

评级：强烈推荐（首次覆盖）

食品饮料

公司研究

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

电 话：0755-82485059

邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间(元): 22.5-49.6

总市值(百万元): 2,713.36

流通股本(百万股): 46.86

流通股比率(%): 45.1%

资产负债表摘要(03/10)

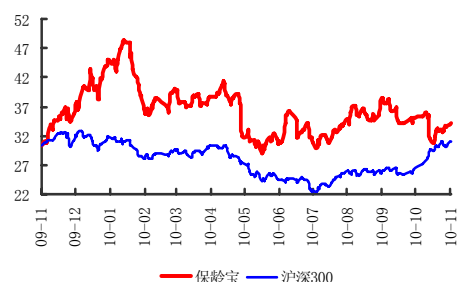
股东权益(百万元): 694.98

每股净资产(元/股): 6.68

市净率: 3.90%

资产负债率: 36.3%

公司股价近一年走势



相关报告

保龄宝（002286）

——糖价高涨和产能释放双动力驱动业绩爆发

摘要:

- **保龄宝作为国内唯一一家功能性食品配料上市公司** 人口老龄化和亚健康群体越来越多，将推动功能性食品的迅猛发展，公司作为国内唯一一家功能性食品配料上市公司，其发展前景无可限量。募集项目推动公司产品升级，公司目前有果葡糖浆、低聚异麦芽糖、赤藓糖醇和低聚果糖等四个主要产品。
- **果葡糖浆受益于蔗糖价格高位震荡量价齐升** 果葡糖浆可为蔗糖的替代品，目前白糖价格高位震荡，果葡糖浆毛利率上升到 22%，产能利用率达到 70%以上，2011 年将满负荷生产。
- **赤藓糖醇市场需求旺盛** 赤藓糖醇的品质优于木糖醇且无摄取量限制，可广泛用于饮料和保健品，目前市场需求旺盛带动毛利率升至 30%左右，公司 4000 吨赤藓糖醇四季度完全投产，可为 2011 年贡献较大盈利。
- **1 万吨低聚果糖年底投产** 目前低聚异麦芽糖为公司主要低聚糖产品，市场占有率约为 70%，公司募投项目 1 万吨低聚果糖年底顺利投产，2011 年按 50%产能利用率算可为贡献 1.6 亿销售收入。

给予公司“强烈推荐”投资评级 人口老龄化和亚健康问题越来越突出，人们对健康饮食的需求越来越强烈将推动功能性食品的快速的发展，公司作为最大功能性低聚糖企业，将是健康饮食发展过程中最受益的企业。公司受益于蔗糖价格高位震荡和赤藓糖醇、低聚果糖产能释放，我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.48 元、1.09 元和 1.30 元，对应 PE 为 53 倍、24 倍、20 倍，给予“强烈推荐”。

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	53,655	52,540	66,611	109,908	139,583
同比(%)	29.5%	-2.1%	26.8%	65.0%	27.0%
营业毛利	12,622	11,375	13,045	20,989	25,767
同比(%)	15.5%	-9.9%	14.7%	60.9%	22.8%
归属母公司净利润	4,478	3,927	5,007	11,305	13,506
同比(%)	34.5%	-12.3%	27.5%	125.8%	19.5%
总股本(万股)	10,400.0	10,400.0	10,400.0	10,400.0	10,400.0
每股收益(元)	0.43	0.38	0.48	1.09	1.30
ROE	18.8%	5.9%	7.0%	13.7%	14.1%
P/E(倍)	59.6	67.9	53.3	23.6	19.8

目 录

1、公司简介	3
1.1、股权结构	3
1.2、公司主营业务状况	3
2、果葡糖浆受益于高糖价	8
3、募集项目产能释放	11
3.1、4000 吨赤藓糖醇于 2010 四季度投产	11
3.2、低聚异麦芽糖全负荷生产 低聚果糖全部投产	13
3.3、5000 吨水溶性膳食纤维顺利投产	16
4、盈利预测、估值及投资建议	17
4.1、盈利预测	17
4.2、投资建议	17
5、风险提示	17

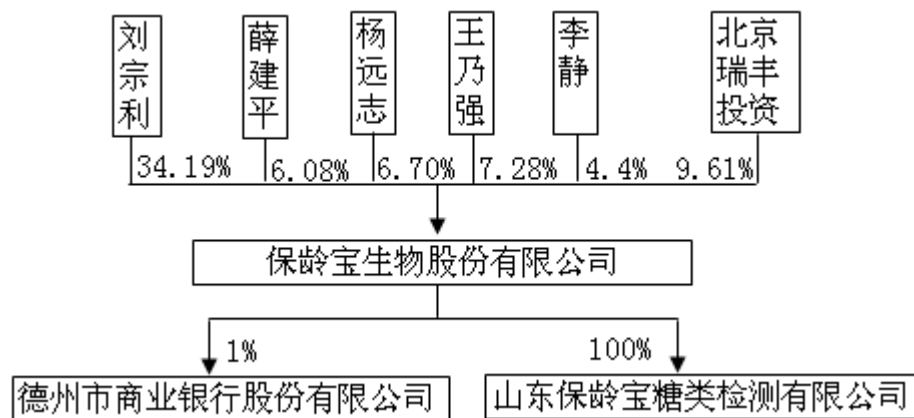
1、公司简介

1.1、股权结构

山东保龄宝生物股份有限公司（以下简称“公司”）主营以农副产品为原料经生物工程深加工生产、销售低聚糖、果葡糖浆、糖醇等产品。公司是国内主要的果葡糖浆、益生元以及功能食品配料的制造商，其中低聚异麦芽糖市场占有率为 70%，果葡糖浆市场占有率为 10%，位于全国淀粉糖主产区的山东。

公司股权结构清晰，董事长刘宗利先生持有公司 34.19%，为公司的实际控制人，其他三位高管均持有公司。

图 1：公司股权结构清晰



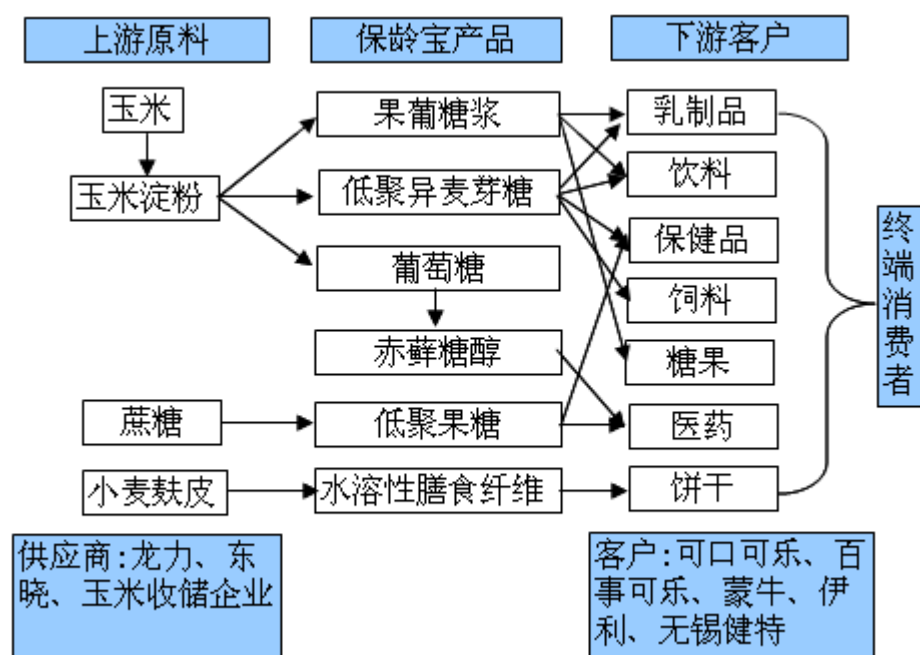
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

