



功能糖巨人 健康经济功臣

——保龄宝（002286）调研快报

2010年5月28日

强烈推荐/首次

保龄宝

调研快报

刘家伟	010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: ynynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S148020712000046
联系人 王昕	010-66507312 Email: wangxin@dxzq.net.cn MSN: wangxin200810@hotmail.com	

事件:

近期我们拜访了位于山东禹城的保龄宝，参观了糖体验馆等展示厅，与公司高管就生产经营情况进行了交流。

内容:

1. 公司核心优势在于过硬的质量技术和广泛的市场客户，国内外大客户提供近一半的稳定收入来源

公司为国内首家实现低聚糖的工业化生产，在技术上定位于“国际跟进，国内领先”，是低聚异麦芽糖、果葡糖浆、低聚果糖等产品的国家标准和赤藓糖醇行业标准起草单位之一，目前正参与结晶果葡糖行业标准的制订。公司功能糖系列产品的专有生产技术和关键工艺均达到国际先进水平，这不仅保障了产品的高品质性、安全性与稳定性，也为公司拓展下游客户提供了品质基础。

凭借雄厚的技术实力，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，与雀巢、蒙牛、伊利、无锡健特等国内外知名厂商建立了稳定合作关系。目前大客户均为国内外知名企业，提供了近一半总收入，如09年公司前5大客户（可口可乐、蒙牛、RICHMONDS MARKETING、伊利和济南百事可乐）销售额占营业收入47.68%。收入来源的大头稳定，成为公司基于客户优势而享有的收入稳定增长优势。

2. 公司所在功能糖产业符合消费升级和健康经济大趋势，属于成长空间巨大的朝阳行业，公司高成长预计可达若干年

公司作为国内最大的功能糖生产企业，主要产品是以玉米、玉米淀粉等粮食或农副产品为原料经生物工程深加工而生产的低聚糖、果葡糖浆和赤藓糖醇等，益生元（低聚糖）系列产品具有促进人体有益菌增殖的显著作用，有一定的营养保健功能，可作为营养健康配料，广泛应用于食品、饮料、乳制品、保健品行业，并在医药、饲料等领域有广阔的发展空间。其所属行业属于明显的朝阳行业，看好的理由十分充足：（1）饮食消费向营养健康方向转型和升级，消费者对健康的关注日益集中转化成对营养功能健全的食品和饮料等的持续需求，这是行业发展的内在而根本的动力；（2）政府推进公众营养改善，形成行业发展的外在推力。我国已将“推进公众营养改善行动”列入政府工作计划，国家公众营养与发展中心07年推出的公众营养改善益生元项目计划在三年时间内使添加益生元的产品从早期的保健品、乳制品、饮料覆盖到国民日常生活涉及的大部分食品企业，近期国家发改委等部门将进一步推出和落实公众营养健康规划，这对公司和行业都会是重要利好；（3）下游食品企业的市场细分和产品更新转型的需求。传统的食品制造商、饮料生产者在追逐利润和竞争压力的双重作用下，积极地进行产品升级，也将推动功能食品市场的繁荣。基于以上三点，我们认为公司凭借在益生元和果葡糖浆领域的综合竞争实力，必将随着功能糖这一朝阳行业的发展而展现出巨大的成长潜力。

据公司统计预测，2010年我国低聚糖产品需求量将达到19万吨以上（其中低聚异麦芽糖超过10万吨，低聚果糖约8万吨），但总产能仅12万吨，缺口高达7万吨，占比达37%。行业和产品短缺问题在未来

几年都难以彻底解决。公司低聚异麦芽糖产能有 5 万吨（占全国产能比重约 42%），募投的 1 万吨果糖项目达产后，产能达到 6 万吨，增长 20%，与行业需求相比仍有很大差距。

