

前景光明的功能糖龙头企业

- **高管控股的功能糖龙头企业**：公司主营以玉米、蔗糖等农副产品为原料的低聚糖、果葡糖浆、糖醇等五大系列生物工程深加工产品。目前公司具备 5 万吨低聚糖及 17 万吨果葡糖浆/其他淀粉糖年产能，2008 年两大产品市场占有率分别达到 70%、10%，是目前国内最大的功能糖生产企业。股权结构方面，“公司董事长控股+高管持股+财务投资者参股”模式使公司高管股权激励机制在上市之前即已完备，有利于公司高管与股东之间将形成较强的利益一致性。
- **未来增长源于产能利用率提高带来产销量提升**：当前公司盈利主要来源于低聚糖及果葡糖浆两大产品，而近年来主要产品售价基本保持平稳，因此公司收入及毛利增长主要动力来源于产品产销量的大幅增长。考虑到公司产能规模已位于业内第一梯队水平，而国家原则上已不再核准新建玉米深加工项目，我们预计，未来 2-3 年内，公司在两大主要产品上的盈利增长将主要来自产能利用率提高所带来的产销量增长，而非产能的进一步扩张。
- **方案营销是创新销售模式最大亮点**：面对实力雄厚的下游食品饮料厂商大客户，公司大胆创新采用方案营销模式，将产品、服务、信息三者有机结合，不仅向客户销售产品，而且利用自身对于功能食品行业的前瞻性认识，协助客户开发功能型创新终端产品，为客户提供新的盈利增长点，使下游客户在同质性的市场开拓中脱颖而出，进而与客户之间建立起长久、紧密、牢固的深度合作关系，并成为新的利益共同体。前期，公司通过方案营销成功占领了益生元领域的高端市场，迅速扩大了市场份额。我们预计，在未来新产品的推广过程中，公司的方案营销优势仍将进一步得以强化。
- **募投项目将为公司提供新的增长点**：公司拟募集资金建设年产 1 万吨低聚果糖项目及年产 3 万吨水溶性膳食纤维项目，从功能上看，募投项目产品则与公司现有主要产品略有重合，但新产品可以与现有产品公用销售渠道、基础设施等资源，因此，募投项目的实施将使公司产品系列在现有基础上得以进一步丰富，进而为公司提供新的利润增长点。目前，公司已经提前启动了募投项目建设，同时还与下游客户签订了新产品意向供货合同。我们预计，未来募投项目投产及达产时间可能会早于预期时间，从而使公司 2011 年业绩有望超预期提升。
- **盈利预测与估值**：我们预计公司 2009、2010、2011 三年净利润分别为 0.44、0.61、0.72 元，折合每股收益 0.55、0.76、0.90 元。相对估值方面，给予公司 09 年 30 倍 PE，10 年 25 倍 PE，则公司股价应在 16.50 至 19.00 元之间。绝对估值方面，取 WACC=11.16%，永续增长率 g=1%的情况下，则公司合理股价为 17.83 元。考虑到近期中小板新股上市首日均有良好表现，因此，我们预计，公司首日上市价格可能将有相当涨幅。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑文琦

农业、食品行业分析师
8621-63325888-6081
zwq@orientsec.com.cn

何浪

研究主管

发行概况

本次发行股数（万股）	2,000
发行后总股本（万股）	8,000
发行价（元）	20.56 元
国家/地区	中国
行业	农副食品加工
报告日期	2009 年 8 月 18 日

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	537	494	576	629
营业利润（百万）	49	48	72	85
净利润（百万）	45	44	61	72
EBITDA（百万）	103	108	133	151
每股收益（元）	0.56	0.55	0.76	0.90
净资产收益率	19%	6%	8%	9%
每股经营现金流	1.38	1.05	1.42	1.68
市盈率(X)	36.7	37.6	26.9	22.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、高管控股的功能糖龙头企业	4
二、营养需求催生市场空间	5
1. 消费升级与营养需求带动功能食品行业发展	5
2. 国内低聚糖产业处于发展初期，空间广大	6
3. 果葡糖浆替代蔗糖将是大势所趋	8
三、公司业绩增长源于产销量提升	9
1. 目前盈利主要来自低聚糖及果葡糖浆	9
2. 未来两年增长看点在于产能利用率的提高	11
3. 方案营销是公司销售模式创新上的最大亮点	13
四、募投项目将为公司提供新的增长点	14
1. 公司产品系列将得以进一步丰富	14
2. 低聚果糖供需基本平衡，公司优势明显	15
3. 水溶性膳食纤维市场将快速增长	17
五、盈利预测与估值	18
六、风险因素	20

图表目录

图 1 功能食品是营养产业下的一个分支	5
图 2 功能食品分类	5
图 3 日本保健食品终端产品组成	6
图 4 我国低聚异麦芽糖产量预测	7
图 5 我国低聚异麦芽糖需求结构	7
图 6 各国人均糖消费量对比（单位：千克）	8
图 7 美国人均糖消费量结构变动趋势（单位：千克）	8
图 8 公司历年收入构成（百万元）	9
图 9 公司历年毛利构成（百万元）	9
图 10 公司历年收入区域构成（百万元）	10
图 11 2009 年 1-6 月公司前五大客户销售额占比	10
图 12 公司历年出口收入产品构成	10
图 13 公司历年出口收入区域构成	10
图 14 公司历年低聚糖粉剂及糖浆产量及增速	11
图 15 公司历年果葡糖浆及其他淀粉糖增速	11
图 16 公司方案营销流程	13
表 1 公司 5 大系列产品及年产能	4
表 2 本次公开发行前后股本结构	4
表 3 常见低聚糖来源及性能	7
表 4 公司主要产品历年售价情况	11
表 5 公司主要产品产能利用率呈现不同程度下降	12
表 6 国内低聚异麦芽糖产能及销量情况	12
表 7 国内果葡糖浆产能及销量情况	12
表 8 募投项目投资计划	14
表 9 募投项目产品与现有产品特性比较	14
表 10 募投项目投资进展情况	15
表 11 公司低聚果糖生产技术优势	16
表 12 公司与其他低聚果糖生产厂商对比	16
表 13 目前我国使用低聚果糖的部分企业及产品	16
表 14 公司水溶性膳食纤维生产技术优势	17
表 15 公司与其他水溶性膳食纤维生产厂商比较	17
表 16 目前我国使用膳食纤维的部分企业及产品	18
表 17 现有产品收入成本预测	18
表 18 募投产品收入成本预测	19
表 19 DCF 估值敏感性分析	20
表 20 财务报表预测与比率分析	21

一、高管控股的功能糖龙头企业

公司前身为创建于 1997 年 10 月的山东保龄宝生物技术有限公司，2007 年 10 月，该公司整体变更后设立本公司。

公司主营以玉米、蔗糖等农副产品为原料的低聚糖、果葡糖浆、糖醇等五大系列生物工程深加工产品。目前，公司具备 5 万吨低聚糖及 17 万吨果葡糖浆/其他淀粉糖年产能。2008 年，公司低聚糖及果葡糖浆销量分别达到 3.3 万吨、6.2 万吨，市场占有率分别达到 70%、10%，是目前国内最大的功能糖生产企业。