1.2、公司主营业务状况

公司处于产业链中间环节，通过收购玉米（或玉米淀粉）、蔗糖等原料制造果葡糖浆、赤藓糖醇、低聚异麦芽糖、低聚果糖等产品，为下游乳制品、饮料、保健品等产品提供功能性成分。虽然公司对上下游谈判能力微弱，但另一方面也可看出公司产品质量可靠，将随着下游企业快速发展而迅猛生长。

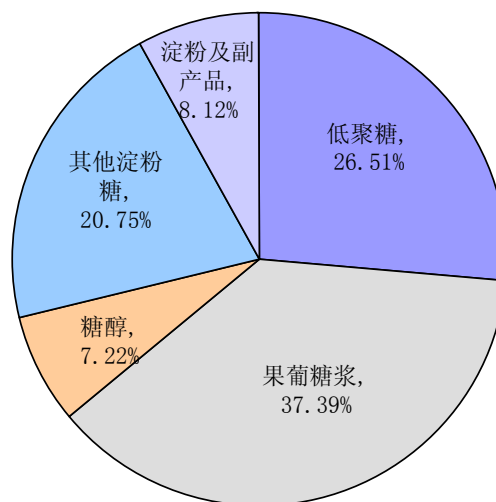


图 2：公司处于产业链中间环节



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 3：2010H1 营业收入以果葡糖浆和低聚异麦芽糖为主

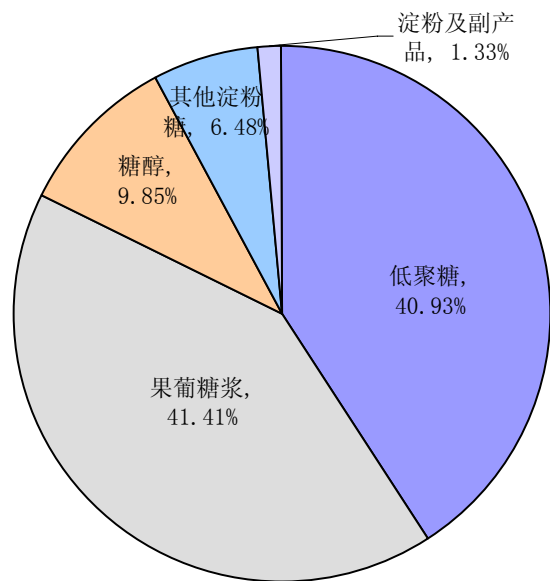


数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司 2010 年主营产品为果葡糖浆、低聚异麦芽糖、糖醇、其他淀粉糖和淀粉及副产品，2010 年受益于蔗糖价格维持在高位，果葡糖浆有较大幅度的增长，其所占营业收入的比例提高到 37.39%，低聚异麦芽糖价格有所下滑，其占营业收入的比例为 26.51%。



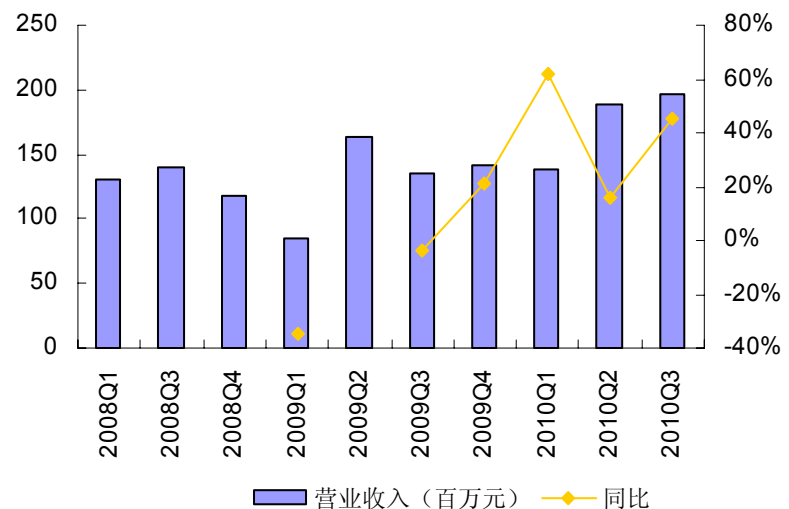
图 4: 2010H1 果葡糖浆、低聚异麦芽糖各占毛利润的 41%



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

目前公司毛利润主要来自果葡糖浆和低聚异麦芽糖,各贡献 41%左右,为公司的主要利润来源。

图 5: 2010Q1~3 公司营业收入同比增长 36.7%



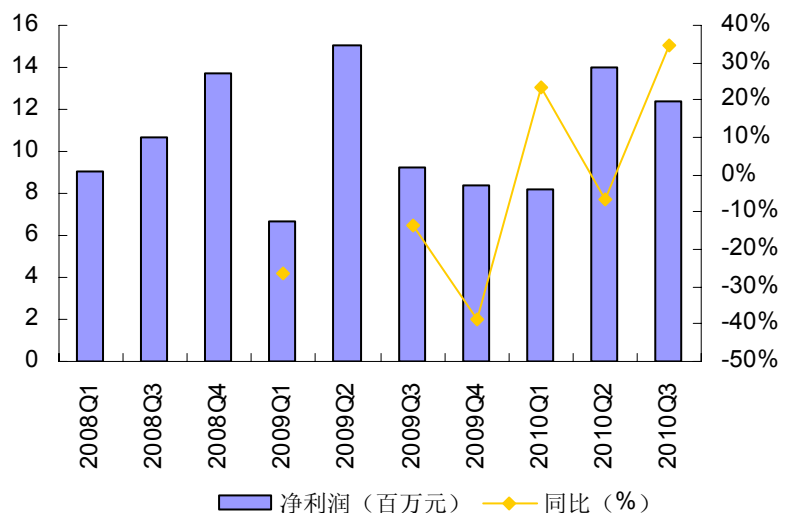
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

公司 2009 年受厂址搬迁影响,营业收入有所下滑, 2010 年上半年逐渐恢复, 2010 年三季度营业收入为 1.97 亿元,创单季度营业收入新高,增速为 45%。

自 2010 年 2 季度,归属于母公司所有者的净利润几乎恢复到厂址搬迁前的水平, 2010 年公司为开拓国际市场和新产品市场,加大了销售费用开支,为 2011 年新产品的投产和顺利销售打下良好基础。



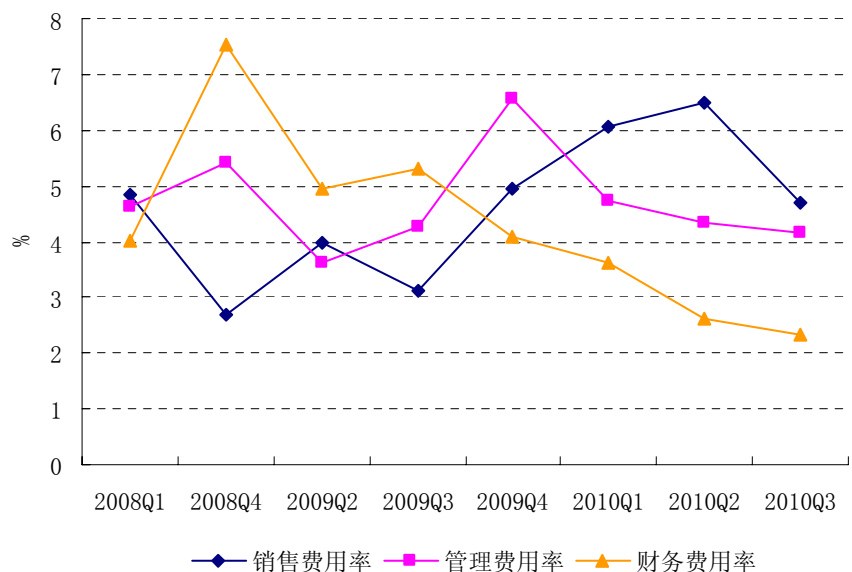
图 6: 2010Q1~3 净利润同比增长 12.2%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司厂址搬迁和加大产品推广，管理费用率和销售费用率有一定幅度的上涨，随着搬迁完毕和生产销售逐步恢复，期间费用率皆有所下滑，2010年3季度期间费用率为 11.2%。