3. 未来低聚糖业务有望保持目前 40% 左右毛利率水平

低聚糖是公司主营之一和越来越重要的利润来源，盈利占比不断提升，07-09 年利润占比为 36.65%、34.24% 和 55.53%。盈利占比提升的支撑因素是毛利率的上升，06-08 年毛利率为 35.96%、37.52% 和 40.65%，09 年公司为巩固销售，略微下降了主要产品平均售价从而导致毛利率略降至 37.96%。基于两个主要理由，我们预计公司未来低聚糖业务将维持 40% 左右的毛利率水平：一是公司低聚糖产品主要是低聚异麦芽糖，其供给增速不是很快，供需矛盾在未来若干年之内不会很突出，行业毛利率具有稳定性；二是公司作为大型企业与新兴企业相比维持现有毛利率更有优势。新兴企业进入市场风险较大，品牌竞争等都难以和大企业相抗衡，公司作为龙头企业将凭借已有优势在成本与产品价格方面享有较多的选择、谈判和确认优势。就 2010 年来说，玉米价格持续上涨，而公司的主要原料是玉米和玉米淀粉，成本的上涨可能会导致毛利率的略微下降，但考虑到公司与大客户定价主要采取“成本+加工费+运费+合理利润”的做法，原料价格的上涨可通过定价机制进行一定修复，故玉米价格的上涨对公司毛利率略有影响但尚可控制，最终处于稳定水平。

4. 低聚异麦芽糖市场份额未来有可能低于 70%，但不妨碍公司的增长，未来将开拓饲料和医药客户

国内低聚异麦芽糖 2007 年和 2008 年实际销量分别为 4 万吨和 4.6 万吨，公司销量为 2.7 万吨和 3.2 万吨，市场占有率为 70%。我们预计未来随着进入者的不断增加，分母市场的快速扩大使得公司提高市场占有率存在一定难度，未来可能呈现产销绝对量增加，占有率略有下降的态势。

公司低聚异麦芽糖目前主要应用于食品添加剂和功能性保健食品，动物营养品方面公司今年正在做相关研究，主要面向高端和出口型企业，如果进展顺利今年或有贡献；医药方面的应用还处于规划方向阶段，目前尚未有实质性进展，不排除未来会有较好的前景。

5. 果葡糖浆国内市场占有率 10% 左右，未来对公司的业绩贡献将会大幅提升

果葡糖浆是公司另一大主营业务，目前拥有 17 万吨产能，我国果葡糖浆 07 年和 08 年的总销量约为 50 万吨和 60 万吨，公司同期销量 5.7 万吨和 6.2 万吨，市场占有率分别约为 11% 和 10%。公司果葡糖浆 07-09 年收入占比为 31.32%、26.61% 和 39.55%，利润占比为 31.41%、26.67% 和 34.27%，09 年果葡糖浆平均售价增长 5.01%，年收入增长 45.57%，是公司各项业务收入增长最快者。

我们预计未来果葡糖浆业务会随着产量、收入和利润增长对公司业绩贡献会继续增加。主要理由是：其一，我国果葡糖浆潜力大。果葡糖浆作为一种新型糖源主要用于饮料、冷食、糖果和酿造制品等产品，具有甜度高、吸潮性和保湿性好等特点，是传统蔗糖的替代品，需求很大。以美国为例，其 04 年消耗 779.5 万吨果葡糖浆，其中碳酸饮料消耗果葡糖浆 450 万吨，按照这一比例 08 年中国生产的 1107 万吨碳酸饮料则需消耗果葡糖浆 86 万吨，而 08 年中国果葡糖浆全部销量仅 60 万吨，仅碳酸饮料就有 26 万吨缺口。其二，公司果葡糖浆未来成长将主要来自现有客户增量和新客户蔗糖改果葡糖浆需求。现有客户方面，06 年公司在取得可口可乐资格认证后销量出现爆发性增长，今年与可口可乐合同的续签将保证公司稳定前进，09 年来自可口可乐收入占总收入的 20.81%，我们预计未来这一比例将得到保持且销售绝对量仍将有增加。二是依靠新客户配方改良或配料替代（蔗糖改果葡糖浆）带来的需求增加。由于果葡糖浆具有 1000 公里的经济半径，所以公司以主要客户为依托基本覆盖了山东周边的省市，未来这些地区量的增加将更多的依靠新客户的开拓。

和新老客户技术改良范围的加大。我们将继续关注可口可乐、百事可乐等大客户的后续配料替代进展缺口，公司一旦获得新增订单，则可能出现几年前曾有过的销量爆发增长情况。

6. 赤藓糖醇产能增长3倍将是今年增长新亮点

赤藓糖醇在所有糖醇类产品中具有纯天然、零热值等优越的功能特性，也是国际上普遍认可采用的一种新型功能性产品。公司变更募投项目（原募投项目是年产3万吨高纯度水溶性膳食纤维）后将主要精力放在赤藓糖醇上面，其技术改造项目具有明显的投资少、见效快和风险相对较小的优点，公司赤藓糖醇产能将从原来的1000吨升级为4000吨，增长300%。公司以前赤藓糖醇业务处于无量无价状态，近年随着国际客户需求的增大，公司开始重视此项业务的发展，目前赤藓糖醇技改项目已于今年5月达产，即使按今年产能利用率只达去年一半计算，我们保守预计今年收入贡献也可会在翻番以上。

7. 与巨人共同成长的方案营销法既提高了大客户忠诚度，也提升了公司知名度和潜在客户开发潜力

公司产品属于中间产品，直接客户不是终端消费者而是原辅材料需求者，对客户的依赖度很高，因此，公司的营销思路和策略是紧盯大客户，要与大客户——各子行业或产品细分市场的巨人们共同成长，去分享他们的成功。于是，“与巨人共同成长的方案营销”成为公司营销的“不二法则”，通过“方案营销模式”与下游客户建立了坚实的合作基础和完善的营销服务网络，获得多方面的成功：其一，通过识别和满足大客户需求，凭借自身技术优势和多年来在功能糖和果葡糖浆市场的经验，为客户提供系统的解决方案和增值服务；其二，大客户忠诚度很高。由于产品和服务到位，大客户一旦使用公司产品，基本上都能够与公司建立起长期合作关系，大客户已有可口可乐、百事可乐、雀巢、美国国际玉米制品公司、惠氏、吉百利、蒙牛、伊利、天狮生物、无锡健特等，产品已出口到二十多个国家和地区；其三，由于公司很好的满足了大型企业的需求，其在业内的知名度也进一步打开，不仅避免了主动做品牌的风险，也为潜在客户群的提高奠定了基础。

结论：

在消费升级、政府推动公众营养改善和下游需求带动下，公司作为功能糖行业的龙头、健康经济的领先者，将会充分受益于行业的成长——产能扩张、产量增长、价格稳定、盈利上升。其中，公司作为低聚异麦芽糖的最大市场份额拥有者，毛利率将会较长期处于40%左右较高水平，年销售额增长20%左右；果葡糖浆凭借现有客户增量和新客户蔗糖改果葡糖浆所带来的新增需求增长而稳定增长，增速可达15%以上，甚至不排除会有爆发式增长可能，毛利率可维持18%或有所提升；赤藓糖醇技改已于今年5月达产，下半年可较大幅度贡献收入。基于对公司所处行业和公司自身优势等的分析和把握，保守预计公司10-12年EPS可达0.69元、1.19元和1.74元左右，对应PE为47倍、27倍和19倍。按照6月3日实施09年10转3分配方案除权后股本由8000万增加到10400万加权摊薄后计算，每股收益为0.61元、0.91元和1.34元，当前股价对应PE为53倍、36倍和24倍。鉴于公司正处营养健康朝阳行业且2010-2012年净利润复合增速可达40%以上，按照40倍PE计算，2011年目标价可达47.6元，与当前价格相比涨幅可达49%，故首次给予“强烈推荐”评级。

表1 保龄宝业绩预测表

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	525.4	749.07	1168.02	1604.80
增长率(%)	-2.08%	42.57%	55.93%	37.40%
营业利润(万元)	38.93	61.80	92.22	122.09

增长率 (%)	-26.26%	58.73%	74.83%	48.54%
净利润 (百万元)	39.27	55.50	87.37	112.76
增长率 (%)	-12.30%	41.34%	70.82%	47.01%
每股收益(元)	0.59	0.69	1.19	1.74

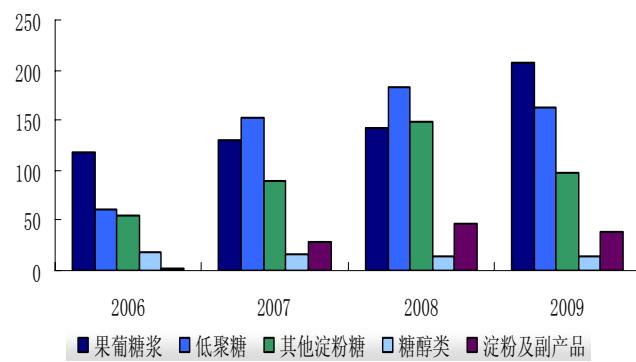
资料来源：东兴证券研究所

表 2：2008-2009 年公司主要客户收入及占比

客户	2008 年		2009 年	
	金额	收入占比	客户	金额
蒙牛乳业	8140	15.17%	可口可乐（中国）	10932.37
可口可乐（中国）	7598	14.16%	蒙牛乳业	7238.71
无锡健特药业	3548	6.61%	RICHMONDS MARKETING	3169.9
伊利股份	2437	4.54%	伊利股份	2282.26
Meelunie B.V	1353	2.52%	济南百事可乐	1427.55

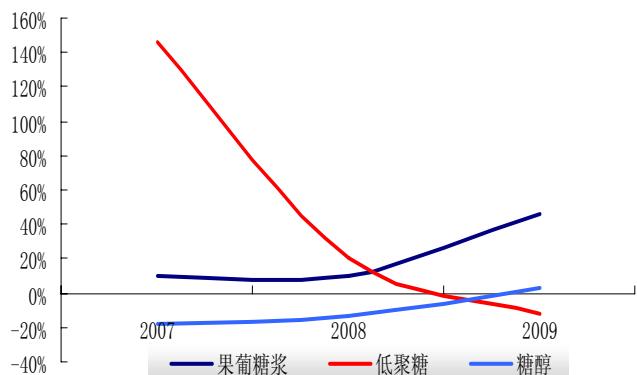
资料来源：公司公告 东兴证券研究所

图 1：2006-2009 年公司主营产品收入



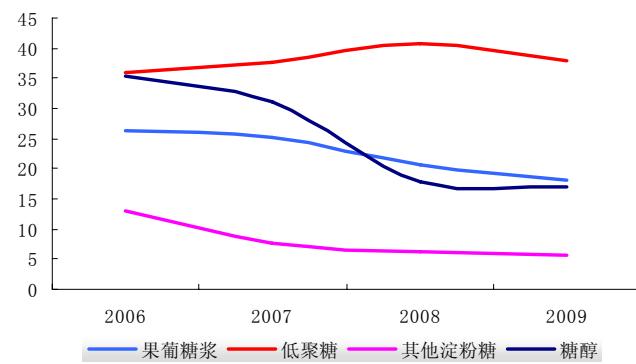
资料来源：wind，单位：百万元

图 2：2007-2009 年公司主营产品收入增速



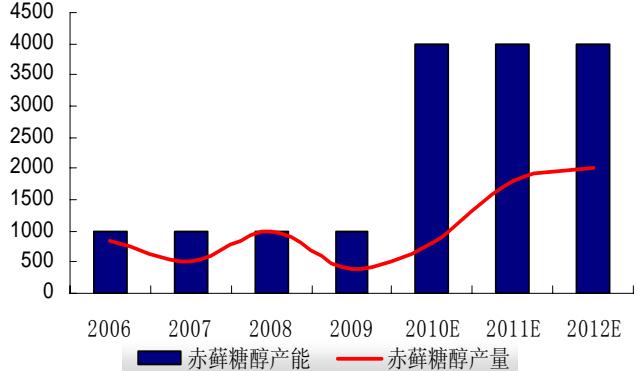
资料来源：wind，单位：%

图 3：2006-2009 年公司主营产品毛利率

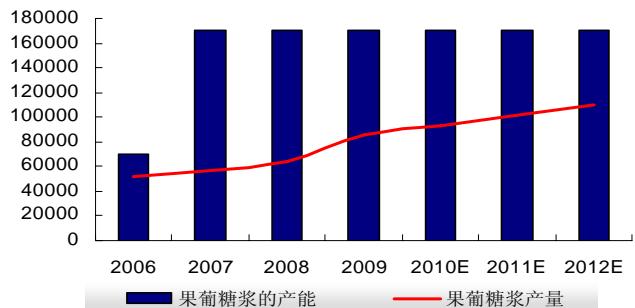


资料来源：wind。单位：%

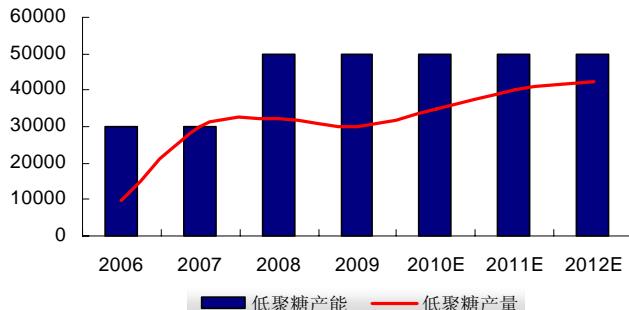
图 4：2006-2012E 公司低聚糖产能和产量



资料来源：东兴证券研究所 单位：吨

图 5：2006-2012E 公司果葡糖浆产能和产量


资料来源：东兴证券研究所 单位：吨

图 6：2006-2012E 公司低聚糖产能和产量


资料来源：东兴证券研究所 单位：吨

附：近期报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好评好	1-1
2	“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
3	播“种”正当时，涨声响起来——农林牧渔1、2月投资策略	看好评好	1-15
4	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒(000729)调研快报	推荐	1-19
5	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液(000858)1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
6	自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地(002200)调研报告	推荐	1-19
7	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液(000858)09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
8	净利润下降27.34%，增发或是新机会——顺鑫农业(000860)09年报点评	推荐	2-2
9	干旱影响业绩，工程助力发展，长期高成长性不改——绿大地(002200)业绩修正点评	推荐	2-3
10	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母(600298)09年报点评	推荐	2-8
11	种业农化展翅齐飞——丰乐种业(000713)年报点评	推荐	2-10
12	玉米种子力挺公司增长——敦煌种业(600354)年报点评	推荐	2-10
13	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖(000568)股权激励授权公告点评	推荐	2-11
14	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好评好	2-22
15	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好评好	2-22
16	深入合作有望提升积极面——水井坊(600779)中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
17	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒(600600)业绩预增公告点评	推荐	2-23
18	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好评好	2-24
19	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒(600573)09年报点评	强烈推荐	2-25
20	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒(600573)深度调研报告	强烈推荐	2-26
21	09年平稳增长 10年可能提速——三全食品(002216)业绩快报点评	推荐	2-26
22	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒(000729)09年报点评	强烈推荐	3-2
23	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊(600779)股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
24	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好评好	3-4

25	洋河股份：全面攀高 势头正猛—洋河股份 (0020304) 09 年报点评	推荐	3-5
26	增长或再超预期 继续强推——金种子酒 (600199) 北京交流会快报	强烈推荐	3-8
27	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看 好	3-8
28	第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看 好	3-10
29	2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看 好	3-12
30	皇氏乳业 (002329) 调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
31	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业 (600616) 09 年报点评	强烈推荐	3-17
32	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒 (600573) 调研快报	强烈推荐	3-18
33	中外合作提升长效积极效应——水井坊 (600779) 调研快报	强烈推荐	3-18
34	收入首破百亿 预收款剧增 3 倍达 43 亿 继续强推——五粮液 (000858) 09 年报点评	强烈推荐	3-18
35	“普京”提价见效 区域增长或超好 ——燕京啤酒 (000729) 22 日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
36	第 11 周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看 好	3-24
37	受益自养自宰 预期更可向好——圣农发展 (002299) 09 年报点评	推荐	3-26
38	得利斯山东肉制品龙头横纵布局——得利斯 (002330) 09 年报点评	推荐	4-1
39	净利润增长 227% 争做省内第一品牌——金种子酒 (600199) 09 年报点评	强烈推荐	4-1
40	东兴证券 2010 年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
41	第 12 周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看 好	4-3
42	增发预案获通过 高管换届不换人 维持评级——金种子酒 10 年第一次临时股东大会公告点评	强烈推荐	4-7
43	第 13 周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看 好	4-8
44	第 14 周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看 好	4-14
45	1 季度 CPI 食品类上涨 5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看 好	4-16
46	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看 好	4.16
47	第 15 周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部 36 个大中城市监测数据点评	看 好	4-22
48	第 16 周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部 36 个大中城市价格监测点评	看 好	4-29
49	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展 (002299) 深度报告	强烈推荐	5-4
50	第 17 周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看 好	5-5
51	4 月 CPI 食品类涨 5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局 4 月食品类价格数据点评	看 好	5-12
52	酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级——五粮液 (000858) 5 月 13 日北京交流会快报	强烈推荐	5-13
53	第 18 周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看 好	5-12
54	第 19 周猪菜价连跌两周 粮价略涨 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看 好	5-19
55	五粮液金种子酒等公司估值偏低 可考虑买入——食品饮料部分公司股价异动点评	强烈推荐	5-21
56	第 20 周菜价续跌 猪肉跌幅增大 维持看好评级——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看 好	5-26

分析师简介

刘家伟

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

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料和农林牧渔行业研究

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。