



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

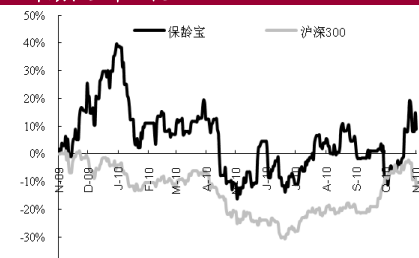
食品饮料
Food & Drink

2010 年 11 月 17 日

市场数据 2010 年 11 月 16

当前价格(元) 29.01
52 周价格区间(元) 22.50 -49.6
总市值(百万) 3017.04
流通市值(百万) 1359.48
总股本(万股) 10400
流通股(万股) 4686
日均成交额(百万) 59
近一月换手(%) 160.26
Beta(2 年) 0.00
第一大股东 刘宗利
公司网址 www.blb-cn.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
保龄宝	19.6	5.9	8.8
沪深 300	-4.8	7.9	-12.6

相关报告

黄黎明
+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:
黄黎明: S0340208070036

保龄宝 (002286)

——功能糖供不应求，产能释放助推业绩

评级: 买入

赢利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	525	671	890	1,009
主营收入增长率(%)	-2.1%	27.7%	32.7%	13.4%
归母公司净利(百万元)	39	49	95	116
净利润增长率(%)	-12.3%	23.9%	95.2%	22.0%
每股收益(元)	0.38	0.47	0.91	1.11
PE	76.79	61.97	31.75	26.02
PB	4.55	4.33	3.95	3.57

资料来源: 金元证券研究所

- **玉米价格或维持稳定。**玉米淀粉占公司生产成本的70%，基于国内玉米增产、国家调控、出口限制以及深加工限制等等因素的分析，预计玉米价格短期内大幅上涨的可能性较小，对公司成本影响有限。
- **各功能糖产销两旺。**1) 低聚麦芽糖：稳步增长。预计今明两年销量增速在 10%以上，毛利率基本稳定。
2) 果葡糖浆：蔗糖替代品，供不应求。蔗糖价格大幅飙升，推动果葡糖浆价量齐升，未来仍有较大提价空间，公司可能进一步新增产能。
3) 赤藓糖醇：供不应求。今年产能将扩建至 4000 吨，需求旺盛，明年仍可能满产，预计未来价格保持相对稳定。
4) 低聚果糖：新的增长点。预计 1 万吨产能年底投产，主要市场将放在东北（高端奶粉），销售前景乐观，明年也可能满产。
- **盈利预测及投资建议。**

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.91 元和 1.11 元，目前约 29 元的股价对应的市盈率分别为 62X、32X 和 26X。

功能糖处于食品饮料的上游，产业链的位置与安琪酵母较为相似（对应 11 年的市盈率与保龄宝也基本相当）。尽管保龄宝的行业地位和议价能力要明显弱于安琪酵母，但公司正受益高糖价和产能释放，业绩处于快速攀升期，可给予“买入”评级。

风险因素：1) 从长期来看，保龄宝面临最大的困境是，始终受制于下游食品饮料巨头（前五名客户订单占公司营收近五成），“与巨人同行”风险重重。尽管公司正尝试将产业链延伸至终端，但是产品开发和营销体系的构建短期也非易事。

2) 行业产能过剩、竞争加剧；3) 财务投资者减持。

玉米价格或维持稳定

目前公司主营收入中，果葡糖浆和低聚麦芽糖是主打产品，分别占比 37.06% 和 26.28%（2010 年中期），毛利占比更高。而公司的主要产品中，除去还未开始贡献收入的低聚果糖和水溶性膳食纤维（分别用蔗糖和小麦麸做原料）外，其它功能糖原料均来自玉米。玉米淀粉占总生产成本约 70%，公司年需玉米约 20 万吨，均来自本地，公司一般储备约 2 个月用量。

表 1：主要产品的原料及用途

原料	产品介绍	收入占比 (10H1)	应用
玉米淀粉	果葡糖浆	37.06%	饮料、乳制品、焙烤食品、冷食等
	普通淀粉糖	20.57%	
	低聚异麦芽糖	26.28%	中低档食品，乳品、保健品、饮料以及饲料等等
蔗糖	低聚果糖	—	高档食品，主要应用奶粉、保健品等
葡萄糖（来自玉米）	赤藓糖醇	7.16%	调味剂、保健品、饮料、婴儿食品等
小麦麸	水溶性膳食纤维	—	代餐食品、膳食补充剂、面包等

