

## 若成功实现 B2C 战略转型 有望嫁接互联网基因高弹性

### 核心观点:

- **益生元市场处于成长爆发期的前夜,公司若能从原有 B2B 模式战略转型品牌消费品 B2C 模式,用户数量和产品销售流量将几何级增长**

食品安全问题近年来受到广泛关注,我国已经开始进入健康红利时代。比尔·盖茨曾经说,下一个能超过他的人,一定出现在健康产业里。益生元中的低聚糖,我国人均消费量仅有 0.056 千克,分别为日本和欧美的 19%和 18%,市场空间巨大。

从公告可看出终端品业务是未来重点发展的核心战略业务,公司正在借力与下游品牌运营商多年的 B2B 方案营销经验,积极推进电子商务及品牌渠道嫁接等,有望挖掘新的 B2C 模式现金流和利润增长点。

- **未来 3 年 B2C 业务收入和利润率水平有望几何级提升**

若 B2C 营销体系能够建立与完善,公司终端品收入有望快速增长,B2C 业务 60%左右毛利率有望带动公司整体跳级;未来若干年如能够做大规模,则 B2C 业务净利率水平将高达 30%左右。预计 2016 年销售收入达到 2 亿元,2016 和 2017 年公司整体毛利率和净利率分别为(28%,12%)和(33%,16%),相对于现在的(18%,6%)呈现大幅提升。

- **与大型消费品企业的多年方案营销合作模式经验积累,为战略转型打下了坚实基础**

公司在作为配料生产商期间,通过方案营销模式,积累了丰富的市场营销经验。如提供产品解决方案,积极参与新产品开发,同时市场推广中进行合作,针对低聚糖和果葡糖浆等产品的功能及特性,双方合作开展市场宣传和推广。

- **B2B 投资品业务稳步扩大市场,可为 B2C 业务提供稳定现金流**

低聚糖、糖醇、果葡糖浆、其他淀粉糖四大业务较为稳定,未来低聚半乳糖、结晶果糖、结晶海藻糖、高端固体糊精投产后提升公司盈利幅度有望超市场预期。

- **行业估值的判断与评级说明**

公司未来将聚焦于大健康产业,包括消费品和生物技术,市场有望按生物技术和消费品进行估值,给予“推荐”评级。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.32、0.91 和 1.19 元/股,CAGR2013-2016 高达 70%。

### 主要财务指标

	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	874.36	967.13	1353.88	1800.66
净利润(百万元)	44.68	58.75	168.06	219.91
摊薄 EPS(元)	0.24	0.32	0.91	1.19
ROIC	5.3%	7.3%	22.72%	29.28%
总资产周转率(%)	0.90	0.91	1.09	1.20

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

## 保龄宝 (002286.SZ)

推荐 首次评级

### 分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李璇

☎: 010-83571374

✉: liyan\_yj@chinastock.com.cn

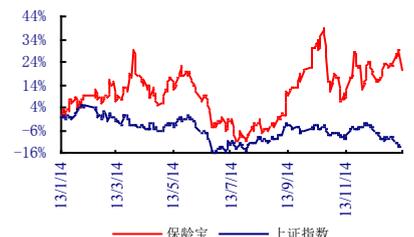
执业证书编号: S0130513060001

### 市场数据

时间 2014.01.20

A 股收盘价(元)	15.07
A 股一年内最高价(元)	18.87
A 股一年内最低价(元)	11.56
上证指数	1991.25
市净率	1.95
总股本(万股)	18462.80
实际流通 A 股(万股)	7191.68
流通 A 股市值(亿元)	10.84

### 相对指数表现图



资料来源:中国银河证券研究部

### 相关研究

食品饮料行业 2014 年投资策略:关注食品类板块复制 TMT 行情概率 20131229

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

参考发达国家和地区营养产业比重，功能食品占 37%，膳食补充剂占 35%，益生元中的低聚糖市场空间为 5 倍；

若 2014 年启动 B2C 业务，则 2014-2016 年销售收入分别达到 2000 万元、1 亿元和 2 亿元。随着 B2C 终端品业务的快速发展，收入占比逐年提高，将有效提升公司整体毛利率水平；未来销售规模扩大后，净利率水平也有望大幅提升。如汤臣倍健毛利率和净利率超过 60% 和 30%。

低聚异麦芽糖猪饲料添加剂通过农业部的审批。

果葡糖浆业务继续维持目前市场占有率。

益生元业务继续维持与目前大客户的合作关系。

低聚半乳糖、结晶果糖、结晶海藻糖、高端固体糊精达到预期市场效果。

### 我们与市场不同的观点：

(1) 市场普遍对公司 B2C 消费品业务的未来发展空间持怀疑态度。

我们认为，公司通过多年来的方案营销模式，积累了丰富的市场营销经验，既然现在将战略聚焦于大健康产业，包括消费品和生物技术，那么相信未来公司会进一步完善市场营销体系，通过各种方式达到全面转型的目标。

(2) 市场普遍认为公司仅仅是农产品加工企业，盈利空间和估值提升均有限。

我们认为，公司未来将聚焦于大健康产业，包括消费品和生物技术，因此市场对公司按生物技术和消费品进行估值，且由于现在基数小，未来几年复合增长率有望极高，因此根据预期 PEG 推算出 PE 合理区间较高，充分体现其高成长性。

### 估值与投资建议：

公司未来将聚焦于大健康产业，包括品牌消费品和生物技术，因此市场有望按生物技术和消费品进行估值，给予“推荐”评级。CAGR2013-2016 超过 70%，按 PEG 估值可给高 PE。

### 股价表现的催化剂：

转型 B2C 品牌消费品正式启动；生物饲料超预期；募投项目投产后市场反应超预期；定期报告超预期。

### 主要风险因素：

B2C 业务进度低于我们模型假设；定期报告低于市场一致预期；新项目投产后市场反应或盈利能力达不到市场预期；下游市场需求下降影响公司销售计划完成率。

## 目 录

<b>一、从 B2B 投资品到 B2C 品牌消费品可能的战略跨越</b> .....	<b>3</b>
(一) 终端品业务未来可能的发展模式.....	3
(二) 发展终端品的核心支持因素.....	4
1、成熟的多年全产业链经验.....	4
2、品牌优势明显.....	6
3、标准制定者优势.....	7
(三) 未来终端品业绩展望.....	7
1、健康产业市场前景广阔.....	7
2、公司未来有望快速成长为品牌消费品生产商.....	10
<b>二、B2B 投资品业务：为 B2C 消费品提供强大现金流支持</b> .....	<b>11</b>
(一) 打造食品安全产业链，超前独享政策保护.....	11
(二) 淀粉糖业务继续展现现金牛特点.....	12
(三) 其他业务有效补充.....	15
<b>三、估值水平：较量子高科相对低估</b> .....	<b>16</b>
(一) 资产规模遥遥领先.....	16
(二) 产品线全面超越.....	16
(三) 市值相对严重低估.....	17
<b>四、专业术语及公司情况</b> .....	<b>19</b>
(一) 专业术语.....	19
1、营养产业.....	19
2、功能食品.....	19
3、益生元.....	20
4、功能性低聚糖.....	20
(二) 公司食品安全产业链发展历程.....	21

## 一、从 B2B 投资品到 B2C 品牌消费品可能的战略跨越

### (一) 终端品业务未来可能的发展模式

当前国家大力发展健康产业，功能糖益生元作为重要的健康产业载体，在国家政策、产业发展、市场需求及企业能力等多重因素下，发展前景广阔。

从公司公告可看出，终端品业务是公司当前及未来重点发展的核心战略业务，目前公司管理层正在积极推进电子商务及品牌渠道嫁接等，使其成为公司未来发展的新的增长点，同时公司将充分发挥资本市场和产品市场的协同效应，确保终端品业务能够顺利实施。

