

保龄宝(002286)新股定价

功能食品配料行业的领军企业

定价区间

26.40-30.80 元

日常消费 / 食品

2009 年 8 月 26 日

投资要点:

- 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%，是一家正处于快速成长期的营养配料行业的领先企业。
- 营养配料行业属于食品添加剂。从美国、欧洲、日本等发达国家和地区营养产业的比重看，功能食品的市场比重最大，占市场份额的 37%。目前全世界市场化品种为 20 多种，进入研发的品种有近百种，并催生了 300 多亿美元的功能食品市场及 100 亿美元的功能饲料市场。
- 功能性低聚糖，又称双歧因子，是目前应用最广泛、功能性最强的益生元。相比于普通的蔗糖，低聚糖具有四大功能：低甜度低热量、促进双歧杆菌增殖、促进钙吸收以及防止龋齿。
- 公司是国内首家实现低聚糖工业化生产的企业，开创了国内功能糖产业的先河。07、08 年公司低聚异麦芽糖市场占有率近 70%，果葡糖浆市场占有率在 10%。近三年公司主营收入年均增长 44.39%，净利润三年复合增长率达到 49.60%，表现出良好的成长性。
- 我们预计完全摊薄后公司 09-11 年的每股收益将分别为 0.59 元、0.88 元和 1.54 元。公司发行股本仅 2000 万股，参考目前上市的类似公司的估值以及行业的估值情况，我们给予公司 10 年 30-35 倍 PE，公司合理价值在 26.40-30.80 元。
- 风险提示：淀粉糖行业由于国家政策变化可能带来的风险；公司新增产能能否按时投产以及市场需求变化对业绩的影响。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	53,655	29.50	4,479	34.50	0.56			
2009E	53,551	-0.19	4,706	5.07	0.59			
2010E	70,757	32.13	7,023	49.24	0.88			
2011E	110,134	55.65	12,306	75.22	1.54			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	6,000
发行数量 (万股)	2,000
发行价格 (元)	20.56
发行前 EPS (元)	0.75
发行后 EPS (元)	0.56
发行每股净资产 (元)	4.33
发行日期	2009-8-19
上市日期	2009-8-28
主承销商	国联证券

分析师: 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-263

FAX: (8621)6337 3209

Email: wuy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

目 录

1、公司简介	3
2、营养功能配料行业发展潜力巨大	3
3、公司主要产品分析	5
3.1 低聚糖行业——发展空间广阔	5
3.2 果葡糖浆——人均消费量远低于发达国家	6
4、公司行业地位领先，市场占有率高	7
5、公司经营分析	7
6、公司募集资金投资项目分析	9
7、公司盈利预测及估值	10

图表目录:

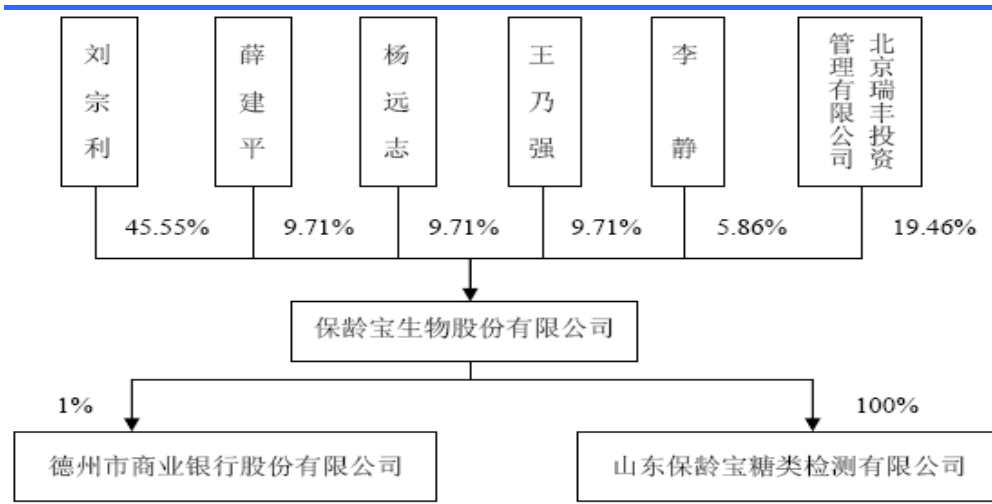
图表 1: 公司股权结构图	3
图表 2: 营养产业链情况	4
图表 3: 功能性食品的主要分类	4
图表 4: 常见低聚糖来源及性能	5
图表 5: 低聚异麦芽糖工艺流程	6
图表 6: 果葡糖浆工艺流程	6
图表 7: 公司近三年主要产品销量增长情况	8
图表 8: 公司主要产品价格变化	8
图表 9: 公司主导产品毛利率及占比变化	9
图表 10: 公司募投项目情况	9
图表 11: 公司产品理化特性及功能比较	10