资料来源：公司公告

玉米价格是影响公司业绩的重要因素之一。公司认为，明年玉米价格基本稳定或稳中有升，但长期来看仍然稳中有升，我们比较认同：

- 1) 增产。根据 USDA 预计，2010/2011 年度我国玉米产量同比增长 6.33%，库存消费比回升，供求形势有所好转；
- 2) 政府调控。我国玉米 70% 左右用于饲料，玉米价格也关系下游养殖业及肉类价格，国家为稳定物价必要时会调控；
- 3) 出口限制。6 月份以来，我国玉米持续净进口，差额不断扩大。
- 4) 深加工限制。为保证粮食安全，国家对玉米深加工项目审核严格。

图 1：中国玉米产量及库存消费比(千吨)

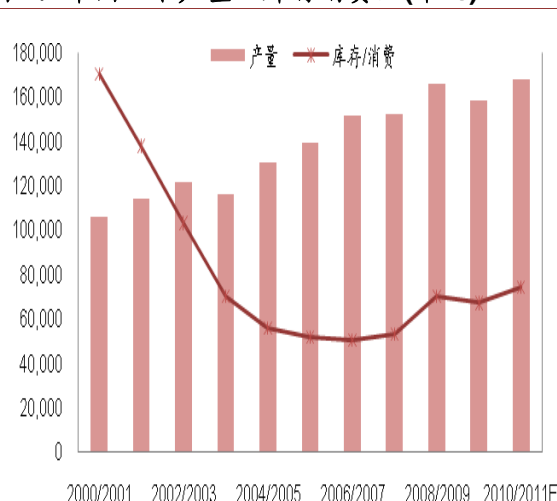
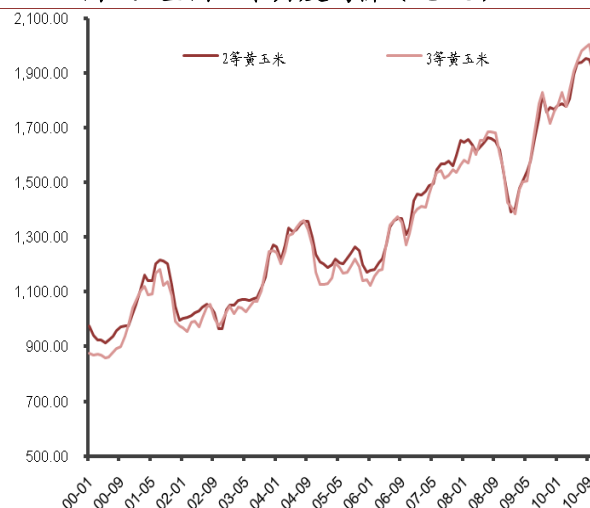


图 2：全国玉米月度均价（元/吨）



资料来源：WIND 资讯

在产品定价方面，公司每年跟下游大客户有框架协议，并按照成本和需求的变化有一定的调整，但总的来看，价格调整的幅度和频率有限，所以我们认为，如果玉米价格不出现短期内急剧上涨，对公司实际影响有限。

各类功能糖产销两旺

■ 低聚异麦芽糖：平稳增长

低聚异麦芽糖是低聚功能糖（益生元）中产量最大的一类，公司产能约5万吨，市场占有率约70%，是公司的优势产品，但近两年随产品结构的变化毛利率逐步回落。

由于一季度未提价，目前毛利率已低于30%，预计年底可能提价，公司希望毛利率维持在30%附近。

不过，今年销量还是不错的，预计可达到3.5万吨，同比增长约10%，明年的增速或进一步加快。

■ 果葡糖浆、蔗糖替代品，供不应求

17万吨淀粉糖产能中，包括10万吨果葡糖浆和7万吨普通淀粉糖，公司果葡糖浆市场占有率约10%，主要客户为蒙牛、可口可乐、伊利百事可乐等下游饮料龙头。

由于果葡糖浆与蔗糖存在较强的替代性，所以未来果葡糖浆的需求增长，除了来自下游食品饮料的规模扩大外，也来自对蔗糖的替代。自09年初以来，蔗糖价格一路上涨，特别是今年下半年以来，糖价飙升更是刺激果葡糖浆价量齐升。

由于果葡糖浆技术壁垒不高，竞争分散，需求的急剧扩张也开始吸引竞争者进入，如中粮武汉30万吨产能即将投产。不过，公司认为，果葡糖浆市场还比较大，也存在地域性（销售半径约500公里），暂时还不对公司构成较大威胁。

公司果葡糖浆今年可达到80-90%的产能利用率，估计销量约9万余吨，由于即将面临产能瓶颈，预计未来可能新增5万吨产能（建设期约4个月）。另外，普通淀粉糖今年也可达到60%的产能利用率。