图 1：终端品业务模式



资料来源：中国银河证券研究部整理

目前终端品有双歧润生、低聚果糖、果蔬粉等系列产品，有液体、粉剂、片剂等多种剂型即将面世。未来如随着聘请专业策划公司和营销专家进行策划，终端品产品将快速扩张。

公司品牌消费品将专注于肠道健康、口腔护理、免疫调节、体重控制等领域，依靠公司雄厚的与蒙牛、伊利、惠氏、健特等国内外知名品牌生产商多年的方案供应商经验，为消费者提供优质的功能食品。

图 2：健康领域特色解决方案



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 3：打造大健康产业微笑曲线



资料来源：中国银河证券研究部整理

未来公司不仅仅有望成为品牌消费品生产商，而且成为品牌消费品服务商，从大健康产业角度为消费者提供整体解决方案。

## （二）发展终端品的核心支持因素

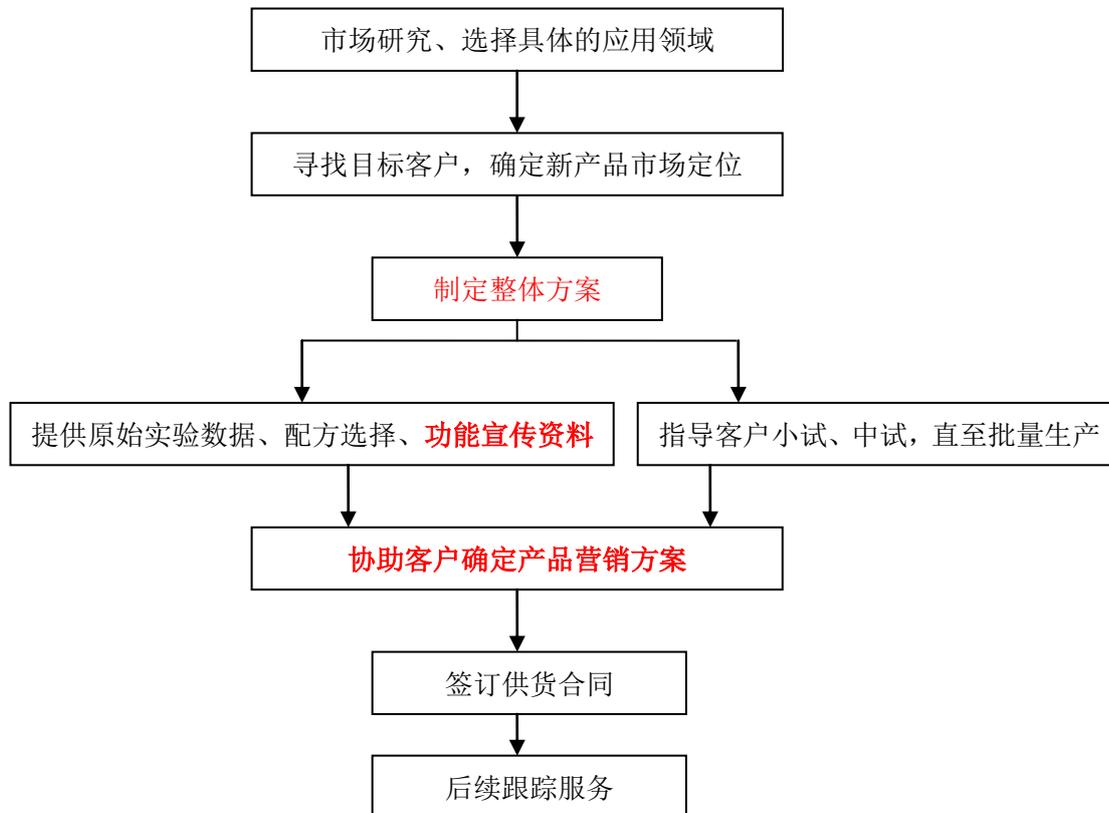
### 1、成熟的多年全产业链经验

公司作为功能糖行业的领军企业之一，已经在功能性低聚糖、功能性糖醇以及淀粉糖等领域的信息收集、研发、小试、中试、工业化大生产、生产管理、质量控制、产品检测等产业化环节积累了成熟的技术和产品创新经验，形成了高效、持续的产业化能力。

虽然公司采用的主要经营模式是作为配料生产商，供应给下游客户开发出丰富的功能食品，但是仔细分析公司业务流程后，可发现公司在市场营销部分主要环节具有较为丰富的经验。

方案营销是公司在销售模式方面进行的创新，为公司开发新客户提供了有利的支持。在方案营销的模式下，公司不仅向客户销售产品，还提供产品解决方案，积极参与重点客户的新产品开发，或为客户的新产品开发提供技术上的支持，从而优先成为客户未来采购的供应商。同时，客户向公司反馈产品使用中的意见，为公司开发新的产品、进一步满足市场需要提供参考。三是在市场推广中进行合作，针对低聚糖和果葡糖浆等产品的功能及特性，双方合作开展市场宣传和推广。

图 4：公司方案营销的流程：



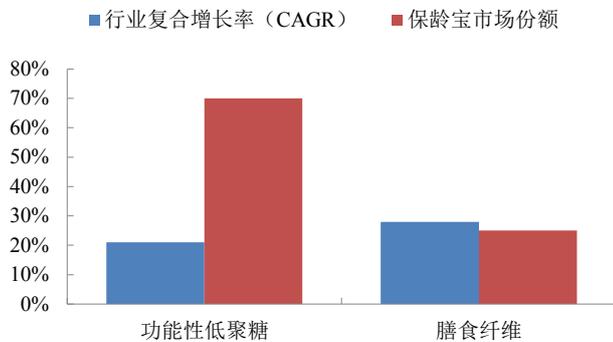
资料来源：中国银河证券研究部整理

主要客户方面：公司在同行业率先通过了可口可乐、百事可乐等跨国公司的供应商资格认证，是可口可乐、百事可乐全球认可的果葡糖浆样板工厂。与蒙牛、伊利、惠氏、健特等国内外知名厂商建立了稳定、协作、共赢、价值共享的合作关系。公司一直实施以客户价值为导向的商务模式，坚持站在客户的角度想问题、办事情，构筑起以交付专家、方案专家、客户经理为支撑的“铁三角”营销方式，专注于肠道健康、口腔护理、免疫调节、体重控制等领域，依靠公司雄厚的技术实力和制造水平以及健全的营销网络，为食品、饮料、保健品、乳制品厂家设计产品方案，整合市场和技术资源。大客户资源使公司明显区别于行业内竞争对手，成为公司的核心竞争优势之一。

技术支持方面：公司功能糖系列产品的专有生产技术和关键工艺，达到国际先进水平。赤藓糖醇产品还顺利通过了美国 FDA 的 GRAS 认证，为全面提升产品质量提供了保证，以“无任何不良显示 (NAI)”通过美国食品药品监督管理局 (FDA) 的审核，在国内同行业率先进入美国 FDA 官方审核数据库，对推动公司的赤藓糖醇等高端产品在国际市场的销售奠定了良好的基础。在第十七届中国国际食品添加剂和配料展览会暨第二十三届全国食品添加剂生产应用技术展示会 (FIC2013) 上，公司承办的“国家公众营养改善微生态健康促进项目重点工程‘OLIGO+健康快线’启动仪式”成功举行，公司被确定为微生态健康项目基地，这意味着公司的低聚异麦芽糖、低聚果糖、聚葡萄糖等一系列功能糖产品成功加入国家公众营养链。

良好的商业信誉和稳定的客户群体，使公司在营养健康配料及益生元领域占据市场先导地位，低聚异麦芽糖国内市场占有率近 70%。

图 5：保龄宝在益生元领域内的占有率



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 6：持续构建在功能配料领域的竞争优势和领导者地位



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 7：从农田到餐桌的供应链保障体系



资料来源：中国银河证券研究部整理

## 2、品牌优势明显

2008 年 1 月“保龄宝”商标被认定为驰名商标，2007 年 9 月，“保龄宝”牌产品被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌产品”，保龄宝牌低聚糖被国家公众营养与发展中心