表 1 公司 5 大系列产品及年产能

分类	产品品种	年产能
低聚糖	低聚异麦芽糖等	粉剂:2.5 万吨
		液体:2.5 万吨
果葡糖浆	F42、F55、F90 等	合计 17 万吨
其他淀粉糖	葡萄糖、高麦芽糖浆、麦芽糊精等	
糖醇	赤藓糖醇等	1000 吨
淀粉及副产品	淀粉、玉米纤维、玉米胚芽、玉米蛋白粉等	-

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

股权结构上，公司高管持股比例高达 60.4%，其中，公司控股股东及实际控制人为现任董事长刘宗利，本次发行后其持股比例为 34.16%，同时，薛建平等四家公司高管合计持股 26.24%，此外，北京瑞丰投资管理有限公司（于 2007 年 8 月引入的财务投资者，无实际控制人，其法人代表为现任公司董事曹大宽）持有 1168 万股，为公司第二大股东。

从中短期来看，我们认为，“公司董事长控股+高管持股+财务投资者参股”的股权结构模式意味着公司高管股权激励机制在上市之前即已完备，从而有利于公司高管与股东之间将形成较强的利益一致性。

表 2 本次公开发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
刘宗利（董事长、总经理）	2,732.8	45.55%	2,732.8	34.16%
薛建平（董事、副总经理）	582.4	9.71%	582.4	7.28%
杨远志（董事、副总经理）	582.4	9.71%	582.4	7.28%
王乃强（监事会主席）	582.4	9.71%	582.4	7.28%
李 静（监事）	352.0	5.86%	352.0	4.40%
北京瑞丰投资管理有限公司	1,168.0	19.46%	1,168.0	14.60%
社会公众			2,000.0	25.00%
合计	6,000.0	100.00%	8,000.0	100.00%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

二、营养需求催生市场空间

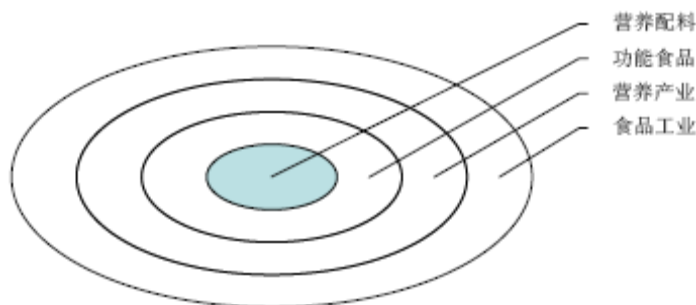
1. 消费升级与营养需求带动功能食品行业发展

作为营养产业下的一个分支，功能食品通过添加依法得到确认的对健康有益的成份，对食品进行科学营养成分调整，从而使其具有健康效果，并保证人体营养需求充足均衡。

未来，我国功能食品需求增长将由以下三方面因素拉动

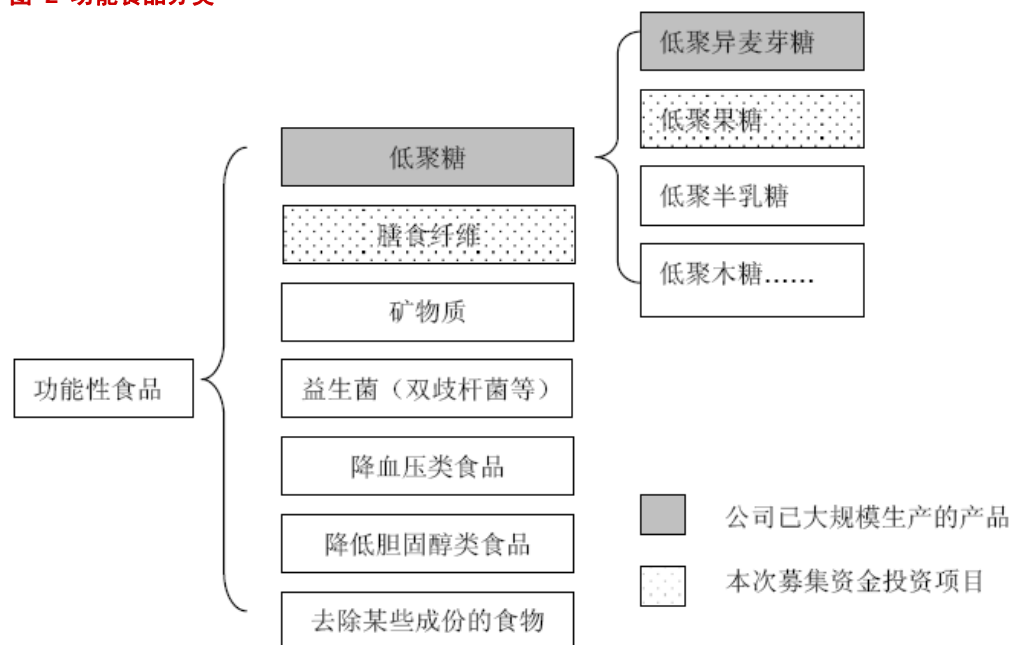
- 消费者日益关注食品“饱腹→美味→营养”功能提升进而带来的消费升级
- 政府为改善公众营养所采取的推进行动（如 2007 年推出的公众营养改善益生元项目）
- 下游终端食品制造商提升产品附加值所带来的市场细分与升级

图 1 功能食品是营养产业下的一个分支

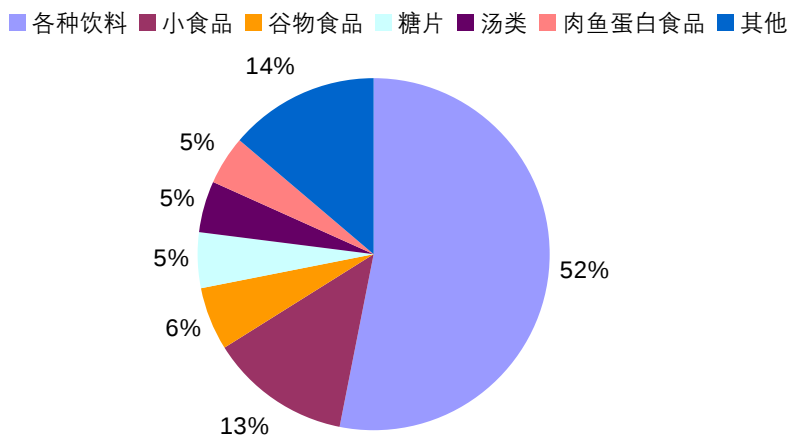


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 2 功能食品分类



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 3 日本保健食品终端产品组成


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2. 国内低聚糖产业处于发展初期，空间广大

作为最重要的一类功能食品，低聚糖具有促进肠道内双歧杆菌、乳酸菌等益生菌增殖的功效，因此又被称为“双歧因子”，是目前应用最广泛、功能性最强的益生元。

国际市场方面，早在 20 世纪 70 年代，日本就已开始功能性低聚糖方面的研究，进入 80 年代以后，又先后开发成功以低聚果糖、低聚异麦芽糖等为代表的各种低聚糖，并逐步形成工业化规模生产，目前低聚糖已被开发应用于医药、食品、饲料、农业等多个产业领域，成为一个重要的生物技术产业。

从规模上看，2003 年日本低聚糖年产量近 5 万吨，其年需求低聚糖已多达 10 万吨，价值 3 亿美元，欧美各国年需 120 万吨，价值 25 亿美元。预计到 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，供给缺口较大。