1、公司简介

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%。最近三年公司主营收入、净利润的年复合增长率分别达到 44.39%和 49.60%，是一家正处于快速成长期的营养配料行业的领先企业。

公司股权结构清晰，董事长刘宗利先生持有公司发行前股份的 45.55%，为公司的实际控制人，其他四位个人股东均为公司发起人并担任重要职位。第二股东北京瑞丰投资管理有限公司是一家具有央企背景投资公司，无实际控制人。

图表 1：公司股权结构图

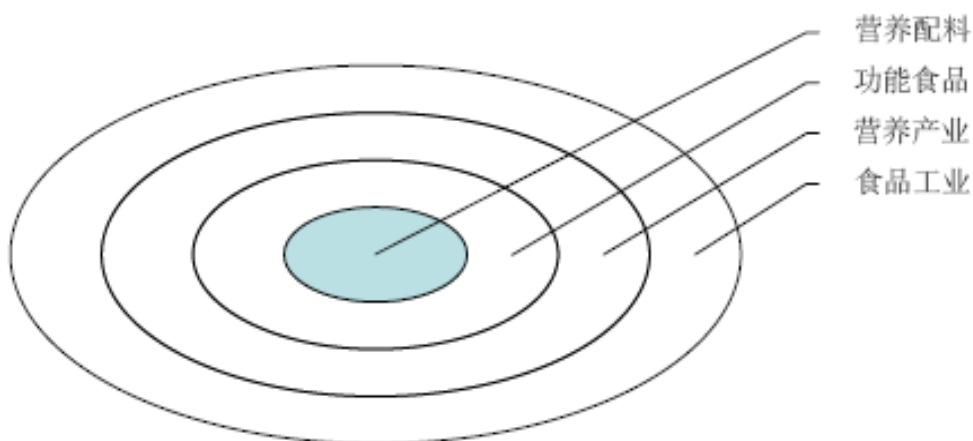


数据来源：公司招股说明书

2、营养功能配料行业发展潜力巨大

营养配料行业属于食品添加剂，是伴随着下游功能食品以及营养产业的发展而发展。随着经济的发展以及人民生活水平的提高，人们已经摆脱将食品单纯充当消除饥饿的功能，在追求美味的同时，更注重其所含的营养物质对人体机能的保持和补充。

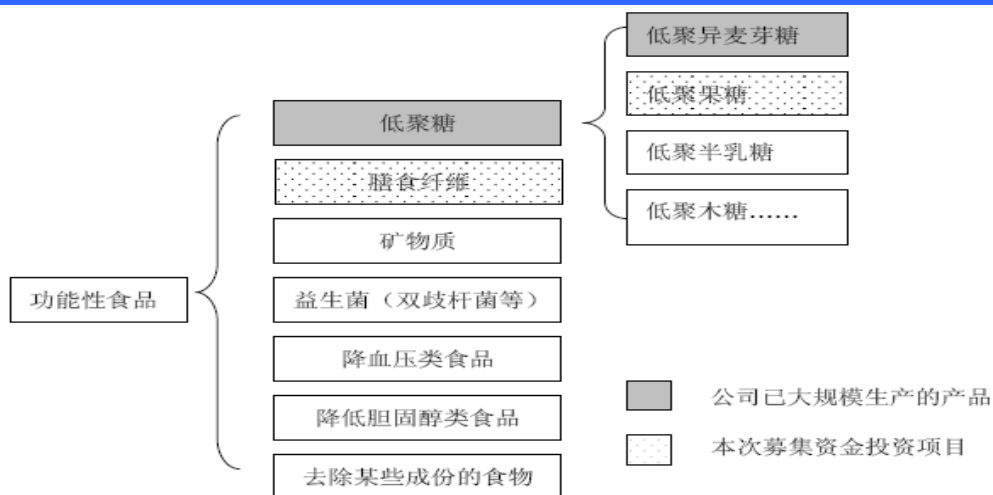
图表 2：营养产业链情况



数据来源：公司招股说明书

功能食品的概念最先由日本在 20 世纪 80 年代提出,并进行了完整的分类和定义。从美国、欧洲、日本等发达国家和地区营养产业的比重看,功能食品的市场比重最大,占市场份额的 37%,其次是膳食补充剂,占市场份额的 35%。以低聚糖产业为例,目前全世界市场化品种为 20 多种,进入研发的品种有近百种,并催生了 300 多亿美元的功能食品市场及 100 亿美元的功能饲料市场。

