

看好长期发展 短期关注糖价

增持首次

投资要点:

- 果葡糖浆价量增加、赤藓糖醇建成投产为今年业绩增长亮点
- 短期看,蔗糖价格影响公司业绩;长期看消费升级为最大推力
- 治理、技术和营销优势构成公司长期核心竞争力

报告摘要:

- 淀粉糖行业经过90年代后期大发展,产能迅速扩大,行业呈现子产品丰富、竞争企业众多和相互替代性较强的特性。作为蔗糖替代品,淀粉糖行业产量从1992年21万吨激增至超过800万吨。行业内企业产能利用率普遍不足60%,竞争异常激烈。各种淀粉糖产品在生产工艺、成本和应用领域有不同,但相互交叉和替代性较强。随着行业近几年产能迅速扩大,行业内企业盈利能力在减弱。
- 行业发展短期看蔗糖价格波动,长期依赖技术进步和消费引导。2008年后受天气影响和食糖库存降低,糖价持续上涨,预计这种趋势将保持到2010年底。但从长期看,技术进步引起的成本下降和对淀粉糖尤其是功能糖行业的消费引导将有利于公司长期业绩增长。
- 果葡糖浆和赤藓糖醇增长成今年业绩增长主推力。蔗糖价格增加引起果葡糖浆需求上涨和售价上升(上半年提价10%以上),预计全年销售增长30%以上;赤藓糖醇投产,预计全年销售2000吨,收入增加6000万。二者构成全年业绩增长重要推动力。低聚异麦芽糖需求放缓,预计全年销售3万吨,与去年持平;低聚果糖项目受进程影响,估计业绩贡献将在明后年体现。
- 管理、技术和营销能力构成公司核心竞争力。公司在低聚糖领域与蒙牛伊利等大客户稳定合作、在果葡糖浆领域与可口可乐和百事可乐持续合作,显示公司在技术上的领先优势和与客户的公关沟通、方案营销能力的突出,在同时期行业内其他公司毛利大幅下降时远远强于竞争对手。
- 估值与投资建议。预计2010、2011年每股收益0.52元、0.80元

经营指标 百万	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	414.33	536.55	525.40	641.44	728.55
同比增长率	61.00%	29.5%	-2.08%	22.09%	13.58%
净利润	33.3	44.78	39.27	53.36	83.15
同比增长率	66.42%	34.48%	-12.29%	35.87%	55.83%
每股收益(元)	0.32	0.43	0.38	0.51	0.8
净资产收益率	17.23%	18.81%	5.93%	11.5%	14.2%

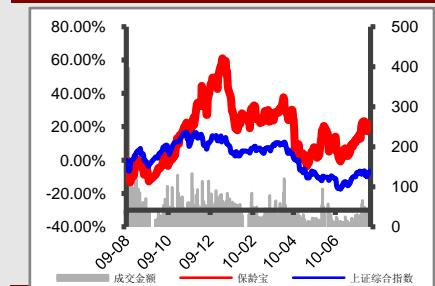
分析师

苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

市场表现



机构持股汇总

总股本(万) 10400

流通股本(万) 2600

第一大股东 刘宗利

持股比例 34.16%

数据来源:港澳资讯

相关研究

张裕A: 引领红酒行业涅槃的龙头

2010.4.9

山西汾酒: 期待二次变革引发业绩井喷

2010.4.14

泸州老窖: 估值优势凸现

2010.4.29

古越龙山: 与“女儿红”整合进行中,营业收入外增厚业绩

2010.5.10

燕京啤酒: 成本锁定,今年业绩无虞

2010.5.15

燕京啤酒: 高增长如何持续探讨

2010.5.28

青岛啤酒: 整合效应决定长期增长

2010.5.29

深深宝A: 最坏的时候应已过去

2010.5.25

伊力特: 主业增长稳定、煤化工贡献业绩

需时日

2010.7.24

中粮屯河: 糖业向好、番茄酱继续低迷

2010.7.24

目录

一、淀粉糖行业：空间巨大、竞争也激烈.....	4
(一) 淀粉糖发展情况、主要产品	4
(二)、淀粉糖行业发展潜力：短期空间来自成本比较、长期优势源自消费引导	8
1、蔗糖价格比较的价格优势决定我国淀粉糖行业短期发展速度	9
2、国际因素比较结论：相对健康的生理特性符合消费升级时代人们的心理追求，也有望带来长期需求爆发	10
(三)、淀粉糖行业竞争形势：不容乐观	10
1、产能扩张迅速，强势竞争对手较多	10
(1)、西王糖业.....	10
(2)、大成糖业.....	11
(3)、其他竞争对手：秦皇岛骊骅、黄龙食品、鲁洲生物等	11
2、企业盈利能力处于下行周期	11
二、保龄宝：如何在急剧增大的蛋糕中分得自己那杯羹.....	12
(一)低聚异麦芽糖：差异化竞争、方案营销优势突出	12
(二)果葡糖浆：竞争激烈、营销能力为重点	13
(三)募投新项目情况	14
三、估值和投资建议	14

插图

图 1: 1992-2009 年我国淀粉糖产量 万吨	4
图 2: 2002-2009 年我国蔗糖产量 万吨	4
图 3: 2006-2009 中国食糖库存量 千吨	9
图 4: 2006-2009 中国糖价走势 元/吨	9
图 5: 中国食糖产销率 2008 年末逆转	9
图 6: 2010 食糖产销率逐月提高	9
图 7: 2007-2009 年西王糖业产能扩张图	10
图 8: 2008-2010 年大成糖业产能扩张图	11
图 9: 2010H1 公司收入结构图	13
图 10: 2010H1 公司毛利结构图	13

表格

表一 主要淀粉糖品种功能及应用领域	5
表二 淀粉糖行业主要企业近几年毛利率变化:	12

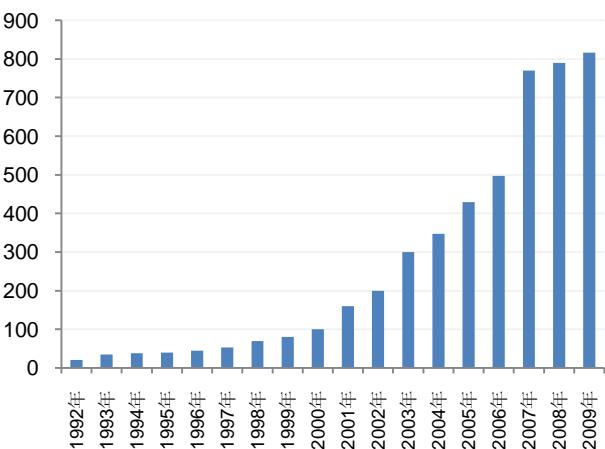
一、淀粉糖行业：空间巨大、竞争也激烈

(一) 淀粉糖发展情况、主要产品

技术进步增强相对优势，促成产能大增：淀粉糖行业在中国兴起较早，早期民间已开始使用饴糖、关东糖等淀粉糖。90年代初我国曾引进国外先进设备和技术，建设果葡糖浆厂20多家。但由于技术水平不高导致产品单一、质量不佳；规模化优势缺乏引致生产成本高，与蔗糖相比缺乏优势，多数企业破产倒闭。淀粉糖行业大发展主要在98年前后。一方面98年后淀粉糖被国家科委列为“国家重点火炬计划”，明确了其在科技发展中的地位，从政策和税收各方面加大对企业的支持。另一方面取得关键技术进步、产品规模化优势逐渐明显，使其成本相对于蔗糖有了可比性。

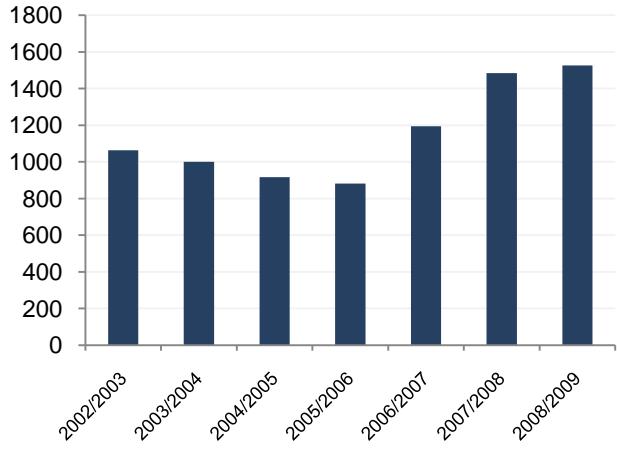
1992年淀粉糖产量仅有21万吨，1999年达到80万吨，2009年产量已超过800万吨，我国成为世界淀粉糖生产第二大国。产品种类从6种发展到目前约28种。与此形成鲜明对比的是2002-2009榨季间，蔗糖产量从1063增加到1526万吨，复合增长率仅为6.2%。2002年淀粉糖占蔗糖比例仅有18%，到2009年末已超过40%。

图1：1992-2009年我国淀粉糖产量 万吨



资料来源：中国糖网 宏源证券

图2：2002-2009年我国蔗糖产量 万吨



资料来源：宏源证券

相对发达国家仍处于初期阶段，空间巨大：总量上看，我国是淀粉糖生产的第二大国（仅次于美国）。但从人均水平观察，目前我国人均年消费淀粉糖3.2kg，在世界上处于较低水平。美国淀粉糖消耗量占食糖总量的53%，人均消耗淀粉糖约40公斤；日本淀粉糖产量约230万吨（其中果葡糖浆超过100万吨），人均消耗淀粉糖约18公斤；韩国淀粉糖产量90万吨（其中果葡糖浆48万吨），人均淀粉糖19公斤；台湾果葡糖浆产量约20万吨，主要用于饮料。目前淀粉糖在我国应用的程度和速度很大程度上仍然依赖蔗糖价格：蔗糖价格高于淀粉糖20%以下，企业多愿意使用蔗糖，超过20%或以上，淀粉糖的替代性逐渐增强。

淀粉糖种类较多，相互之间替代性较强：淀粉糖产品在我国主要有28种。目前主要

品种是麦芽糖浆、高麦芽糖浆和葡萄糖，总量占淀粉糖比重的 80%以上。麦芽糖浆与高麦芽糖浆主要应用于食品，液体和结晶糖主要用于发酵、糕点行业，果葡糖浆主要用于饮料行业。各类淀粉糖产品具有一定差异性（如低聚糖、果糖具有功能食品特性），多数淀粉糖具有营养保健作用，或代谢不会引起血糖异常，适合不同人群使用。但总体来讲，差异性不强。

