

2011年03月04日

食品制造

证券研究报告--公司评级报告

 收盘价(元): 25.93
 目标价(元): 32.00

保龄宝(002286)

健康食品的时尚引领者

投资评级: A--买入(首评)

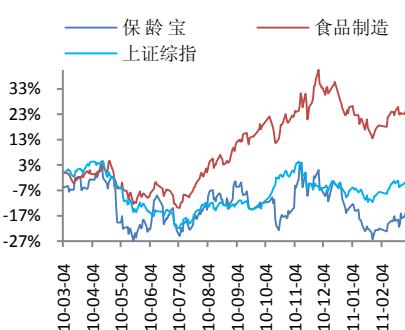
消费成长: 吴炳华
 执业证书编号: S0890510120009
 电话: 021-50122488
 邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

消费成长: 邱俊灏
 邮箱: qiu junhao@cnhbstock.com
联系人: 曾毅
 电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	10400.00
流通 A 股/B 股(万股)	4686.24/0.00
资产负债率(%)	36.27
每股净资产(元)	6.68
市净率(倍)	3.88
净资产收益率(加权)	5.09
12 个月内最高/最低价	42.08/22.38

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

- ◆**受益消费升级** 公司“钱”景广阔。公司是中国最大进行功能性糖生产加工企业。潜力广阔的前景将会使公司享受消费升级的巨大市场。
- ◆**借力资源优势** 公司打造绿色产业链。纯天然、绿色环保的产业链迎合了人们对绿色食品的渴望。优良地理位置和产业集群的效应使得公司将来能够有更大的产业拓展空间。
- ◆**技术优势明显 独特方案营销成就市场地位。** 中国最早功能性糖量产的公司，独特的方案营销模式成就行业龙头地位。

◎不同之处:

- ◆**医疗保健行业的发展对产品需求或超市场预期。** 公司已投产赤藓糖醇产品需要或超市场预期。果葡糖浆对蔗糖的替代还将在更多领域发生。

◎关键假设:

- ◆ 现主要产品每年销售增长率为 35%以上。
- ◆ 募集资金投产项目将会在 2011 年产生明显收益。
- ◆ 综合成本率控制在 78%左右。

◎风险提示:

- ◆ 农场品价格过快上涨或将影响毛利率水平。

	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	536.55	525.40	196.70	735.56	1015.07	1400.80
同比增速(%)	29.50	-2.08	3.95	40.00	38.00	38.00
净利润(百万)	44.78	39.27	12.42	52.18	93.01	132.06
同比增速(%)	34.47	-12.29	-11.53	32.86	78.25	41.99
毛利率(%)	23.53	21.65	18.96	19.00	22.00	23.00
每股盈利(元)	0.75	0.49	0.12	0.45	0.80	1.14
ROE(%)	18.81	5.93	1.79	5.79	9.39	11.81
PE(倍)	2.48	20.20		52.90	29.68	20.90

正文目录

1. 公司基本情况	3
2. 前景无限 独享消费升级市场	3
2.1. 受益消费升级需求 市场前景广阔	3
2.2. 中国市场对功能性糖的需求更大	4
3. 公司借力资源优势 打造绿色经济产业链	4
3.1. 公司打造完整绿色经济产业链	4
3.2. 公司拥有良好的地理资源优势	4
3.3. 产业规模和资源优势奠定产业领军地位	5
4. 技术领先 客户为核心的导向是公司增长的关键	5
4.1. 技术创新是保龄宝发展的真正动力	5
4.2. 技术创新推动产品结构优化	6
4.3. 产品方案营销是公司的核心竞争力	6
5. 公司规模优势明显 新品市场潜力成为关键	6
5.1. 销售收入增长 原材料涨价影响毛利率	6
5.2. 果葡糖浆增长迅速 蔗糖替代市场空间大	8
5.3. 募投项目将进入盈利期 未来市场广阔	8
6. 盈利预测和投资评级	9

图表目录

图 1 公司股权分布	3
图 2 德州地图	5
图 3 2010 年中期分产品销售占比情况	7
图 4 2009 年中期分产品销售占比	7
图 5 2010 年中期分产品毛利率情况	7
图 6 2009 年中期分产品毛利率情况	7
图 7 CBOT 玉米走势图	7
图 8 纽约交易所 糖价走势图	8