图 7: 公司三项费用率下降至历史低点

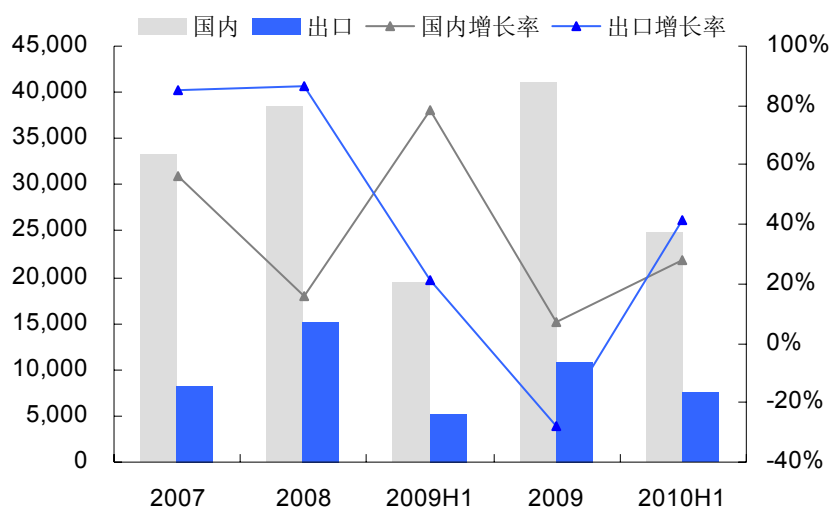


数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司产品以国内销售为主，国内销售基本占比为 76%，2010 年上半年国内销售收入为 2.5 亿元，同比增长 28%；公司加大国外市场的推广，2010 年上半年国外销售收入为 0.7 亿元，同比增长 41%。



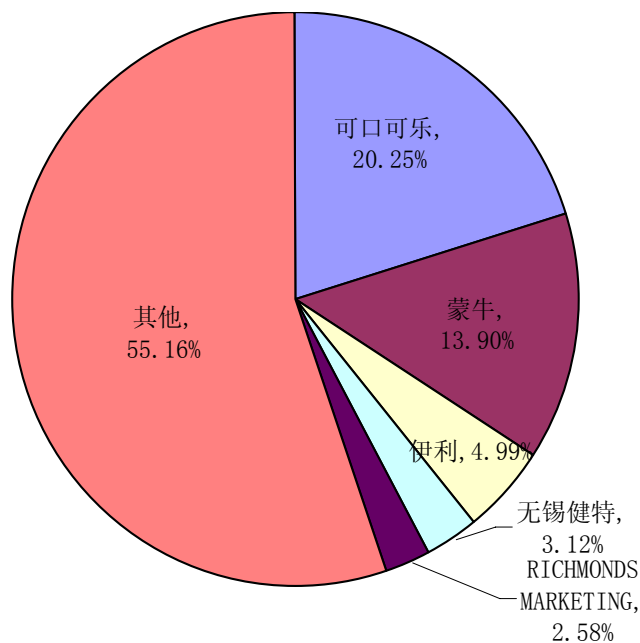
图 8: 公司产品以国内销售为主



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司产品主要销售给可口可乐、蒙牛、伊利、无锡健特、RICHMONDS MARKETING 等五大客户，其占销售收入的份额为 44% 左右；2009 年可口可乐为公司最大客户，占比为 20.25%，主要产品为果葡糖浆；蒙牛和伊利紧随其后，其购买公司的产品为果葡糖浆和低聚异麦芽糖；无锡健特为第四大客户，其购买公司的低聚糖主要用于生产保健品-脑白金。

图 9: 产品主要销售于五大客户

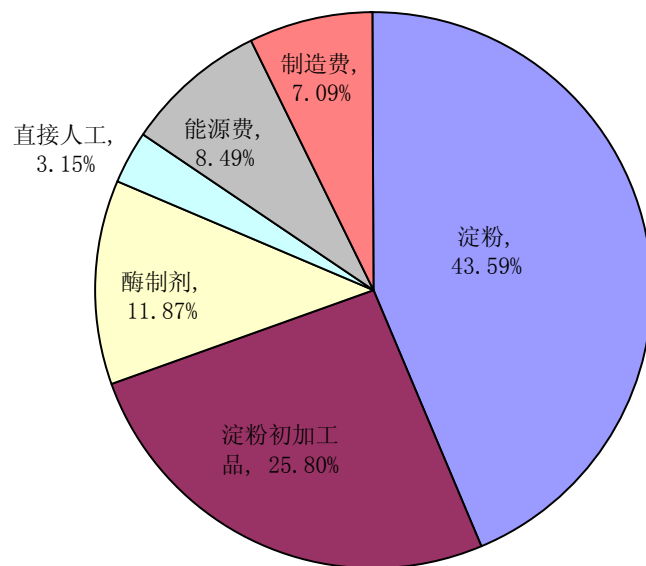


数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司产品主要原料为玉米及玉米淀粉，其占产品成本构成的 69% 以上；据专家介绍，未来玉米价格稳中有升，产品工艺为运用生物酶制剂催化和转化工艺，酶制剂为工艺中最核心的部分，其占成本构成的 11.87%。



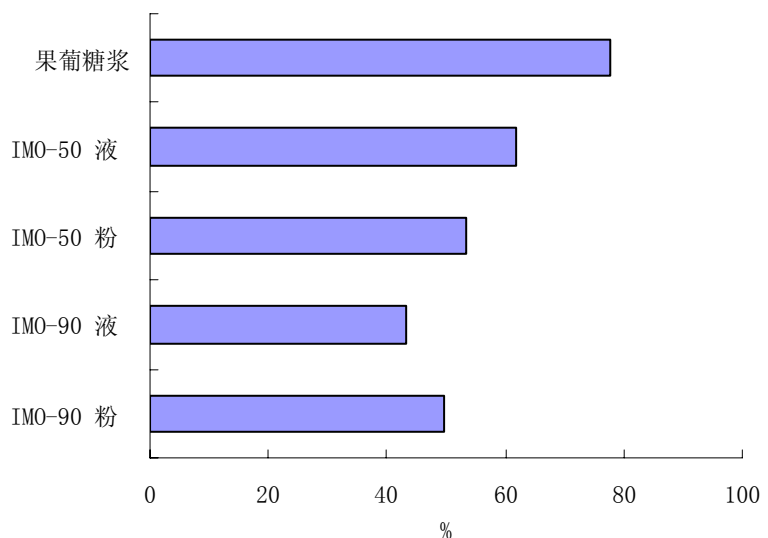
图 10: 产品主要成本为玉米淀粉



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

玉米淀粉占主要产品生产成本的比重略有不同, 其占果葡糖浆成本的比例最大, 约为 80%; 随着产品工艺越来越复杂, 玉米淀粉所占成本的比例逐渐下降, 占 IMO-90 液成本比例约为 45%。