价格方面，1季度已经提价一次，预计年底将再提价一次。目前糖价已突破7000元/吨，未来即使回落也很难再回到2-3千元/吨的时代；去年公司果葡糖浆均价约2845元/吨（税前，下同），目前已达到3400-3500元/吨，与蔗糖差价仍在3000元/吨以上（一般差价在1000元/吨以上，对蔗糖的替代作用会逐步增强），未来仍有较大提价空间。

■ 赤藓糖醇：供不应求

赤藓糖醇采用生物发酵，是糖醇类产品中唯一的无热量糖醇，是糖尿病人和龋齿患者的理想甜味剂，同时也是蔗糖的一种替代品，应用前

景广阔。

竞争方面相对集中。国际主要有日本日研化学（3000 吨产能）、美国嘉吉公司（10000 吨产能）和日本三菱化学（5000 吨产能）产量较大；国内目前仅有滨州三元生物科技 1000 吨产能、淄博中食歌瑞 4500 吨产能和保龄宝 1000 吨产能。

公司今年产能将扩建至 4000 吨。赤藓糖醇去年销售约 400-500 吨，今年预计销售可达到 1800 吨，毛利率 30%，由于需求旺盛，明年很有可能满产。公司赤藓糖醇 70%用于出口，其中，出口价格约 2.8 万元/吨，国内约 3 万元/吨，预计未来价格保持相对稳定。

■ 低聚果糖：新的增长点

低聚果糖是低聚功能糖（益生元）中另一产量较大的产品，也是公司 IPO 募投项目之一，公司预计 1 万吨产能年底投产。

低聚果糖吸湿性好，主要应用在高端奶粉，价格较低聚麦芽糖要高；该品种也是明年的重点，主要市场将放在东北（奶粉生产基础较好），预计明年也可满产。

低聚果糖也属于小品种，竞争不大，目前主要有江门量子高科（15000 吨产能）、云南天元（13000 吨产能）和广西宏华奥力高（1500 吨产能）。

■ 膳食纤维：产能缩减

公司考虑到市场的供过于求，年初将 IPO 项目中的 3 万吨膳食纤维产能，缩减至 5000 吨（改为 4000 吨赤藓糖醇扩建项目），年中已投入生产，预计明年可以做到 2-3 千吨销量，毛利率约 30%。

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测假设

功能糖行业长期受益健康消费理念的普及，而短期则受益高糖价，保龄宝做为功能糖行业龙头企业，未来也将受益匪浅。

目前，保龄宝各功能糖产品均产销两旺。预计果葡糖浆明年新增 5 万吨产能以缓解产能瓶颈；低聚异麦芽糖保持 10%以上稳定增长，毛利率约 30%。

明年还新增低聚果糖、膳食纤维以及赤藓糖醇扩建产能等新的利润增长点，其中，预计低聚果糖和赤藓糖醇均有 70%左右的产能利用率。

另外，假设玉米淀粉价格保持平稳；所得税率为 15%。主要假设如下：

表 3: 主要盈利预测假设

产品分类	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
低聚糖(异麦芽糖和果糖)						
销售收入(百万)	151.44	183.26	161.64	178.69	262.95	303.70
YOY (%)		21.01%	-11.80%	10.55%	47.15%	15.50%
销售量(万吨)	2.74	3.31	3.18	3.50	4.72	5.19
YOY (%)		20.90%	-4.04%	10.00%	35.00%	10.00%
毛利率 (%)	37.52%	40.65%	37.96%	30.86%	32.76%	32.76%
果葡糖浆						
销售收入(百万)	129.78	142.76	207.81	249.12	295.76	344.85
YOY (%)		10.00%	45.57%	19.88%	18.72%	16.60%
销售量(万吨)	5.67	6.16	8.54	9.22	10.33	11.36
YOY (%)		8.82%	38.53%	8.00%	12.00%	10.00%
毛利率 (%)	25.27%	20.65%	18.22%	22.64%	24.83%	26.96%
糖醇类						
销售收入(百万)	15.34	13.35	13.71	52.36	91.63	100.79
YOY (%)		-12.97%	2.70%	281.90%	75.00%	10.00%
销售量(吨)	525.00	450.00	460.00	1748.00	3059.00	3364.90
YOY (%)		-14.29%	2.22%	280.00%	75.00%	10.00%
毛利率 (%)	31.16%	17.94%	16.98%	29.78%	31.89%	30.53%
膳食纤维						
销售收入(百万)	0	0	0	0	28.75	31.63
YOY (%)		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	10.00%
毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	30.70%
其它淀粉糖						
销售收入(百万)	88.98	148.16	98.56	137.98	151.78	163.92
YOY (%)		66.51%	-33.48%	40.00%	10.00%	8.00%
毛利率 (%)	7.64%	6.21%	5.76%	7.00%	7.00%	7.00%
淀粉及副产品						
销售收入(百万)	27.64	47.71	39.25	47.10	51.81	55.95
YOY (%)		72.61%	-17.73%	20.00%	10.00%	8.00%
毛利率 (%)	25.57%	20.09%	8.32%	4.50%	4.50%	4.50%
销售收入合计(百万)	413.18	535.24	520.97	665.26	882.67	1000.85
销售收入同比增长 (%)		29.54%	-2.67%	27.70%	32.68%	13.39%
销售成本合计(百万)	304.92	410.08	410.48	526.34	672.29	753.91
销售成本同比增长 (%)		34.49%	0.10%	28.23%	27.73%	12.14%
综合毛利率 (%)	26.20%	23.38%	21.21%	20.88%	23.84%	24.67%