1.公司基本情况

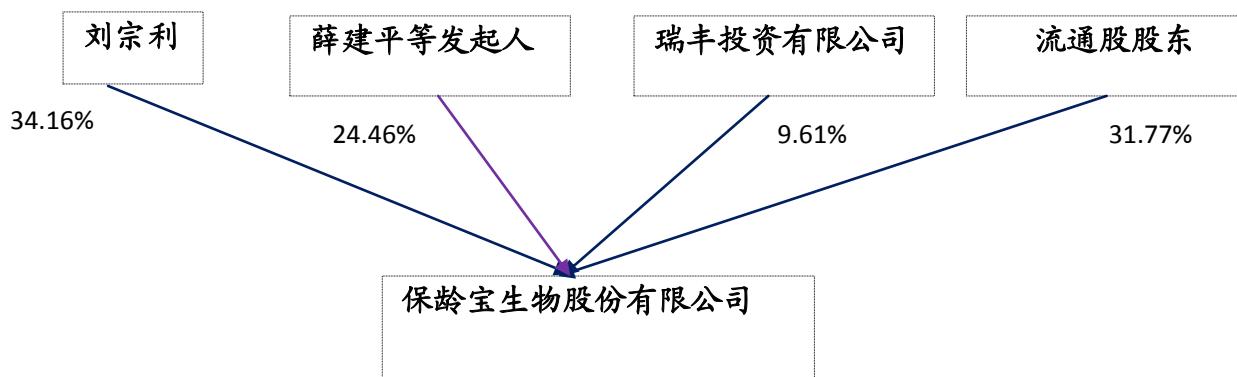
保龄宝生物股份有限公司创建于 1997 年，该公司位于有“中国功能糖城” -- 山东禹城。该公司是中国功能糖城中的核心企业，并成为中国淀粉糖行业二十强。

公司从事二十一世纪最具潜力的行业-营养健康业。目前，公司立足于营养健康产业，成为国家公众与发展中心低聚糖生产基地，主导产业主要有低聚异麦芽糖、高果糖、赤藓糖醇、低聚果糖、膳食纤维等 50 余种产品，广泛应用于食品、饮料、保健品和医药等领域，是可口可乐、百事可乐、蒙牛、伊利等战略合作伙伴。

公司前生是保龄宝生物技术有限公司，成立于 1997 年 10 月 16 日并于 2007 年整体变更为保龄宝生物股份有限公司。公司发起人为刘宗利、薛建平、杨远志、王乃强、李静和北京瑞丰投资管理有限公司。新股发行前，公司总股本为 6000 万股，发行 2000 万股后，总股本为 8000 万股。公司在 2010 年实施了 10 送 3 股，目前总股本为 10400 万股。

目前，公司最大股东是公司的创始人刘宗利，现持有股份约为 34.16%。

图 1 公司股权分布



资料来源：公司年报、华宝证券研究所

2. 前景广阔 独享消费升级市场

2.1. 受益消费升级需求 市场前景广阔

转变经济发展方式，内需拉动经济的发展将会是中国经济未来十年的方向。而与人民群众息息相关的消费升级将会是下个投资热点。在海外，健康产业被视为全球消费升级的重要支柱。中国健康食品业的发展将会给保龄宝这样以生物技术主导、循环绿色经济的公司带来巨大的机会。

功能性糖是一种功能性食品。功能食品这个概念最早有日本在二十世纪八十年代末提出，日本是世界上最早正式用法律定义了功能食品的国家，凡依法得到确认的对健康有益的成份添加到传统食品中，使食品具有了某些健康效果的就是功能食品。功能食品可以作为替代食品或辅助食品。功能食品中的低聚糖和膳食纤维都具有能够促进肠道内有益菌增殖的功效，归属于营养健康配料中的“益生元”系列。

目前，低聚糖产业已经成为生物产业的一个重要支柱产业，产业化品种达到 20 多种，还有近百种产品正在开发中。全球已经有近 300 亿美元的功能食品市场，而且每年还是以近 20% 的速度增长。根据《中国低聚糖市场研究报告》提供的数据，日本年需求低聚糖多

达 10 万吨，价值 3 亿美元，欧美各国年需 120 万吨，价值 25 亿美元。到 2010 年，国际市场低聚糖的需求量将达到 180 万吨，而世界主要发达国家的低聚糖产量才 30 多万吨，市场缺口很大。