从品种来看，以日本为代表的亚洲地区产量最大的低聚糖为低聚异麦芽糖，其次是低聚果糖和低聚半乳糖，而欧洲产量最大的是则是菊苣制取的低聚果糖，其次是以乳糖为原料制取的半乳低聚糖。目前，全球已实现市场化的低聚糖约有 20 余种，正在研发的品种则有近百种，值得关注的是，低聚糖的发展还催生了 300 多亿美元的功能食品市场及 100 多亿美元的功能饲料市场，而且每年仍以 10%-20% 的速度增长。由此可见，低聚糖将具有良好的市场发展前景。

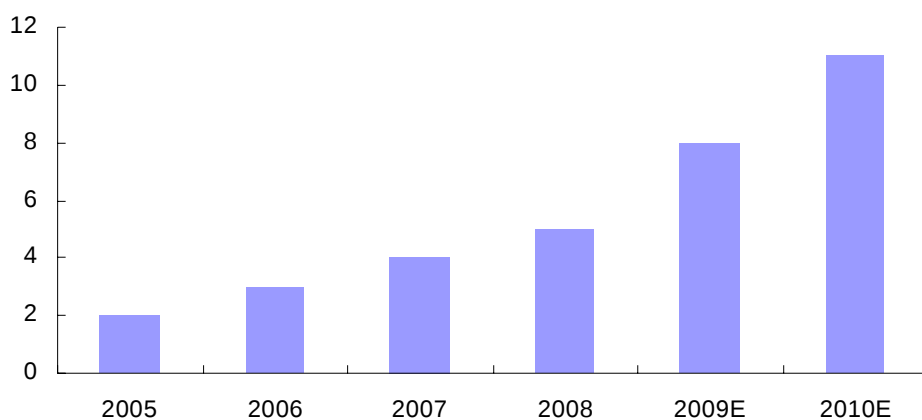
国内市场方面，我国功能性低聚糖还处于发展初期，上市的商品有低聚异麦芽糖、低聚半乳糖、大豆低聚糖、低聚果糖等。目前我国低聚糖产品主要用于食品添加剂和功能性保健食品，在饲料和药物领域也有应用。作为食品添加剂的低聚糖主要用于乳品、保健品、饮料行业，并逐渐延伸到功能性糖果、啤酒、烘焙食品、休闲食品等领域。

从品种上看，我国低聚糖产量最大的品种是低聚异麦芽糖（IMO，当前公司收入及毛利占比最大产品），另一产量较大的产品是低聚果糖（募投项目产品）。据统计预测，2010 年我国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。目前，全国低聚糖生产厂家已达十余家，形成了年产 12 万吨左右的产能。

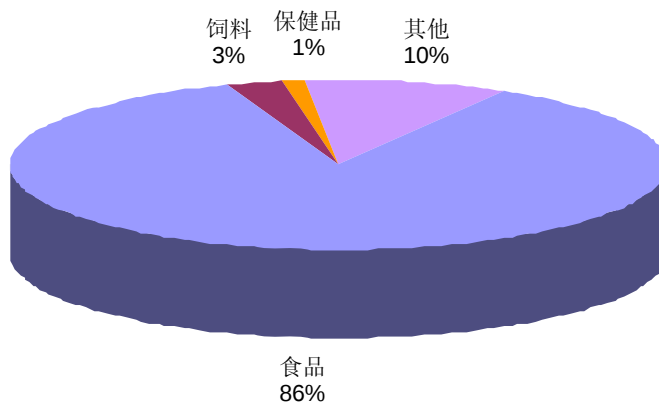
表 3 常见低聚糖来源及性能

品名	原料	相对甜度（倍）	有效成份	有效摄入量（克/天）
低聚异麦芽糖	淀粉	0.4-0.5	≥90%	10-15
低聚果糖	蔗糖	0.6	≥90%	5-7
低聚半乳糖	乳糖	0.25-0.4	≥50%	3-5
低聚木糖	玉米芯等	0.4	≥50%	0.7

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 4 我国低聚异麦芽糖产量预测


资料来源：东方证券研究所

图 5 我国低聚异麦芽糖需求结构


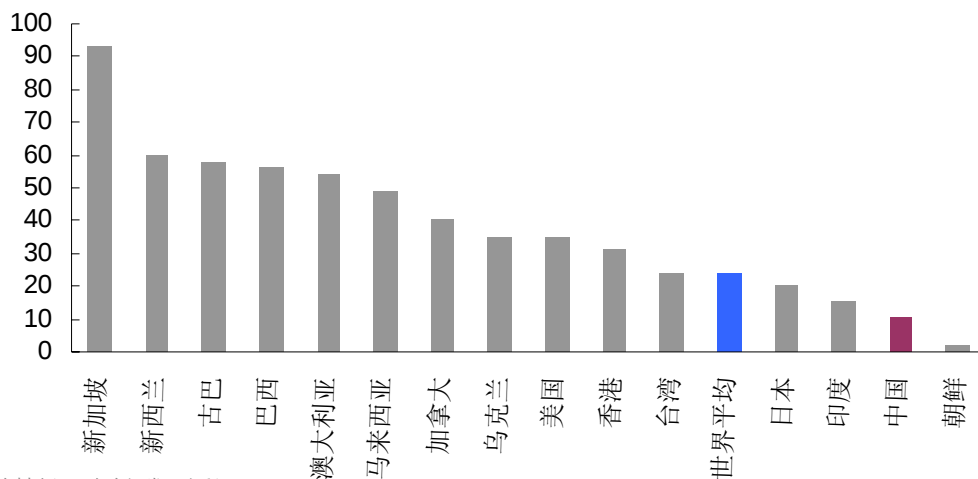
资料来源：东方证券研究所

3. 果葡糖浆替代蔗糖将是大势所趋

果葡糖浆是一种新发展的天然甜味剂，其糖分组成主要是果糖和葡萄糖，由于果葡糖浆具有口感越冷越甜、风味上具有不掩盖性、渗透性强、吸湿保潮性能好、冰点温度低等优良性能，目前已经有越来越多的食品加工企业开始使用果葡糖浆来替代蔗糖作为糖源，因此，从发展趋势上来说，果葡糖浆比蔗糖具有更大的商业开发价值。

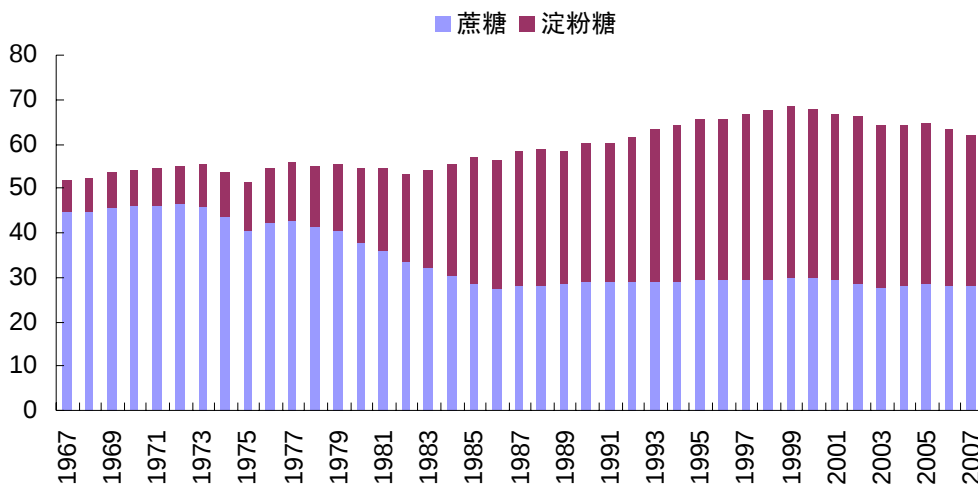
2001 年，美国人均消费食糖达到 69 公斤，其中蔗糖仅为 30 公斤，而淀粉糖达到 38 公斤以上；日本年消费食糖总量达 250 万吨左右，其中淀粉糖占 50%以上。而目前我国人均蔗糖消费量仅为 10 公斤，人均淀粉糖消费量仅 3.8 公斤，淀粉糖消费量尚不足食糖总消费量的 30%。从人均消费量及淀粉糖构成比例上来说，未来我国果葡糖浆仍将具有较大发展空间。

图 6 各国人均糖消费量对比（单位：千克）



资料来源：东方证券研究所

图 7 美国人均糖消费量结构变动趋势（单位：千克）



资料来源：东方证券研究所

三、公司业绩增长源于产销量提升

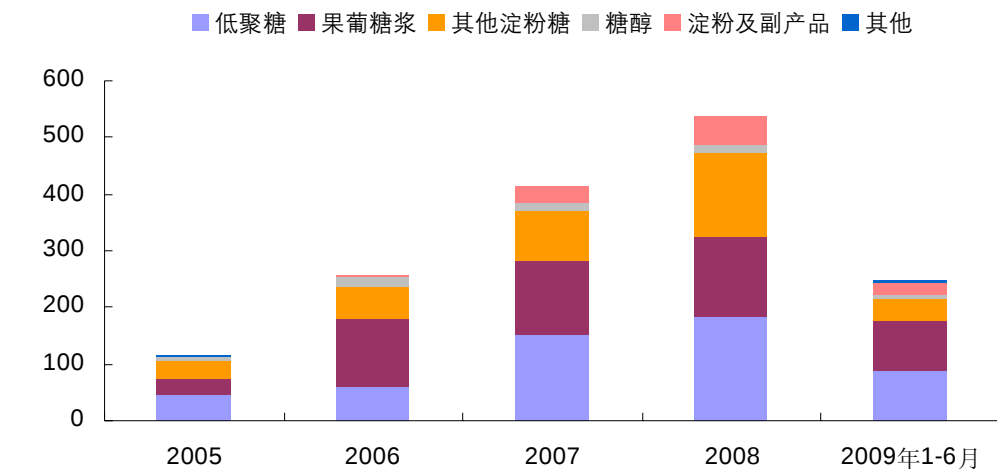
1. 目前盈利主要来自低聚糖及果葡糖浆

从收入及毛利结构上看，当前公司盈利主要来源于低聚糖及果葡糖浆两大产品。

从销售区域上看，目前公司以蒙牛、伊利、健特生物等国内客户为主，近年来，公司逐步加入跨国公司国际供应链，并与雀巢、美国国际玉米制品公司、惠氏、吉百利等建立起稳定的业务关系，目前公司产品已经远销二十多个国家和地区，外销收入大幅增长。

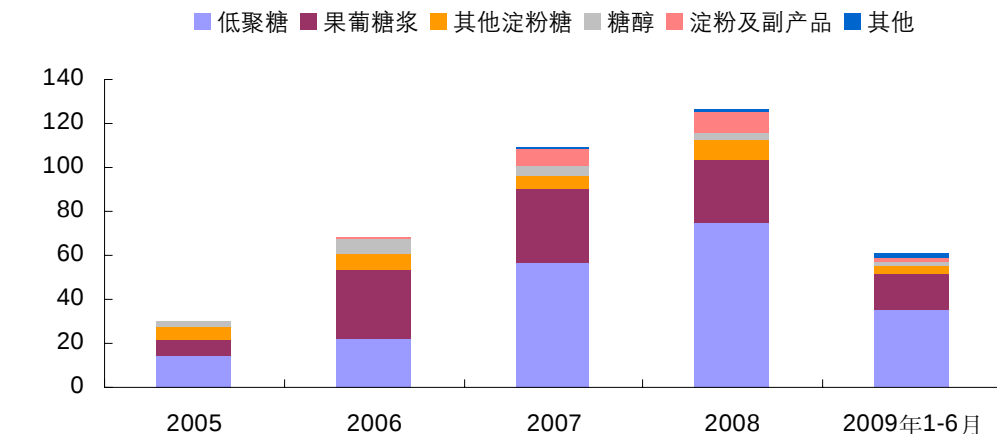
从出口产品及出口区域上看，公司以向亚洲地区出口其他淀粉糖（主要包括葡萄糖、高麦芽糖浆、麦芽糊精等）为主。

图 8 公司历年收入构成（百万元）



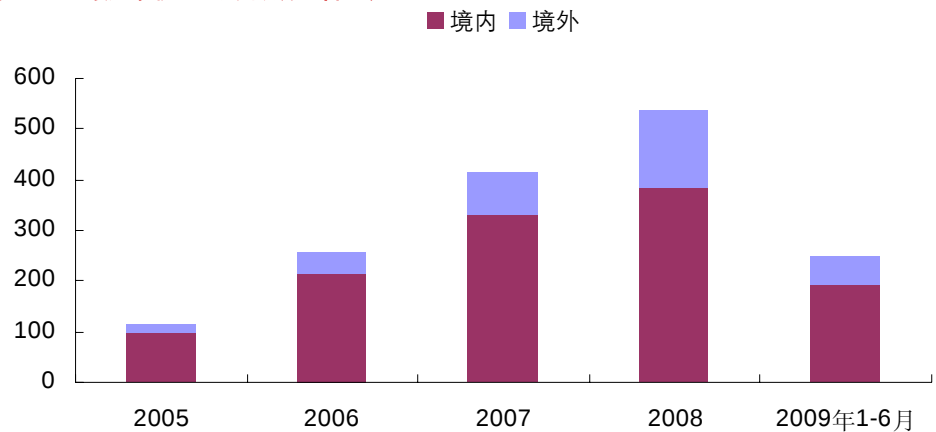
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 9 公司历年毛利构成（百万元）



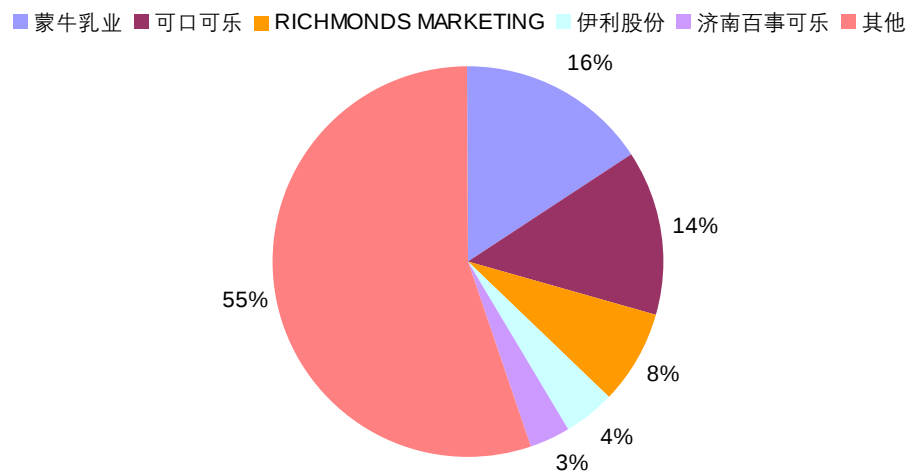
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 10 公司历年收入区域构成（百万元）



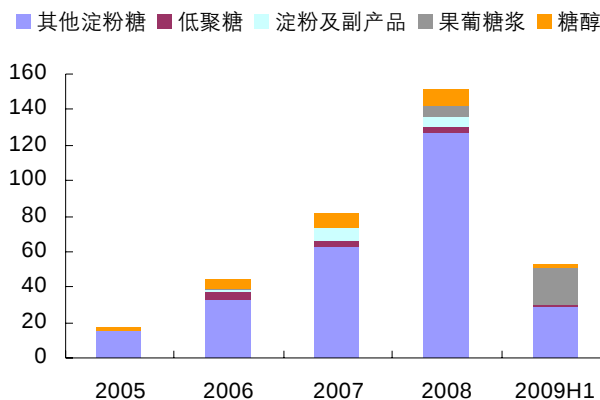
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 11 2009 年 1-6 月公司前五大客户销售额占比



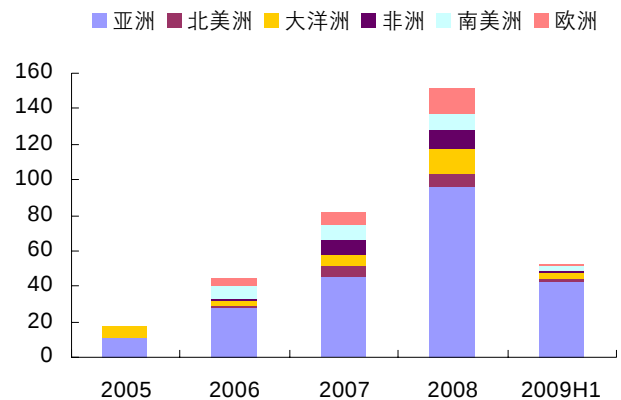
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图 12 公司历年出口收入产品构成



资料来源：招股说明书 东方证券研究所

图 13 公司历年出口收入区域构成



2. 未来两年增长看点在于产能利用率的提高

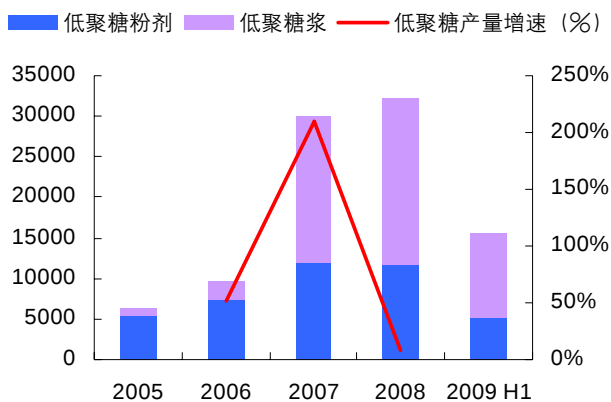
公司产品价格平稳：由于公司通过方案营销等手段，与蒙牛、伊利、可口可乐等大客户建立了长期稳定的合作关系，因此，近年来公司主要产品售价基本保持平稳，变化幅度基本保持在 3% 以内。因此，公司收入及毛利增长主要动力来源于产品产销的大幅增长。

表 4 公司主要产品历年售价情况

	2005	2006	2007	2008	2009 年 1-6 月
IMO-90 粉	9,059	9,099	9,207	9,207	9,376
变动幅度(%)		0.4%	1.2%	0.0%	1.8%
IMO-90 液	8,217	7,978	7,138	8,149	8,119
变动幅度(%)		-2.9%	-10.5%	14.2%	-0.4%
IMO-50 粉	6,483	5,890	6,095	6,081	6,124
变动幅度(%)		-9.2%	3.5%	-0.2%	0.7%
IMO-50 液	4,531	3,956	3,900	3,868	3,885
变动幅度(%)		-12.7%	-1.4%	-0.8%	0.4%
果葡糖浆	2,242	2,267	2,291	2,316	2,354
变动幅度(%)		1.1%	1.1%	1.1%	1.6%

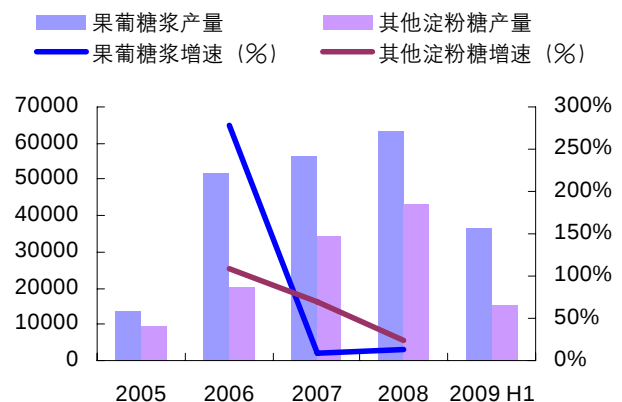
资料来源：招股说明书、东方证券研究所 注：IMO-90 液产销量较小，价格波动较为剧烈，但对收入及毛利影响不大

图 14 公司历年低聚糖粉剂及糖浆产量及增速



资料来源：招股说明书 东方证券研究所

图 15 公司历年果葡糖浆及其他淀粉糖增速



两大产品利用率有待提高，产能或不扩张：由于公司 2006 年投资年产 10 万吨高纯度 F55 果葡糖浆生产线已于 2007 年 6 月投产，而 2007 年投资年产 2 万吨 IMO-90 生产线也已于 2008 年 4 月投产，使公司果葡糖浆及低聚糖产能分别达到 17 万吨及 5 万吨，但我们注意到，公司在扩张产能之后，主要产品产能利用率都出现了不同程度的下降，2008 年，公司两大主要产品低聚异麦芽糖及果葡糖浆市场占有率已分别达到 70% 和 10%，在产能规模位于业内第一梯队水平，而国家原则

上已不再核准新建玉米深加工项目的背景下，我们预计，未来 2-3 年内，公司在两大主要产品上的盈利增长将主要来自产能利用率提高所带来的产销量增长，而非产能的进一步扩张。

表 5 公司主要产品产能利用率呈现不同程度下降

	2005	2006	2007	2008	2009 H1
低聚糖	30,000	30,000	30,000	50,000	50,000
利用率 (%)	21.40%	32.40%	100.00%	71.70%	62.70%
其中：粉剂	15,000	15,000	15,000	25,000	25,000
利用率 (%)	36.70%	49.10%	80.50%	52.40%	42.20%
其中：液体	15,000	15,000	15,000	25,000	25,000
利用率 (%)	6.00%	15.60%	119.40%	90.90%	83.30%
糖醇	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
利用率 (%)	40.80%	84.30%	52.50%	99.10%	46.20%
果葡糖浆及其他淀粉糖	50,000	70,000	170,000	170,000	170,000
利用率 (%)	47.00%	103.10%	75.90%	62.80%	60.90%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所 注：黄色表示扩张后产能

表 6 国内低聚异麦芽糖产能及销量情况

	年产能	年销量
保龄宝	5	3.2
山东天美	1	0.15-0.20
江西精诚糖醇	-	0.15-0.20
行业合计	10	4.6

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 7 国内果葡糖浆产能及销量情况

	产品规格	年产能（万吨）	年销量（万吨）
保龄宝	F42、F55	17	6.2
秦皇岛三养健能仕	F55	10	-
山东香驰健源	F55	10	-
河北邢台平安糖业	F42	6	-
嘉吉食品（天津）	-	10	-
广州双桥	F42	10	-
荆州汉科	F42	6	-
昆山品青	F42、F55、F90	-	-
行业合计	-	-	60

资料来源：招股说明书、东方证券研究所 注：灰色为与公司同处华北地区的主要竞争对手

3. 方案营销是公司销售模式创新上的最大亮点

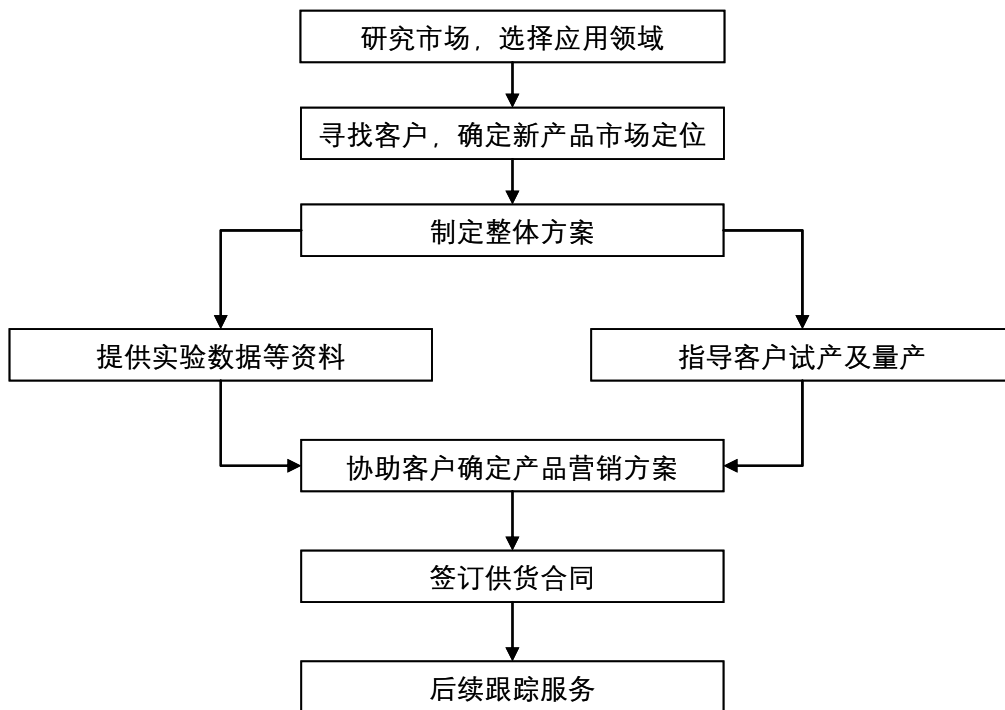
面对实力雄厚的下游食品饮料厂商大客户，公司在销售方面创新性地提出了方案营销的销售模式，为公司赢得了至关重要的长期核心竞争力。

在方案营销的模式下，公司将**产品、服务、信息**三者有机结合，即公司不仅向客户销售产品，而且利用自身对于功能食品行业的前瞻性认识，协助客户开发功能型创新终端产品，为客户提供新的盈利增长点，使下游客户在同质性的市场开拓中脱颖而出，进而与客户之间建立起长久、紧密、牢固的深度合作关系，并成为新的利益共同体。

前期，公司通过方案营销成功占领了益生元领域的高端市场，从而迅速扩大了市场份额。基于以下三点理由，我们认为，在未来新产品的推广过程中，公司的方案营销优势将进一步得以强化，

- 公司协助客户成功开发终端产品后，将获得成为客户终端产品原料供应商的优先权，从而使公司在客户资源争夺中具有**先发优势**
- 公司通过为客户终端产品设定较高的质量标准，从而为竞争对手设置了**品质门槛**
- 公司新产品销售推广将受益于方案营销所形成的**紧密合作关系**

图 16 公司方案营销流程



资料来源：东方证券研究所

四、募投项目将为公司提供新的增长点

1. 公司产品系列将得以进一步丰富

本次公司 IPO 拟募集 2.72 亿资金，建设年产 1 万吨低聚果糖项目及年产 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目。尽管募投项目所涉及的低聚果糖及水溶性膳食纤维属于新开发产品，但从功能上看，募投项目产品则与公司现有主要产品略有重合。同时，由于新产品可以与现有产品共用销售渠道、基础设施等资源，因此，我们认为，募投项目的实施将使公司产品系列在现有基础上得以进一步丰富，从而为公司提供新的利润增长点。

表 8 募投项目投资计划

单位：万元

项目名称	建设投资	铺底 流动资金	第 1 年 投资	第 2 年 投资	总投资
年产 1 万吨低聚果糖项目	13,543.47	1,505.00	10,000	5,048.47	15,048.47
年产 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目	10,444.71	1,666.19	10,000	2,110.90	12,110.90
合计	23,988.18	3,171.20	20,000	7,159.37	27,159.37

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 9 募投项目产品与现有产品特性比较

	低聚异麦芽糖	低聚果糖	水溶性膳食纤维
理化特性	甜度 甜度 40% 保湿性 较好的保湿性 发酵性 难发酵 稳定性 耐酸性、耐热性好 着色性 具有还原性，易发生着色反应	液体：甜度 30%； 固体：甜度 60% 很好的保湿性 难发酵 耐酸性差、耐热性较好 不具还原性，不易发生着色反应	微甜 能吸收本身质量 6-7 倍的水 难发酵 耐酸热较好 不易着色
功能特性	选择性增殖有益菌（双歧杆菌），优化肠道菌群 改善血清脂质，降低胆固醇含量 抑制肠道内有害菌及腐败物质的形成，提高免疫力 促进矿物质的吸收 促进 B 族维生素合成 预防龋齿	增殖双歧杆菌功能更强，调整肠道功能 改善血液脂质过多，减少胆固醇 提高免疫力 促进矿物质和微量元素的吸收 促进 B 族维生素合成 预防龋齿	有效增殖双歧杆菌和乳酸杆菌 降低血液甘油三酯和低密度胆固醇 具有明显的预防直肠癌的效果 预防糖尿病的发生 具有一定的减肥功能 预防龋齿
应用范围	发酵食品、焙烤食品、液态乳品、果汁饮料等大众食品	婴幼儿配方奶粉、中老年人奶粉、保健食品等高档产品	代餐食品、膳食补充食品、高纤维饼干、面包等保健食品

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 10 募投项目投资进展情况

	低聚果糖项目	膳食纤维项目
已投资金额（万元）	3301	1886
其中：厂房与附属设施	1862	1207
机器设备	1439	679
完成进度	24.37%	18.06%
投产时间	16 个月（2010 年底）	12 个月（2010 年下半年）
达产时间	28 个月（2011 年底）	24 个月（2011 年底）

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

从投资进度上看，由于公司十分看好募投项目未来发展前景，因此，在 IPO 募集资金到位之前，公司已开始对项目进行直接投资建设，并实行业务部制管理。目前，公司已经就募投项目产品与客户初步达成了供货意向，其中低聚果糖及水溶性膳食纤维意向供货数量已经分别达到 4000 吨及 9300 吨以上，同时，客户对于公司通过中试生产线小批量生产的产品也反映良好，在 2009 年 9 月募集资金到位的假设之下，我们预计募投项目最早将于 2010 年下半年或年底投产，而达产则需到 2011 年底，但考虑到目前投资建设进度已分别达到 24.37% 及 18.06%，因此，我们认为，募投项目的投产及达产时间可能会早于 2011 年底的预期时间。

2. 低聚果糖供需基本平衡，公司优势明显

从国内市场来看，供给方面，2007 年全国低聚果糖总产销量在 1.6 万吨左右，大多以纯度为 55% 的液体产品为主，市场竞争较为激烈；但目前国内能生产高纯度低聚果糖（FOS 含量 ≥ 95%）的厂家很少，市场基本被国外供应商垄断。2008 年，国内低聚果糖主要生产企业约 8 家，总产能 4 万吨左右。据理德斯普预测，今后 1-2 年将新增产能 4 万吨，到 2010 年总产能预计将达到 8 万吨左右。

需求方面，根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司预测，2010 年我国低聚果糖需求量将达到 8 万吨左右，其中高纯度粉状低聚果糖市场容量约占 50% 左右，从下游来看，婴幼儿配方奶粉需求量约为 3 万吨，中老年人食品需求量为 6 万吨，考虑低聚果糖在饮料、乳品、烘焙食品、休闲食品等行业的应用日益广泛，加上政府倡导和企业推介，我们预计国内需求量有望达到 10 万吨以上。

从国际市场来看，目前全球低聚果糖市场供应量为 18 万吨左右，而需求量则已经达到 20-30 万吨，由此可见，未来低聚果糖市场至少保持供需基本平衡的态势。

总体而言，在低聚果糖产品生产技术方面，公司采用基因诱导方式优选高转化率植株，使转化后低聚果糖含量达到 60% 以上，而自主开发的连续模拟移动床色谱分离技术则可进一步分离其中的单糖、二糖，使低聚果糖纯度达到 95% 以上，这种制造技术已经处于国际先进水平。此外，由于公司募投项目所生产低聚果糖为 95% 高纯度粉剂产品，相比 55% 糖浆具有易运输、易保存、易应用等优良品质，因此，我们认为，在未来低聚果糖供需基本平衡的假设之下，项目的投产将有利于公司充分发挥技术及产品优势。

表 11 公司低聚果糖生产技术优势

	目前国内情况	保龄宝
生成工艺	黑曲霉菌种代谢转化	基因诱导优选高产菌种转化
生成的低聚果糖含量	50%-55%	60%
分离工艺技术	膜分离	连续模拟移动床色谱分离
产品纯度	80%	95%
产品形态	以液体产品为主	以粉剂为主

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 12 公司与其他低聚果糖生产厂商对比

公司	产能（吨/年）		竞争优势
	95%粉剂	55%液体	
保龄宝	拟投 10,000	-	品牌影响力大，技术先进，产品纯度高，粉剂产品销售半径广
广西江门量子高科	5,000	10,000	产品稳定及市场策划能力强
云南天元	拟投 10,000	3,000	产品质量稳定，市场先期进入者
广西宏华奥力高	-	1,500	位于蔗糖原产地，采购成本较低

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 13 目前我国使用低聚果糖的部分企业及产品

企业	行业	产品名称
蒙牛	乳饮料	冠益乳
	奶粉	婴儿/老年奶粉
	冷饮	冰淇淋
伊利	乳饮料	优酸乳/优品佳人
	奶粉	配方/成年/老年奶粉
光明	乳饮料	心爽系列
三元	乳饮料	TIME 凝固型酸奶
多美滋	奶粉	婴儿配方奶粉
雅士利	米粉	双歧因子营养米粉
飞鹤	奶粉	2 段 AD 钙营养米粉
娃哈哈	乳饮料	益生元 AD 钙奶
天天维他	保健品	健胃口服液
完美	保健品	活力多健肠口服液
正航	焙烤食品	儿童配方钙奶饼干
稻香村	焙烤食品	欧力多月饼

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

3. 水溶性膳食纤维市场将快速增长

公司另一募投项目产品水溶性膳食纤维属于膳食纤维中的一类，其具有整肠/调节血糖/血脂功能、低热量/无龋齿性、持/吸水能力良好、粘度适中等特点。同时，由于性质稳定，水溶性好，配伍范围广，水溶性膳食纤维可以在液态及固体食品中与多种食品原辅料配合使用，因而成为功能性减肥食品的主要成分。

在国外，美国和日本对水溶性膳食纤维的研究起步比较早，水溶性膳食纤维作为一种常量元素添加到各种食品中，使人们能够非常方便地从不同食物中自然摄取膳食纤维，同时，其市场销售量也在不断地增加，目前欧美膳食纤维的年销售额已达150 亿美元，而日本也接近100 亿美元。目前，国内膳食纤维市场则仍处于起步阶段，人均膳食纤维摄入量每天12克，远低于世界粮农组织所公布的每日摄入量最低警戒线27克以及中国营养学会颁布的中国居民膳食营养素参考规定每日摄入适宜量30.2克的水平。

从需求方面来说，目前我国仅2亿以上超重肥胖人群对于水溶性膳食纤维的未来潜在年需求量即已达到约130万吨以上，加上老年保健品未来潜在年需求38万吨，糖尿病人保健品未来潜在年需求44万吨，饮料、乳品等行业未来潜在年需求20万吨以上，因此，国内市场潜在需求将达到230万吨以上，销售额将达到45亿美元，市场潜力巨大。此外，考虑到国家卫生部07年底发布《食品营养标签管理规范》中标签宣称含膳食纤维食品规范的实施，未来水溶性膳食纤维市场前景将更为广阔。供给方面，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。我们预计，未来水溶性膳食纤维将进入一个快速增长时期。

与国内其他厂商相比，目前公司采用双酶系连续混解提取工艺，以麸皮为原料，不仅突破了原料限制，而且纯度较高，口感较好，无后苦味，有利于提高终端产品的风味，更加适合下游企业开发优质产品，使生产成本大大降低。因此，考虑到公司优良的产品品质及未来快速增长的行业需求，我们预计水溶性膳食纤维项目也将为公司带来新的利润来源。

表 14 公司水溶性膳食纤维生产技术优势

	国内目前工艺	保龄宝工艺
原料	葡萄糖（淀粉）、菊苣（菊芋）	麸皮
生产工艺	化学合成或提取	酶转化

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 15 公司与其他水溶性膳食纤维生产厂商比较

公司	产能（吨）	竞争优势
保龄宝	拟投 30,000	品牌影响力大，技术先进，原材料成本低
河南孟州泰利杰	30,000	进入市场较早，知名度较高
上海博程	20,000	营销能力强
华药华盈	10,000	—
焦作新元	10,000	—

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

表 16 目前我国使用膳食纤维的部分企业及产品

企业	行业	产品名称
蒙牛	乳饮料	真果粒/早餐奶/妙点谷粒奶餐
伊利	乳饮料	早餐奶/谷粒多
旺旺	乳饮料/休闲食品	哎呦（饮料/膨化食品）
达利	焙烤食品	达利园蛋黄派
好丽友	焙烤食品	Q 蒂榛子巧克力味蛋糕
农夫山泉	饮料	“尖叫”纤维饮料
同仁堂	保健品	短肽特殊营养食品
雅士利	米粉	双歧因子营养米粉
思朗	焙烤食品	纤麸高纤消化饼干