推荐为营养健康倡导产品。2012 年荣膺中国营养产业 30 强。2012 年，公司荣获 2012 年度可口可乐供应商“年度白金供应商奖”、“最佳可持续发展/环保奖”两项大奖，“年度白金供应商奖”是可口可乐公司为供应商设立的最高奖项，公司成为国内唯一受此殊荣的高果糖浆供应商。在蒙牛乳业集团召开的 2012 年度“合作共赢 释放正能量”的供应商年会上，公司获得蒙牛集团“最佳商务合作伙伴”奖。

公司将进一步完善运营机制，增加研发、技术与市场投入，提升服务能力，加快推出富有竞争力的商业模式，通过精细化的推广模式快速拓展市场，稳固和扩大公司的市场份额，提升公司核心竞争力。

### 3、标准制定者优势

公司作为国家标准化委员会成员单位，是低聚异麦芽糖、果葡糖浆、低聚果糖等产品国家标准和赤藓糖醇行业标准的起草单位之一，是国家公众营养与发展中心认可的低聚糖生产基地，设有国家糖工程技术研究分中心、中国低聚糖产品质量检测中心、中国低聚糖协作秘书处等国家级研发机构。

功能糖系列产品的专有生产技术和关键工艺，达到国际先进水平，是可口可乐、百事可乐全球认可的果葡糖浆样板工厂。

## （三）未来终端品业绩展望

### 1、健康产业市场前景广阔

健康产业被国际经济学界确定为具有引导全球经济发展和社会进步的无限广阔的“兆亿产业”。

比尔·盖茨：下一个能超过我的人，一定出现在健康产业里。

保罗·皮尔泽：健康产业是继蒸汽机、电力电器、生物、IT 及网络之后财富第五波。

#### （1）健康产业受到政策扶持

2012 年我国慢性病人群调查分析，影响我国人民群众身体健康的常见慢性病主要有心脑血管疾病、糖尿病、恶性肿瘤等，我国慢性病人数快速上升，现有确诊患者 2.6 亿人，是重大的公共卫生问题。

由于环境污染、抗生素在食物链中的沉积、膳食结构的不合理，在经济高速发展下，如何实现国民健康与社会经济的同步发展，已成为政府高度关注的问题。在此基础上，国家启动了多项公共健康行动，引领健康饮食，推动全民健康生活方式行动，也为功能糖行业带来了巨大的市场空间。

美国健康与生产力研究院最新研究表明，每投入 1 美元让个人处于最佳身体状态，能够使社会因为生产力提高而直接获得的收益高达 40 美元，而通过膳食补充实现健康，花费的费用不及损失的 10%，显示出健康食品市场巨大的成长空间和发展潜力。

《“健康中国 2020”战略研究报告》强调以增进健康为中心，大力发展健康产业。

国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》：力争到 2020 年，健康服务业总规模达到 8 万亿以上。

《中国慢性病防治工作规划(2012-2015 年)》：科学指导合理膳食，积极开发推广低盐、低脂、低糖、低热量的健康食品。

《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020)》提到，根据我国科学及发展的总体部署，要把生物技术作为未来高科技产业迎头赶上的重点，加强生物技术在农业、工业、人口与健康等领域的应用。公司以农副产品为原料，通过生物发酵、生物酶技术制造功能糖及淀粉糖产品，属于生物技术在农业与健康领域的应用。

## **(2) 未来功能食品也是“刚需”，得到了国家发展战略及产业政策的大力扶持**

从美国、欧洲、日本等发达国家和地区营养产业的比重来看，功能食品的市场比重最大，占市场份额的 37%，其次膳食补充剂占市场份额的 35%。我国消费者对于功能食品的消费观念还未普及，还处于市场发展的初期。

《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》：开展新型酶制剂、氨基酸、寡糖和生物基材料、非粮发酵、绿色生物工艺过程的产业化示范及应用。

《生物产业发展规划》：面向健康、农业、能源、环保等领域的重大需求，坚持企业主体作用，着力培育特色产业集群，加快推进生物产业高端化、规模化、国际化，到 2020 年，生物产业发展成为国民经济的支柱产业。(加快生物基化学品、新型发酵产品的产业化与推广应用，重点推进非粮生物醇、非粮工业糖产业化示范，形成非粮可发酵糖的规模化供应，促进生物制造产业规模化发展。加快生物技术产品在生物饲料中的应用。)

《食品工业“十二五”发展规划》：适度发展功能性发酵制品(功能性糖类、活性肽、微生态制剂)等生产。培育新型食品配料及添加剂等生物制造新产品。加快发展功能性食品添加剂，鼓励和支持功能性食品配料等行业的发展。

《产业结构调整指导目录(2011 年本)》：鼓励发酵法工艺生产小品种氨基酸，新型酶制剂、多元醇、功能性发酵制品(功能性糖类、活性肽、微生态制剂)等生产。

功能食品具体可分为低聚糖和膳食纤维来分析。

低聚糖产业已经发展成为一个重要的生物技术产业，市场化品种 20 多种，正在研发的品种有近百种，并催生了 300 多亿美元的功能食品市场及 100 多亿美元的功能饲料市场，而且每年仍以 10%-20% 的速度增长，具有良好的市场发展前景。日本在功能性低聚糖的研究、开发与应用方面位居世界前列，早在 20 世纪 70 年代就开始研究，进入 80 年代以低聚果糖、低聚异麦芽糖等为代表的各种低聚糖先后开发成功，形成工业化生产规模。

日本 2003 年低聚糖年产量近 5 万吨，产量最大的是低聚异麦芽糖，其次为低聚果糖和低聚半乳糖。2003 年日本特定保健用食品(FOSHU)市场销售额达到 54 亿美元，其中改善肠道功能(用低聚糖)的 34.56 亿美元，占 64%；其终端产品有各种饮料(53%)、小食品(13.1%)、肉鱼蛋白食品(4.5%)、汤类(4.8%)、谷物食品(5.8%)、糖片(5%)等。欧洲产量最大的是菊苣制取的低聚果糖，其次是以乳糖为原料制取的半乳低聚糖。

随着居民生活水平的提高，健康意识的增强，添加低聚果糖（双歧因子）的产品对肠道健康的作用逐渐为大众所认可，下游食品企业也开始在其产品中广泛使用低聚果糖。据公司不完全统计，目前市场上有约 250 种食品添加了低聚果糖。根据中国人口亚健康与微生态失衡状况专家调查问卷统计分析，我国微生态失衡的人群在 60%以上，功能性低聚糖通过对肠道有益菌双歧杆菌的增殖，在改善人体微生态平衡方面有着重要作用；不同的低聚糖对人体有益菌的增殖作用不同，以低聚异麦芽糖为例，按专家建议的每天摄入 10-15 克的有效量估算，市场年需求量将在 300 万吨左右，如果再考虑未来功能性低聚糖在饲料和医药市场的运用，低聚糖行业市场空间巨大。

根据中国营养学会颁布的中国居民膳食营养素参考标准，我国居民膳食纤维实际摄入量 and 适宜摄入量之间存在较大差距，在人们的食物中补充膳食纤维已成为当务之急。目前，以膳食纤维为基料的保健品与食品行业正加速发展，一些跨国集团和国内食品企业（如蒙牛、伊利、旺旺、达利、好丽友、雀巢、达能、农夫山泉、汇源、光明等）纷纷推出以添加膳食纤维为卖点的功能性食品，添加膳食纤维的乳制品、饮料、糖果、饼干、面包、果冻等食品已达 40 余种。