据统计，目前全球股票市值中，营养健康产业的市值约占 13% 左右，在 10 内创造了近 10000 亿美元的商机。营养健康产业早就被市场认为是“无限广阔的兆亿产业”而世界各国的功能性食品的市场均以 10% 的速度增长，远远超出一般食品年增 2% 的发展速度。

2.2. 中国市场对功能性糖的需求更大

根据中国历史记载，最早记载的蔗糖历史出现在东汉时期，后来出现了白糖并作为糖的主流。然而，随着人民生活水平提高，营养失衡而导致的高血压、糖尿病和肥胖等显现增加。这些慢性病在很多程度上都与食糖的高热量有联系。

根据国家权威部门的统计显示，我国 18 岁及以上居民高血压患病率为 18.8%，估计全国目前患病人数为 1.6 亿多；糖尿病患病率为 2.6%，空腹血糖受损率为 1.9%，估计目前约有糖尿病患者 2000 多万；血脂异常患病率为 8.6%、成人超重率未 2.8%、肥胖率为 7.1%，随着人民生活水平提高，相关患病人数还将不断上升。

而功能糖的出现使糖的革命悄然发生了。功能糖具有低热量性，能提供蔗糖或白糖一样的营养，并且功能糖进入人体后会刺激人体内结肠生理功能。比如，像益生元能促进人体自己解决由于功能失衡造成的便秘和腹泻等问题。另一方面，还能促进人体对某些微量元素的吸收，有利于人体自我微生物的调节，保持人体健康。

3. 公司借力资源优势 打造绿色经济产业链

3.1. 公司打造完整绿色经济产业链

功能性糖的原材料是最普通的玉米、大豆等农产品。功能性糖的生产就是一个完整绿色的产业链：玉米—玉米芯（玉米副产品）—生产功能性糖—生物质废料—生产燃料乙醇—草木灰还田。这是条完整的玉米产业链，而功能性糖不但没有产生污染物，而还是一条绿色经济产业链。

3.2. 公司拥有良好的地理资源优势

公司是德州属下的县级市，而有“九达天衢、神京门户”的德州位于山东省的西北部，德州北依北京、天津，南临济南、西接河北，东连胜利油田及胶东半岛，处于华东、华北经济区的交通枢纽。

德州本身就是全国重要的粮食产区。根据 2009 年数据，德州市粮食种植面积达 1221.41 万亩，占山东省的 11.6%，产量 587.53 万吨，占全省的 13.6%。这其中玉米种植面积大大 581.52 万亩，占全省的 11.1%，产量达到 295.48 万吨，占到 13%。此外，由于身处两大经济圈的交汇点，产业基地的覆盖不仅包括山东省内的农作物主要产区，而且资源范围也扩展到河北、河南等玉米、大豆资源丰富的产区。

图 2 德州地图



资料来源：谷歌地图、华宝证券研究所

3.3. 产业规模和资源优势奠定产业领军地位

公司所在地德州在 2008 年 2 月正式被国家发改委确定为国家高技术生物产业基地。目前它是中国功能型糖新型工业化生产的诞生之地，是全国 22 个“国家高技术产业基地”中唯一以生物制造为主的产业基地。根据最新统计，德州各类生物产业企业约为 300 家，其中规模以上企业 102 家，销售收入超过 10 亿元的有 8 家，过亿元的有 8 家。这 300 多家生物企业中，65% 集中在生物制造业，35% 集中在生物农业、医药和能源等行业。

功能性糖产业和大豆生物产业等集群规模位居全国之首。低聚木糖、木醇糖生产能力已经跃居世界第一，低聚麦芽糖生产能力亚洲第一，功能性糖醇综合生产能力 90 万吨，国内市场占有率 70%，国际市场占有率 35%。

4. 技术领先 客户为核心的导向是公司增长的关键

4.1. 技术创新是保龄宝发展的真正动力

公司建立了“以人为本、创新共赢”的核心价值观。公司建立国家级的研发中心，被授予国家糖料加工技术研发中心。

该中心建立了基础研究到产品开发的全部研究流程。公司的监测、品质控制中心都已经受到了国际上相关国际机构的认证。这为公司产品出口提供了有力的保证。

公司创新的核心部门是应用技术部。因为功能性糖的应用必须得到下游客户的支持。该部门结合产品性质及客户需求，为客户提供合适的产品应用方案。现在公司已经为伊利、蒙牛等乳制品行业的公司提供了优质的产品。

此外，公司还十分注重产学研结合，注重人才的培养。公司先后与中国科学院、中国农科院、上海微生物所等科研院校建立了长期稳定的产学研联合关系。

4.2. 技术创新推动产品结构优化

公司在 1997 年实现了国内低聚麦芽糖的工业化生产，产品填补了国内空白。IMO900 的成果研制，使低聚麦芽糖的纯度提高了产品升级。而且公司开发的“双歧因子”的功能性产品深入人心，并且推动了功能性食品的革命。随着产品的日益深入人心，公司该产品的产量不断扩大，直至 2008 年已经建成了 5 万吨产量的规模。

公司管理层的远见使得相关新产品开发总是走在前列。公司在 2000 年就建成投产了 5 万吨的 F42 果葡糖浆生产线，并且在 2003 年成为国内首家通过可口可乐全球供应商资格认证的公司。2007 年，公司扩产了 10 万吨高果糖浆生产线，实现了 F55 高果糖浆的工业化生产，是可口可乐和百事可乐全球认可的果葡糖浆样板工厂。

公司还成功量产了赤藓糖醇产业，这个新型的填充性甜味剂，将解决困扰糖尿病患者多年的不能食糖的苦恼。

4.3. 产品方案营销是公司的核心竞争力

由于功能性糖类产品是一种新型的食糖替代产品。虽然在国外已经得到很大的应用，但是国内对该类产品的接受程度是循序渐进的。公司创始人在公司成立之初就对未来发展就有很明确的发展，即将来公司必须从生产经营型逐渐转向为市场导向型。

因此，加入跨国企业的供应链将会成为公司产品方案营销的关键。公司经过不懈努力，在经历可口可乐长达 3 年反复的尽职考核后，终于取得了可口可乐供应商的资格，这样等于做了免费的质量保证。现在，保龄宝已经成为全球 500 强企业中的 37 家食品企业的供应商。除了与两大可乐公司，还与雀巢、吉百利和惠氏食品等建立了良好的合作关系。

在低聚糖领域，公司还对全国最大乳制品企业进行了产品营销，成功开发了伊利和蒙牛。最近政府正在进行新一轮的整顿，这将会使 20%-30% 的中小企业被责令退出市场，这对像伊利等大乳制品企业带来更多的市场，这也对公司是个明显的利好。

虽然同质化竞争激烈，但成为跨国企业的供应商则是个很明显的竞争优势。较短时间内，还是很难有企业成为公司强有力的竞争者。

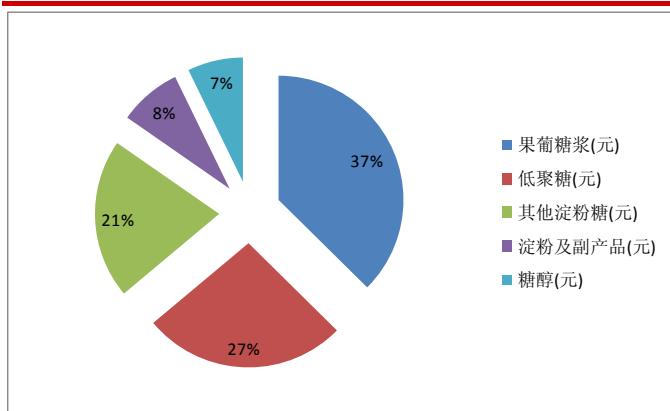
5. 公司规模优势明显 新品市场潜力成为关键

5.1. 销售收入增长 原材料涨价影响毛利率

公司主要产品是低聚麦芽糖和果葡糖浆，2009 年中报和 2010 年中报来看贡献了超过 65% 以上的销售收入。因为这两块是为两大可乐公司和国内伊利、蒙牛提供产品服务的。根据公司资料，低聚麦芽糖 2007、2008 年两年的销售量分别为 2.7 万吨、3.3 万吨，国内市场占有率一直保持在 75% 以上，销量已经达到亚洲首位。

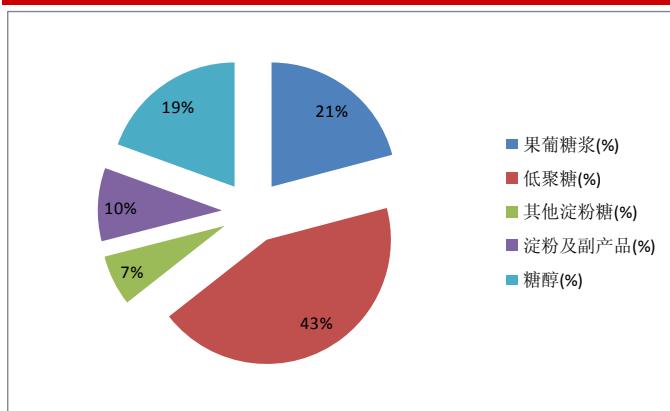
虽然低聚糖的原材料是玉米，玉米价格从 2008 年的最低价上涨已经超过 1 倍有余。但是公司的毛利率只是下降约 5%，这表明公司利用规模优势，控制生产成本。虽然该产品已经较为成熟，价格较为固定。但公司还是可以利用行业地位相应调控成本。

图 3 2010 年中期分产品销售占比情况



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

图 5 2010 年中期分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

图 4 2009 年中期分产品销售占比

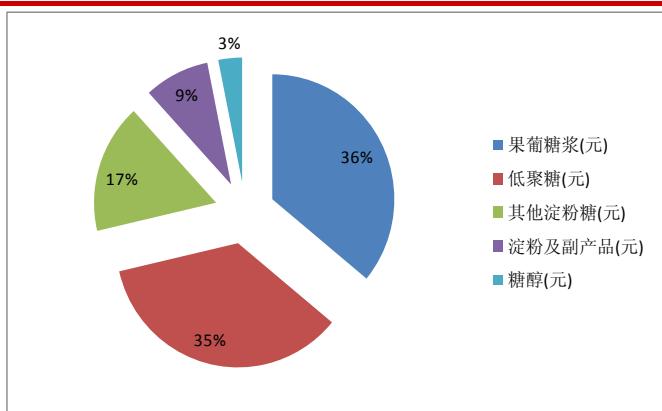
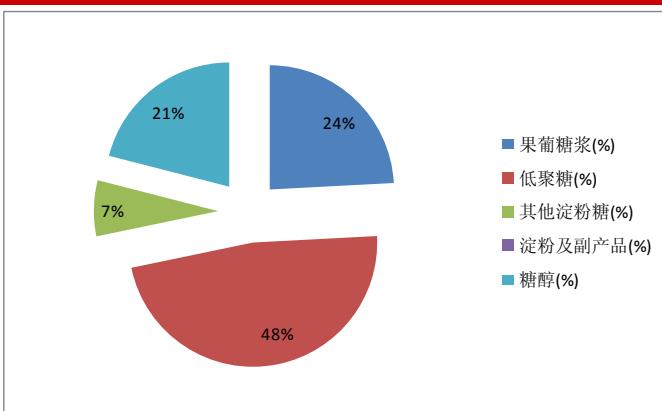


图 6 2009 年中期分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

图 7 CBOT 玉米走势图



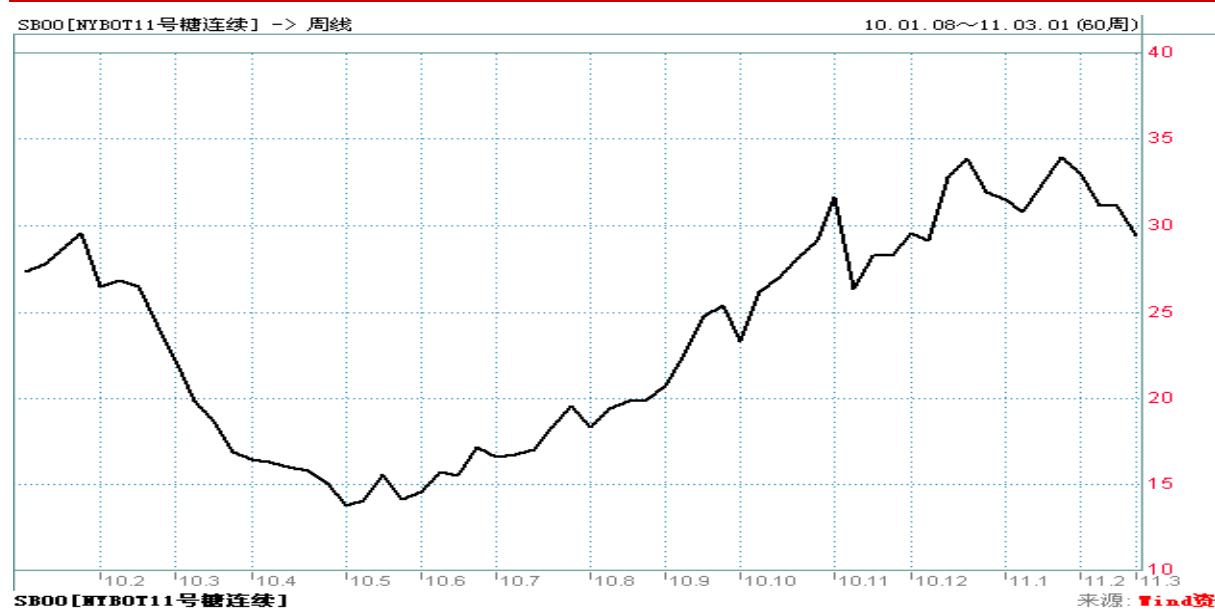
资料来源：WIND、华宝证券研究所

5.2. 果葡糖浆增长迅速 蔗糖替代市场空间大

公司众多产品中,果葡糖浆的增长最为迅速。这主要是该产品的甜度与蔗糖非常接近,应用也较为广泛。目前应用最广泛的就是在可口可乐与百事可乐的甜味添加剂中。公司为了取得两大可乐供应商资格,这为公司的销售量提供很大作用。

据了解,目前美国的可口可乐都已经全部使用了果葡糖浆,百事可乐也将会用果葡糖浆来替代蔗糖。连续上涨的蔗糖价格也对产品替代产生了明显的作用。据目前情况分析,蔗糖价格短期内不会下降,果葡糖浆对蔗糖替代趋势将加大,这也将会刺激需求快速增长。公司2007年、2008年的销量分别为5.7万吨和6.2万吨,市场占有率达到10%。2010年公司果葡糖浆提价较多,中期毛利率同比上升4.03%。未来市场前景更加看好。

图8 纽约交易所 糖价走势图



资料来源: WIND 、华宝证券研究所

5.3. 募投项目将进入盈利期 未来市场广阔

公司对募投项目进行了调整。原先准备募集投资的水溶性膳食纤维的产能从3万吨下调到5000吨。这是基于国内相关产业的供求关系明显失衡。2009年国内水溶性膳食纤维的产能为13万吨,而产销量为7万吨,产能利用率出现较大幅度的下降,供大于求的现象较为明显,预计未来2-3年市场形势不会有明显恢复。

公司投产的1万吨低聚果糖项目将会带来明显效益。根据与量子高科的比较,我们发现这领域的毛利率更高,市场前景更大。如果市场销售情况良好,这一项目将每年给公司带来近2000万利润。

而公司新转向的赤藓糖醇易地技术改造项目具有明显的投资少、见效快、投资回报稳定、风险相对较小的优点。赤藓糖醇拥有生物发酵自然生产和零热值的优良特点,目前将会替代木糖醇,需求量将会大增。目前国内市场需求还处于培养期,但未来市场前景广阔。根据公司中报公布,改建项目已经在2010年5月份完成,未来将会产生明显效益。根据每吨30000元计算,至少能给公司带来近1亿收入。

6. 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2010 年营业收入将会增长 40%，未来 3 年还将以每年 35%-40% 的速度增长。但原材料成本与销售费用等将明显影响公司利润。我们预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为：0.45、0.80 和 1.14 元，动态市盈率为 54、32 和 22 倍。在 A 股市场中，创业板的量子高科与保龄宝在部分产品上有竞争关系。量子高科主要生产益生元系列主要有低聚果糖等产品。但公司的市场占有率已经接近 50% 左右，主要产品的原材料也是白糖，未来也将会受到保龄宝投产 1 万吨低聚果糖的冲击。而未来 3 年量子高科的动态市盈率为 58、46 和 38 倍。如果考虑食品饮料行业和量子高科的平均估值水平，我们给予该公司 40 倍市盈率。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	538.40	675.54	646.18	772.06
现金	395.37	466.83	400.58	377.32
应收账款	71.69	78.28	130.75	170.27
其它应收款	0.23	4.19	0.51	5.58
预付账款	21.44	10.43	30.55	31.73
存货	46.19	110.36	76.43	175.38
其他	3.50	5.47	7.36	11.79
非流动资产	545.71	611.81	688.14	790.32
长期投资	5.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	423.78	464.20	510.31	565.33
无形资产	79.25	105.36	139.03	188.29
其他	37.67	37.24	33.80	31.71
资产总计	1084.11	1287.35	1334.31	1562.39
流动负债	360.95	334.72	299.22	412.22
短期借款	226.18	203.35	210.74	213.42
应付账款	24.71	78.55	40.48	125.25
其他	110.07	52.83	48.01	73.55
非流动负债	60.54	52.08	44.14	31.80
长期借款	52.79	46.46	37.29	25.06
其他	7.75	5.62	6.86	6.74
负债合计	421.50	386.80	343.37	444.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	662.61	900.55	990.95	1118.36
负债和股东权益	1084.11	1287.35	1334.31	1562.39

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47.29	106.86	72.59	177.30
净利润	39.27	52.18	93.01	132.06
折旧摊销	30.08	27.48	32.18	37.97
财务费用	28.56	19.17	28.07	46.43
投资损失	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31
营运资金变动	-50.21	8.31	-80.38	-38.84
其它	-0.12	0.02	0.02	-0.02
投资活动现金流	-89.62	-93.30	-108.23	-139.83
资本支出	59.38	68.16	75.15	102.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-30.24	-25.13	-33.08	-37.54
筹资活动现金流	284.78	57.90	-30.61	-60.74
短期借款	23.50	-22.83	7.39	2.69
长期借款	-163.50	-6.33	-9.17	-12.23
其他	424.78	87.07	-28.83	-51.19
现金净增加额	242.45	71.46	-66.25	-23.26

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	525.40	735.56	1015.07	1400.80
营业成本	411.65	595.80	791.76	1078.62
营业税金及附加	2.52	4.02	5.82	7.47
营业费用	21.14	28.66	38.96	54.91
管理费用	25.12	32.30	47.19	64.53
财务费用	28.56	19.17	28.07	46.43
资产减值损失	0.96	0.34	0.99	1.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.30	0.31	0.31	0.31
营业利润	35.75	55.58	102.60	147.64
营业外收入	10.57	5.86	6.87	7.77
营业外支出	0.00	0.05	0.06	0.03
利润总额	46.32	61.39	109.42	155.37
所得税	7.04	9.21	16.41	23.31
净利润	39.27	52.18	93.01	132.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	39.27	52.18	93.01	132.06
EBITDA	81.73	90.59	142.52	195.56
EPS (元)	0.49	0.45	0.80	1.14

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-2.08%	40.00%	38.00%	38.00%
营业利润	-27.06%	55.47%	84.61%	43.89%
归属母公司净利润	-12.29%	32.86%	78.25%	41.99%
获利能力				
毛利率	21.65%	19.00%	22.00%	23.00%
净利率	7.48%	7.09%	9.16%	9.43%
ROE	5.93%	5.79%	9.39%	11.81%
ROIC	4.22%	4.60%	7.46%	9.74%
偿债能力				
资产负债率	38.88%	30.05%	25.73%	28.42%
净负债比率	55.53%	29.03%	26.26%	22.42%
流动比率	1.49	2.02	2.16	1.87
速动比率	1.36	1.69	1.90	1.45
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.62	0.77	0.97
应收账款周转率	8.40	9.81	9.71	9.31
应付帐款周转率	14.21	11.54	13.30	13.02
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.45	0.80	1.14
每股经营现金	0.45	1.03	0.70	1.70
每股净资产	8.28	7.77	8.55	9.65
估值比率				
P/E	20.20	52.90	29.68	20.90
P/B	1.20	3.06	2.79	2.47
EV/EBITDA	9.47	31.73	20.64	15.11

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明**- 行业评级标准**

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--: 行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--: 行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--: 不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理**上海**

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。