图 11: 玉米淀粉占主要产品生产成本的比重



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

2、果葡糖浆受益于高糖价

果葡糖浆也称为高果糖浆或异构糖浆, 是以玉米淀粉为原料, 以酶法糖化淀粉所得糖化液经葡萄糖异构酶作用, 将其中的一部分葡萄糖异构成果糖, 有葡萄糖和果糖而组成的一种混合糖浆。果糖服用后, 在人体小肠内吸收速度缓慢, 在肝脏中代谢快, 能减轻肝脏负担, 对肝脏有保护作用; 代谢中对胰岛素依赖小, 故不会引起血糖升高, 这对糖尿病患者有利, 是



糖尿病人的理想甜味剂，果葡糖浆是高甜度的淀粉糖，其无色无臭，甜味纯正，常温下流动性好，与蔗糖形成一定替代关系。

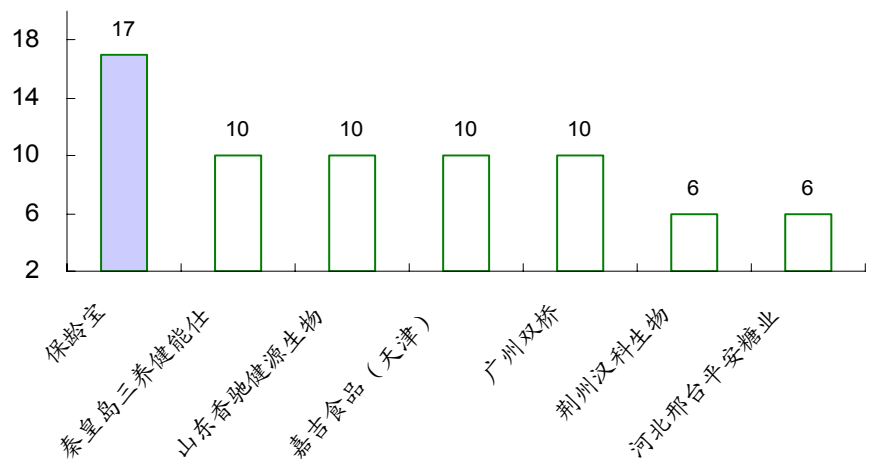
表 1: 公司果葡糖浆以 F55 为主

项目	F42	F55	F90
果糖占干物质的质量分数%	≥42~44	≥55~57	≥90
果糖+葡萄糖占干物质的质量分数%	≥92	≥95	≥98

数据来源：公司网站 第一创业证券研究所

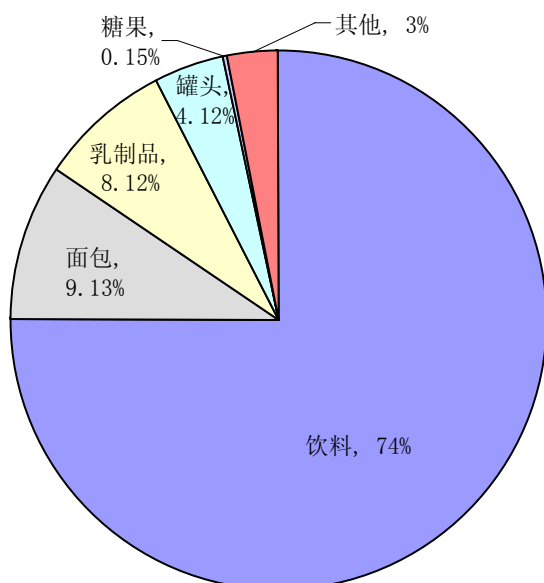
果葡糖浆按果糖占果葡糖浆干物质的质量分数分级，一般分为 F42、F55、F90 三级，果糖含量越高，工艺越复杂，成本和价格越贵；公司产品以 F55 为主。公司果葡糖浆产能有 17 万吨，全国最大，约占全国份额的 10% 左右。

图 12: 公司果葡糖浆产能较大



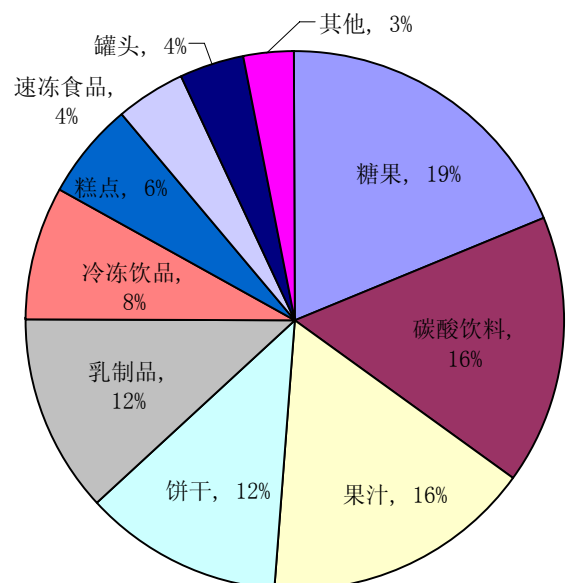
数据来源：招股说明书 第一创业证券研究所

图 13: 果葡糖浆主要用于饮料



数据来源：第一创业证券研究所

图 14: 蔗糖用途较为多样

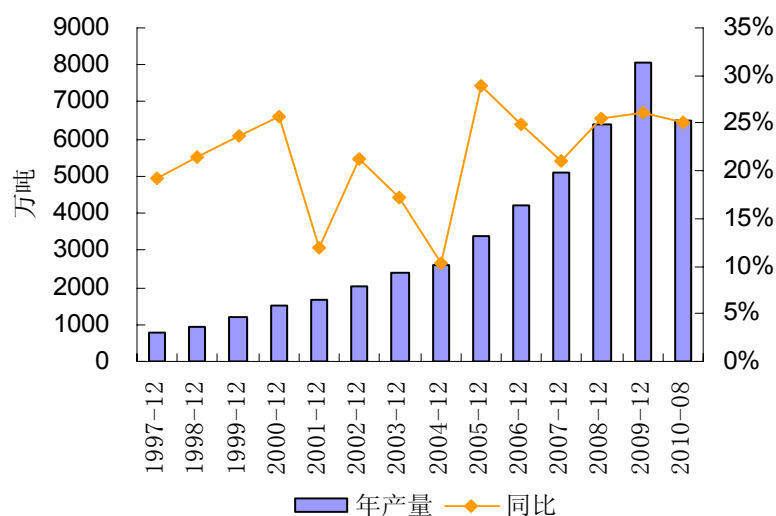




果葡糖浆以玉米为原料，产量多分布在北方，蔗糖以甘蔗为原料，产量多分布在南方；果葡糖浆多用于饮料、面包、乳制品，占比分别为 74%、9.13%、8.12%，蔗糖用途较为多样，饮料占比 32%，糖果占比 19%，饼干和乳制品分别为占比 12%。

虽然果葡糖浆与蔗糖各有不同的用途，但在一些方面仍有一定替代性，当蔗糖价格高于果葡糖浆 1000 元/吨以上时，食品企业多倾向于使用果葡糖浆，目前蔗糖价格在 6000 元/吨以上，预计 2011 年基本维持在 5500 元/吨以上，而果葡糖浆 2011 年应该在 3000 元/吨左右；果葡糖浆与蔗糖的巨大价差以及软饮料产量维持在 25% 左右的增长，将对果葡糖浆的需求旺盛。

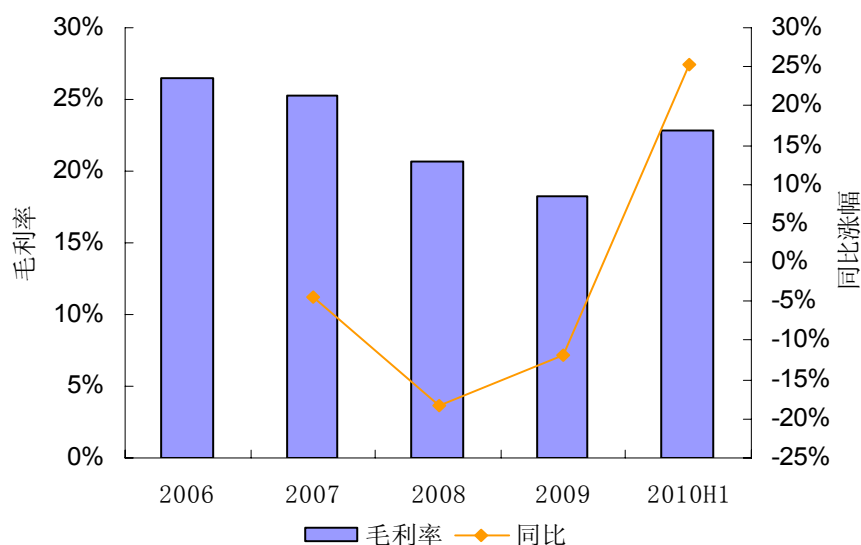
图 15: 软饮料年增长率保持在 25% 的增长



数据来源: wind 第一创业证券研究所

公司果葡糖浆毛利率受益于蔗糖价格高涨，2010 年上半年果葡糖浆毛利率同比增长 25%，达到 23%，并有继续增长的趋势。

图 16: 公司果葡糖浆毛利率同比增长 25%



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



3、募集项目产能释放

3.1、4000 吨赤藓糖醇于 2010 四季度投产

赤藓糖醇是一种四元醇，化学名为 1、2、3、4-丁四醇，分子式为 $C_4H_{10}O_4$ ，它与山梨醇、甘露醇、木糖醇等糖醇相比较，分子量较低、溶液渗透压高。赤藓糖醇是一种新型多元醇类食品甜味剂，天然品存在于海藻、蘑菇、甜瓜、葡萄和发酵食物中，作为人类膳食的组分已有数万年的历史。

赤藓糖醇以葡萄糖为原料，延长了农产品深加工链条，公司 2004 年建成国内第一条 1000 吨/年的生产线，2009 年公司成功上市，将募集资金 8600 万元投于赤藓糖醇异地技改项目，年产能力由原来的 1000 吨提升到 4000 吨，2010 年三季度已全部投产。

赤藓糖醇以其独特的低吸湿性、低热量、高耐受量、保护肝脏、抗龋齿等特性，广泛应用于无糖食品、饮料、保健品及药品等领域。

表 2：赤藓糖醇主要用途

分类	用途	使用效果
调味品	桌上甜味剂	不吸湿，抗龋齿，低热值
糖果雪糕	巧克力，口香糖，糖果	有清凉感，低热值，抗龋齿
婴幼儿食品	婴幼儿食品	天然、无刺激性、抗龋齿
保健品	压片制剂，泡腾片剂	速溶性、溶解热、低热值
饮料	清凉饮料，酒精性饮料	改善甜味品质
香料化妆品	香料、化妆品	可使香料和化妆品稳定性提高
其他	医药品，有机合成化合物	医药品和有机合成化合物的中间体

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

目前市场上比较熟悉的为木糖醇，其多用于口香糖，得益于其易溶于水、清凉感、防龋齿等性质，但由于其使用过量会造成渗透式腹泻，应用有限；而赤藓糖醇则没有任何副作用，且热量更低，只有 0.2~0.4Kcal/g，可广泛用于高档食品。

表 3：木糖醇与赤藓糖醇区别

项目	木糖醇	赤藓糖醇
结构式	戊五醇， $C_5H_{12}O_5$	丁四醇， $C_4H_{10}O_4$
原料	玉米芯	葡萄糖
价格（万元/吨）	2.8	3.3
工艺	硫酸水解，有污染	酵母菌发酵，无污染
甜度与蔗糖相比	1.2	0.7~0.8
热量（Kcal/g）	2.4	0.2~0.4
最大耐受量（g/d）	50	无限制
性质	易溶于水，清凉感，防龋齿	吸湿性低，抗龋齿
缺点	过量造成渗透式腹泻	溶解度低，需与其他甜味剂混合
用途	口香糖	高档食品、儿童食品

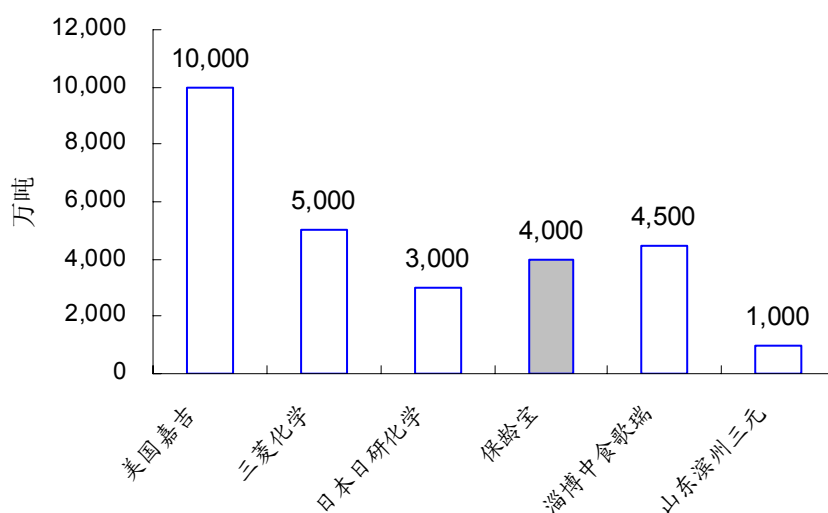
数据来源：公司网站 第一创业证券研究所



赤藓糖醇的结晶性好，吸湿性低，易于粉碎制得粉状产品。在相对湿度 90% 以上的环境中也不吸潮，比蔗糖更难吸湿；赤藓糖醇对热和酸十分稳定，在一般食品加工条件下，几乎不会出现褐变或分解现象，能耐硬糖生产时的高温熬煮而不褐变。

赤藓糖醇已经在美国、日本应用的较为广泛，全球产量最大的为美国嘉吉公司有 10000 吨，日本日研化学和三菱化学各有 3000 吨和 5000 吨产能；国内产能最大的公司为淄博中食歌瑞年产 4500 吨，其次就是本公司 4000 吨产能即将投产，总产能约 1 万吨。

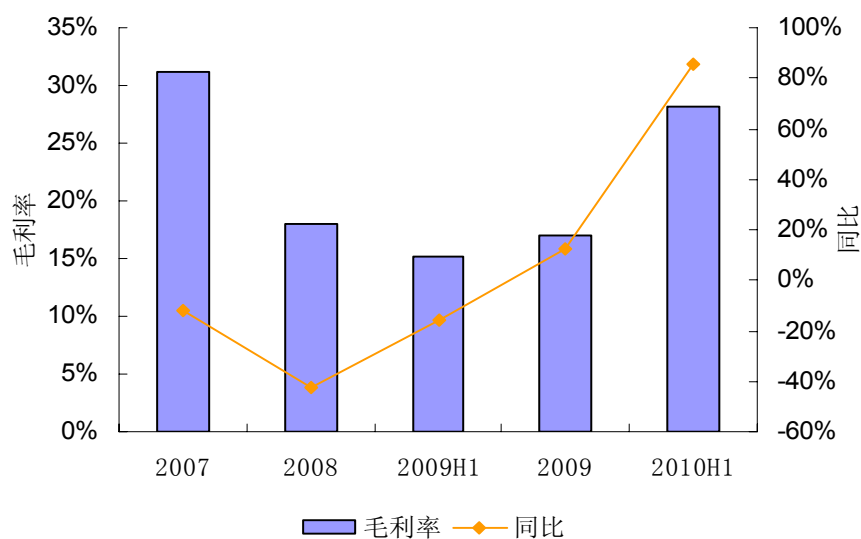
图 17：公司在国内赤藓糖醇产能以位居前列



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

公司赤藓糖醇毛利率经过 2009 年低谷，2010 年已强势反弹至 28%，即将接近 2007 年的最高水平。

图 18：公司赤藓糖醇毛利率同比增长 85%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

目前公司已与广东中山完美、箭牌、杭州正佳、日本沙洛雅、韩国乐



天、太阳株式会社、美国络氏等保健、医药厂家建立长期稳定的合作关系。

预计国内赤藓糖醇的市场容量在 3~5 万吨，而目前国内的产量不足万吨；全球赤藓糖醇的市场容量在 30 万吨以上，而目前全球赤藓糖醇总产量在 5 万吨左右，还远远不能满足未来市场的需求。

3.2、低聚异麦芽糖全负荷生产 低聚果糖全部投产

国际低聚糖产业已经发展成为一个重要的生物技术产业。低聚糖能促进人体肠道内有益菌增殖，还具有抗龋齿、低热值、口感好等功能，是新型营养健康配料，目前市场化品种 20 多种，正在研发的品种有近百种。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（11000t），其次为低聚果糖（4500t）和低聚半乳糖（6000t）。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低聚半乳糖。

图 19：在日本低聚糖主要添加于饮料中

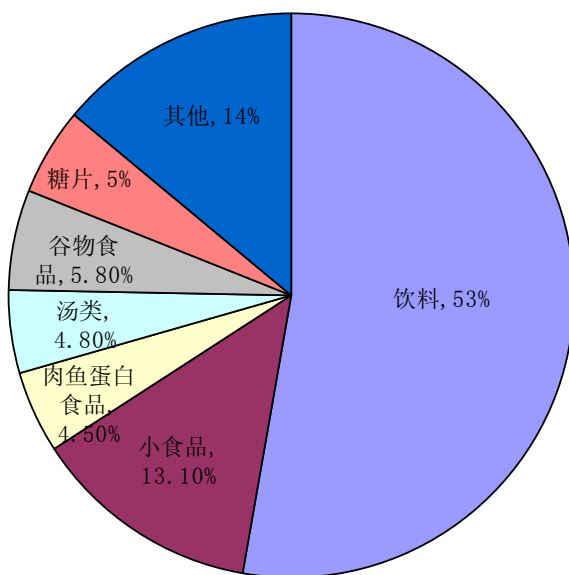
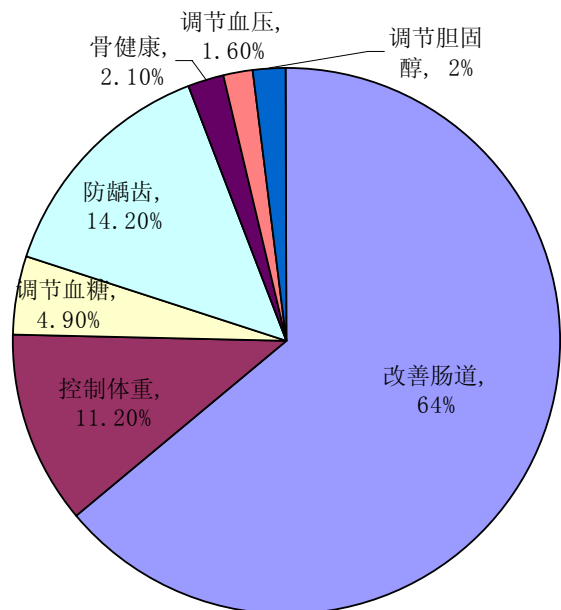


图 20：在日本低聚糖主要用于改善肠道



数据来源：《低聚糖国内外应用现状及发展趋势》 第一创业证券研究所

日本在低聚糖的研究方面走在世界的前列，低聚糖主要添加在饮料中，其功效主要用于改善肠道、控制体重、调节血糖、防龋齿，其改善肠道的功效较为显著，约占全部用量的 64%。

表 4：国内低聚糖以低聚异麦芽糖的比较

品名	原料	价格 (万元/吨)	相对甜度 (倍)	味质	稳定性	有效摄入量 (克/天)
低聚异麦芽糖	淀粉	2.8~5.5	0.4~0.5	味质纯正	pH > 3, 140℃	15-20
低聚果糖	蔗糖	3.3~3.5	0.3~0.6	较蔗糖清爽，无后味	pH 5~7, 150℃	5-20



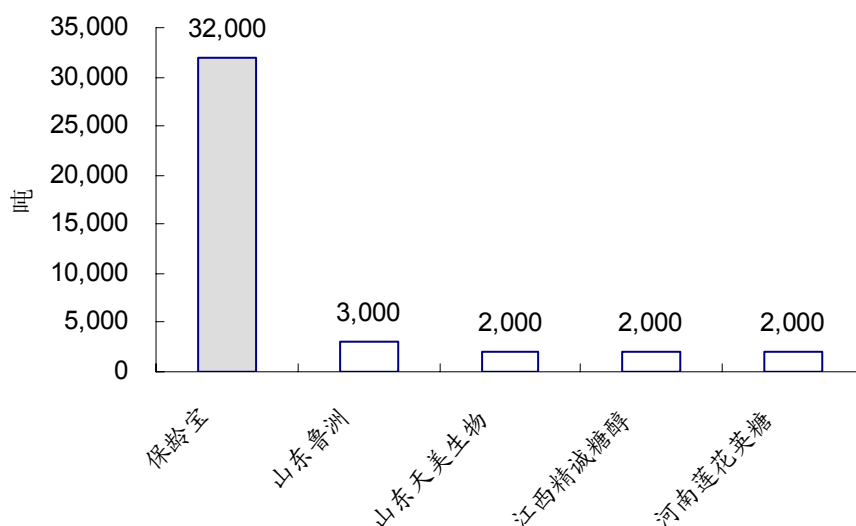
低聚半乳糖	乳糖	—	0.25-0.4	—	≥50	8-10
低聚木糖	玉米芯	12~22	0.4	清爽,略有特殊气味	pH2.5~8.0,100℃	0.7~1.4

数据来源: 食品商务网 第一创业证券研究所

至今国内各种低聚糖生产能力约有 12 万 t, 实际年产 7 万 t。主要品种有低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚木糖、低聚半乳糖、低聚甘露糖、大豆低聚糖、水苏糖等。但实际年产万吨以上的品种有低聚异麦芽糖、低聚果糖。

低聚糖国内消费市场起步较晚, 但空间广阔。功能性低聚糖的研发和生产在我国经过十余年发展初具规模, 低聚异麦芽糖、低聚果糖等已实现规模化生产, 并已颁布国家标准, 不过消费市场起步更晚。我国低聚糖产品主要用于食品添加剂和功能性保健食品, 在饲料和药物领域也有应用, 作为食品添加剂主要用于乳品、保健品、饮料行业, 并逐渐延伸到功能性糖果、啤酒、烘焙食品、休闲食品等领域。在蒙牛“益菌因子”、伊利“优+活性益生元”的引领下, 益生元迅速晋身为公众知识, 产业在热战中急遽膨胀。