在国外特别是美国和日本，对水溶性膳食纤维的研究起步比较早，水溶性膳食纤维作为一种常量元素添加到各种食品中，使人们能够非常方便地从不同食物中自然摄取膳食纤维，市场销售量在不断地增加，在欧美膳食纤维的年销售额已达 150 亿美元，在日本膳食纤维产品的年销售额也接近 100 亿美元。

世界粮农组织公布的膳食纤维每日摄入量最低警戒线为 27 克。中国营养学会颁布的中国居民膳食营养素参考规定每日膳食纤维摄入量适宜量为 30.2 克，2004 年《中国居民营养与健康现状调查》显示中国人膳食纤维摄入量平均每天 12 克，我国膳食纤维市场处于起步阶段。据中青在线网有关资料显示，我国目前超重肥胖者总计有 2 亿多人，由于膳食纤维具有调节血脂、减少脂肪堆积的功效，据理德斯普调查分析的结果，仅该部分人群对水溶性膳食纤维的未来潜在年需求量约为 130 万吨以上，加上老年保健品未来潜在年需求 38 万吨，糖尿病人保健品未来潜在年需求 44 万吨，饮料、乳品等行业未来潜在年需求 20 万吨以上，国内市场的潜在需求达 230 万吨以上，销售额将达到 45 亿美元，因此市场潜力巨大。

当前国内膳食纤维产能大约为 18 万吨，2008 年国内膳食纤维的产销量为 16-17 万吨，其中水溶性膳食纤维产能为 11 万吨，产销量为 10 万吨左右。在中国营养学会倡导下，膳食纤维将被添加到更多的营养食品和保健食品中，水溶性膳食纤维在应用范围和功效等方面优于非水溶性膳食纤维，因而更具市场竞争力，预计今后将进入一个快速增长时期。

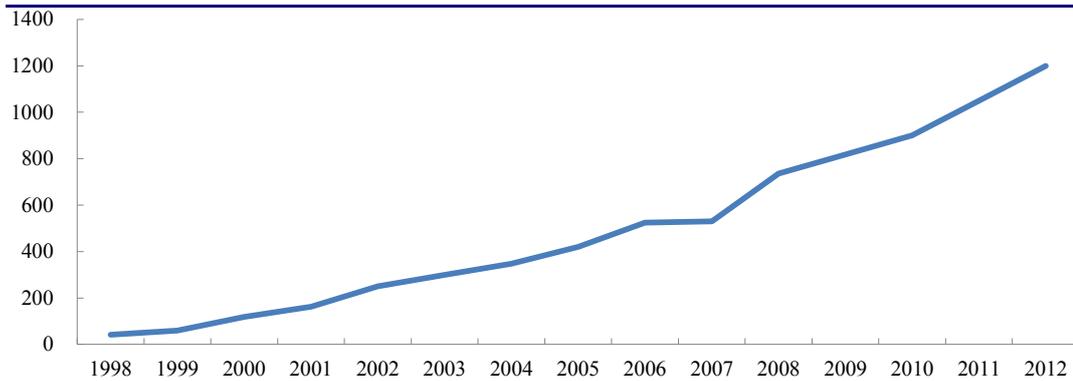
### **(3) 未来市场空间巨大**

据国家发改委、工信部《食品工业“十二五”发展规划》数据显示，到 2015 年我国营养与保健食品产业将达到 1 万亿元，年均增长 20%。中国保健协会数据统计，2020 年我国营养保健食品人均消费预计将达 300 元，市场总容量突破 4500 亿元。

根据中国食品发酵工业研究院（CNFFI）2010 年发布的《益生元行业国内外市场研究报告》，2009 年全国功能性低聚糖的总销量约 6.8 万吨，由于技术研发产业化等原因，低聚异麦芽糖的产销量最大，所占比例约为 60%，产销量第二大的是低聚果糖，所占比例接近 25%。

2009 年全国功能性低聚糖的总销量约 6.8 万吨，从总量上我国功能性低聚糖总销量已经超过日本，逐渐向欧美靠拢；但我国每年人均低聚糖消费量仅有 0.056 千克，仅为日本的 19.27%，欧美的 18.03%，与欧美、日本等发达国家相比，人均消费量还处在发展的初级阶段，因此国内功能性低聚糖市场还具有巨大的市场空间。

图 8：我国淀粉糖（含功能糖）产业增长趋势



资料来源：中国银河证券研究部整理

## 2、公司未来有望快速成长为品牌消费品生产商

解决好产品的研发设计、市场的拓展需要高层次的技术和营销人才队伍，是品牌消费品业务进入实质性发展阶段的前提条件。

如果 2014 年启动 B2C 业务，那么 2014-2016 年销售收入分别达到 2000 万元、1 亿元和 2 亿元。随着终端品业务的快速发展，收入占比逐年提高，将有效提升公司整体毛利率水平；未来销售规模扩大后，净利率水平也有望大幅提升。如汤臣倍健毛利率和净利率超过 60%和 30%。

我们认为投资者可关注公司在这方面的进度。

## 二、B2B 投资品业务：为 B2C 消费品提供强大现金流支持

目前公司的低聚糖、糖醇、果葡糖浆、其他淀粉糖四大主要系列产品，包括了低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇、果葡糖浆、麦芽糊精、葡萄糖等多元化产品，且部分产品又根据客户实际需求进行规格划分，产品线丰富、规格齐全，使用范围广，产品线覆盖了从低附加值产品到高附加值产品，有助于为客户更加方便及时地提供完善的产品解决方案。募投项目投产后将新增结晶果糖、结晶海藻糖、低聚半乳糖、高端固体糊精四种新产品，产品线将进一步丰富，产品附加值将进一步提高。

多元化的产品结构一方面有助于公司发挥产品之间的协同效应，利用不同品种、规格的产品满足不同细分市场的需求，从而扩大销售量，提高公司的产品竞争力；另一方面也能够降低公司对单一产品的依赖性，提高公司经营的稳定性。

图 9：公司投资品业务结构



资料来源：中国银河证券研究部整理

### （一）打造食品安全产业链，超前独享政策保护

根据农业部印发的《饲料工业“十二五”发展规划》中指出，“十二五”期间，饲料工业的主要任务之一是发展优质安全高效饲料产品。根据“十二五”期间饲料工业的产业布局，将在包括山东、江苏、河北、北京、天津、上海、浙江、福建、广东、海南等 10 省（市）的东部区域，立足市场、资金、交通和技术优势，重点发展高技术、高档次、高附加值和节能环保的饲料、饲料添加剂产品和饲料机械。

在中国畜牧业协会的指导下，由保龄宝、上海新农、成都旺达等 6 家企业作为首批会员，共同发起成立“中国安全动物营养产品供应商联盟”。联盟的主要任务就是通过不断吸收新成员，扩大联盟体，加速普及生物饲料，全面推广健康养殖，打造安全消费环境，确保我国畜牧饲料业的可持续。协会指导，企业参与，媒体配合，形成合力，这一新的推广模式，将加速养殖业的转型升级，让无抗肉离普通百姓越来越近。

根据中华人民共和国农业部公告第 1807 号，批准公司的低聚异麦芽糖产品为新饲料添加剂，并于 2012 年 7 月向公司颁发新饲证字（2012）01 号《饲料和饲料添加剂新产品证书》。

图 10：生物饲料



资料来源：中国银河证券研究部整理

公司将动物营养业务作为核心战略业务积极推进，取得了显著的效果，且在应用领域方面进行了扩项，对接下来更好的推进该项业务的进展奠定了良好的基础。目前公司低聚异麦芽糖猪饲料添加剂的申请目前已顺利完成动物功效性评价、耐受性评价等相关评价，申请材料已上报农业部，并按照农业部的审批程序进行审定，我们将积极跟进农业部的审批进度，争取尽早完成审批。期望与相关客户进行更加深入的合作，推进动物营养业务的更快发展。

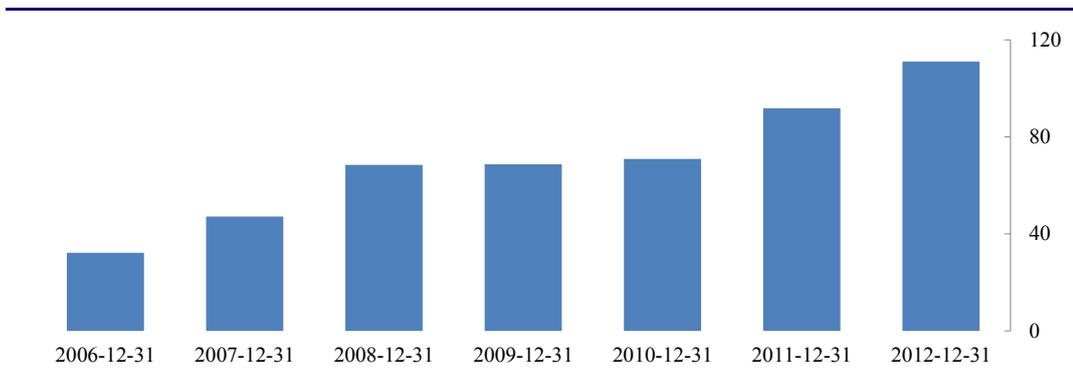
我们认为功能性低聚糖作为新型饲料添加剂，凭借其提高饲料转化率、提高动物免疫力和动物产品品质的等功效，已经被作为抗生素添加剂有力替代品之一而受到广泛关注，并且有效地解决了饲料成本、动物疾病以及饲料安全等问题。生物饲料能大大减少抗生素等药物类添加剂的使用，改善动物健康水平，从而提高禽蛋、肉产品等的食品安全性。未来公司业务发展空间巨大。

## （二）淀粉糖业务继续展现现金牛特点

公司淀粉糖业务包括功能性低聚糖、果葡糖浆、糖醇和其他淀粉糖，其中功能性低聚糖（低聚果糖、低聚异麦芽糖、另外有水溶性膳食纤维）属于益生元；公司的赤藓糖醇产品也具备对人体健康有利的功能，因此公司功能性低聚糖、赤藓糖醇均归类于功能糖，属于功能性配料。

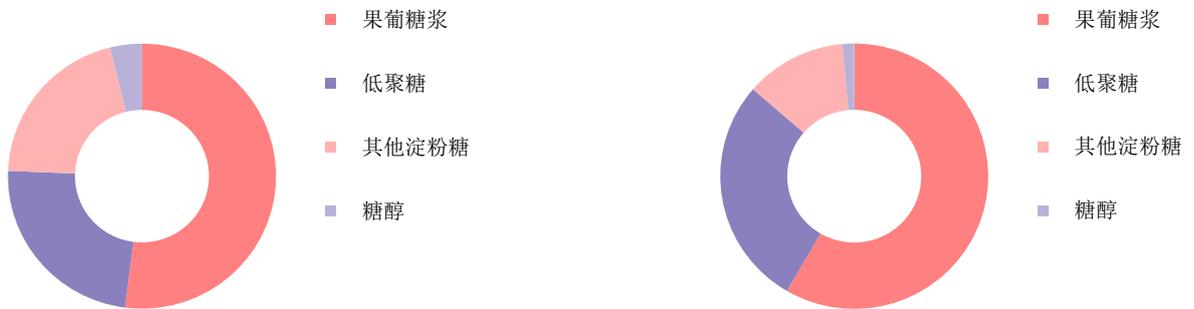
淀粉糖业务提供了稳定增长的现金流，为公司未来高速发展打下了坚实的基础。

图 11：现金流稳定增长（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

图 12: 公司淀粉糖产品收入 (左) 利润 (右) 构成 (2013 上半年)



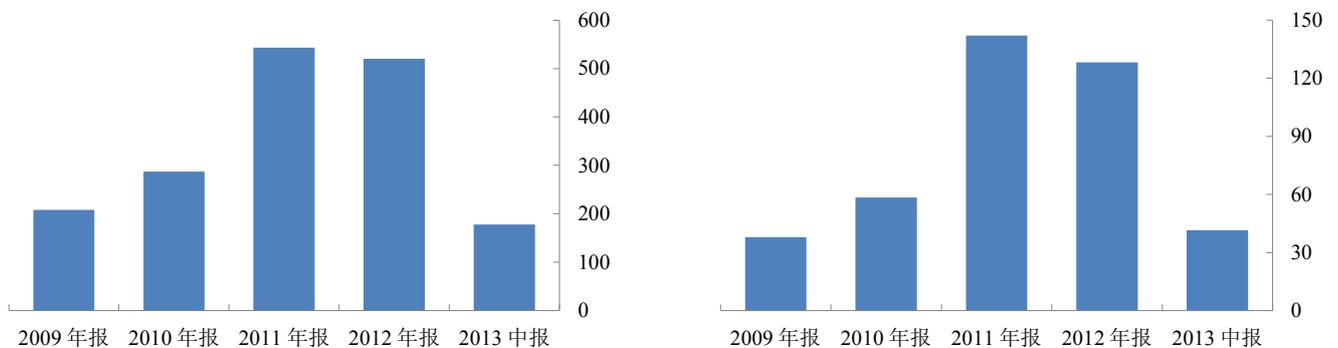
资料来源: 中国银河证券研究部

2001 年, 美国人均消费食糖就达 69 公斤, 其中蔗糖仅为 30 公斤, 而淀粉糖达到 38 公斤以上; 日本年消费食糖总量达 250 万吨左右, 其中淀粉糖占 50% 以上。而我国目前人均蔗糖消费量仅为 10 公斤, 人均淀粉糖消费量仅 3.8 公斤, 淀粉糖消费量尚不足食糖总消费量的 30%。食糖消费水平低的主要原因之一是糖精超量超范围的滥用。据统计, 我国糖精每年销量达到 1 万吨左右, 按 400-500 倍的甜度当量计算, 相当于 400-500 万吨食糖。因此, 今后十年如能有效限制糖精的使用, 则我国甜味剂具有更大的发展空间。

### 1、果葡糖浆对蔗糖的替代率逐渐提高

在近年来蔗糖价格走高的市场背景下, 果葡糖浆的应用领域迅速拓展并较蔗糖更为广泛。果葡糖浆以其口感好、易加工等良好特性正在得到广泛应用, 近年来, 国内越来越多的饮料工厂如可口可乐、统一、康师傅等已经开始选用果葡糖浆作甜味剂用于饮料生产。饮料行业作为果葡糖浆最重要的应用领域, 该行业的蓬勃发展, 为果葡糖浆带来了以下两方面的刚性需求: 其一下游饮料制造行业产量的持续上升将直接创造果葡糖浆的刚性需求; 其二蔗糖价格的持续高位运行, 使得果葡糖浆在下游饮料制造企业对蔗糖的替代率逐渐提高, 由于果葡糖浆行业相对于下游饮料制造行业的规模基数较小, 替代率的细小增长都可能带动其市场需求量的大幅增长。

图 13: 公司果葡糖浆业务收入 (左) 利润 (右) (百万元)



