流创新企业,力求做到产品与技术与世界同步、国内领先,因而常常成为国内生物产业的空白填补者、第一个吃螃蟹者,在短期效益与行业领先无法兼顾的情况下,往往选择后者,成为下游行业——食品、饮料、医药、保健、饲料、动物营养等多个领域实现产品和产业升级的领航者。1997年以来,公司享有如下盛誉,充分显示其优秀的行业地位:国内果葡糖浆首家生产商和可口可乐白金供应商(2012年11月被可口可乐授奖为“白金供应商奖”、“最佳可持续发展奖”和“全球优秀结盟供应商”),2010年(下同)国内市场占有率达到11.23%;国内首家实现低聚异麦芽糖工业化生产商,国内市占率高达70%;国内首家赤藓糖醇生产商,低聚果糖与赤藓糖醇国内市占率均为前两位;

**（3）公司所处行业是国家重点支持发展的朝阳产业，市场空间十分巨大。**十八大提出推动我国战略性新兴产业健康发展，生物产业作为我国七大战略性新兴产业，在医疗保健、农业、环保、食品等重要领域对改善人类健康与生存环境、提高农牧业和工业产量质量等方面的重大作用将越益明显和重要，我国今后 5-10 年将以突破生物领域重大技术和满足经济社会发展重大需求为核心，重点支持生物制药、生物医学、生物农业、生物产业、生物质能五大生物产业的发展，预计生物产业将成为今后拉动中国经济腾飞的重要引擎。公司地处国家生物产业基地核心区——中国功能糖城山东禹城市，该区域生物制造产业集群全国规模最大、品种最全、品牌知名度最高、创新能力最强，公司也成为国家生物产业基地核心企业，中国功能糖行业领军企业，其发展前景自然非常广阔。

**2.公司现有核心业务主要产品将分别呈现平稳较快增长和高增长格局，近期公布的增发修正方案表明公司即将开启新一轮产业与市场扩张高峰，2014 年将进入高速发展期。**

**（1）公司现有核心业务果葡糖浆预计未来三年会保持比较稳定增长态势。**主要原因是该产品比较成熟，可口可乐、百事可乐等客户群体比较稳定，其需求增长也比较稳定，但毛利率偏低，多数年份维持在 20%~25% 左右，特别是受制于围绕玉米、玉米淀粉等原材料价格涨跌幅度 10%+运费+合理利润这一定价模式难以提升盈利空间，未来将保持稳定增长态势；

**（2）功能糖（醇）系列之中的低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇成长空间将大幅提升。**过去几年受制于下游客户数量及其需求的限制，这三款产品销路没有充分打开，而目前已成功开发保健品、食品、化妆品、乳制品等行业的较多大客户，这些客户新开发产品较多，需求大幅增加，预计 2013 年需求量将增长 50% 以上，以后几年也会保持较高速增长。其中低聚异麦芽糖今后将大力迈向生物饲料行业，迎来巨大增长空间（详见下文论述）。

**（3）即将增发拓展的生物饲料业务全面达产后将可增加 8 亿元以上收入和 1 亿元以上净利润，全面摊薄后贡献 EPS 高达 0.50 元以上。**公司近期公告将继续增发 6100 万股，但考虑到资本市场疲弱等因素，价格从 12.17 元/股下调至 10.10 元/股，融资额也从 7.4 亿元下调至 6.2 亿元左右，继续投资于年产 5 万吨果糖（固体）综合联产、年产 5000 吨结晶海藻糖、年产 5000 吨低聚半乳糖、糊精干燥装置及技术中心建设五大项目，募资金额减少 1.2 亿元，与预计总投资额 7.18 亿元相比 1 亿元左右的缺口将通过自筹解决。由于国外生物产业及产品创新不断，国内跟进者不断，公司决定在巩固现有益生元系列、果糖系列、糖醇系列、膳食纤维系列等产品规模优势的基础上，进一步扩张规模，增加品种，把产业延伸至生物医药领域，已成为美国辉瑞制药的战略供应商，本次增发募投项目中的结晶果糖、结晶海藻糖、麦芽糊精等项目就是瞄准了医药行业的注射剂市场、疫苗稳定剂市场和药用辅料市场等，结晶果糖意向客户包括香港维他奶（低糖醇味豆奶）、安利（儿童高蛋白饮品）、完美（完美高纤餐）、可口可乐（酷乐仕维他命水）、百事可乐（佳得乐）和武汉大安制药等；结晶海藻糖意向客户有达利食品（蛋糕）、福建丹夫（华夫饼）、养生堂（养生堂母亲牛肉棒）、川崎（川崎元贞甘唐固体调味料）、元祖糕点（新唐风伴手礼）、草木年华活泉补水系列、美极眼膜等；低聚半乳糖意向客户有：伊利（伊利全优 2 段较大婴儿奶粉）、蒙牛（益优特）、多美滋（金装金盾贝护延续较大婴幼儿配方奶粉）、惠氏（惠氏 S-26 金装幼儿乐）、完达山（育儿健较大婴儿配方奶粉）、太子乐（乳铁蛋白 LF 系列较大婴儿配方奶粉 2 段）、雅培（金装喜康力较大婴儿配方奶粉智护 2 段）、美赞臣（安婴宝 A+2 段）、贝因美（冠军宝贝健儿成长配方奶粉 3 段）、雅士利（安贝慧 1 段婴儿配方奶粉）等。前四大项目预计建设期均为 12 个月，最终达产 2014 年年中，完整年度内能够合计增加 80047 万元收入和 10,695 万元净利润，全面摊薄后增厚 EPS 可超过 0.55 元。

**3.公司未来 3-5 年最大的增长点将会是生物饲业务——饲料企业被要求采购公司低聚异麦芽糖作为抗生素替代品加入饲料之中，公司对此业务的前景非常乐观。**

**（1）生物饲料业务主要是为现有的饲料企业添加低聚异麦芽糖，以代替抗生素，实现肉类产品安全。**我国动物饲料行业普遍存在过度使用甚至滥用抗生素问题，各类肉产品的安全隐患比较突出，对动物和人类健康均构成巨大威胁。为了有效改变在饲料中过量添加抗生素问题，有关专家和政府部门正在呼吁和推动在饲料里添加低聚异麦芽糖这类益生元，用以替代抗生素，益生元主要是有利于动物肠道健康，减少各类疾病，从而减少甚至不用抗生素，这对于动物和人类的健康将具有重大的积极影响；

**（2）国内饲料规模庞大，低聚异麦芽糖的最大使用量可达 700 多万吨。**生物饲料的基本原理是在饲料中按照 0.4%或 4‰这一中值标准添加益生元低聚异麦芽糖，标准区间 3‰~5‰，按照国内 2011 年 1.8 亿吨饲料计算，最大可添加量达到 716 万吨，即使以 50%的覆盖率计算，也可达到 350 万吨以上；

**（3）农业部给公司提供长达五年（2012 年 8 月至 2017 年 8 月）保护期，公司有望在此期间成为饲料行业低聚异麦芽糖独家供应商。**2012 年 8 月农业部批准公司成为国内惟一可以在家禽饲料企业添加低聚异麦芽糖的企业，公司正在申请在猪饲料企业里添加低聚异麦芽糖，预计 2013 年上半年可以获批，届时，公司将作为国内惟一向所有饲料企业提供低聚异麦芽糖的厂商；

**（4）公司低聚异麦芽糖业务将带给公司巨大成长空间，理论上至少超过公司目前产销量的 100 倍，对业绩贡献也会相当巨大。**公司目前低聚异麦芽糖 5 万吨产能产销量仅 3 万吨左右，根据上述测算，饲料行业的最大使用量可达 700 万吨，即使是 5 年左右覆盖率达到 50%，也可达 350 万吨，是公司产销量的 100 倍以上。假设公司以销售 IMO50 粉和 IMO50 液低聚异麦芽糖为主，均价从 2013 年到 2017 年年均涨价 5%左右，从 0.50 万元/吨涨至 0.81 万元/吨，饲料企业覆盖率从 1%持续提升至 20%，则公司的收入将从 1.97 亿元增加至 57.7 亿元，五年增长 28 倍，假如毛利率从 40%提升至 48.5%左右，则毛利将从 0.89 亿元增至 28 亿元左右，大约增长 35 倍。而公司 2011 年的收入和营业利润只有 11 亿元和 1.1 亿元，增长空间可想而知。当然，这是一种比较乐观的假设和预测。

**（5）从比较保守的估计看，假如公司只能主要覆盖相邻省份的饲料企业，这些企业对低聚异麦芽糖的需求也会很大。**因为，公司地处山东，不仅会享有山东本省作为添加剂预混合饲料产量第一、配合饲料产量第二和浓缩饲料产量第三的便利，也可享有饲料前五大省之中的近邻省份之便利，这些省份包括添加剂预混合饲料的产量第二大省河北、第三大省河南和第四大省黑龙江；配合饲料第三大省河北、第五大省江苏；浓缩饲料产量第一大省河南、第五大省河北等。根据有关资料，这三大饲料前五名的产量集中度分别达到 57.16%、65.7%和 82.5%。而从公司目前的客户情况看，截至 12 月上旬，来自山东本身及其他省份的 10 多家主要鸡饲料生产厂家和 3 家猪饲料大客户已主动来公司或通过其他方式洽谈低聚异麦芽糖的添加事宜，已经开始采购加上有采购意向的用量已超过 2 万吨，形成了极好的增长态势。

**表 1：保龄宝 2013-2017 年生物饲料——低聚异麦芽糖业务销量及业绩贡献假设与测算（万吨）**

2011 年全国饲料结构	2011 年全国饲料产量	增速	低聚异麦芽糖最大添加量	以全部 50%覆盖率计算的 低聚异麦芽糖添加量	2013 年公司可能市场空间： 假设覆盖 1%的销量	2014 年公司可能市场空间： 假设覆盖 5%的销量	2015 年公司可能市场空间： 假设覆盖 10%的销量	2016 年公司可能市场空间： 假设覆盖 15%的销量	2017 年公司可能市场空间： 假设覆盖 20%的销量	2013-2017 年 年增长倍数
猪料	6830	14.90%	202	101	1.01	5.05	10.1	15.15	20.2	19



蛋禽料	3173	5.50%	100.8	50.4	0.504	2.52	5.04	7.56	10.08	19
肉禽料	5283	11.60%	315.92	157.96	1.5796	7.898	15.796	23.694	31.592	19
水产料	1684	12.10%	66.08	33.04	0.3304	1.652	3.304	4.956	6.608	19
反刍料	775	6.50%	21.4	10.7	0.107	0.535	1.07	1.605	2.14	19
其他料	316	12%	10.4	5.2	0.052	0.26	0.52	0.78	1.04	19
合计	18061		716.6	358.3	3.583	17.915	35.83	53.745	71.66	19
产销量增长(万吨)				119.43	1.19	5.97	11.94	17.92	23.88667	19
增速						400.00%	100.00%	50.00%	33.33%	
价格(万元/吨)				0.5	0.55	0.61	0.67	0.73	0.81	46%
收入					19706.5	108385.8	238448.7	393440.3	577045.7	28
增速						450.00%	120.00%	65.00%	46.67%	
毛利率					40%	42.00%	44.10%	46.31%	48.62%	22%
毛利					7882.6	45522.02	105155.9	182182.5	280561.1	35

资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

## 结论：

安全、健康、营养和创新，是我国消费升级、食品饮料监管的核心诉求，凡是符合这一诉求的企业将获得很大发展空间。公司作为目前国内规模最大、技术研发实力最强的果葡糖浆和功能糖生产企业，无疑会是最大和最直接的受益者。在近期食品安全事件频发的大背景下，公司高度安全、高度健康的产业与产品定位无疑显得弥足珍贵。更值得重视的是，公司开始在业务创新方面取得重大突破，其产业链虽然还没有完全延伸至消费品终端，但其在生物饲料添加益生元方面的定价权无疑是值得充分肯定的，这会带给它低聚异麦芽糖业务价升量增新时代，业绩增长轨迹有望“年年迈上大台阶”。而生物医药行业的拓展，将传承公司优势业务，继续为高增长添砖加瓦，形成若干年的高增长格局。

## 盈利预测与评级：

饲料企业对添加低聚异麦芽糖的积极性、公司的销售覆盖面等都是需要认真考虑的问题，我们预计这两个问题将影响公司业绩增长速度。经初步测算，我们从中性偏保守角度预计 2012-2014 年公司净利润增速约为

15%、40%和 43%，增发 6100 万股全面摊薄后 EPS 可达 0.47 元、0.46 元和 0.66 元，对应 PE 为 22 倍、23 倍和 16 倍。由于公司属于高度安全健康行业，为其二级市场估值就是为安全与健康定价，因此，建议 PE 倍数高于白酒、肉制品、食品综合制造等子行业，定位于 30~35 倍区间比较合理，给予 6 个月目标价 16 元预期，对应 PE 为 33 倍左右，还有 50%以上空间，故继续强烈推荐。

### 风险提示：

玉米及玉米淀粉价格增长过快、蔗糖价格大幅下滑、客户需求及开发不到位等，都会导致公司业绩不达预期。

**表 2：保龄宝 2012-2014 年盈利预测简表**

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	720.62	950.77	1,045.85	1,338.69	1,767.07
(+/-)	37.16%	31.94%	10.00%	28.00%	32.00%
经营利润（EBIT）	41.55	61.26	68.06	87.99	117.30
(+/-)	16.23%	47.44%	11.10%	29.28%	33.32%
净利润	42.80	55.72	63.74	89.75	130.31
(+/-)	8.99%	30.18%	14.39%	40.80%	45.20%
每股净收益（元）	0.41	0.54	0.47	0.46	0.66
市盈率（倍）	32.61	24.76	22.80	23.50	16.19

资料来源：东兴证券研究所

### 附录：东兴证券研究所食品饮料小组有关保龄宝的研究报告

序号	日期	报告题目	评级
1	2010/5/28	功能糖巨人健康经济功臣——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐
2	2010/8/11	糖醇达产增收 204% 成本压力增大——保龄宝（002286）2010 中报点评	强烈推荐
3	2010/11/8	健康宝贝迎重大拐点大幅提升预测 继续强烈推荐——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐
4	2011/4/9	主动追求量价齐升 政策预期刺激需求——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐
5	2011/5/28	微生态健康之王价值严重低估 目标价 32-36 元——保龄宝（002286）深度报告之一	强烈推荐
6	2011/8/10	果葡糖浆唱主角 募投项目未如愿 下调预测——保龄宝（002286）2011 年中报点评	强烈推荐
7	2011/8/28	果葡糖浆领衔 迎来重大拐点 维持预测评级——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐
8	2011/10/25	果葡糖浆领涨 低聚糖欠佳 下调预测 维持评级——保龄宝（002286）2011 年三季度报点评	强烈推荐
9	2012/2/14	费用增长致业绩低于预期下调预测维持评级——保龄宝（002286）2011 年业绩快报点评	强烈推荐
10	2012/4/19	新思路 新气象 稳定增长可期——保龄宝（002286）调研快报	强烈推荐
11	2012/7/25	中期增长近两成 增发提升内涵增长预期——保龄宝（002286）2012 年中报及增发点评	强烈推荐

### 分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。2010 年入围今日投资最佳独立分析师；2012 年入围水晶球非公募排行榜。

#### 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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。