图表 3：功能性食品的主要分类



数据来源：公司招股说明书

3、公司主要产品分析

3.1 低聚糖行业——发展空间广阔

功能性低聚糖（又称双歧因子）是一类物质的名称，品种繁多，目前实际开发应用的只有十来种，包括低聚果糖、低聚木糖、低聚异麦芽糖、低聚半乳糖、海藻糖等，是目前应用最广泛、功能性最强的益生元。相比于普通的蔗糖，低聚糖具有四大功能：低甜度低热量、促进双歧杆菌增殖、促进钙吸收以及防止龋齿。

图表 4：常见低聚糖来源及性能

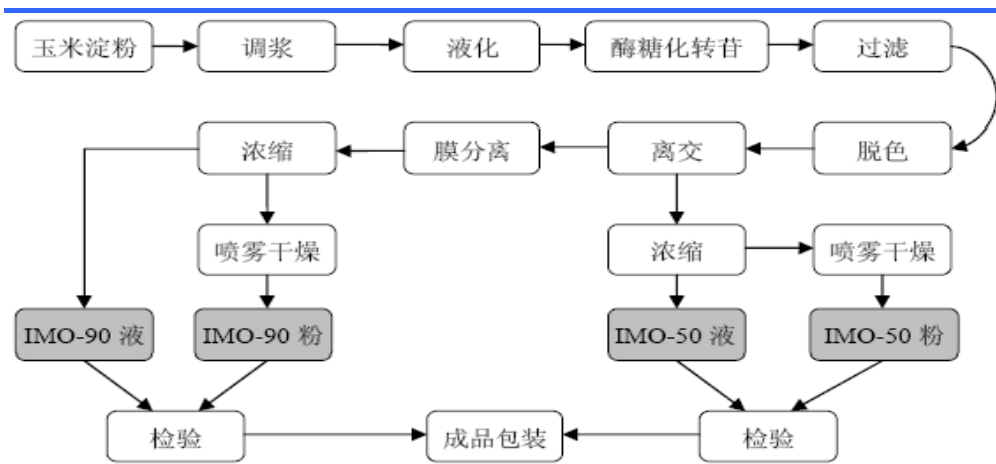
品名	原料	相对甜度（倍）	有效成份（%）
低聚异麦芽糖	淀粉	0.4-0.5	≥90
低聚果糖	蔗糖	0.6	≥90
低聚半乳糖	乳糖	0.25-0.4	≥50
低聚木糖	玉米芯等	0.4	≥50

数据来源：公司招股说明书

根据 06 年《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。欧美各国年需求量为 120 万吨，价值 25 亿美元。预计到 2010 年，国际低聚糖的市场需求量将达到 180 万吨。

我国功能性低聚糖还处于发展初期，主要应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。据统计预测，2010 年国内低聚糖产品的年需求量将达 19 万吨以上，其中低聚异麦芽糖和低聚果糖的需求量分别在 10 万吨和 8 万吨以上，而目前国内产能仅 12 万吨左右，处于供不应求的状态。如果按专家建议的每天 10-15 克的有效摄入量估算，市场年需求量将在 300 万吨左右，市场空间巨大。