表一 主要淀粉糖品种功能及应用领域

淀粉糖产品的功能、应用领域		
产品	生理功能	主要应用领域
低聚异麦芽糖 (IMO-50、 IMO90)粉 (浆)	1、能具有促进双歧杆菌显著增殖的特性。 2、具有抗龋齿性，低聚异麦芽糖属难发酵性糖，不会被蛀牙利用。 3、具有难发酵性，低聚异麦芽糖是酵母和乳酸菌不能利用的糖类 4、IMO-90 产品	乳制品（婴儿奶粉、成人奶粉、活性酸奶）
		利用鲜果资源开发功能性果汁等
		应用低聚异麦芽糖浆与蜂蜜配比(低聚异麦芽糖浆：蜂蜜=1:3)相溶和，经精炼加工，生产蜂蜜糖浆。
		利用当地中药材资源与低聚异麦芽糖生产具有特有功能的保健药品。
		利用低聚异麦芽糖生产糖果，不会造成龋齿、发胖。
		提高酒质，改善口感，低聚异麦芽糖应用果酒、葡萄酒和白酒通常采用配制勾兑的方法。低聚异麦芽糖应用于黄酒、啤酒酿造过程中，葡萄糖和麦芽糖经酵母发酵转化成乙醇。
		面包、糕点行业应用低聚异麦芽糖，利用它的保湿性、低甜度和非发酵糖的功能。
果葡糖浆	无色无嗅，常温下流动性好，使用方便，在饮料生产和食品加工中可以部分或全部取代蔗糖 1、在口感上，越冷越甜。 2、在风味上具有不掩盖性 3、渗透性强、有利于抑制食品表面微生物生长 4、吸湿保潮性能好 5、冰点温度低 6、果葡糖浆发酵性能强 7、果糖和葡萄糖具有还原性，化学稳定性较蔗糖差 8、可直接被人体吸收	饮料
		用于不含酒精的饮料。指碳酸饮料、果汁饮料、茶饮料、运动饮料、乳饮料
		用于含酒精的饮料。果酒等
		冷食品
		面包
		软糕点及夹心糕点
		糖果
		水果罐头
		蜜饯（果脯）、果酱
		医药、保健食品
		药用糖浆
		药酒
		可作保健食品的甜味剂

麦芽糖浆	<p>1、麦芽糖浆的甜度低而温和，可口性强、口感好，在高温加热和酸性情况下比较稳定，通常温度下不会引起食品变质或甜味发生变化，所以加热时不易发生美拉德反应，用于糖果生产中具有 DE 值低，熬温高等优点，特别对延长产品的货架期效果明显。</p> <p>2、纯用麦芽糖浆生产糖果产品，比用传统的砂糖生产糖果，生产出的产品韧性好、透明度高，不会出现“返砂”现象，并可降低糖果粘度，提高产品的风味，显著降低生产成本，给企业带来较高的经济效益。</p> <p>3、由于麦芽糖浆具有抗结晶、冰点低等优点，用于冷饮生产中，既可改善产品的口感，提高产品质量又可降低生产成本，目前已被冷饮行业作为增稠剂和增塑剂得到了广泛的应用。</p> <p>4、用于糕点、面包、烘焙食品等生产过程，可起到防止淀粉老化，保湿性好，延长保质期等作用。</p> <p>5、由于麦芽糖浆渗透压较高，用于果脯、蜜饯、果酱、果汁罐头及奶油类食品中具有保质期长、产品口味不易改变等优点。</p>	糖果、饮料及乳制品	
		烘焙行业	
		其它食品	如蜜饯、莲蓉、果酱、月饼馅料、脱水蔬菜、火腿肠、方便食品、酱油等。
		糖果行业	
		水果罐头、果汁饮料和食用糖浆	
葡萄糖浆	<p>1、甜度、粘度较高、在风味上具有不掩盖性、具有还原性、冰点降低 麦芽低聚糖是糖尿病人禁用的一种糖。</p> <p>1、在防止大量乳酸产生和血液凝结的同时，可被人体逐渐吸收并长时间不断地提供能量。</p> <p>2 麦芽低聚糖能够持续为肌体提供能量，维持人体疲劳时的血糖水平，避免血液浓缩和血液中乳酸的大量产生，使胰岛素反应平稳，可迅速增加肌体耐力和做功能力，缓解疲劳，促进肠蠕动，改善肠道功能，防止便秘。</p>	软糖、面包、糕点类食品	
		冷饮生产	
		果脯、蜜饯、果酱、果汁罐头及奶油类食品	
		焙烤食品	
		食用葡萄糖	
麦芽糖粉	<p>1、甜度、粘度较高、在风味上具有不掩盖性、具有还原性、冰点降低 麦芽低聚糖是糖尿病人禁用的一种糖。</p> <p>1、在防止大量乳酸产生和血液凝结的同时，可被人体逐渐吸收并长时间不断地提供能量。</p> <p>2 麦芽低聚糖能够持续为肌体提供能量，维持人体疲劳时的血糖水平，避免血液浓缩和血液中乳酸的大量产生，使胰岛素反应平稳，可迅速增加肌体耐力和做功能力，缓解疲劳，促进肠蠕动，改善肠道功能，防止便秘。</p>	浓厚感	各种饮料、烧酒、威士忌、鸡尾酒、辣酱油、酱油、番茄酱、果酱、调味汁
		布丁风格	面糕、奶油蛋糕、婴儿食品、果冻等
		粉末化基 剂	粉末饮料、粉末汤料、粉末调味料、咖啡伴侣、粉末香料

	<p>3、可抑制肠内有害菌及病原体的生长繁殖，减少肠内毒素和致癌物质，预防各种慢性病和癌症；恢复微生态失调者的肠道正常菌群，预防和改善因抗生素、化疗、放射所引起的肠内菌群失调症；防止便秘，制止慢性下痢；促进钙、铁等矿物质的消化吸收；降低血脂和胆固醇，保护肝脏等。</p> <p>4、麦芽三糖至七糖能抑制腐败菌生长，特别是对能分泌多种内毒素的产气荚膜梭状芽孢杆菌有很明显的抑制作用。麦芽低聚糖对一种植物病原菌胡萝卜软腐欧文氏菌具有抗菌性，如以麦芽四糖的抗菌活性为100，则葡萄糖为0，麦芽糖为8，麦芽三糖为105，麦芽七糖为75，麦芽六糖为40。根据日本临床试验，这种低聚糖能使老人对钙离子的吸收能力提高，是预防老人骨质疏松的有效营养补充剂。</p> <p>5、麦芽低聚糖在体内具有很高的利用性，</p>	儿童食品	奶油糖果、太妃糖、巧克力等
		形成光泽和皮膜	米糕、煮豆、紫菜加工、糖果、蜜饯等
		调节冻结温度	各式雪糕、冰淇淋、制膜剂、冷冻食品等
		低醇啤酒酿造	低醇啤酒
食用葡萄糖（一水）	<p>1、甜度好</p> <p>2、酵母能发酵，其含量随转化程度的增高而增高，生产发酵食品使用葡萄糖较好。</p> <p>2、葡萄糖不经过消化能够被人体直接吸收，所以适用于病人食用。</p> <p>3、溶解度</p> <p>4、结晶葡萄糖在水中的溶解度介于30.79%—73.22%之间（随温度升高而升高）。</p>	发酵工业	葡萄糖作为最基础的营养基，是发酵培养基的主料，如抗生素、味精、维生素、氨基酸、有机酸、酶制剂等都需大量使用葡萄糖，同时也可用作微生物多聚糖和有机溶剂的原料。
		食品工业	1、传统的糖果业
			2、发展中的糕点、冷饮业
			3、新兴的蔬菜加工业
		化学工业	如胶粘剂、烧铸制品、塑料制品、印染、制革、电镀、钻探、油漆、肥皂、杀虫剂、火柴、炸药等
		合成和转化	葡萄糖还可氢化、氧化、异构、碱性降解、酯化、乙缩醛化反应等，合成或转化为其他产品。如氢化制山梨醇；氧化制葡萄糖醛酸、二酸等，并可进一步制成酸钙、酸钠、酸锌以及葡萄糖酸&内酯；异构化为F42、F55、F90果葡糖浆和结晶果糖；也可异构化为甘露糖（生产甘露糖醇原料），其中山梨醇可进一步生成维生素C，被广泛应用于临床治疗，而且甘露醇15%在临床作为一种安全有效的降低颅内压药物，来治疗脑水肿和青光眼。

		医药工业	其医药上的主要用途可分为口服和注射两种，一水葡萄糖可单独服用或制成多维葡萄糖服用。
			利用结晶葡萄糖可以进一步结合生产葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、葡萄糖醛酸内脂（肝泰乐）等
山梨醇	山梨醇甜度低于蔗糖，且不被某些细菌利用		食品、皮革、化妆品、造纸、纺织、塑料、牙膏、橡胶等行业
麦芽糊精	流动性良好，无异味，几乎没有甜度。溶解性能良好，有适度的粘度。吸湿性低，不易结团。有较好的载体作用，是各种甜味剂、香味剂、填充剂等的优良载体。有很好的乳化作用和增稠效果。有促进产品成型和良好地抑制产品组织结构的作用。成膜性能好，既能防止产品变形又能改善产品外观。极易被人体吸收，特别适宜作病人和婴幼儿食品的基础原料。对食品饮料的泡沫有良好的稳定效果。对结晶性糖具有抑制晶体析出的作用，有显著的“抗砂”“抗烊”作用和功能。	糖果	
			冷饮冷食
			固体饮料
			咖啡饮料
			速溶奶粉
		饮料	冰淇淋粉
			婴儿奶粉
			蛋黄粉
			酶制剂
			水果保鲜
			保健食品
			强化食品
			婴儿食品
		方便食品	方便食品
			汤美汁类
			西餐食品
		罐头食品	各种罐头
			果冻类
			果茶类
		造纸工业	
		化工、制药	化妆品
			牙膏
			农药
			制药片剂或冲剂的赋形剂和填充剂
		脱水蔬菜	

资料来源：WIND 宏源证券

（二）、淀粉糖行业发展潜力：短期空间来自成本比较、长期优势

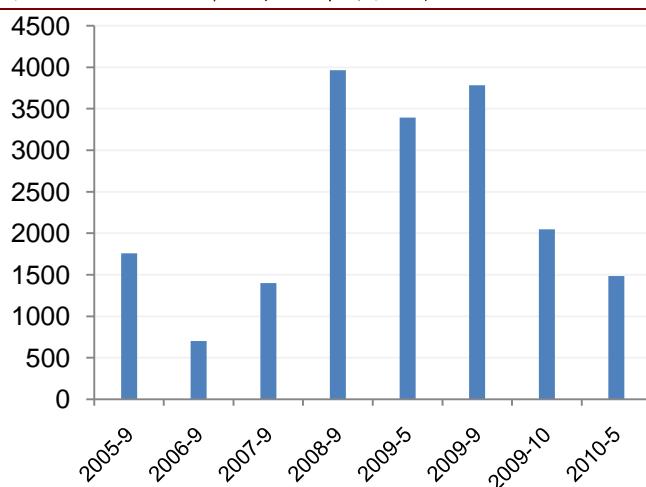
源自消费引导

1、蔗糖价格比较的价格优势决定我国淀粉糖行业短期发展速度

由于蔗糖目前仍是糖类消费主体,其产销量和价格波动基本决定了其他糖类产品价格增长上限。由于榨区有限,加之蔗糖季种年销特性,极易受天气变化影响,导致食糖产销和价格波动较大。2004-2006年,全国食糖库存量一路走低,导致食糖价格不断上升。07年之后蔗农加大种植面积,产量迅速提高,库存扩大,2007-2008年间蔗糖价格基本维持下跌趋势。2008年底之后,蔗糖价格再度上扬,截至2010年8月,价格仍超过5000元/吨。食糖价格短期内上升,使淀粉糖行业成本优势更为明显,有利于淀粉糖和其他甜味剂发展。

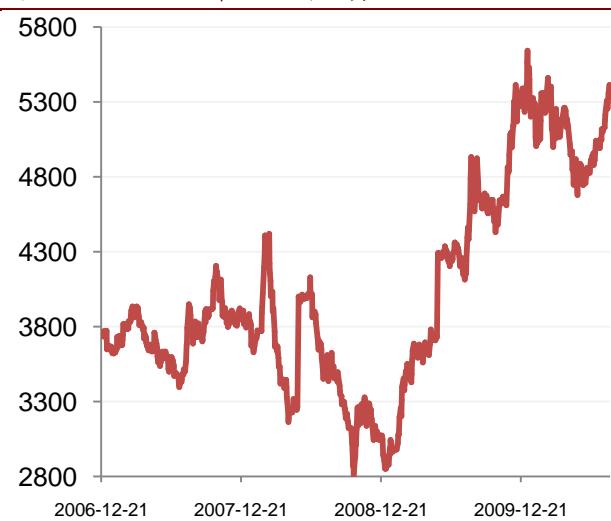
我们认为,目前食糖行业低库存由于受到干旱天气影响还将持续,糖价高位还将持续一段时间。2010-2011年对淀粉糖行业整体而言面临较大优势。

图3: 2006-2009 中国食糖库存量 千吨



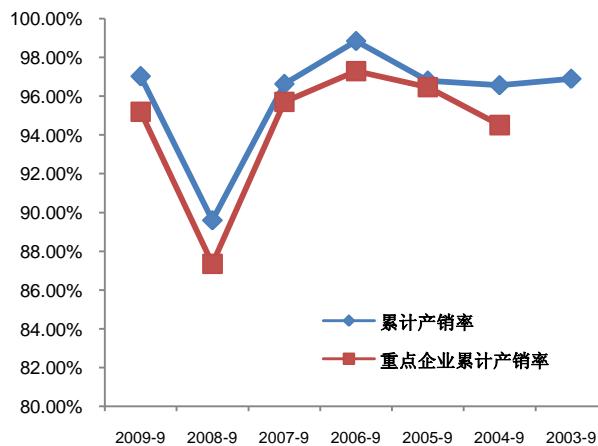
资料来源: WIND 宏源证券

图4: 2006-2009 中国糖价走势 元/吨



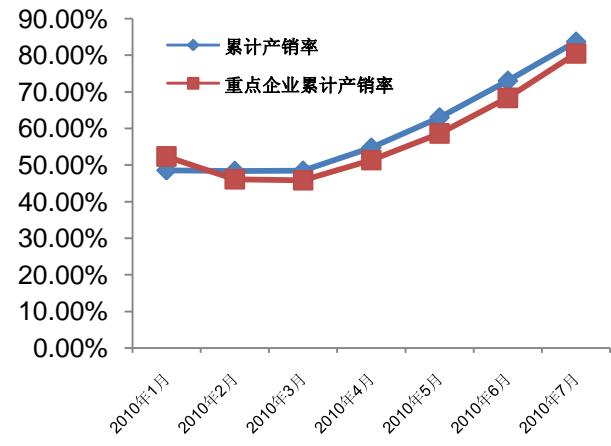
资料来源: WIND 宏源证券

图5: 中国食糖产销率 2008年末逆转



资料来源: 中国食糖网 宏源证券

图6: 2010食糖产销率逐月提高



资料来源: 中国食糖网 宏源证券

2、国际因素比较结论：相对健康的生理特性符合消费升级时代人们的心理追求，也有望带来长期需求爆发

淀粉糖产量已从 90 年代之前 6 种发展到今天代表性品种达到 28 种。产能从 92 年 21 万吨增长到目前超过 800 万吨，发展非常迅速。但对淀粉糖的使用主要还是集中在食糖替代品地位来考虑，对淀粉糖本身所具有的各种功能特性还缺乏相应重视。2007 年国家发改委曾把益生元推广为营养健康计划的重点。该计划具有指导性，不具备强制性。消费者的认知速度仍处于开发期和培养期。我们认为，随着经济发展水平加快和人们对健康水平重视程度的提高，淀粉糖各种子产品营养特性在消费者中主动接受程度加大，才是淀粉糖行业长期可持续发展的根本动因。从国际经验来看，淀粉糖在我国发展的潜力还很大。

（三）、淀粉糖行业竞争形势：不容乐观

1、产能扩张迅速，强势竞争对手较多

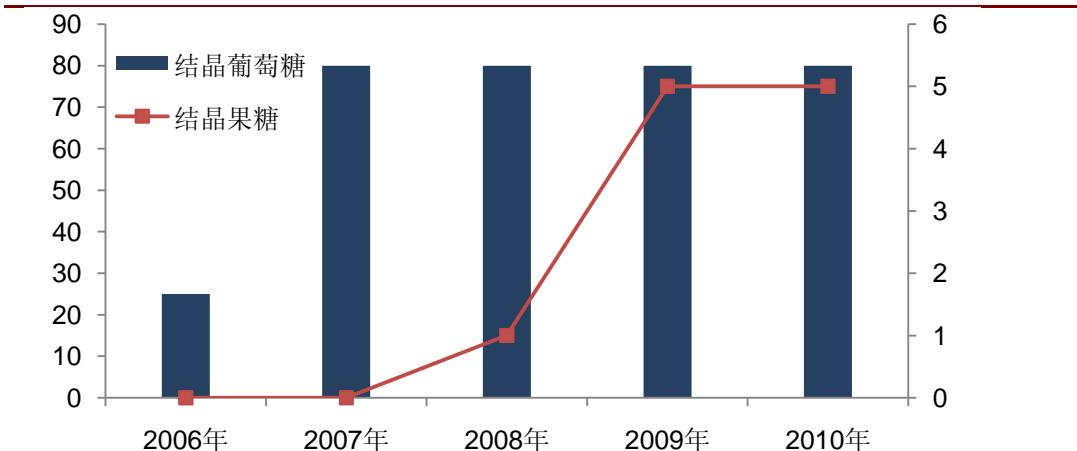
行业产能扩充较快、竞争格局激烈：90 年代行业技术进步，使产能扩充成为可能。2006 年蔗糖价格高企，极大促成淀粉糖行业产能扩张。据中国糖网数据显示，2006 年我国淀粉糖产能已经达到 900 万吨，但实际产量仅有 560 万吨；2007 年产能达到 1100 万吨，实际产能仅有 700 万吨。产能利用率分别仅有 62% 和 64%。

从行业内企业看，二十强企业产量占领 80% 市场份额。主要代表企业西王糖业、鲁洲生物、大成糖业、保龄宝生物近几年都不断增产扩建，预计 2010 年淀粉糖行业总产能已经超过 1500 万吨。各企业在淀粉糖其中一个或者几个子行业中市场份额占垄断优势。我们认为，从行业壁垒讲，由于国家对玉米深加工项目产能限制，淀粉糖新建企业进入壁垒提高。但 2007-2009 年行业内现有企业扩产较大，企业产能利用率不足现象较为普遍。从主要竞争对手西王糖业、大成糖业、鲁洲生物情况看，2007-2009 年产能扩充皆较为容易。因此行业整体容量增长可能伴随着行业内企业利润率的降低。从 2007-2009 年主要企业毛利率的变化可以观察到这一点。

（1）、西王糖业

西王糖业淀粉糖产品主要有结晶葡萄糖、结晶果糖和果葡糖浆。其中结晶葡萄糖产能 80 万吨，结晶果糖产能 5 万吨，果葡糖浆 09 年销量超过 3 万吨，为中国最大结晶葡萄糖产能基地。

图 7：2007-2009 年西王糖业产能扩张图

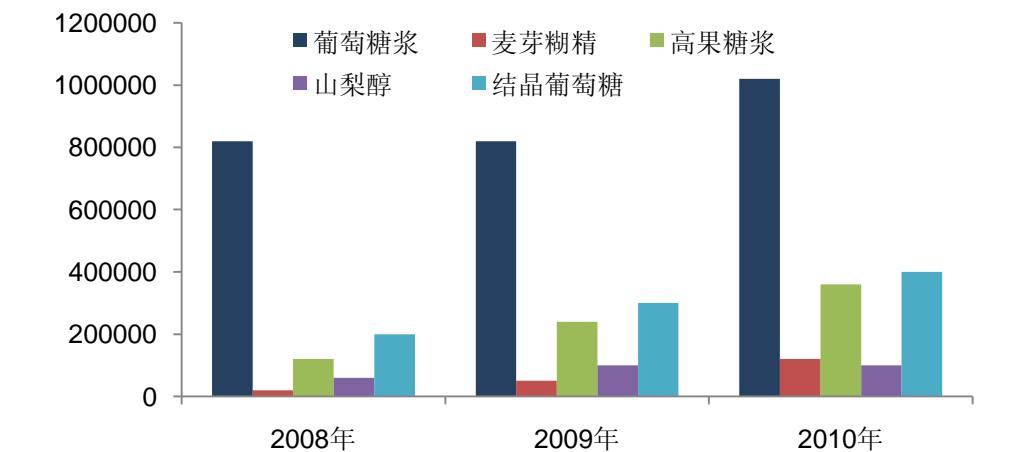


资料来源：宏源证券

(2)、大成糖业

大成糖业主要产品集中在液体糖浆产品（玉米糖浆）。2008 年之前综合产能达到 90 万吨，主要为葡萄糖浆，结晶葡萄糖 20 万吨。2008 年之后大成糖业产能迅速从 122 万吨扩大到 200 万吨，结晶葡萄糖产能预计达到 50 万吨。

图 8：2008-2010 年大成糖业产能扩张图



资料来源：宏源证券

(3)、其他竞争对手：秦皇岛骊骅、黄龙食品、鲁洲生物等

秦皇岛骊骅公司现有超过 40 万吨淀粉糖产能，其中葡萄糖年产能 22 万吨，山梨醇年产能 7 万吨，麦芽糊精年产能 5 万吨，葡萄糖浆产能 10 万吨。黄龙食品淀粉糖生产规模达到 10 万吨。鲁洲生物集团年加工玉米 150 余万吨，年产能淀粉糖系列产品 120 万吨。

2、企业盈利能力处于下行周期

经历 2006-2008 年扩张周期，行业生产能力得以较大提升。从主要企业来看，2006 年之后，毛利率都有不同程度的下降。尽管保龄宝公司毛利率相对稳定，还是受到一定影

响。

表二 淀粉糖行业主要企业近几年毛利率变化:

毛利率	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
大成糖业	22%	20.98%	16.40%	13.50%
葡萄糖浆	21.90%	19.40%	12%	
麦芽糖浆	24.50%	17.70%	14.40%	
结晶葡萄糖		25.20%	14.60%	
高果糖浆	17.60%	12.30%		
麦芽糊精		12.40%	11.10%	
糖醇		25.10%	16.70%	
西王糖业	26.40%	24.50%	8.60%	12.70%
保龄宝	26.63%	26.38%	23.53%	21.65%

二、保龄宝：如何在急剧增大的蛋糕中分得自己那杯羹

(一)低聚异麦芽糖：差异化竞争、方案营销优势突出

公司目前产品主要集中在低聚异麦芽糖、果葡糖浆、低聚果糖、赤藓糖醇及其他淀粉糖产品等。低聚异麦芽糖和果葡糖浆为公司主打产品，2009 年和 2010 年中分别贡献销售收入的 71% 和 64%，贡献毛利的 90% 和 82%。低聚果糖和赤藓糖醇是公司开发新产品，是未来业绩提升的主要亮点。目前低聚异麦芽糖产能 5 万吨，果葡糖浆 17 万吨，新建果糖产能 1 万吨，赤藓糖醇 4000 吨。

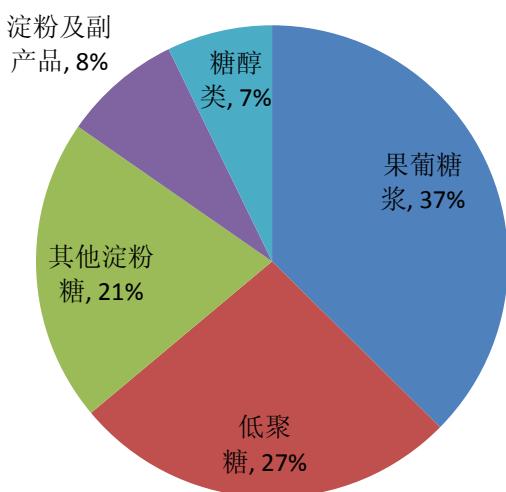
尽管行业内产能超过 20 万吨的淀粉糖企业很多，但公司作为低聚糖行业龙头，优势仍很突出。低聚糖作为功能糖，不但是蔗糖的简单替代物，而且具有促进双歧杆菌增值、增进肠道功能等特性，属于附加值相对较高的产品。公司早在 2000 年就开始规模化生产低聚异麦芽糖，但真正是在 2007 年与伊利、蒙牛合作之后，销量取得较大增长。保龄宝公司总产能达 5 万吨，2008 年、2009 年公司低聚异麦芽糖销量分别为 3.3 万吨和 2.9 万吨，市场占有率达到 60-70%；2009 年和 2010 年中产品销售收入占比分别达到 31% 和 26.5%，毛利占比分别达到 55.5% 和 49%。表面看是下游乳业推广益生元概念使公司取得成功，但我们认为其背后主要因素还是消费升级，公司抓住机会做了推广。

我们认为，低聚异麦芽糖作为新型行业，主要问题比较突出，但从长期看优势和潜力也非常明显。总体问题之一是市场处于培育和发展期，消费者认知程度还有待提高。同时由于低聚糖作为添加剂，并不接触终端消费者，公司对下游大客户议价能力受到一定影响。二是行业技术门槛不高，且其他低聚糖产品之间替代性较强。但优势也非常明显，最重要的一点是整个功能糖在中国人均产量和占比仍很低，参考国际经验还有较大空间。我们看好低聚异麦芽糖在未来的发展是认为随着消费者对健康的重视程度提高、对食品安全和保健性要求增强，会对整个行业增长带来利好。

保龄宝以锁定大客户的方式赢得自己的一席之地。2007 年通过开发蒙牛、伊利等客户，推广“益生元”新概念，促进了产品销量增长，展示了公司超前的眼光和产品开拓能

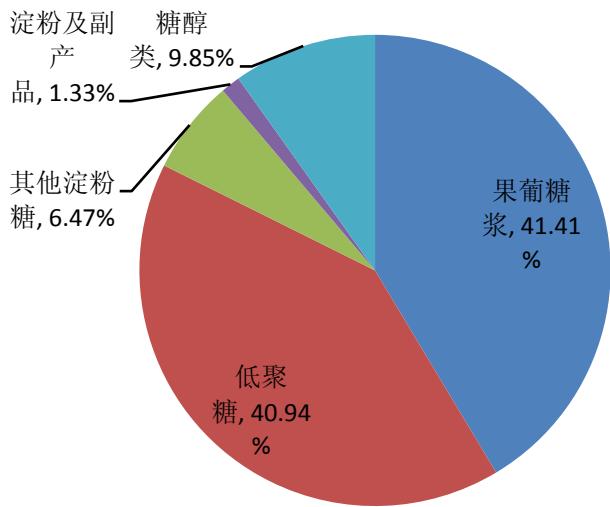
力。我们认为在低聚糖领域(包括其后即将生产的低聚果糖),公司的领先优势比较明显,与下游客户紧密合作、共同开发的能力在一定程度上使公司免遭恶性竞争。预计 2010 年、2011 年销量有望达到 3 万吨和 3.4 万吨。

图 9: 2010H1 公司收入结构图



资料来源: 公司公告

图 10: 2010H1 公司毛利结构图



资料来源: 公司公告

(二) 果葡糖浆: 竞争激烈、营销能力为重点

果葡糖浆是一种新型甜味剂,甜度与蔗糖相当。具有低热值、无后苦感的特征,因而广泛适用于食品饮料行业。代谢上,果葡糖浆对胰岛素依赖小,不会引起血糖变化的大幅变化,故非常适合糖尿病人使用。果葡糖浆生产扩大化很大程度上是因为技术进步使得成本下降,对蔗糖替代性增强,如美国 1984 年产量即能超过蔗糖产量。2006 年前后果葡糖浆在我国巨大发展也是因为受蔗糖价格迅猛上涨的影响。今年下半年蔗糖价格仍然持续保持高位,预计果葡糖浆产量也将有增长。同时果葡糖浆也是竞争非常激烈行业,全行业年销量估计超过 60 万吨。2006 年之后行业内果葡糖浆产能扩大非常迅速,全行业产能利用率远低于 60%

果葡糖浆作为蔗糖替代品,需求量和价格受蔗糖影响更大。同时受行业内产能迅速扩大的影响,竞争局势趋向严峻。公司果葡糖浆产能 17 万吨。2008 年、2009 年果葡糖浆销量分别为 6.2 万吨和 9 万吨,市场占有率为 11%。公司市场占有率为相对较小,但技术标准和质量应处于领先地位,2006 年公司与可口可乐中国总公司签订协议,成为其产品指定供应商,极大提高了公司声誉和销量。尽管行业竞争激烈,但由于锁定行业内大型客户可口可乐和百事可乐,近两年保持较快增长速度。2009 年供应可口可乐和百事可乐果葡糖浆约占公司总产量 50%。公司与可口可乐签订 3 年协议,估计每年用量 5 万吨。2009 年新增南京、西安、武汉可口可乐灌装厂。由于可口可乐计划对可乐产品使用果葡糖浆替代蔗糖计划实施,逐渐将果葡糖浆替代率由 50% 提高至 75% 甚至 100%。我们认为公司果葡糖浆产销量主要受益于两乐替换进程和整个行业自身增长。预计 2010 年、2011 年销量分别达到 11 万吨和 13 万吨。

(三) 慕投新项目情况

公司近年新项目主要包括年产 1 万吨低聚果糖项目和年产 4000 吨赤藓糖醇项目。低聚果糖是低聚糖的一种品种，主要添加到高级糖果、烘焙食品中，国内目前能大规模生产低聚果糖企业并不多。公司自主开发连续模拟移动色谱分离技术可得到纯度为 95%以上的低聚糖，技术优势在国内领先。预计该项目今年年度达到达产状态，明年达产 50%，后年估计能达产 80%。

赤藓糖醇是一种纯天然甜味剂，自然发酵产品，其他甜味剂多多少少添加氢化合物。同时其热值为零，无糖产品多用其作添加剂。欧盟、美国等发达国家口香糖消费量大，其中大多添加赤藓糖醇。公司与大学研究院合作。早在 2004 年就投入生产。当时是一个实验室项目。09 年扩产，产能达到 4000 万吨。公司下一步将其作为主打产品，目前订单比较饱满，有明确意向的客户如可口可乐健怡、百事零度可乐、美国嘉吉、完美、雅客。上半年销量约为 800 吨，预计全年销量约为 2000 吨。

三、估值和投资建议

总体观点：我们认为保龄宝是一家在迅速兴起的行业中技术和管理优势比较突出的企业。

从行业需求来讲，短期看，蔗糖价格还将成为较大的制约；长期来看，随着技术更新带来的成本下降和收入提升、消费升级引致的健康需求才是行业背后的巨大推动力。包括低聚糖和其他淀粉糖在类的品种都面临着较大的发展机遇。从行业供给来讲，整个行业门槛都不高，可能短期内供应量就有巨大增长，导致行业竞争局势转差。

从公司自身分析，保龄宝股权结构、技术优势、营销优势也非常突出。其近两年实行的大客户战略也取得了比较理想的效果。在这种激烈的竞争环境中管理和营销优势构成其他企业的壁垒。我们认为保守估计，公司发展速度应能与行业发展速度保持一致。

预计 2010 年、2011 年、2012 年公司每股收益有望达到 0.52 元、0.80 元和 1.02 元，对应动态市盈率为 53 倍、37.7 倍和 28 倍。暂给与“增持”投资评级。

分析师简介:

苏静然: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2008年12月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 五粮液、泸州老窖、山西汾酒、燕京啤酒、青岛啤酒、张裕A、古越龙山、安琪酵母等

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。