资料来源: 金元证券研究所; 注: 部分 09 前销量数据是推测

■ 盈利预测及投资建议

在以上假设情况下, 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.91 元和 1.11 元, 目前约 29 元的股价对应的市盈率分别为 62X、32X 和 26X。

功能糖处于食品饮料的上游，产业链的位置与安琪酵母较为相似（对应 11 年的市盈率与保龄宝也基本相当）。尽管保龄宝的行业地位和议价能力要明显弱于安琪酵母，但公司正受益高糖价和产能释放，业绩处于快速攀升期，可给予“买入”评级。

风险因素：1) 从长期来看，保龄宝面临最大的困境是，始终受制于下游食品饮料巨头（前五名客户订单占公司营收近五成），“与巨人同行”风险重重。尽管公司正尝试将产业链延伸至终端，但是产品开发和营销体系的构建短期也非易事。

2) 行业产能过剩、竞争加剧；3) 财务投资者减持。

附表：盈利预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	525	671	890	1,009	净利润	39	49	95	116
营业成本	412	531	678	760	折旧与摊销	31	23	28	30
营业税金及附加	3	3	4	5	财务支出	29	12	10	9
销售费用	21	40	45	50	投资损失	-0	-0	-0	-0
管理费用	25	32	45	50	净营运资本变动	-55	-61	-21	-32
财务费用	29	9	7	7	经营性现金流	45	22	111	122
资产减值损失	1	2	0	0	资本支出	-94	-93	-50	-40
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	36	53	112	136	投资性现金流	-93	-93	-50	-40
利润总额	46	57	112	136	股权融资	385	0	0	0
减：所得税	7	9	17	20	债券融资	307	-69	-40	0
净利润	39	49	95	116	股利分配及其它	-30	-27	-38	-44
少数股东损益	0	0	0	0	筹资性现金流	662	-96	-78	-44
归母公司净利润	39	49	95	116	货币资金变动	613	-167	-17	39
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	395	229	212	251	成长能力 (YOY)				
应收账款	72	67	89	101	营业收入	-2.1%	27.7%	32.7%	13.4%
预付账款	21	11	14	15	营业利润	-27%	49.0%	109.8%	22.0%
存货	46	58	75	84	归母公司净利润	-12.3%	23.9%	95.2%	22.0%
其它	4	5	6	7	盈利能力				
流动资产合计	538	369	395	458	销售毛利率	21.6%	20.9%	23.8%	24.7%
长期股权投资	5	5	5	5	销售净利率	7.5%	7.3%	10.7%	11.5%
固定资产合计	424	437	502	526	ROE	5.9%	7.0%	12.4%	13.7%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	11.8%	6.9%	7.1%	12.7%
其它	117	166	123	110	偿债能力				
非流动资产合计	546	609	630	640	资产负债率	38.9%	28.8%	25.6%	23.1%
资产总计	1,084	978	1,026	1,098	流动比率	1.49	1.60	1.86	2.24
短期借款	226	160	120	120	速动比率	1.36	1.34	1.51	1.83
应付账款	25	37	47	53	营运能力 (次)				
预收款项	4	13	18	20	资产周转率	0.57	0.65	0.89	0.95

其它	106	21	27	11	存货周转率	9.61	10.15	10.20	9.61
流动负债合计	361	231	213	204	应收账款周转率	8.40	9.67	11.40	10.63
长期借款	53	50	50	50	每股指标 (元)				
其它	171	11	0	0	每股收益	0.38	0.47	0.91	1.11
非流动负债合计	223	61	50	50	每股经营现金流	0.43	0.22	1.07	1.18
负债合计	421	281	263	254	每股净资产	6.37	6.70	7.34	8.12
实收资本	80	80	80	80	每股股利	0.05	0.14	0.27	0.33
资本公积	486	486	486	486	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	97	131	198	279	PE	76.79	61.97	31.75	26.02
所有者权益合计	663	697	763	844	PB	4.55	4.33	3.95	3.57
负债和权益总计	1,084	978	1,026	1,098	EV/EBITDA	30.50	33.66	19.94	16.92

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.