图 21: 公司低聚异麦芽糖产能国内最大



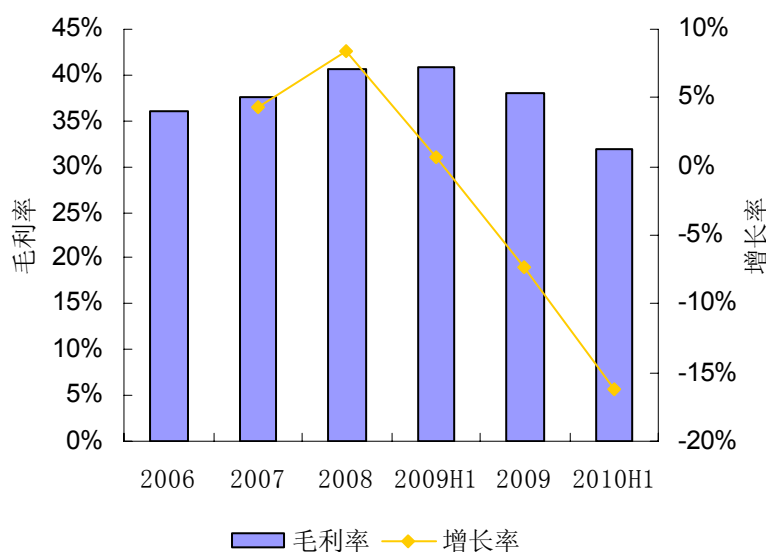
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

据保龄宝公司统计, 2010 年, 国内低聚糖产品的年需求量将达 19 万吨以上, 其中低聚异麦芽糖年需求量 10 万吨以上, 低聚果糖年需求量 8 万吨左右。2009 年全国低聚糖生产厂家已达十余家, 形成年产 12 万吨左右的产能, 供需矛盾较突出。公司目前有低聚麦芽糖 3.2 万吨, 市场占有率约为 70%。

低聚异麦芽糖毛利率从 2009 年上半年高点 41%, 回落到 2010 年上半年 32%, 主要由于客户购买的产品从 IMO-90 粉(毛利率 47.5%)和 IMO-50 液(毛利率 43.4%)逐渐转化为 IMO-50 粉(毛利率 29.7%), 而 IMO-50 粉的毛利率较低, 从而导致低聚异麦芽糖毛利率。



图 22: 公司低聚异麦芽糖毛利率回落到 32%



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

低聚异麦芽糖价格低, 主要用于中低档产品, 如液态乳品、果汁饮料、发酵食品、焙烤食品等大众食品; 低聚果糖价格高, 对双歧杆菌的增殖效果较低聚异麦芽糖更好, 主要用于高档产品, 如婴幼儿配方奶粉、中老年人奶粉和保健食品等。

表 5: 国内低聚糖以低聚异麦芽糖的比较

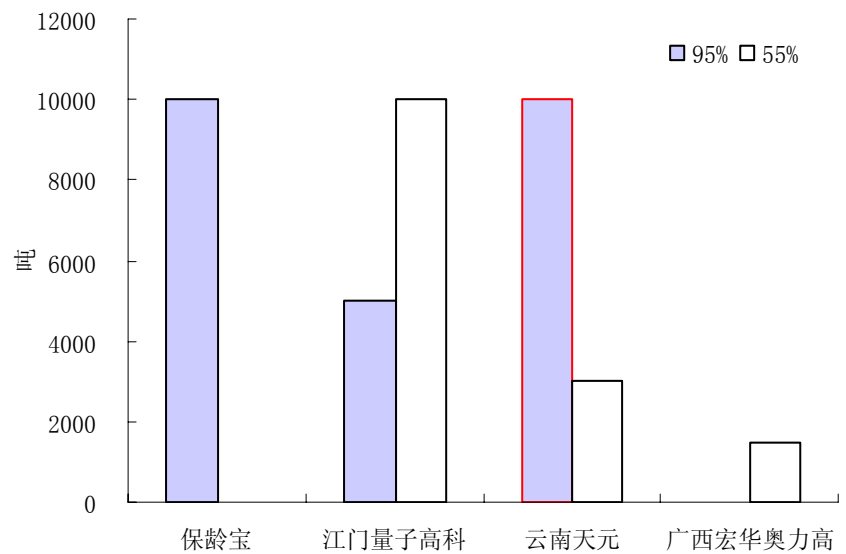
特性	低聚异麦芽糖 (IMO-50 粉)	低聚果糖 (55%)	水溶性膳食纤维
原料	玉米淀粉	蔗糖	小麦麸皮
价格 (元/吨)	5100	28000	13000
甜度	0.4	液体 0.3, 固体 0.6	微甜
保湿性	较好	很好	吸收本身 6~7 倍的水
稳定性	耐酸性、耐热性好	耐酸性差、耐热性好	耐酸性、耐热性较好
着色性	具有还原性, 易发生着色反应	不具还原性, 不易发生着色反应	不易着色
	选择性增殖有益菌 (双歧杆菌), 优化肠道菌群	增殖双歧杆菌功能更强, 调整肠道功能	具有一定的减肥功能
功能特性	改善血清脂质, 降低胆固醇含量	改善血液脂质过多, 减少胆固醇	降低血液甘油三酯和低密度胆固醇
	抑制肠道内有害菌及腐败物质的形成, 提高免疫力	提高免疫力	具有明显的预防直肠癌的效果
应用范围	发酵食品、焙烤食品、液态乳品、果汁饮料、大众食品	婴幼儿配方奶粉、中老年人奶粉、保健食品	代餐食品、膳食补充食品、高纤维饼干、面包

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

低聚果糖以蔗糖为原料, 经微生物产生的果糖基酶转化而成。根据低聚果糖含量不同可分为 55% 和 95% 两种产品, 目前公司的低聚果糖以 55% 为主。国内竞争对手有江门量子高科拥有 10000 吨 55% 和 5000 吨 95% 低聚果糖, 云南天元 and 广西宏华奥力高分别拥有 55% 产能 3000 吨和 1500 吨, 而 95% 低聚果糖公司投产 10000 吨产能为国内最大, 云南天元拟建 10000 吨 95% 低聚果糖。



图 23: 公司低聚果糖产能进入国内行业前列



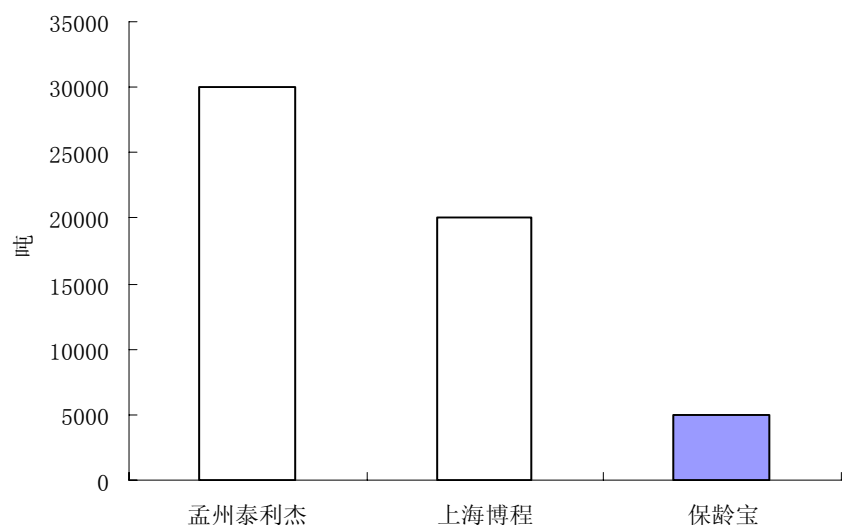
数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

3.3、5000 吨水溶性膳食纤维顺利投产

膳食纤维已成为发达国家广泛流行的保健食品, 并被认为是继糖、蛋白质、脂肪、水、矿物质和维生素之后的“第七大营养素”。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。

膳食纤维分为两大类: 水溶性膳食纤维和非水溶性膳食纤维, 水溶性膳食纤维的吸水性比非水溶性膳食纤维强。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。公司将水溶性膳食纤维项目 30000 吨降至 5000 吨。

图 24: 公司水溶性膳食纤维产能较小



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所



水溶性膳食纤维因不能被人体吸收而能使人具有饱腹感，同时具有调节血糖、血脂功能，主要用于肥胖人群和糖尿病人保健食品，如代餐食品、膳食补充食品、高纤维饼干等。

4、盈利预测、估值及投资建议

4.1、盈利预测

假设条件：

- 1、今年玉米丰收，价格稳中有升增长率约为 10%；
- 2、2011-2012 榨季白糖产量低于 1200 万吨，糖价维持在 5500~6000 元/吨，果葡糖浆毛利率维持在 22%左右；
- 3、公司低聚异麦芽糖以 IMO-50 粉为主，且满负荷生产，毛利率维持在 30%左右；
- 4、低聚果糖、赤藓糖醇、水溶性膳食纤维顺利投产。低聚果糖 2011 年产能利用率为 50%，2012 年可达 90%以上；赤藓糖醇 2010 年三季度投产，2011 年产能利用率为 70%，2012 年可达 95%以上。

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	53,655	52,540	66,611	109,908	139,583
同比（%）	29.5%	-2.1%	26.8%	65.0%	27.0%
营业毛利	12,622	11,375	13,045	20,989	25,767
同比（%）	15.5%	-9.9%	14.7%	60.9%	22.8%
归属母公司净利润	4,478	3,927	5,007	11,305	13,506
同比（%）	34.5%	-12.3%	27.5%	125.8%	19.5%
总股本（万股）	10,400.0	10,400.0	10,400.0	10,400.0	10,400.0
每股收益（元）	0.43	0.38	0.48	1.09	1.30
ROE	18.8%	5.9%	7.0%	13.7%	14.1%
P/E（倍）	59.6	67.9	53.3	23.6	19.8

4.2、投资建议

我们认为，公司作为国内唯一一家功能性食品配料上市公司，消费升级及对健康饮食的需求将推动功能性食品的迅猛发展，其发展空间无可限量。公司受益于蔗糖价格高位震荡和低聚糖产能全部释放。保守预计 2010-2012 年 EPS 为 0.48 元、1.09 元和 1.30 元，对应 PE 为 53 倍、24 倍、20 倍，给予“强烈推荐”。

5、风险提示

1、股东继续减持风险

公司第二大股东北京瑞丰投资管理有限公司和公司高管都存在通过大宗交易市场减持公司股票的行为，并存在继续减持的可能性，将对股价产



生不利影响。

2、依赖酶制剂的风险

公司产品工艺多为酶制剂催化反应，对酶制剂有较大的依赖性，一旦酶制剂供应不足或管理不善造成失活，都将会对生产的顺利进行产生不利影响。



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	538.4	547.1	723.6	907.8	一、营业收入	525.4	666.1	1,099.1	1,395.8
货币资金	395.4	377.0	459.5	577.3	减: 营业成本	411.7	535.7	889.2	1,138.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.5	2.4	3.9	4.8
应收款项	75.2	69.6	110.3	139.0	销售费用	21.1	36.5	51.5	65.4
预付款项	21.4	20.9	34.5	44.2	管理费用	25.1	31.3	37.8	46.0
存货	46.2	60.1	99.8	127.8	财务费用	28.6	14.3	-0.9	-1.3
其他流动资产	0.2	19.6	19.6	19.6	资产减值损失	1.0	1.3	1.0	0.7
非流动资产	545.7	459.6	436.8	414.0	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	5.0	8.7	8.7	8.7	投资收益	0.3	0.9	2.4	2.4
债权与公允价值资产	2.4	2.3	2.3	2.3	其中: 联营企业收益	0.0	0.6	2.4	2.4
固定资产	423.8	377.5	354.7	331.9	二、营业利润	35.7	45.6	119.0	144.5
在建工程	34.7	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	10.6	13.6	14.0	14.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.3	0.0	0.0
无形及递延性资产	79.3	70.3	70.3	70.3	三、利润总额	46.3	58.9	133.0	158.9
其它非流动资产	0.6	0.8	0.8	0.8	减: 所得税费用	7.0	8.8	20.0	23.8
资产总计	1,084.1	1,006.7	1,160.4	1,321.8	四、净利润	39.3	50.1	113.1	135.1
流动负债	361.0	342.8	383.5	409.8	归属母公司净利润	39.3	50.1	113.1	135.1
短期借款	315.2	274.8	274.8	274.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	35.7	52.0	86.7	110.4	五、总股本(百万股)	104.0	104.0	104.0	104.0
预收帐款	3.9	8.3	14.2	18.0	EPS (元)	0.38	0.48	1.09	1.30
其它流动负债	6.2	7.7	7.8	6.6	主要财务比率				
非流动负债	60.5	36.3	36.3	36.3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	52.8	28.8	28.8	28.8	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	-2.1%	26.8%	65.0%	27.0%
其它非流动负债	7.8	7.5	7.5	7.5	营业毛利	-9.9%	14.7%	60.9%	22.8%
负债合计	421.5	379.1	419.8	446.1	主业盈利	-16.3%	-7.3%	93.7%	21.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	-12.3%	27.5%	125.8%	19.5%
股本	80.0	104.0	104.0	104.0	获利能力				
资本公积与其它	495.3	473.0	473.0	473.0	毛利率	21.6%	19.6%	19.1%	18.5%
留存收益	87.3	133.4	246.4	381.5	主业盈利/收入	12.4%	9.0%	10.6%	10.1%
股东权益合计	662.6	710.4	823.5	958.5	ROS	7.5%	7.5%	10.3%	9.7%
负债和股东权益	1,084.1	1,006.7	1,160.4	1,321.8	ROE	5.9%	7.0%	13.7%	14.1%
现金流量表					ROIC	3.8%	4.9%	10.0%	10.7%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	38.9%	37.7%	36.2%	33.8%
经营活动现金流	44.5	96.2	79.1	114.1	利息保障倍数	1.4	3.5	-121.2	-104.9
净利润	39.3	50.1	113.1	135.1	速动比率	1.36	1.36	1.58	1.86
折旧摊销	31.0	26.7	23.8	23.5	经营现金净额/当期债务	0.14	0.35	0.29	0.42
财务费用	29.3	14.3	-0.9	-1.3	营运能力				
投资损失	-0.3	-0.9	-2.4	-2.4	总资产周转率	0.48	0.66	0.95	1.06
营运资金变动	-54.7	13.6	-54.4	-40.7	应收款天数	51.52	37.60	36.14	35.86
其它变动	-0.1	-7.6	0.0	0.0	存货天数	40.39	40.42	40.40	40.41
投资活动现金流	-93.2	-50.7	2.4	2.4	每股指标 (元)				
资本支出	-93.5	-47.9	0.0	0.0	主业盈利/股本	0.62	0.58	1.12	1.36
长期投资	0.3	-3.4	0.0	0.0	每股经营现金流	0.43	0.92	0.76	1.10
其它变动	0.0	0.6	2.4	2.4	每股净资产	6.37	6.83	7.92	9.22
筹资活动现金流	285.4	-82.8	0.9	1.3	估值比率				
债务融资	-72.5	-64.4	0.0	0.0	P/E	67.92	53.28	23.60	19.75
权益融资	385.3	0.0	0.0	0.0	P/B	4.03	3.76	3.24	2.78
其它变动	-27.4	-18.4	0.9	1.3	P/S	5.08	4.00	2.43	1.91
汇率变动影响	-0.3	-0.1	0.0	0.0	EV/EBITDA	21.13	29.93	17.96	14.60
现金净增加额	236.4	-37.4	82.5	117.9					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120