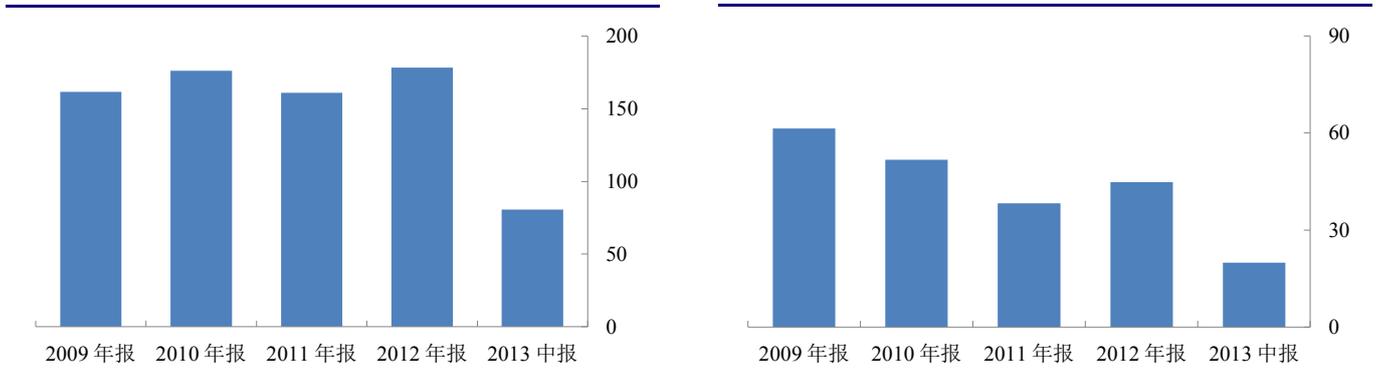
资料来源: 中国银河证券研究部

《中国轻工业年鉴》显示公司果葡糖浆产量占全国总产量的 11.23%。今后公司将进一步

优化工艺降低成本，提升产品的市场竞争力；对外通过方案营销及差异化战略进一步开发新客户，拓展老客户的新产品，扩大产品的应用领域，进一步提高果葡糖浆的销售。

## 2、益生元方案营销促成销售稳步上升

图 14：公司低聚糖业务收入（左）利润（右）（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

随着消费者对健康重视程度越来越高，和公司客户对“益生元”、“益菌因子”的大力宣传，市场对低聚糖的认可程度越来越高，下游客户将低聚糖应用到更多的产品中。近年来公司利用多种形式，宣传益生元的功能，让广大的消费者了解益生元的作用，引导消费者购买和食用含益生元的食品、乳品、饮料等；协助下游客户开发添加益生元的功能食品，提高益生元在终端产品领域的应用量，做大终端市场，低聚糖的销售稳步增长。

食品行业的高速增长，食品产业进入满足不同消费者营养需要的市场升级、市场细分新阶段，是对功能食品行业发展最有利的因素。同时在下流终端产品更新速度加快情况下，作为行业领先食品配料商，公司将继续提高与下游新产品迅速配套的能力。

## 3、赤藓糖醇市场广阔

赤藓糖醇的主要应用领域是保健品、糖果及医药、化工、化妆品等其他行业。其中在食品及保健品领域中应用最广泛，在该领域赤藓糖醇的消费量占我国赤藓糖醇总产量的 40%左右，其次是糖果领域，这部分所占百分比约为 35%；还有 25%应用在医药、化工、化妆品等其他领域。2011 年底，欧盟批复允许甜菊糖的使用添加，该政策的出台将导致欧洲市场对于甜菊糖和赤藓糖醇复配使用需求得到有效释放。由于赤藓糖醇类产品具备非致龋齿、有益牙齿健康等特性，以上特性将驱动其在口腔护理产品中的广泛应用。美国 FDA 已经允许“不引起龋齿”作为含糖醇类食品及饮料的健康宣称。目前，各类口腔健康产品层出不穷。根据 2011 年第六次人口普查数据显示，0-14 岁婴幼儿、儿童、青少年的人口比例占全国总人口的 16.60%。该年龄的人群牙齿硬组织薄、钙化程度低、耐酸能力差，在口腔致龋因素作用下极易患龋齿。儿童的口腔健康相关产品所具备广阔的市场空间，也将引致赤藓糖醇产品的广泛应用。

## 4、其他淀粉糖业务未来空间大

募投项目目前进展顺利，预计下半年将陆续进入投产期。募投产品结晶果糖、结晶海藻糖、低聚半乳糖、高端固体糊精符合了当前市场的需求热点。

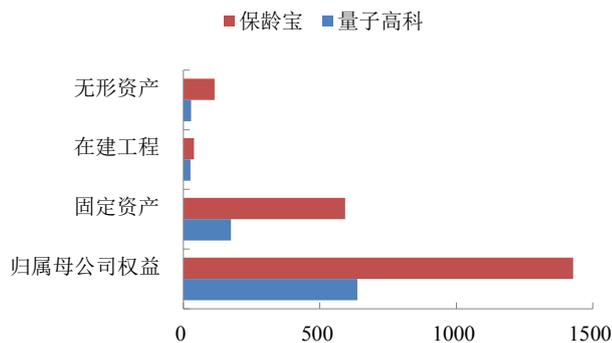
### （三）其他业务有效补充

进入金融领域。公司入股禹城农村商业银行主要考虑银行业的长期向好以及禹城农村商业银行的成长性和未来扩张潜力，同时对公司优化资产结构，分散经营风险、提高投资收益具有积极的意义。公司通过入股禹城农村商业银行，有效利用财务杠杆，提高资金利用效率，为公司开辟新的利润增长点，同时有利于结成金融战略合作伙伴，为将来实现产业资本和金融资本的融合创造条件。

### 三、估值水平：较量子高科相对低估

#### (一) 资产规模遥遥领先

图 15：保龄宝与量子高科资产对比（百万元）

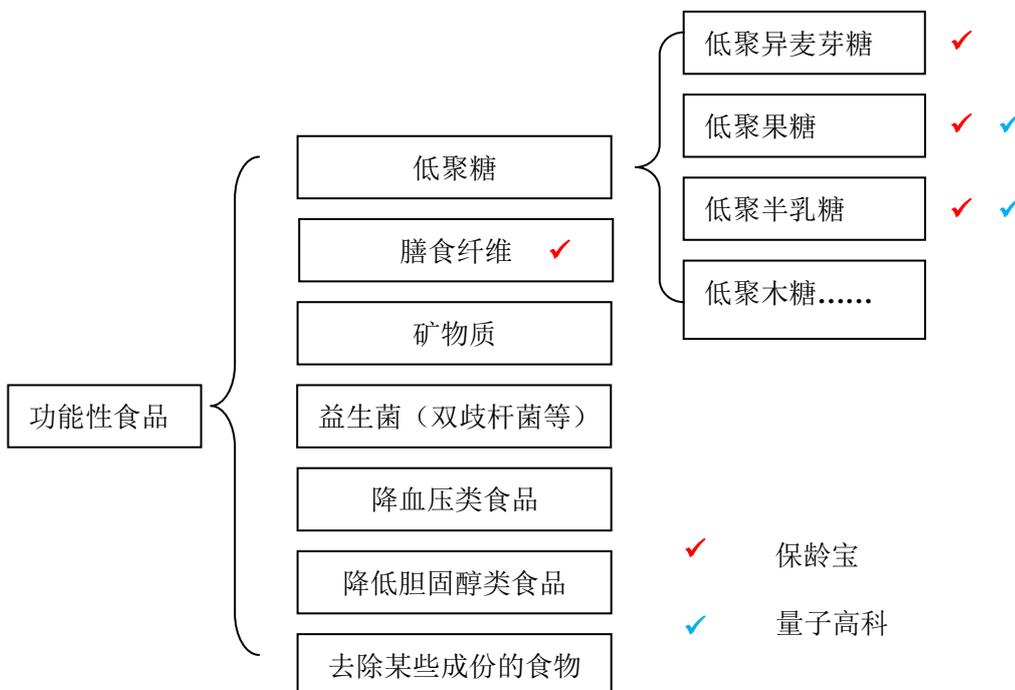


资料来源：中国银河证券研究部

保龄宝无形资产 4 倍于量子高科，固定资产 3 倍于量子高科，归属母公司股东权益则 2 倍于量子高科。

#### (二) 产品线全面超越

图 16：公司产品对比



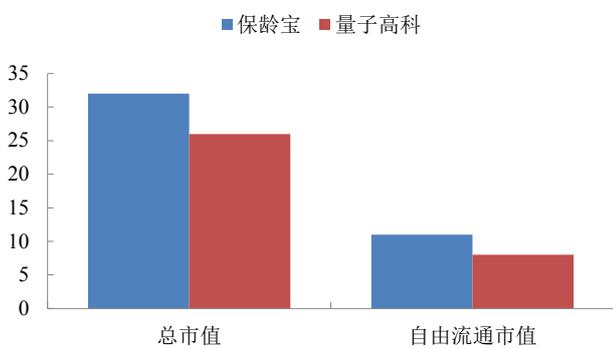
资料来源：中国银河证券研究部整理

保龄宝低聚糖产品包括低聚异麦芽糖、低聚果糖，及下半年投产的低聚半乳糖，另外还有赤藓糖醇、果葡糖浆、麦芽糊精、葡萄糖等多元化产品，产品线覆盖了从低附加值产品到高附加值产品。今年还将新增结晶果糖、结晶海藻糖、高端固体糊精等，产品线将进一步丰富。

量子高科低聚糖产品包括低聚果糖、低聚半乳糖，另外还有龟苓膏和果冻等多元化产品，相对保龄宝较少。

### （三）市值相对严重低估

图 17：保龄宝与量子高科市值对比（百万元）



资料来源：中国银河证券研究部

我们认为，从产品线、资产规模等角度分析，未来保龄宝总市值提升空间较大。

表 1: 公司财务预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	720.62	950.77	978.03	874.36	967.13	1353.88	1800.66
减: 营业成本	579.63	747.67	776.74	715.40	781.34	989.69	1296.48
营业税金及附加	3.38	2.87	5.97	5.33	5.90	8.26	10.98
营业费用	43.50	73.41	67.71	56.83	67.70	96.13	158.46
管理费用	32.61	54.58	45.56	42.84	46.42	65.01	86.61
财务费用	17.63	11.32	9.65	1.38	-3.35	-6.25	-10.57
<b>营业利润</b>	<b>41.55</b>	<b>61.26</b>	<b>71.11</b>	<b>52.57</b>	<b>69.11</b>	<b>201.05</b>	<b>258.70</b>
加: 其他非经营损益	9.04	4.69	8.60	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>50.58</b>	<b>65.95</b>	<b>79.72</b>	<b>52.57</b>	<b>69.11</b>	<b>201.05</b>	<b>258.70</b>
减: 所得税	7.78	10.23	12.39	7.88	10.37	30.16	38.81
<b>净利润</b>	<b>42.80</b>	<b>55.72</b>	<b>67.32</b>	<b>44.68</b>	<b>58.75</b>	<b>170.89</b>	<b>219.90</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.83	-0.01
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>42.80</b>	<b>55.72</b>	<b>67.33</b>	<b>44.68</b>	<b>58.75</b>	<b>168.06</b>	<b>219.91</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
货币资金	151.63	124.89	113.75	104.62	193.17	362.42	577.18
应收和预付款项	159.82	153.07	143.61	127.52	171.88	242.05	307.49
存货	91.58	98.22	100.95	77.21	117.37	129.10	193.78
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8.70	13.80	13.80	13.80	13.80	13.80	13.80
投资性房地产	2.28	2.19	2.10	1.81	1.52	1.23	0.94
固定资产和在建工程	507.38	597.68	605.61	540.52	475.43	410.34	345.25
无形资产和开发支出	109.31	108.72	116.30	103.44	90.57	77.70	64.84
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1030.71</b>	<b>1098.57</b>	<b>1096.11</b>	<b>968.91</b>	<b>1063.74</b>	<b>1236.65</b>	<b>1503.28</b>
短期借款	194.59	146.59	144.59	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	82.90	149.92	106.91	83.31	124.25	140.39	205.29
长期借款	24.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	26.10	41.53	27.16	27.16	27.16	27.16	27.16
<b>负债合计</b>	<b>327.59</b>	<b>338.04</b>	<b>278.66</b>	<b>110.47</b>	<b>151.41</b>	<b>167.55</b>	<b>232.45</b>
股本	104.00	104.00	135.20	135.20	135.20	135.20	135.20
资本公积	463.33	464.63	433.43	433.43	433.43	433.43	433.43
留存收益	135.79	191.51	248.43	289.42	343.32	500.09	701.83
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>703.11</b>	<b>760.13</b>	<b>817.06</b>	<b>858.05</b>	<b>911.95</b>	<b>1068.72</b>	<b>1270.46</b>
少数股东权益	0.00	0.40	0.39	0.39	0.39	0.38	0.37
<b>股东权益合计</b>	<b>703.11</b>	<b>760.53</b>	<b>817.45</b>	<b>858.44</b>	<b>912.33</b>	<b>1069.10</b>	<b>1270.82</b>
负债和股东权益合计	1030.71	1098.57	1096.11	968.91	1063.74	1236.65	1503.28
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	28.71	172.39	95.01	140.54	90.06	177.12	220.36
投资性现金净流量	-111.19	-108.30	-57.49	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-161.05	-74.39	-45.05	-149.67	-1.51	-7.87	-7.60
<b>现金流量净额</b>	<b>-243.56</b>	<b>-10.82</b>	<b>-7.84</b>	<b>-9.13</b>	<b>88.55</b>	<b>169.25</b>	<b>212.76</b>

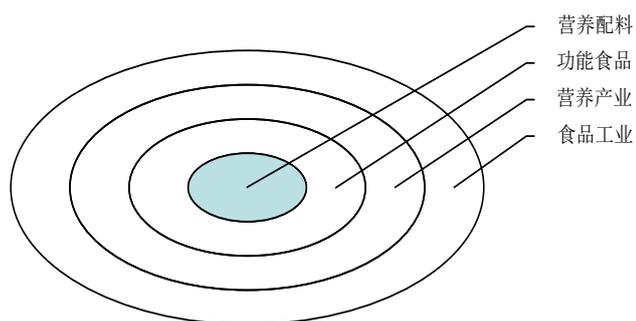
数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

## 四、专业术语及公司情况

### (一) 专业术语

#### 1、营养产业

图 18：营养产业

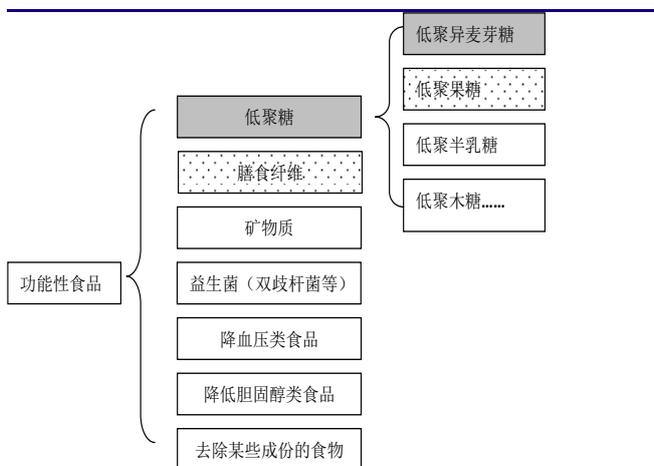


资料来源：中国银河证券研究部整理

营养产业是食品工业下的一个新类目，它的形成和出现是营养学、食品工业学、食品学、医学和化学进步的结果。当前环境污染、食物本身营养含量衰减、食物高精细加工、不良饮食习惯、经济条件限制等因素对人类健康带来不利影响，营养产业通过对食品进行科学的营养成分调整，保证人们充足均衡的营养需求与健康维护。根据美国最具权威的《营养商务杂志》每年发布的《全球营养产业报告》分类，营养产业由膳食补充剂、功能食品、天然与有机食品和天然个人护理用品四部分组成。从各国出台的营养产业管理法规看，均将膳食补充剂、功能食品列入营养产业。

#### 2、功能食品

图 19：功能食品



资料来源：中国银河证券研究部整理

功能食品行业属于营养产业的一个分支，“功能食品”概念由日本在二十世纪八十年代末提出，日本是世界上最早正式用法律定义了功能食品的国家，凡依法得到确认的对健康有益的成份添加到传统食品中，使食品具有了某些健康效果的就是功能食品。功能食品可以作为替代食品或辅助食品。日本的功能食品市场目前是最发达的，因此通常以其比照其他国家未来该产业的发展方向或趋势。日本的功能食品由卫生部审批，适用于为“特殊健康需要而设计的产品”。目前日本已批准了以下七大类的功能食品上市。

功能食品中的低聚糖和膳食纤维都具有能够促进肠道内有益菌增殖的功效，归属于营养健康配料中的“益生元”系列。

### 3、益生元

益生元是能够选择性地促进肠道内原有的一种或多种有益细菌（益生菌）生长繁殖和/或增加碳水化合物代谢的物质。科学研究证实，双歧杆菌、乳酸菌和粪链球菌等益生菌在人体内能纠正肠道微生态失衡，低聚糖是各种益生菌的最佳天然培养基，可促进益生菌的大量繁殖。低聚糖与双歧杆菌等“益生菌”保健作用的发现被科学界誉为 20 世纪最重要的医学发现之一，这一发现还奠定了一项国际新产业——益生菌与益生元类产品。

### 4、功能性低聚糖

低聚糖是由 2-10 个单糖分子通过糖苷键构成的聚合物，根据糖苷键不同而有不同名称。低聚糖对人体具有有益功能，因此称为功能性低聚糖。根据 1996 年我国公布的《功能性低聚糖通用技术规则行业标准》，低聚糖被定义为：（1）功能性低聚糖是由 2-10 个相同或不同的单糖聚合而成；（2）具有糖类某些共同特性，可直接代替蔗糖，作为甜食配料，但不被人体胃酸、胃酶降解，不在小肠吸收，可到达大肠；（3）具有促进人体双歧杆菌增殖等生理特性。

功能性低聚糖是一类物质的名称，品种繁多，迄今已被科学界发现的低聚糖有几十种之多，但实际开发应用的低聚糖只有十来种，包括低聚果糖、低聚木糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖、海藻糖等，不同品种其物化性能、生理功能有所差异。在日本、中国等亚洲国家产量最大的是低聚异麦芽糖。由于地域和生活习惯的原因，欧洲国家低聚糖的原料、生产工艺和品种与东方国家不完全相同，欧洲市场主要功能性低聚糖商品是低聚半乳糖、低聚果糖。

低聚糖的四大功能：

（1）低甜度低热量：低聚糖是一种低甜度、低热量、能溶于水的不可消化性糖类，人体摄入后基本上不增加血糖、血脂。市场上较常用的品种有低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖、低聚木糖（见表）。

表 2：常见低聚糖来源及性能

品名	原料	相对甜度（倍）	有效成份（%）
低聚异麦芽糖	淀粉	0.4-0.5	≥90
低聚果糖	蔗糖	0.6	≥90
低聚半乳糖	乳糖	0.25-0.4	≥50
低聚木糖	玉米芯等	0.4	≥50

资料来源：中国银河证券研究部整理

(2) 促进双歧杆菌增殖：低聚糖有利于促进人体肠内双歧杆菌的增加，同时抑制肠内有害菌及腐败物质的形成，调整肠道，润肠通便，有效缓解便秘，从而提高机体免疫力。根据品种不同，其有效摄入量有很大差异，如低聚异麦芽糖为 10-15 克/天；低聚果糖为 5-7 克/天；低聚半乳糖为 3-5 克/天；低聚木糖为 0.7 克/天等。

(3) 促进钙吸收：欧洲研究者经多年研究，证实低聚糖不仅能促进钙吸收而且能提高骨矿物质密度，减轻骨质疏松的危险。

(4) 防龋齿：高纯度低聚糖不被造成龋齿的链球菌利用，不被口腔酶液分解，有防龋齿功能。

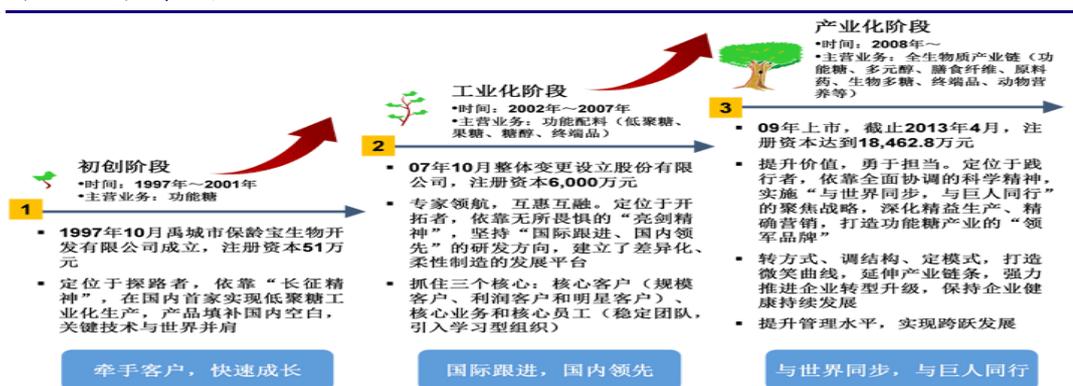
功能性低聚糖因其对双歧杆菌的增殖作用，又被称为“双歧因子”，是目前应用最广泛、功能性最强的益生元。基于低聚糖的优越特性，功能性低聚糖的开发在国际上已经发展成为一个应用于医药、食品、饲料、农业等领域的重要产业。目前国内最主要的用途是作为功能食品的配料。

## (二) 公司食品安全产业链发展历程

保龄宝生物股份有限公司是集生物多糖的科研、开发、产业化工程为一体的国家级重点高新技术企业，国家高技术生物产业基地核心和支柱企业，山东省及德州市培植和发展的战略性新兴产业重点企业。

- 1997 年创立，我国首家实现低聚糖工业化生产
- 2005 年，公司产品行业市场占有率第一名
- 2009 年，深交所挂牌，功能糖 A 股首只
- 2013 年，上市后首次再融资，募集资金 6.23 亿元

图 20：公司发展历程



保龄宝立足酶工程、发酵工程、细胞工程等生物技术产品的制造与服务，在功能糖、淀粉糖、糖醇、膳食纤维、原料药等领域，通过自主创新体系的建立，大力发展健康产业，带动行业、产业上下游的升级与发展。

## 插图目录

图 1: 终端品业务模式.....	3
图 2: 健康领域特色解决方案.....	3
图 3: 打造大健康产业微笑曲线.....	4
图 4: 公司方案营销的流程.....	5
图 5: 保龄宝在益生元领域内的占有率.....	6
图 6: 持续构建在功能配料领域的竞争优势和领导者地位.....	6
图 7: 从农田到餐桌的供应链保障体系.....	6
图 8: 我国淀粉糖(含功能糖)产业增长趋势.....	10
图 9: 公司投资品业务结构.....	11
图 10: 生物饲料.....	12
图 11: 现金流稳定增长(百万元).....	12
图 12: 公司淀粉糖产品收入(左)利润(右)构成(2013 上半年).....	13
图 13: 公司果葡糖浆业务收入(左)利润(右)(百万元).....	13
图 14: 公司低聚糖业务收入(左)利润(右)(百万元).....	14
图 15: 保龄宝与量子高科资产对比(百万元).....	16
图 16: 公司产品对比.....	16
图 17: 保龄宝与量子高科市值对比(百万元).....	17
图 18: 营养产业.....	19
图 19: 功能食品.....	19
图 20: 公司发展历程.....	21

## 表格目录

表 1: 公司财务预测.....	18
表 2: 常见低聚糖来源及性能.....	20

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

**董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。**1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

**李琰，食品饮料行业分析师。**2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：高兴 83574017 gaoxing\_jg@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn