



Research and  
Development Center

# 益生元隐形冠军 成长空间广阔

—— 保龄宝（002286.sz）首次覆盖报告

2014 年 7 月 24 日

中小企业研究团队  
谢从军 分析师  
胡申 分析师

证券研究报告 公  
司研究——首次覆盖  
保 龄 宝  
(002286.SZ)

公司研究——首次  
覆 盖 保 龄 宝  
(002286.SZ)  
公司研究——首次覆  
盖 保 龄 宝  
(002286.SZ)

保龄宝  
(002286.SZ)  
保龄宝 (002286.SZ)



增长率 YoY %	2.87%	-7.90%	28.48%	15.53%	9.97%
归属母公司净利润(百万元)	67.33	41.93	84.61	116.46	159.19
增长率 YoY%	20.83%	-37.72%	101.79%	37.64%	36.69%
毛利率%	20.58%	15.18%	19.70%	21.71%	24.07%
净资产收益率 ROE%	8.54%	3.72%	5.74%	7.42%	9.33%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.23	0.23	0.32	0.43
市盈率 P/E(倍)	42	68	33	24	18

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 股价为 2014 年 7 月 23 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	2
投资逻辑 .....	2
关键假设、盈利预测与投资评级 .....	2
益生元：宝藏之门刚刚开启 .....	4
生态健康医学：医学的第三次革命 .....	4
益生元（低聚糖等）：肠道生态系统的守护者 .....	4
保龄宝：低聚糖行业的隐形冠军 .....	5
公司产品结构：益生元产品在公司占比最高 .....	5
低聚半乳糖：婴幼儿奶粉领域应用潜力巨大 .....	7
低聚异麦芽糖：开拓新型饲料添加剂蓝海 .....	9
果葡糖浆或将受益于蔗糖的触底反弹 .....	12
果葡糖浆基本企稳 后期有望回升 .....	13
盈利预测、估值与投资建议 .....	15
关键假设 .....	15
盈利预测 .....	16
估值及投资评级 .....	18
风险因素 .....	19

## 表 目 录

表 1：公司主要产品特点 .....	6
表 2：低聚半乳糖对不同益生菌的增殖能力最强 .....	8
表 3：禁止在饲料中添加抗生素已经成为一种趋势 .....	9
表 4：常见抗生素替代添加剂中低聚糖具有一定优势 .....	10
表 5：低聚异麦芽糖在抗生素替代中性价比较高 .....	11
表 6：低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料替代中的市场空间 .....	11
表 7：低聚异麦芽糖在猪饲料替代中的市场空间 .....	12
表 8：粮油加工业“十二五”规划对玉米深加工政策要求仍然偏紧 .....	13
表 9：2014 年发生厄尔尼诺现象是大概率事件 .....	14
表 10：公司分产品收入及毛利率预测 .....	16
表 11：可比上市公司 PE 估值 .....	18

## 图 目 录

图 1：益生元具有改善肠道生态系统的作用 .....	5
图 2：公司主要产品结构 .....	6
图 3：公司主营收入占比最大的两块分别为果葡糖浆和低聚糖类 .....	7
图 4：果葡糖浆和低聚糖类毛利贡献占比超过 80% .....	7
图 5：公司果葡糖浆业务 2011 年以来不断下滑 .....	12
图 6：2012 年初为食糖价格的分界点 .....	12
图 7：公司波特五力分析 .....	15

## 投资聚焦

### 投资逻辑

我们认为保龄宝是一个中期有支撑、长期有成长空间的公司。

#### 中期角度：存在明确的业绩增长点

益生元产品比较明显的两个增长点分别为：低聚半乳糖投产带来的高增长预期、低聚异麦芽糖有望成功开拓饲料添加剂蓝海。

果葡糖浆比较明显的增长点：糖价基本见底，有望触底反弹。

#### 长期角度：看好益生元的成长空间

健康是生态现象，人体就是一个独立的生态系统，体内生态环境的破坏，最后都将引起人类本身的微生态失调。而现代化医疗技术或措施都存在引起微人体生态失调的风险。

随着人们对人体生态意识的觉醒，市场对调节人体生态系统的产品的需求必将爆发。

益生元作为调节人体肠道生态系统的重要产品，目前尚未被市场广泛认知。但是我们判断，益生元市场会呈现一个从增长到快速增长、最后到爆发的发展历程，而我们认为目前处于增长到快速增长的过渡阶段。我们判断，益生元、益生菌或拥有 200 亿的市场空间，一旦市场打开，我们认为保龄宝作为益生元的隐形冠军将是最大的受益者。

“隐形冠军+行业必将爆发”是我们长期看好保龄宝的主要原因。

### 股价催化剂

1、低聚半乳糖产能释放；2、低聚异麦芽糖进军猪饲料市场；3、糖价触底反弹。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

#### 关键假设

##### 低聚半乳糖顺利投产 未来几年开拓市场顺利

综合考虑到公司该产品市场有一个开拓过程以及低聚半乳糖良好的市场环境，我们假设未来几年该产品保持快速增长。

##### 低聚异麦芽糖猪饲料添加申请进展顺利

猪饲料具有广阔的市场，我们对公司低聚异麦芽糖未来几年的情况的假设基于猪饲料添加资质申请顺利。

### 糖价触底反弹

由于在公司主业中占比较大的果葡糖浆与食糖价格具有很强的关联性。我们对果葡糖浆相对乐观的判断是基于未来几年糖价触底反弹。

### 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2014-2016 年营业收入分别为 11.57、13.37、14.70 亿元，同比增速分别为 28.48%、15.53%、9.97%；归属母公司股东的净利润分别为 0.85、1.16、1.59 亿元，同比增速分别为 101.79%、37.64%、36.69%；对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.23、0.32、0.43 元。

我们采用相对估值法对公司进行估值，根据行业分类以及业务类型，我们选取业务类型较为接近量子高科作为参考。

综合比较，可比公司预计 2014 年估值为 43 倍；而保龄宝估值为 33 倍。结合公司潜在的业绩增长点、益生元行业广阔前景和公司的行业龙头地位，我们认为公司应该享受等于甚至高于量子高科的估值，我们给予公司 2014 年 40~45 倍的估值区间，对应股价区间为 9.26~10.42 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险因素

市场开拓低于预期；糖价形不成有效反弹，难以带动果葡糖浆；宏观经济低迷 消费持续不振；猪饲料添加申请未能如期获批

## 益生元：宝藏之门刚刚开启

### 生态健康医学：医学的第三次革命

医学科学的第一次革命是治疗医学革命。16世纪现代科学的发展带动了治疗医学。治疗医学把人比做机器，机器坏了要修理，人得病要治疗，因此治疗医学也叫机械医学，其根本是“已病治疗”。

19世纪末随着微生物学及免疫学的崛起，出现了第二次医学革命（预防医学）。预防医学，特别是特异性预防，是对已知疾病进行预防，例如天花、霍乱、鼠疫、伤寒等，所以对未病可以进行预防接种（疫苗、菌苗）。这就是所谓的“未病预防”。

医学的第三次革命是健康医学的革命。生态学的发展促进了健康医学革命。宏观生态学认为生物与环境是统一的；微观生态学认为人体和细胞与环境也是统一的，分子生态学认为在分子水平上也是分子与分子环境分不开的。因此，健康是生态现象，生态健康是人类追求的目标。生物体内环境的破坏，最后都将引起人类本身的微生态失调。医药、农药及各种现代化医疗技术或措施都会引起微生态失调。

微生态学的重要任务之一就是认识和防治微生态失调，提出微生态调整方法，抑制有害菌，扶植有益菌，重建微生态平衡。我们认为，随着人们对构建自身微生态平衡意识的觉醒，**益生元**，作为调整人体**微生态系统**为目的的食品的杰出代表，将会迎来爆发式增长。

### 益生元（低聚糖等）：肠道生态系统的守护者

人体内存在着一个巨大的细菌生态群。有的细菌有益，有的细菌有害。有益菌在科学上被称为“益生菌”，而“益生元”就是益生菌的食物。按照科学松鼠会的一篇论文的描述，“补充益生菌的思路是直接吃进活的细菌，类似于空投一些好细菌来抑制坏细菌。而补充“益生元”的思路则是，通过提供好细菌喜欢的食物来扶持它们，从而压制坏细菌。”

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。

低聚糖是一类物质的名称，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。

益生元对人与动物最重要的功能就是通过增殖肠胃里的益生菌来调节肠道微生态环境，从而达到实现肠胃健康的目的。

图 1：益生元具有改善肠道生态系统的作用



资料来源：保龄宝淘宝旗舰店网站，信达证券研发中心

## 保龄宝：低聚糖行业的隐形冠军

### 公司产品结构：益生元产品在公司占比较高

公司是一家以生物工程为主导的“国家级重点高新技术企业”、中国食品添加剂百强企业。低聚糖、高果糖、多元醇等系列产品全部通过国际采标认证。2007年保龄宝荣获功能糖领域唯一的“中国名牌产品”称号，与可口可乐、雀巢、强生、伊利、蒙牛等企业的结为战略合作伙伴。主要产品有功能糖（低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚半乳糖……）、果糖（果葡糖浆、结晶果糖……）等

与同行业相比，保龄宝具有产品系最丰富和产量最高的双重特点。目前保龄宝功能糖涉及的产品有低聚半乳糖、低聚异麦芽糖、低聚果糖、海藻糖、功能性膳食纤维和功能性糖醇等。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。

图 2: 公司主要产品结构

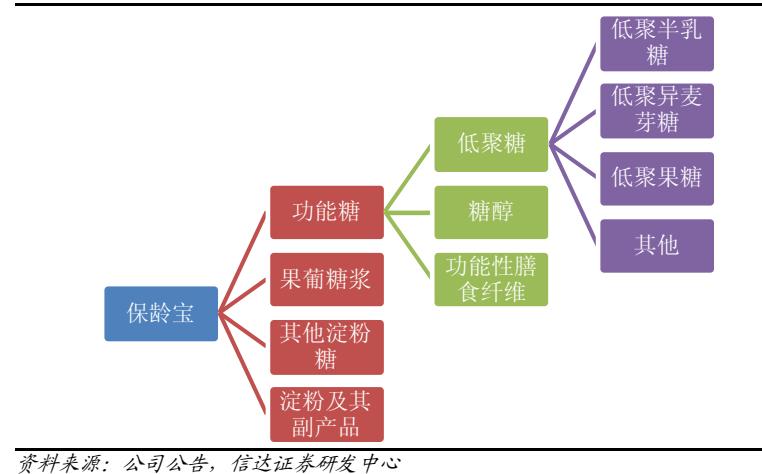


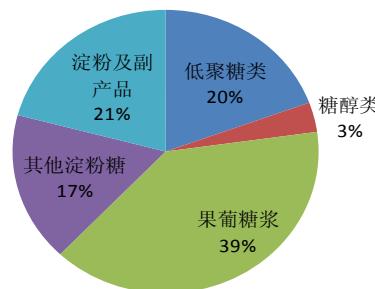
表 1: 公司主要产品特点

类别	产品	原料	特性	应用领域	产能	亮点
益生元	低聚异麦芽糖	玉米	最全面益菌能力	畜禽饲料添加剂、饮料、烘焙食品、糖果糕点等	5万吨	开启饲料应用蓝海、今年猪饲料添加应用有望获批
益生元	低聚半乳糖	牛乳	新饲料添加剂品种	婴幼儿奶粉、液体乳制品、保健食品	5000吨(定增)	婴幼儿奶粉市场
益生元	低聚果糖	蔗糖	可被糖尿病患者服用、可添加于婴幼儿配方奶粉	婴幼儿奶粉、发酵食品、保健食品等	10000吨	婴幼儿奶粉市场
益生元	聚葡萄糖	葡萄糖等	促进肠道蠕动、防治便秘、降低血脂、预防冠心病、低热量、无糖	低能量、高纤维功能食品	5000吨	
甜味剂	果葡糖浆	玉米	可替代蔗糖、冷甜特性	食品、乳品、饮料与酒类、医药、保健食品、家庭调味品等	17万吨	行业政策收紧、产能扩张受限；糖价触底反弹
甜味剂	结晶果糖	玉米	可被糖尿病患者服用	基本适用果葡糖浆应用领域、糖尿病患者食品、干燥食品等	5万吨(定增)	全世界市场需求量约为40万吨/年，产量只有20万吨/年
益生元	赤藓糖醇	玉米等	热值低、结晶性好、口感好、无	糖果、饮料、医药、化工等	4000吨	



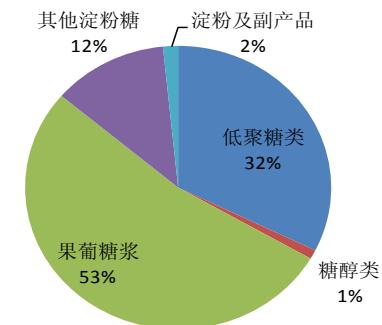
从公司收入角度看，占比最大的两个业务分别是果葡糖浆和低聚糖类，分别占比 39%、20%；从毛利的角度看两者占比分别为 53%、32%，两者毛利贡献占公司达到 85%。

**图 3：公司主营收入占比最大的两块分别为果葡糖浆和低聚糖类**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 4：果葡糖浆和低聚糖类毛利贡献占比超过 80%**



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

伴随着市场对益生元认知程度的加深，我们判断，益生元市场会呈现一个从增长到快速增长、最后到爆发的发展历程，而我们认为目前处于增长到快速增长的过渡阶段。我们判断，益生元、益生菌或拥有 200 亿的市场空间，一旦市场打开，保龄宝作为益生元的隐形冠军将是最大的受益者。

## 低聚半乳糖：婴幼儿奶粉领域应用潜力巨大

低聚半乳糖是一种具有天然属性的功能性低聚糖。在自然界中，动物的乳汁中存在微量的 GOS，而人母乳中含量较多，婴儿体内的双歧杆菌菌群的建立很大程度上依赖母乳中的 GOS 成分低聚半乳糖作为一种新的功能性食品，在我国将具有广阔的市场前景。

低聚半乳糖是唯一都能够被人体肠内 8 大有益菌所利用的低聚糖。是人体肠道中双歧杆菌、嗜酸乳酸杆菌等有益菌极好的营养源和有效的增殖因子。新生儿的消化功能比较薄弱，所以婴幼儿奶粉中都添加了低聚半乳糖的营养成分。奶粉里面含有的低聚半乳糖它不但能改善宝宝的消化功能，还能促进宝宝体内钙的吸收，从而增强宝宝的免疫力。

我国卫生部 2007 年 6 月 29 日发布了 2007 年第 12 号公告将低聚半乳糖确认为营养强化剂,于 2008 年 9 月 9 日发布了 2008 年第 20 号公告, 将低聚半乳糖确认为新资源食品, 可广泛应用于婴幼儿配方食品、各类食品和营养保健品中。2008 年 7 月 28 日美国 FDA 发布了 GRAS 公告(公告号 GRN000236), 确认低聚半乳糖为公共安全性物质, 应用遍及婴幼儿配方食品。

**表 2: 低聚半乳糖对不同益生菌的增殖能力最强**

项次	益生菌种类	低聚半乳糖	低聚异麦芽糖	低聚木糖	低聚果糖
<b>双歧杆菌属</b>					
1	青春双歧杆菌	++	++	++	++
2	两歧双歧杆菌	++	-	-	-
3	婴儿双歧杆菌	++	++	+-	++
4	长双歧杆菌	++	+	++	++
5	短双歧杆菌	++	-	-	+
<b>乳酸杆菌属</b>					
1	嗜酸乳杆菌	++	+	-	-
2	干酪乳杆菌	++	-	-	-
3	发酵乳杆菌	+		-	-

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

目前低聚半乳糖在国外已被广泛应用于婴幼儿奶粉、发酵乳、饮料、冰激凌、糖果、口服液等产品, 而我国受制于高端的生产技术要求等因素, 低聚半乳糖市场才刚刚启动。

随着国际、国内知名品牌如雅培、美赞臣、安满及贝恩美、伊利、明一、雅士利、飞鹤的婴幼儿高端配方食品广泛应用于益生元的示范效应, 尤其是低聚半乳糖或低聚果糖与低聚半乳糖结合的复合益生元的添加, 国内众多乳品业已逐渐形成婴幼儿配方食品营养成分母乳化的共识, 低聚半乳糖作为人体母乳中的天然成分, 被誉为母乳益生元, 是拟添加益生元的婴幼儿配方的最佳首选。

我们认为, 基于低聚半乳糖出色的增殖益生菌的情况, 未来或将是婴幼儿奶粉的益生元成分的主要来源。

### 仅国内婴幼儿奶粉领域就能消化低聚半乳糖的产能

**婴幼儿数量:** 在二胎不放开的背景下每年消费奶粉的婴幼儿的数量大约维持在 4800 万人左右(消费人群主要是 0-3 岁的婴幼儿, 每年出生的婴幼儿数量在 1600 万左右)。随着单独二胎政策的执行, 根据我们的预测, 2014 年开始每年新生儿数量将增加 100 万左右, 预计届时 0-3 岁的婴幼儿数量为 5100 万左右。

**人均奶粉消费量:** 根据我们测算, 纯奶粉喂养的婴幼儿平均每年奶粉需求量在 36kg 左右; 目前我国六个月内婴儿纯母乳率不

到 30%，而且有下降的趋势。

**婴幼儿奶粉的需求量：**考虑到二胎的影响，我国年均婴幼儿奶粉的需求量为： $5100 * 0.036 * 70\% = 128.52$  万吨。

**低聚半乳糖的市场需求空间：**国外婴幼儿益生元的添加比例主要集中在 2%-3% 范围内，而国内目前添加比例在 1% 左右，按照这个添加比例国内市场对低聚半乳糖有 1.29 万吨的需求空间。

**低聚半乳糖供应：**目前市场低聚半乳糖的供给较少，形成量产的只有新金山和量子高科两家，合计产能也就 8000 吨左右。加上保龄宝 5000 吨产能的释放，国内产量仅能满足婴幼儿奶粉的需求。所以我们认为低聚半乳糖处于供不应求的局面。

## 低聚异麦芽糖：开拓新型饲料添加剂蓝海

### 抗生素之殇日显

自 20 世纪 50 年代发现饲料中低浓度的抗生素不但可以预防动物疾病还可以促进畜禽生长以来，各种抗生素就广泛添加于饲料中。但是其负面效应也逐渐凸显：抗生素随意添加或超量添加饲用抗生素导致养殖业食品安全事件的不断爆发；肉、蛋和奶等农畜产品中蓄积的抗生素，通过食物链进入人体内，使人们间接接触抗生素，导致人体患病时用抗生素治疗的效果消失。

伴随着人们对食品安全的关注程度越来越高，限制或禁止在饲料中添加抗生素已经成为大的趋势，预计对抗生素的使用必将逐渐减少。

**表 3：禁止在饲料中添加抗生素已经成为一种趋势**

国家	饲用抗生素使用规定
瑞典	1986 年开始在饲料中部分禁止使用抗生素，成为首个禁止抗生素的国家
丹麦	20 世纪九十年代禁止使用部分抗生素品种
荷兰	从 1998 年到 2006 年间，逐渐禁止了应用保健类抗生素
欧盟	欧盟 2006 年 1 月 1 日起全面禁用抗生素
日本	禁止抗生素在饲料中的使用
韩国	禁止抗生素在饲料中的使用
美国	从 2014 年起，用 3 年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素

资料来源：信达证券研发中心整理

### 替代品的春天来临 低聚异麦芽糖或受益最大

中国是抗生素使用大国，也是抗生素生产大国。据估计，我国每年生产的抗生素原料大约为 21 万吨，出口 3 万吨，其余自用（包括医疗与农业使用），人均年消费量 138 克左右（美国仅 13 克）。我国抗生素一半用于临床，一半用于畜牧业。中国

每年生产的大约 21 万吨抗生素原料中，有 9.7 万吨用于畜牧养殖业，占年总产量的 46.1%。

随着国家对养殖业使用抗生素的规定趋于严格。特别是 H7N9 禽流感在个别地区大面积爆发以来，引发了社会公众的广泛关注。后期抗生素替代品的市场将逐渐开启。目前潜在替代对象有益生元（低聚异麦芽糖等）、益生素、有机酸、植物提取物和抗生素等。我们认为低聚糖在抗生素的替代领域具有一定的优势。

**表 4：常见抗生素替代添加剂中低聚糖具有一定优势**

种类	作用机制	稳定性	加工性能	安全性
低聚糖	增殖有益菌、抑制有害菌	强	良好	组分明确，安全可靠
益生菌	发挥复合酶制剂、抗生素作用	弱	差	某些代谢产物是抗生素，安全性待观察
有机酸	抑制有害菌	一般	一般	安全可靠
植物提取物	促进食欲、增强抵抗力、同时杀灭有害菌和有益菌	一般	一般	某些提取物类似抗生素，组分不明确，安全性待观察
抗生素	同时杀灭有害菌和有益菌	弱	弱	残留严重，影响产品食用

资料来源：信达证券研发中心整理

#### 低聚异麦芽糖用于动物饲料添加性价比较高

低聚异麦芽糖作为一种替代抗生素的新型饲料添加剂，生产工艺成熟，生制功能和作用机制明确，能明显增殖肠道有益菌并抑制有害菌，改善机体消化机能，提高饲料利用率；增强动物免疫功能，减少疾病发生，增加种用畜禽的生殖性能；提升畜禽及水产品品质。

对于不同品种、不同年龄及不同用途的动物，低聚异麦芽糖的最适添加量和添加方式的明确，以及与益生菌、有机酸、植物提取物和酶制剂能联合应用配方的建立与完善，安全、高效且经济的新型饲料添加剂。

另外，低聚异麦芽糖产量大，价格最低，成为最容易被饲料公司接受的饲料用低聚糖。

低聚异麦芽糖作为饲料添加剂在日本、中国、美国和欧洲等国家的家畜、家禽、水产及宠物保健等领域得到推广应用，展示了良好的应用前景。

**表 5: 低聚异麦芽糖在抗生素替代中性价比较高**

种类	作用机制	稳定性	适口性	性价比	安全性
低聚异麦芽糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	好	高	玉米淀粉深加工产品，属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚木糖	增殖有益菌、抑制有害菌	好	一般	中	玉米芯深加工产品，属于“新资源食品”
低聚果糖	增殖有益菌、抑制有害菌	酸性条件不稳定	好	中	蔗糖深加工产品，属于“GRAS”和“新资源食品”
低聚甘露糖	增殖有益菌、截取病原菌	好	一般	中	微生物细胞壁或魔芋粉等深加工产品

资料来源：信达证券研发中心整理

### 公司或将在饲料添加领域占尽先机

中华人民共和国农业部第 1807 号公告，批准保龄宝生物股份有限公司申请的低聚异麦芽糖为新饲料添加剂，并准许在中华人民共和国境内生产、经营和使用。根据《饲料和饲料添加剂管理条例》，新饲料、新饲料添加剂的监测期为 5 年。新饲料、新饲料添加剂处于监测期的，不受理其他就该新饲料、新饲料添加剂的生产申请和进口登记申请。

**蛋鸡饲料市场打开。**1807 号公文获得低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料中的添加许可，根据其建议添加比例 0.2%-0.4%，结合我国目前蛋鸡饲料的产量，以及替代率从 10%-40%，我们初步测算蛋鸡饲料对低聚异麦芽糖潜在的需求规模。

**表 6: 低聚异麦芽糖在蛋鸡饲料替代中的市场空间**

蛋鸡饲料产量 4000		添加比例				
单位	万吨	0.20%	0.25%	0.30%	0.35%	0.40%
替代比例	10%	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6
	20%	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2
	30%	2.4	2.0	3.6	4.2	4.8
	40%	3.2	2.0	4.8	5.6	6.4

资料来源：信达证券研发中心预测

**猪饲料市场今年有望获批。**目前公司已经提交低聚异麦芽糖用作猪饲料的添加申请，我们对该申请能在 2014 年获批持乐观态度。与蛋鸡饲料市场相比，猪饲料具有规模大、添加比例高等特点（预计猪饲料的添加比例在 0.4%-0.8%）。

表 7: 低聚异麦芽糖在猪饲料替代中的市场空间

猪饲料产量 8000		添加比例				
单位	万吨	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%	0.80%
替代比例	10%	3.2	4.0	4.8	5.6	6.4
	20%	6.4	8.0	9.6	11.2	12.8
	30%	9.6	8.0	14.4	16.8	19.2
	40%	12.8	8.0	19.2	22.4	25.6

资料来源：信达证券研发中心预测

对比蛋鸡、猪饲料市场可以发现，猪饲料对低聚异麦芽糖的需求远高于蛋鸡饲料。所以，我们认为，公司低聚异麦芽糖作为猪饲料添加剂申请一旦获批，会对单品产量居公司第二的低聚异麦芽糖的产能利用率起到极大的推动作用。

目前，公司低聚异麦芽糖产能为 5 万吨左右，产能利用率不到 20%。

## 果葡糖浆或将受益于蔗糖的触底反弹

果葡糖浆是公司收入占比最高的产品，但是 2011 年以来，该业务无论是收入、毛利、产量等指标都出现不断下滑。

图 5: 公司果葡糖浆业务 2011 年以来不断下滑



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们认为，果葡糖浆业务下滑的原因有两方面：

1、行业产能过剩。根据云南糖网数据显示 2008 年底到 2011 年底食糖价格一路攀升，从最低的 2985 元/吨一路攀升到 7932 元/吨。受食糖价格带动，果葡糖浆价格也不断上涨，受价格带动，果葡糖浆产能从 2007 年的 70 万吨直接扩张到 2011 年的 236 万吨。在食糖景气度下滑时，产能过剩成为果葡糖浆行业最大的障碍。

图 6: 2012 年初为食糖价格的分界点



资料来源：云南糖网，信达证券研发中心

2、替代品（蔗糖）近两年进入下降周期。受主产国连续丰产的影响，国际糖价近两年萎靡不振。

### 果葡糖浆基本企稳 后期有望回升

我们判断，目前果葡糖浆的下滑周期基本见底，主要基于两方面因素。

#### 首先，果葡糖浆产能快速扩张的政策环境不再

玉米作为主要的粮食作物，宏观政策对其深加工干预较深，基本属于总量控制原则，“十二五”规定玉米深加工均不能超过其总量的 26%。对于产能过剩领域实行积极的淘汰政策。

**表 8：粮油加工业“十二五”规划对玉米深加工政策要求仍然偏紧**

政策	内容
《关于加强生物燃料乙醇项目建设管理促进产业健康发展的通知》(发改工业〔2006〕2842号)	禁止新建生物燃料乙醇项目。
《关于促进玉米深加工工业健康发展的指导意见》(发改工业〔2007〕2245号)	玉米深加工用粮总量不得超过玉米产量的 26%。玉米深加工项目实行核准制。
《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》(国发〔2010〕40号)	各省(区、市)人民政府对玉米深加工企业进行全面清理，关停违规建设的玉米深加工企业。
《关于取消部分商品出口退税的通知》(财税〔2010〕57号)	取消包括酒精、玉米淀粉等部分商品出口退税。
《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》(发改产业〔2010〕2708号)	对各地玉米深加工企业进行全面排查，对已建、在建玉米深加工项目进行全面清理。

资料来源：信达证券研发中心整理

### 其次，糖价或将进入上涨轨道 对果葡糖浆带动作用较强

#### 1、主产国巴西甘蔗减产几成定局。

南美是全球重要的食糖生产区域，占全球生产比例高达 35%，而巴西优势重要的食糖生产基地，占全球供给比例的 25%，所以巴西国内甘蔗的生产情况对全球食糖价格走向起了重要的作用。

根据全球糖业协会预计，受巴西天气异常影响，巴西食糖产量或将低于预期，预计 2013/14 年度全球糖供给过剩情况将会得到极大缓解（预计会从上个生产年度的 1120 万吨下滑到 440 万吨）。

**2、国内主产区种植积极性减弱。**受糖价持续下滑影响，广西等地的甘蔗种植积极性有所下滑，据国内糖会信息，今年甘蔗主产区广西的甘蔗种植棉价下滑 10%左右，导致全国种植面积出现 5%左右的下滑，预期国内蔗糖供应会有所减小；再加上国际糖价有所反弹，进口积极性减弱，对国内糖价冲击预计会有所减小。

### 3、“厄尔尼诺”将加快糖价反转。

今年以来，包括世界气象组织在内的各大相关气象机构纷纷预测今年发生“厄尔尼诺”现象是大概率事件。

**表 9：2014 年发生厄尔尼诺现象是大概率事件**

时间	机构	内容
6月5日	美国大气与海洋管理局	厄尔尼诺在北半球夏季发生的概率仍为70%，而秋冬季节发生厄尔尼诺的概率则升至80%。发布于7月7日的最新周报表示，厄尔尼诺预警显示目前依然处于中性状态。
6月26日	世界气象组织	热带太平洋地区的温度已经达到发生弱厄尔尼诺的阈值，但相关大气条件仍处于中性状态。概率上看，6-8月份始发厄尔尼诺概率是60%，而10-12月发生的概率为80%。发生程度上，很可能是一次中等强度厄尔尼诺，并很可能跟2009年至2010年发生的厄尔尼诺类似。
6月30日	中国气象局	2014年可能发生中等以上强度厄尔尼诺现象。
7月1日	澳大利亚气象局	2014年7-11月仍有发生厄尔尼诺的可能，有半数模型表明厄尔尼诺的始发几率在9月开始增强，而大多数模型的预测均显示南半球春季将会有厄尔尼诺的展开。但目前各种监测数据显示尚未出现厄尔尼诺现象。

资料来源：信达证券研发中心整理

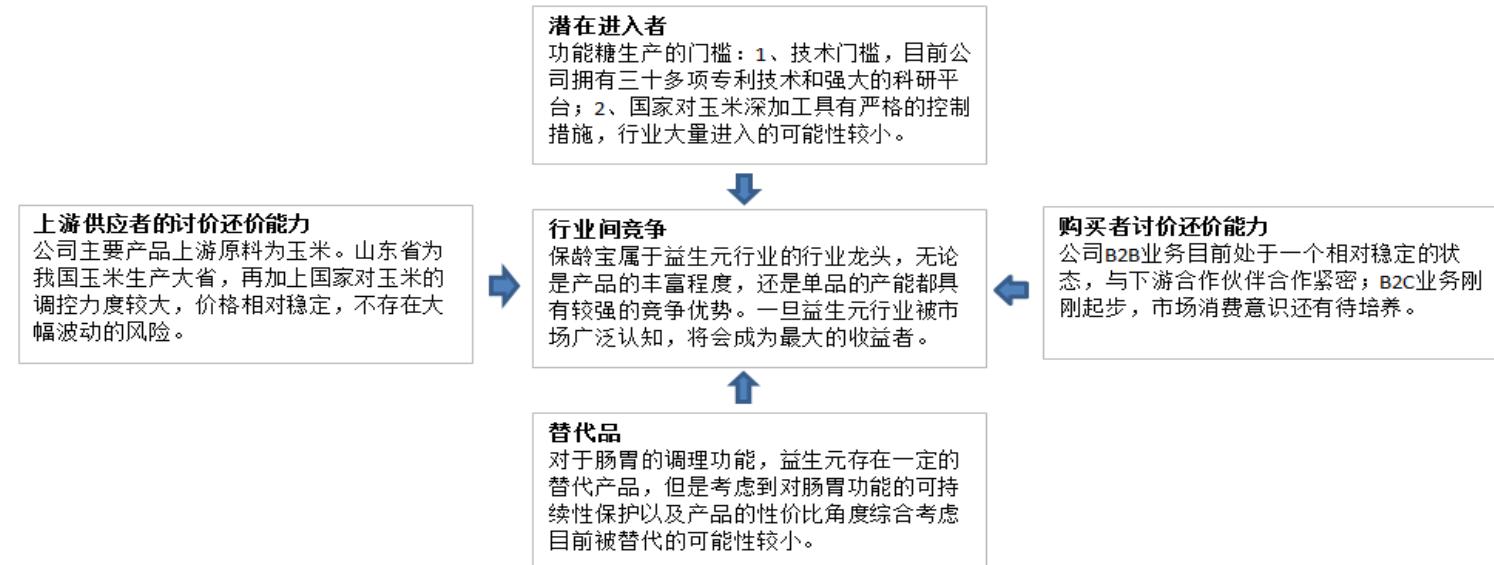
注：目前，气象相关研究部门已基本掌握了厄尔尼诺现象的成因及其影响，并能事先预测厄尔尼诺现象的发生。

当厄尔尼诺发生时，首先直接导致了中、东太平洋及南美太平洋沿岸国家异常多雨，洪涝灾害频繁；同时使得热带西太平洋降水减少，印度尼西亚、澳大利亚一带发生严重干旱。它还会通过大气环流的作用，影响到中高纬度地区，甚至给全球气候带来异常。厄尔尼诺还常常引起非洲东南部和巴西东北部的干旱、加拿大西部和美国北部暖冬以及美国南部冬季暖湿多雨；它与日本及我国东北的夏季低温、日本和我国的降水等也有一定的相关性。

我们认为，“厄尔尼诺”一旦发生，必然造成甘蔗减产，糖价或将提前出现反转。

由于保龄宝生产的果葡糖浆在一定意义上与蔗糖具有相互替代的作用，我们认为糖价的反转将会带动果葡糖浆价格企稳回升。

图 7: 公司波特五力分析



资料来源：信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资建议

### 关键假设

低聚半乳糖顺利投产 未来几年开拓市场顺利

综合考虑到公司该产品市场有一个开拓过程以及低聚半乳糖良好的市场环境，我们假设未来几年该产品保持快速增长。

低聚异麦芽糖猪饲料添加申请进展顺利

猪饲料具有广阔的市场，我们对公司低聚异麦芽糖未来几年的情况的假设基于猪饲料添加资质申请顺利。

糖价触底反弹

由于在公司主业中占比较大的果葡糖浆与食糖价格具有很强的关联性。我们对果葡糖浆相对乐观的判断是基于未来几年糖价触底反弹。

## 盈利预测

### 低聚半乳糖

由于低聚半乳糖产品是公司的新产品，我们在做盈利预测的时候结合量子高科等涉及该业务的公司产品的基本情况，综合考虑公司该产品市场有一个开拓过程以及良好的市场环境，我们对未来三年公司低聚半乳糖产量的假设分别为 2000 吨、3000 吨和 4000 吨。价格为 50000 元/吨。

### 低聚异麦芽糖

低聚异麦芽糖是公司目前第二大的单品，目前产能利用率较低。我们认为低聚异麦芽糖未来会受益于对饲料领域应用的开拓，我们对公司 2014-2016 年增长率预测为 59.6%、71.7%、15.4%。

### 果葡糖浆

果葡糖浆是公司第一大单品，近两年受糖价不景气影响，营业收入持续下滑，毛利率也有所下滑。我们对该产品未来几年的盈利预测基于糖价触底反弹的预期。我们预测未来三年果葡糖浆收入增长分别为 8.15%、8.15% 和 8.15%；毛利率稳中有升，分别为 22%、23%、25%。

**表 10：公司分产品收入及毛利率预测**

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>低聚半乳糖</b>				
收入 (万元)	-	10000	15000	20000
成本 (万元)	-	6700	9600	12600
毛利率		33%	36%	37%
产量 (吨)	-	2000	3000	4000
产能 (吨)	-	5000	5000	5000
<b>低聚异麦芽糖</b>				
收入 (万元)	6,377	10,176	17,469	20,152
成本 (万元)	5,032	7,632	12,927	14,107
单价 (元/吨)	6,587	6,784	6,988	7,197
毛利率	21%	25%	26%	30%
产量 (吨)	9,682	15000	25000	28000
产能 (吨)	50,000	50000	50000	50000
<b>聚葡萄糖</b>				

	收入 (万元)	4,379	4,574	4,712	4,853
	成本 (万元)	3,070	3,202	3,204	3,154
	单价 (元/吨)	10,832	11,157	11,492	11,836
	毛利率	30%	30%	32%	35%
	产量 (吨)	4,043	4100	4100	4100
	产能 (吨)	5,000	5000	5000	5000
低聚果糖					
	收入 (万元)	6,106	6,899	7,453	7,676
	成本 (万元)	4,564	4,829	5,068	4,990
	单价 (元/吨)	16,337	16,827	17,332	17,852
	毛利率	25%	30%	32%	35%
	产量 (吨)	3,738	4100	4300	4300
	产能 (吨)	10,000	10,000	10,000	10,000
赤藓糖醇					
	收入 (万元)	2,804	9,012	9,282	9,561
	成本 (万元)	2,729	6,308	6,312	6,214
	单价 (元/吨)	21,340	21,980	22,639	23,318
	毛利率	3%	30%	32%	35%
	产量 (吨)	1,314	4100	4100	4100
	产能 (吨)	4,000	4,000	4,000	4,000
果葡糖浆					
	收入 (万元)	35,196	38,065	41,167	44,522
	成本 (万元)	28,242	29,691	31,699	33,392
	单价 (元/吨)	3,173	3,268	3,366	3,467
	毛利率	20%	22%	23%	25%
	产量 (吨)	110,936	116,482	122,306	128,422
	产能 (吨)	170,000	170,000	170,000	170,000
其他淀粉糖					
	收入 (万元)	15,201	15,851	16,326	16,816
	成本 (万元)	13,590	14,107	14,531	14,966
	单价 (元/吨)	3,847	3,963	4,082	4,204

	毛利率	11%	11%	11%	11%
	产量(吨)	39,511	40000	40000	40000
其他	收入(万元)	19,406	20376	21395	22465
	成本(万元)	19,080	19844	20637	21463
	毛利率	2%	3%	4%	4%
合计					
	收入(万元)	89,470	114,953	132,804	146,046
	成本(万元)	76,308	92,313	103,977	110,886
	毛利(万元)	13,162	22,640	28,827	35,160
	增长率	-33%	72%	27%	22%
	毛利率	15%	20%	22%	24%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

我们预测公司 2014-2016 年营业收入分别为 11.57、13.37、14.70 亿元，同比增速分别为 28.48%、15.53%、9.97%；归属母公司股东的净利润分别为 0.85、1.16、1.59 亿元，同比增速分别为 101.79%、37.64%、36.69%；对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.23、0.32、0.43 元。

### 估值及投资评级

我们采用相对估值法对公司进行估值，根据行业分类以及业务类型，我们选取业务类型较为接近量子高科作为参考。

与量子高科相比，保龄宝在益生元领域具有品种、产能和产量多方面的优势，一旦益生元市场打开，业绩弹性更大，增长空间更广阔。从终端品角度看，量子高科目前已经推出龟苓膏等产品，保龄宝的终端品刚刚起步，我们认为，公司目前对终端品的重视程度空前，已经在产品开发、销售团队壮大等多个角度发力；通过不断丰富产品线，打造“天网、地网、人网”三网合一的立体销售渠道，来快速开拓终端品市场。

综合比较，可比公司预计 2014 年估值为 42 倍；而保龄宝估值为 33 倍。结合公司潜在的业绩增长点、益生元行业广阔的前景和公司的行业龙头地位，我们给予公司 2014 年 40~45 倍的估值区间，对应价值区间为 9.26~10.42 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 11：可比上市公司 PE 估值

代码	公司名称	股价	市值(亿)	EPS				PE				PB
				2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	2014

002286	保龄宝	7.67	28	0.23	0.23	0.32	0.43	68	33	24	18	1.9
300149	量子高科	6.90	21	0.20	0.17	0.22		35	42	32	-	3.2

资料来源: wind 一致预测, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 7 月 23 日收盘价

## 风险因素

### 1、公司产品市场开拓低于预期;

公司目前主要问题就是市场开拓能力不足, 导致各个产品产能利用率相对不足。我们认为, 在益生元产品逐渐被市场认知的同时, 公司市场开拓能力将决定其成长的快慢。

### 2、糖价形不成有效反弹, 难以带动果葡糖浆。

果葡糖浆是公司占比比较大的非益生元业务。近两年受糖价不振的影响业绩下滑明显, 我们认为目前食糖是一个筑底回升的过程, 会带动果葡糖浆业务企稳回升。但是如果糖价能否出现预期的反弹也是潜在风险之一。

### 3、宏观经济低迷 消费持续不振。

### 4、猪饲料添加申请未能如期获批

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	373.89	797.86	835.86	978.12	1,159.66
现金	129.32	361.32	333.93	434.87	588.36
应收票据	6.95	14.73	17.82	20.58	22.63
应收账款	129.81	95.30	135.89	157.00	172.65
预付账款	3.48	6.29	12.52	14.10	15.04
存货	100.95	110.14	125.62	141.49	150.89
其他	3.37	210.09	210.09	210.09	210.09
<b>非流动资产</b>	738.88	878.36	965.31	958.91	948.75
长期投资	13.80	51.35	51.35	51.35	51.35
固定资产	603.38	603.51	624.53	647.45	666.85
无形资产	116.30	113.37	115.99	118.43	120.69
其他	5.40	110.12	173.44	141.67	109.86
<b>资产总计</b>	1,112.77	1,676.21	1,801.18	1,937.03	2,108.42
<b>流动负债</b>	268.15	206.27	255.86	275.25	287.45
短期借款	144.59	96.66	96.66	96.66	96.66
应付账款	75.42	63.07	92.72	104.44	111.37
其他	48.14	46.55	66.48	74.16	79.42
<b>非流动负债</b>	27.16	34.60	34.60	34.60	34.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.16	34.60	34.60	34.60	34.60
<b>负债合计</b>	295.31	240.88	290.46	309.85	322.05
少数股东权益	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东权益</b>	817.06	1,435.34	1,510.72	1,627.18	1,786.37
<b>负债和股东权益</b>	1112.77	1676.21	1801.18	1937.03	2108.42

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	978.03	900.77	1,157.34	1,337.06	1,470.37
同比(%)	2.87%	-7.90%	28.48%	15.53%	9.97%
归属母公司净利润	67.33	41.93	84.61	116.46	159.19
同比(%)	20.83%	-37.72%	101.79%	37.64%	36.69%
毛利率(%)	20.58%	15.18%	19.70%	21.71%	24.07%
ROE(%)	8.54%	3.72%	5.74%	7.42%	9.33%
每股收益(元)	0.50	0.23	0.23	0.32	0.43
P/E	42	68	33	24	18
P/B	1.7	1.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.7	14.3	17.9	14.2	11.2

利润表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	978.03	900.77	1,157.34	1,337.06	1,470.37
营业成本	776.74	764.04	929.40	1,046.83	1,116.39
营业税金及附加	5.97	5.09	5.70	7.43	7.91
营业费用	67.71	57.61	81.17	93.78	103.13
管理费用	45.56	48.13	60.73	70.17	77.16
财务费用	9.65	0.90	-6.70	-5.77	-8.88
<b>资产减值损失</b>	1.29	0.38	0.64	0.68	0.36
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>	0.01	6.08	2.81	2.81	2.81
<b>营业利润</b>	71.11	30.69	89.21	126.75	177.12
营业外收入	8.75	18.61	10.71	10.71	10.71
营业外支出	0.15	0.29	0.17	0.17	0.17
<b>利润总额</b>	79.72	49.01	99.75	137.29	187.66
所得税	12.39	7.08	15.13	20.83	28.47
<b>净利润</b>	67.32	41.93	84.61	116.46	159.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	67.33	41.93	84.61	116.46	159.19
EBITDA	135.56	105.25	162.78	205.60	261.53
EPS (摊薄)	0.50	0.23	0.23	0.32	0.43

现金流量表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	94.15	85.60	128.93	159.93	214.35
净利润	67.32	41.93	84.61	116.46	159.19
折旧摊销	45.21	48.01	58.86	64.13	69.69
财务费用	10.63	8.23	4.17	4.17	4.17
投资损失	-0.01	-6.08	-2.81	-2.81	-2.81
营运资金变动	-30.11	-6.82	-16.45	-22.61	-16.20
其它	1.11	0.32	0.54	0.58	0.30
<b>投资活动现金流</b>	-57.49	-367.40	-142.91	-54.82	-56.68
资本支出	-67.50	-147.47	-145.72	-57.63	-59.49
长期投资	0.01	4.21	2.81	2.81	2.81
其他	10.00	-224.14	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-45.05	517.26	-13.40	-4.17	-4.17
吸收投资	0.00	599.99	0.00	0.00	0.00
借款	-24.28	-47.94	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	20.77	34.41	13.40	4.17	4.17
现金净增加额	-8.69	233.99	-27.39	100.94	153.50

## 中小企业研究团队

**谢从军**, 分析师, 2011年底加盟信达证券研究开发中心, 曾从事煤炭行业研究2年, 现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部, 从事交通运输行业研究和中小市值公司研究, 2006-2009年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

**单丹**, 分析师, 2012年5月加入信达证券研究开发中心, 担任高级销售经理, 2014年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所, 从事汽车行业研究和卖方销售业务, 6年行业经验。

**杨腾**, 分析师, 中国人民大学数量经济学硕士, 2012年7月加入信达证券研究开发中心, 从事非银行金融行业研究; 2014年起从事中小企业研究。

**方光照**, 分析师, 上海财经大学金融学硕士, 2012年7月加入信达证券研究开发中心, 从事建筑与工程行业研究; 2014年起从事中小企业研究。

**钟惠**, 分析师, 中国会计学硕士, 2012年2月加盟信达证券研发中心, 从事煤炭行业和中小企业研究。

**胡申**, 分析师, 北京林业大学农林经济硕士, 2012年2月加盟信达证券研发中心, 从事农林牧渔行业研究; 2014年起从事中小企业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上； 增持：股价相对强于基准5%~20%； 持有：股价相对基准波动在±5%之间； 卖出：股价相对弱于基准5%以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。