图表 5：低聚异麦芽糖工艺流程

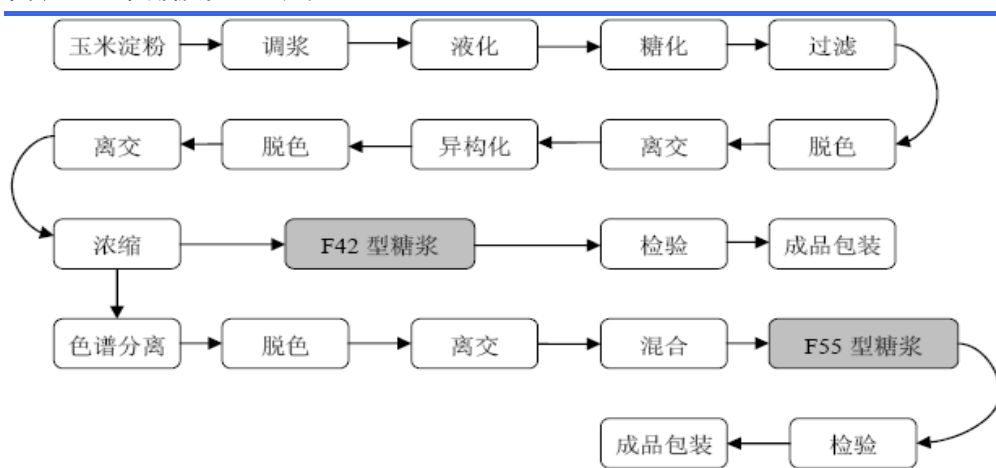


数据来源：公司招股说明书

3.2 果葡糖浆——人均消费量远低于发达国家

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。研究表明果糖的代谢能减轻肝脏负担，减少对胰岛素的依赖，所以成为糖尿病人的理想甜味剂。同时还具有其他一些优良性能，其比蔗糖具有更大的商业开发价值。数据显示，01 年美国人均食糖消费量达 69 公斤，但淀粉糖达到 38 公斤以上；日本年食糖消费量 250 万吨左右，其中淀粉糖占比 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 40%。从相对比例来看，我们认为淀粉糖仍存在较大的增长空间。

图表 6：果葡糖浆工艺流程



数据来源：公司招股说明书

4、公司行业地位领先，市场占有率高

公司是国内首家实现低聚糖工业化生产的企业，开创了国内功能糖产业的先河。公司在行业内率先通过了可口可乐、百事可乐供应商资格认证，与雀巢、惠氏、吉百利、蒙牛、伊利、健特生物等国内外知名企业建立稳定的合作关系，07、08年公司低聚异麦芽糖市场占有率近 70%，果葡糖浆市场占有率在 10%。

表 1：07、08 年公司主要产品销量以及市场占比

	2007	2008
低聚异麦芽糖（万吨）		
公司	2.7	3.2
行业	4	4.6
市场份额（%）	67.50%	69.57%
果葡糖浆（万吨）		
公司	50	60
行业	5.7	6.2
市场份额（%）	11.40%	10.33%

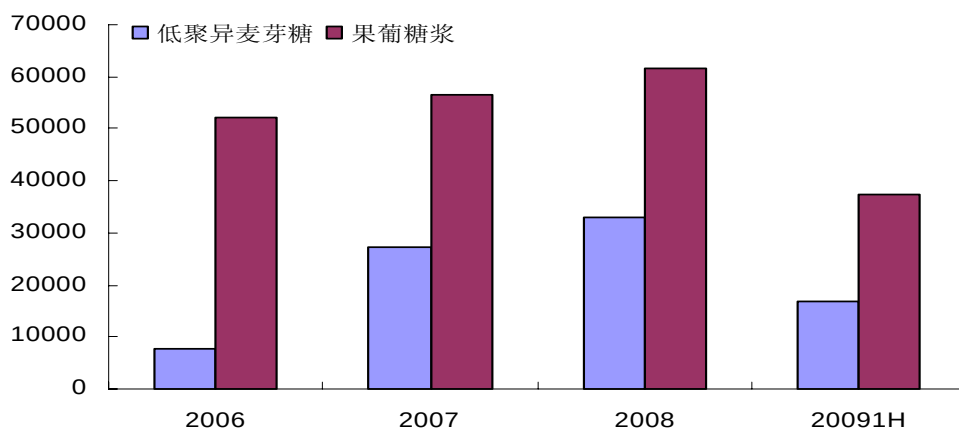
数据来源：公司招股说明书

公司注重技术创新，设有国家糖工程技术研究分中心、中国低聚糖产品质量检测中心等国家级研发中心，设立博士后科研工作站并与江南大学、山东大学等院校建立合作关系。公司是低聚异麦芽糖、果葡糖浆、低聚果糖等产品国家标准和赤藓糖醇行业标准的起草单位之一。由此可见公司在营养健康配料行业具有较强的竞争力，处于行业领先地位。

5、公司经营分析

近三年公司主营收入年均增长 44.39%，净利润三年复合增长率达到 49.60%，表现出良好的成长性，这主要得益于主导产品销量保持持续的较快增长。07、08 年公司果葡糖浆的销量年增长率分别为 8.78%和 8.82%，而另一主导产品低聚异麦芽糖销量的年增长率分别为 261.54%和 20.90%。随着市场对于益生元和益生菌因子的大力宣传，消费者对低聚糖的认可程度越来越高，公司低聚异麦芽糖销售呈现井喷式增长。

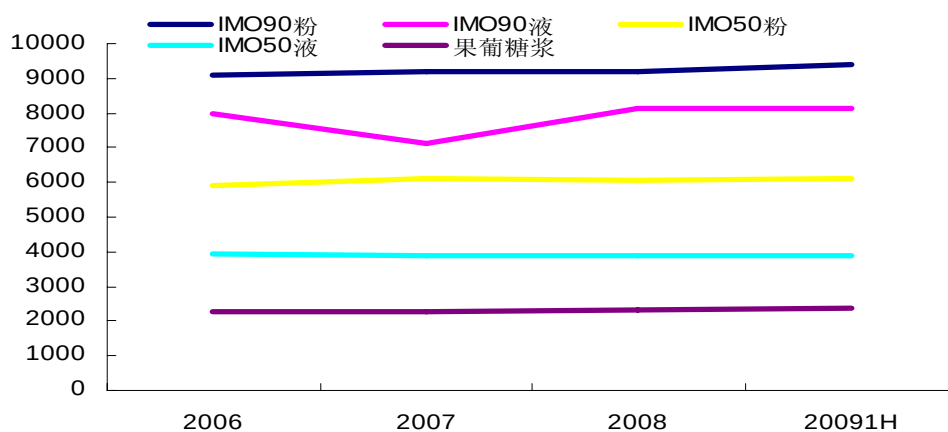
图表 7：公司近三年主要产品销量增长情况



数据来源：公司招股说明书

近三年公司主导产品的销售均价保持稳定，并呈现小幅提升，09 年上半年公司果葡糖浆、IMO-90 粉、IMO-90 液、IMO50 粉以及 IMO50 液的销售价格分别较 06 年上升 3.8%、3%、1.8%、4%和-1.8%。我们发现相对于粉剂，液剂的价格涨幅明显逊色，50 液价格甚至较 06 年下滑 1.8%。

图表 8：公司主要产品价格变化

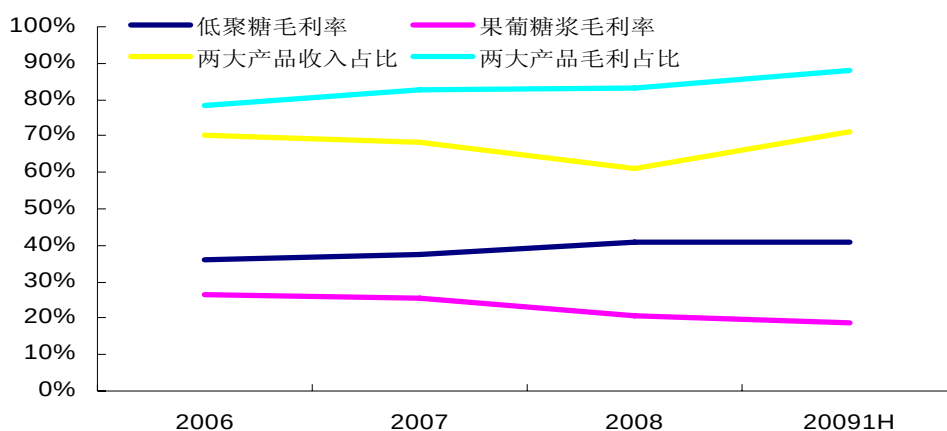


数据来源：公司招股说明书

从招股说明书披露的数据看，近三年公司果葡糖浆的毛利率逐步下滑，从 06 年的 26.43%下降到 09 年中期的 18.80%；而低聚糖毛利率则相反，呈现稳步上升的态势，毛利率从 06 年的 35.96%上升到 09 年中期的 40.94%。从收入和毛利占比情况看，公司两大主导产品成为主要的收入和毛利来源，09 年中期两项指标占比

分别达到 71.35%和 87.96%，近三年表现为集中化趋势。

图表 9：公司主导产品毛利率及占比变化



数据来源：公司招股说明书

近三年公司期间费用率基本保持稳定，06-09 年中期其各期的期间费用率分别为 13.62%、14.15%、13.70%以及 14.30%。公司被认定为高新技术企业，08-10 年享受所得税减半的优惠，实际所得税率为 15%。

6、公司募集资金投资项目分析

公司本次募投资金将用于 1 万吨低聚果糖以及 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目的建设。水溶性膳食纤维不能被人体吸收，容易使人产生饱腹感，同时具有调节血糖、血脂功能，被主要用于糖尿病人以及肥胖人士的日常饮食。低聚果糖是低聚异麦芽糖的升级产品，主要用于婴幼儿配方奶粉、中老年奶粉以及保健食品等高档产品。

图表 10：公司募投资项目情况

项目名称	总投资	第 1 年	第 2 年
1、年产 1 万吨低聚果糖项目	15,048.47	10,000	5,048.47
2、年产 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目	12,110.90	10,000	2,110.90
合 计	27,159.37	20,000	7,159.37

数据来源：公司招股说明书

本次募投项目将进一步丰富公司的产品系列，实现公司产品的梯度开发战略。由于新产品可以与公司原有产品共用部分基础设施，从而降低产品的单位固定成本，提升经营效率。募投项目的实施也将进一步满足客户的差异化需求，继续巩固公司在国内功能配料行业领先者的地位，增强公司的竞争力。

图表 11：公司产品理化特性及功能比较

特性		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%	液体: 甜度 30%; 固体: 甜度 60%	微甜
	保湿性	较好的保湿性	很好的保湿性	能吸收本身质量 6-7 倍的水
	发酵性	难发酵	难发酵	难发酵
	稳定性	耐酸性、耐热性好	耐酸性差、耐热性较好	耐酸热较好
	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
功能特性	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	有效增殖双歧杆菌和乳酸杆菌	
	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	
	促进矿物质的吸收 促进 B 族维生素合成	促进矿物质和微量元素的吸收 促进 B 族维生素合成	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、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：公司招股说明书

7、公司盈利预测及估值

我们假设水溶性膳食纤维 2010 年下半年投产，2011 年可达到满负荷量产；低聚果糖项目 2010 年底投产，2011 年底完全达产。相对应的膳食纤维可以在 2010 年为公司贡献利润，而低聚果糖要 2011 年才能产生效应。对于原有产品，我们预计未来将保持销量 10%左右的稳定增长。

表 2：公司重要参数预测

	2009	2010	2011
低聚糖营业收入（万元）	19,153	22,123	24,335
低聚糖销量（吨）	36,454	40,099	44,109
低聚糖毛利率（%）	41.28%	41.29%	41.29%
果葡糖浆营业收入（万元）	16,018	17,880	19,964
果葡糖浆销量（吨）	67,814	74,595	82,055
果葡糖浆毛利率（%）	19.05%	19.02%	19.03%
低聚果糖营业收入（万元）	0	0	16,000
低聚果糖销量（吨）		0	5,000
毛利率（%）	40.00%	40.00%	40.00%
水溶性膳食纤维营业收入（万元）	0	8,625	23,000
膳食纤维销量（吨）		7,500	20,000
毛利率（%）	40.00%	40.00%	40.00%
淀粉、淀粉糖及糖醇营业收入（万元）	17,784	21,341	25,609
毛利率（%）	10.20%	10.50%	10.50%

数据来源：东北证券金融与产业研究所

我们预计完全摊薄后公司 09-11 年的每股收益将分别为 0.59 元、0.88 元和 1.54 元。公司发行股本仅 2000 万股，参考目前上市的类似公司的估值以及行业的估值情况，我们给予公司 10 年 30-35 倍 PE，公司合理价值在 26.4-30.8 元。

表 3：公司利润表预测

报告参数	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
营业收入	53,655	53,551	70,757	110,134
营业成本	41,033	40,785	52,518	77,924
营业税金及附加	372	321	425	661
主营业务利润	12,250	12,445	17,814	31,549
销售费用	1,929	2,088	4,245	8,811
管理费用	2,561	2,142	3,538	6,608
财务费用	2,857	2,678	1,769	1,652
资产减值损失	34			
公允价值变动损益	0			
投资收益	33			
营业利润	4,902	5,537	8,262	14,478
营业外收支净额	408	0	0	0
利润总额	5,310	5,537	8,262	14,478
所得税	831	831	1,239	2,172

净利润	4,479	4,706	7,023	12,306
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司所有者权益	4,479	4,706	7,023	12,306
每股收益（元）	0.560	0.588	0.878	1.538

数据来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209