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

五、盈利预测与估值

基于以下盈利预测假设，我们预计公司 2009、2010、2011 三年净利润分别为 0.44、0.61、0.72 元，折合每股收益 0.55、0.76、0.90 元。

1. 公司现有低聚异麦芽糖及果葡糖浆产品产能不再扩张，利用率略有提高，
2. 各产品平均价格基本维持在 09 年上半年水平，毛利略有上升
3. 募投低聚果糖及膳食纤维项目 2010 年底产能分别达到目标产能的 1/2 及 1/3，2011 年底全部达产，10、11 年项目产能利用率分别达到 30%及 20%。
4. 低聚果糖及膳食纤维毛利率达到 40%，基本与低聚异麦芽糖持平，蛋白饲料毛利率为 4.7%

表 17 现有产品收入成本预测

	2008	2009E	2010E	2011E
低聚异麦芽糖				
销量（吨）	33,140	33,500	32,500	32,500
平均售价（元/吨）	5529.9	5170.4	5180.8	5196.3
销售收入（万元）	18326	17321	16838	16888
毛利（万元）	7450	7097	6918	6959
毛利率	40.7%	41.0%	41.1%	41.2%
果葡糖浆				
销量（吨）	61,649	74,800	74,800	74,800
平均售价（元/吨）	2315.7	2352.8	2376.3	2400.0
销售收入（万元）	14276	17599	17775	17952
毛利（万元）	2947	3304	3408	3471
毛利率	20.6%	18.8%	19.2%	19.3%

其他淀粉糖

产销量（吨）	43,097	31030	31030	31030
平均售价（元/吨）	3437.8	2681.5	2708.3	2735.4
销售收入（万元）	14816	8321	8404	8488
毛利（万元）	920	717	724	731
毛利率	6.2%	8.6%	8.6%	8.6%

糖醇

产销量（吨）	991	750	750	750
平均售价（元/吨）	13475.0	21357.8	21571.4	21787.1
销售收入（万元）	1335	1602	1618	1634
毛利（万元）	239	242	244	247
毛利率	17.9%	15.1%	15.1%	15.1%

淀粉及副产品

销售收入（万元）	4771	4294	4294	4294
毛利（万元）	958	519	557	595
毛利率	20.1%	12.1%	13.0%	13.8%

其他业务

销售收入（万元）	131	276	276	276
毛利（万元）	106	207	207	207

资料来源：东方证券研究所

表 18 募投产品收入成本预测

	2010E	2011E
低聚果糖		
销量（吨）	1,500	2,000
平均售价（元/吨）	30000.0	30000.0
销售收入（万元）	4500	6000
毛利（万元）	1800	2400
毛利率	40.0%	40.0%
水溶性膳食纤维		
销量（吨）	3,000	6,000
平均售价（元/吨）	10000.0	10000.0
销售收入（万元）	3000	6000
毛利（万元）	1200	2400
毛利率	40.0%	40.0%
蛋白饲料		
销量（吨）	6,000	9,000
平均售价（元/吨）	1500.0	1500.0
销售收入（万元）	900	1350
毛利（万元）	42	63
毛利率	4.7%	4.7%

资料来源：东方证券研究所

相对估值上，我们给予公司 09 年 30 倍 PE，10 年 25 倍 PE，则公司股价应在 16.50 至 19.00 元之间。绝对估值上，取 WACC=11.16%，永续增长率 $g=1\%$ 的情况下，DCF 模型显示公司合理股价为 17.83 元。考虑近期中小板新股上市首日均有良好表现，因此，我们预计公司首日上市股价相对发行价格可能仍有相当涨幅。

表 19 DCF 估值敏感性分析

		永续增长率				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	9.66%	21.15	22.19	23.35	24.66	26.13
	10.16%	19.39	20.29	21.30	22.42	23.67
	10.66%	17.80	18.59	19.47	20.43	21.51
	11.16%	16.37	17.07	17.83	18.67	19.61
	11.66%	15.08	15.69	16.36	17.10	17.91
	12.16%	13.90	14.44	15.03	15.68	16.39
	12.66%	12.82	13.30	13.83	14.40	15.02

资料来源：东方证券研究所

六、风险因素

- **依赖大客户风险：**公司国内销售集中于几家下游大型食品饮料厂商，2009 年 1-6 月，前 5 大客户销售额占收入比达到 44%，一旦重要客户流失，公司可能将面临销量下降风险。
- **农产品价格大幅波动：**公司采用玉米、蔗糖等农副食品作为原料进行生产，农产品价格的大幅波动将对公司成本带来不利影响。尽管方案营销等手段使公司可以在较大程度上转嫁原料涨价风险，但从时间上来看，仍存在一定的滞后性，进而影响公司业绩。
- **新产品开拓风险：**公司此次募投项目产品属于新研发产品，其市场开拓存在一定不确定性。

表 20 财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	258	681	776	875	营业收入	537	494	576	629
现金	153	534	606	691	营业成本	410	373	425	458
应收账款	53	84	97	106	营业税金及附加	4	3	4	4
其它应收款	1	1	2	2	营业费用	19	20	24	27
预付账款	5	14	16	18	管理费用	26	20	23	25
存货	39	45	52	56	财务费用	29	31	32	34
其他	6	3	3	3	资产减值损失	0	2	1	0
非流动资产	486	512	531	539	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	418	446	466	476	营业利润	49	48	72	85
无形资产	58	56	55	53	营业外收入	4	3	0	0
其他	5	5	5	5	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	744	1193	1306	1414	利润总额	53	51	72	85
流动负债	282	264	306	333	所得税	8	8	11	13
短期借款	224	187	218	238	净利润	45	44	61	72
应付账款	33	26	30	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他	25	51	58	63	归属母公司净利润	45	44	61	72
非流动负债	223	236	246	255	EBITDA	103	108	133	151
长期借款	216	228	238	247	EPS (元)	0.75	0.55	0.76	0.90
其他	7	8	8	8					
负债合计	506	500	552	588	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	60	80	80	80	成长能力				
资本公积	120	512	512	512	营业收入	29.5%	-7.9%	16.6%	9.2%
留存收益	58	101	162	235	营业利润	-0.9%	-1.2%	48.4%	18.0%
归属母公司股东权益	238	693	754	826	归属于母公司净利润	34.5%	-2.4%	39.7%	18.0%
负债和股东权益	744	1193	1306	1414	获利能力				
					毛利率	23.5%	24.5%	26.2%	27.1%
					净利率	8.3%	8.8%	10.6%	11.5%
					ROE	18.8%	6.3%	8.1%	8.7%
					ROA	6.0%	3.7%	4.7%	5.1%
					偿债能力				
					资产负债率	68.0%	41.9%	42.3%	41.6%
					净负债比率	120.8%	-17.3%	-19.9%	-25.0%
					流动比率	0.91	2.58	2.53	2.63
					速动比率	0.75	2.40	2.36	2.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.41	0.44	0.44
					应收账款周转率	10	6	6	6
					应付账款周转率	16	19	19	19
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	0.55	0.76	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.05	1.42	1.68
					每股净资产(最新摊薄)	2.98	8.66	9.43	10.33
					估值比率				
					P/E	36.73	37.63	26.93	22.82
					P/B	6.91	2.37	2.18	1.99
					EV/EBITDA	20	19	15	14

资料来源: 东方证券研究所

分析师承诺

郑文琦：农业、食品行业分析师

何 浪：研究主管

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn