



保龄宝 (002286.SZ)

推荐, 首次

所属行业: 食品饮料
行业评级: 谨慎推荐

股价数据

12 个月区间 (元)

最新收盘价 (元)

股本结构

总市值 (亿元)

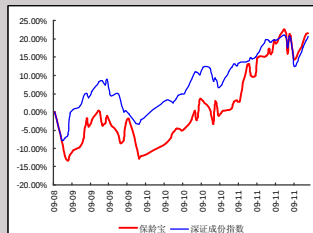
流通 A 股市值 (亿元)

总股本 (亿股)

流通 A 股 (亿股)

流通 B 股 (亿股)

股价表现图



齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师
 傅苏

Tel: (8621) 58306749
 Fax: (8621) 58318543
 Email: fusu@qlzq.com.cn

朝阳产业龙头, 成长潜力巨大

——保龄宝 (002286) 深度研究报告

投资要点:

- ◇ 公司是国内第一家实现低聚糖工业化生产的厂家, 开创行业先河, 也是目前实际产能最大的供应商。公司低聚异麦芽糖 2008 年销量 3.3 万吨, 市场占有率约为 70%; 果葡糖浆 2008 年销量 6 万吨, 市场占有率约 10%。
- ◇ 公司所处低聚糖行业是一个新兴的朝阳产业, 随着“大众食品功能化、功能食品大众化”的逐步推进, 市场需求潜力巨大。
- ◇ 公司通过方案营销模式与下游客户建立了坚实的合作基础和完善的营销服务网络, 客户包括可口可乐、百事可乐、雀巢、美国国际玉米制品公司、惠氏、吉百利、蒙牛、伊利、天狮生物、无锡健特等, 产品出口二十多个国家和地区。
- ◇ 公司低聚异麦芽糖 IMO 产品 09 年基本持平, 2010 年开始恢复增长, 预计年增长 20% 左右, 毛利率维持在 40%; 果葡糖浆销量增长主要来源于可口可乐和百事可乐的需求增加, 预计年增长 15% 左右, 毛利率 18%; 公司赤藓糖醇产能由 1 千吨扩大至 4 千吨, 2010 年起可为公司贡献利润超过 2 千万元; 公司 IPO 项目 1 万吨低聚果糖和 3 万吨水溶性纤维预计 2010 年四季度建成投产。
- ◇ 公司 09 年业绩增长相对放缓, 未来三年复合增长率可达 40% 以上, 预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.59 元, 0.93 元, 1.43 元。我们看好健康功能食品未来的发展空间, 公司是健康配料行业的领军者, 募集资金项目投产后, 公司产品结构更加丰富, 将成为功能性食品配料行业的龙头企业。
- ◇ 公司相对估值结果显示合理价格区间为 37.2-57.2 元, DCF 绝对估值结果为 54.76 元。公司 2010 年起业绩高速增长确定性较高, 且所处行业潜力巨大, 给予公司“推荐”的投资评级。

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	414.33	536.55	541.92	693.66	1005.80
增长率 (%)	61.00%	29.50%	1.00%	28.00%	45.00%
净利润	33.30	44.78	47.29	74.74	114.56
增长率 (%)	66.42%	34.48%	5.61%	58.04%	53.29%
每股收益	0.416	0.560	0.591	0.934	1.432
净资产收益率	18.81%	16.57%	20.76%	24.14%	18.81%



正文目录

一、公司简介	- 3 -
1. 功能性食品配料专家	- 3 -
2. 公司历史沿革与股权结构	- 3 -
二、低聚糖及果葡糖浆行业分析	- 4 -
（一）低聚糖：功能性食品，产业前景看好	- 4 -
1. 低聚糖行业概况	- 4 -
2. 低聚糖产业国际发展趋势：需求强劲，存在产能缺口	- 6 -
3. 低聚糖产业国内发展趋势：应用空间广泛，未来空间巨大	- 6 -
（二）果葡糖浆：需求源于饮料龙头产品升级	- 7 -
1. 果葡糖浆行业概况	- 7 -
2. 果葡糖浆产业国际发展趋势：碳酸饮料带动行业扩张	- 8 -
3. 果葡糖浆产业国内发展趋势：替代蔗糖空间大	- 9 -
（三）公司行业竞争地位分析	- 9 -
三、公司主营业务分析	- 12 -
1. 主要产品分析——IMO：双歧因子/果葡糖浆：可替代蔗糖/赤藓糖醇：可替代木糖醇	- 18 -
2. 公司行业竞争地位	- 18 -
3. 公司财务状况分析	- 18 -
五、盈利预测与估值	- 20 -
1. 盈利预测	- 20 -
2. 相对估值	- 21 -
3. 绝对估值	- 21 -
七、投资建议	- 23 -
八、风险提示	- 23 -



一、公司简介

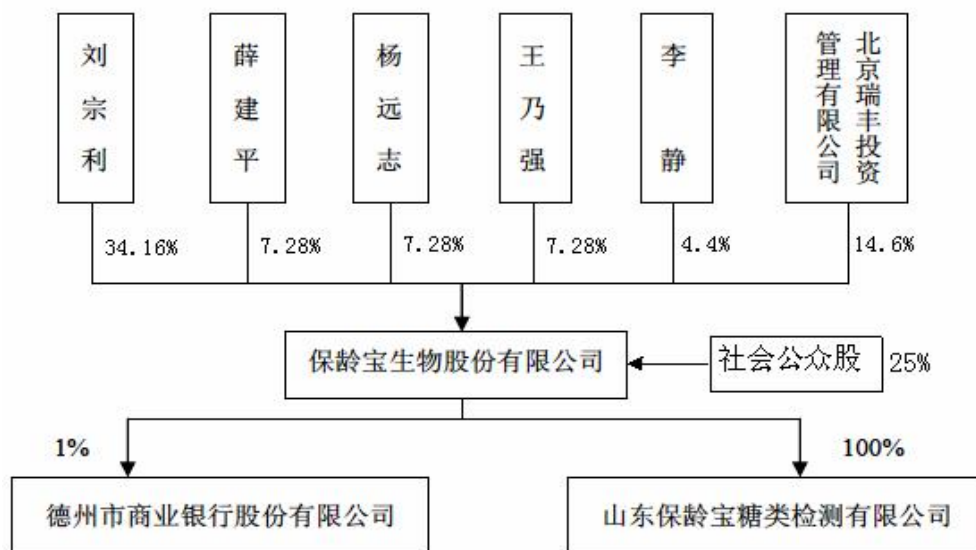
1. 功能性食品配料专家

公司是一家以生物工程为主导的国家级重点高新技术企业、中国食品添加剂百强企业、中国公众营养改善 OLIGO 项目的合作伙伴。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。产品具有一定的营养强化功能，可促进人体肠道有益菌增殖，还具有抗龋齿、低热值、口感好等功能，作为营养健康配料，广泛应用于食品、饮料、乳制品、保健品行业，在医药、饲料等领域有广阔的发展空间。

公司低聚糖、高果糖、多元醇等系列产品全部通过国际采标认证。2007 年保龄宝荣获功能糖领域唯一的“中国名牌产品”称号，“保龄宝”牌低聚糖（益菌因子）被中国公众营养与发展中心推荐为营养健康倡导产品。保龄宝塑造了“功能性配料专家”的市场形象，与可口可乐、百事可乐、雀巢、强生、伊利、蒙牛、健特生物等企业结为战略合作伙伴。

2. 公司历史沿革与股权结构

图1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

发行人前身系山东保龄宝生物技术有限公司，成立于 1997 年 10 月 16 日。经保龄宝有限公司 2007 年 10 月 17 日股东会决议，整体变更设立保龄宝生物股份有限公司，注册资本 6,000 万元。2007 年 10 月 25 日，发行人在山东省工商行政管理局登记注册，领取 370000200000239 号企



业法人营业执照。

2009年8月28日,公司股票于深交所上市, IPO 公司发行股数为 2000 万股, 占发行后股本总额 8000 万股的 25%。

公司董事长兼总经理刘宗利先生持有公司 34.16%的股份, 为公司控股股东和实际控制人, 前四大自然人股东为保龄宝公司创始人。

二、低聚糖及果葡糖浆行业分析

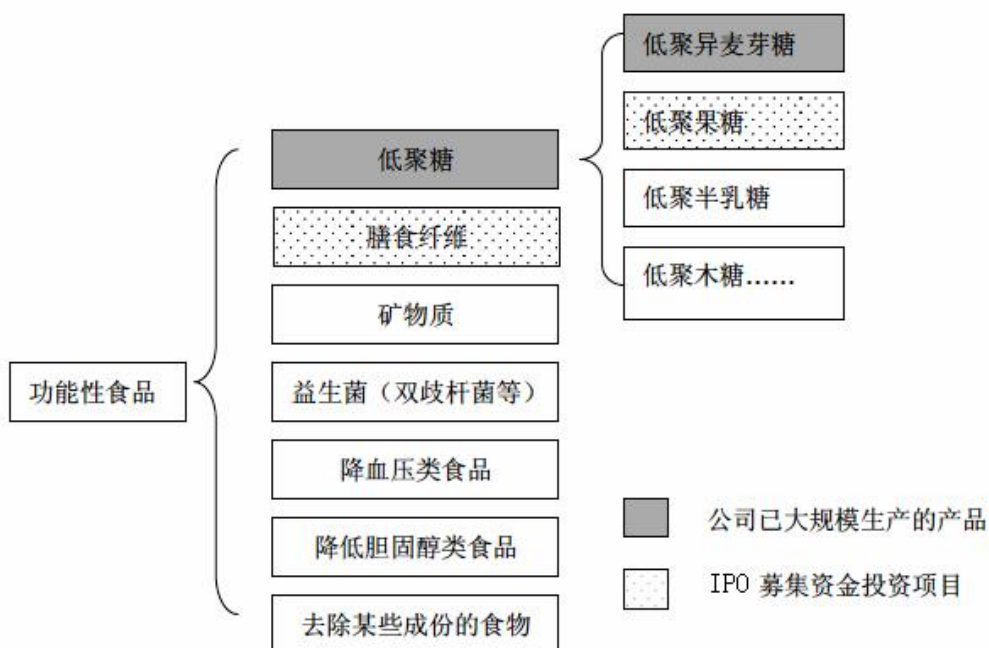
公司目前主要产品为低聚异麦芽糖 (IMO) 和果葡糖浆, 二者合计收入占到总收入的 70%, 利润占到总利润的 85%。公司 IPO 募集资金投资项目分别为 1 万吨低聚果糖和 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目。公司产品均属于功能性食品范畴, 其中低聚异麦芽糖、低聚果糖属于低聚糖系列, 果葡糖浆是一种新型天然糖源, 也具备一定的保健功能。因此, 在行业分析部分, 我们分别就低聚糖和果葡糖浆两个行业进行分析。

(一) 低聚糖: 功能性食品, 产业前景看好

1. 低聚糖行业概况

依产品用途分类, 公司低聚糖系列产品属于益生元物质, 因含有对人体健康有利的生物活性物质, 可用作食品配料开发具有特殊健康效果的食物, 属于营养产业之中的功能食品行业。

图2: 功能性食品分类



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所



功能食品行业属于营养产业的一个分支，“功能食品”概念由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。日本的功能食品市场目前是最发达的，因此通常以其比照其他国家未来该产业的发展方向或趋势。日本的功能食品由卫生部审批，适用于为“特殊健康需要而设计的产品”。目前日本已批准了以下七大类的功能食品上市。

公司主要产品低聚异麦芽糖 IMO 和 IPO 募集资金项目之一低聚果糖属于低聚糖产品，另一 IPO 募集资金投资项目为水溶性膳食纤维产品。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。益生元是能够选择性地促进肠道内原有的一种或多种有益细菌（益生菌）生长繁殖和/或增加碳水化合物代谢的物质。科学研究证实，双歧杆菌、乳酸菌和粪链球菌等益生菌在人体内能纠正肠道微生态失衡，低聚糖是各种益生菌的最佳天然培养基，可促进益生菌的大量繁殖。低聚糖与双歧杆菌等“益生菌”保健作用的发现被科学界誉为 20 世纪最重要的医学发现之一。

低聚糖的市场前景由消费者、政府、食品企业三方面的需求决定：

1，消费者消费升级的需求

我国目前肥胖、超重、微生态失衡的人群比例明显上升，非传染性疾病如糖尿病、心脏病、高血脂、高血压和癌症等已经成为我国公共健康的重大挑战，这与我国居民步入小康之后食品的美味功能上升有很大关系。随着经济的发展和居民收入水平的提高，居民会更加关注健康，通过消费有利于营养健康的功能食品达到预防疾病的目的。消费者对健康的关注转化为对功能食品的持续需求是行业发展的重要拉动力。经济增长，为人们追求营养、改善生活质量提供了物质支撑，创造了新的有效需求。科学知识普及，使人们对膳食与疾病关系的理解不断增进，消费者能够主动选择对健康有益的食品。

2，政府推进公众营养改善的需求

世界卫生组织近年来一直在全球倡导人们应减少对抗生素的依赖，通过以益生菌抑制有害菌的健康医疗方式改善公众健康。

我国在《国民经济与社会发展第十一个五年规划纲要》中指出要“推进公众营养改善行动”，这是我国政府首次将其列入政府工作计划。根据卫生部、科技部和国家统计局联合发布的第四次中国居民营养与健康调查数据显示，由微生态失衡引起的营养不良正在成为我国公众营养健康的最大威胁之一。国家公众营养与发展中心 2007 年推出的公众营养改善益生元项目，旨在使公众认识微生态失衡带来的危害，倡导食品企业在食品中添加益生元（以低聚糖为主），项目计划三年时间内使添加益生元的产品从早期的保健品、乳制品、饮料覆盖到国民日常生活涉及的大部分食品企业，激活与增殖人体内益生菌群，促进微生态平衡，改善公众营养健康。

3，下游食品企业的市场细分、产品更新的需求



传统的食品制造商、饮料生产者在追逐利润和竞争压力的双重作用下，积极地进行产品升级，也将推动功能食品市场的繁荣。

根据 2006 年北京东一信达营销顾问有限公司的《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。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，市场缺口很大。

从美国、欧洲、日本等发达国家和地区营养产业的比重来看，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%。我国消费者对于功能食品的消费观念还未普及，功能性低聚糖还处于市场发展的初期。根据中国人口亚健康与微生态失衡状况专家调查问卷统计分析，我国微生态失衡的人群在 60% 以上，功能性低聚糖通过对肠道有益菌双歧杆菌的增殖，在改善人体微生态平衡方面有着重要作用；不同的低聚糖对人体有益菌的增殖作用不同，以低聚异麦芽糖为例，按专家建议的每天摄入 10-15 克的有效量估算，市场年需求量将在 300 万吨左右，如果再考虑未来功能性低聚糖在饲料和医药市场的运用，低聚糖行业市场空间巨大。

2. 低聚糖产业国际发展趋势：需求强劲，存在产能缺口

低聚糖产业已经发展成为一个重要的生物技术产业，市场化品种 20 多种，正在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 多亿美元的功能饲料市场，而且每年仍以 10%-20% 的速度增长，具有良好的市场发展前景。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，其次为低聚果糖和低聚半乳糖。2003 年日本特定保健用食品 (FOSHU) 市场销售额达到 54 亿美元，其中改善肠道功能 (用低聚糖) 的 34.56 亿美元，占 64%；其终端产品有各种饮料 (53%)、小食品 (13.1%)、肉鱼蛋白食品 (4.5%)、汤类 (4.8%)、谷物食品 (5.8%)、糖片 (5%) 等。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半乳低聚糖。

根据 2006 年北京东一信达营销顾问有限公司的《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。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，市场缺口很大。

3. 低聚糖产业国内发展趋势：应用空间广泛，未来空间巨大

功能性低聚糖在我国还处于发展初期，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。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。我国低聚糖产量最大的品种是低聚异麦芽糖，另一产量较大的产品是低聚果糖。据公司统计预测，2010年，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。

国家发改委公众营养与发展中心发布的2006年中国营养企业景气调查结果显示：功能食品和营养素及营养强化剂产品高位运行。公众为了实现营养改善和营养均衡，有从单一服用营养补充剂过渡到食用营养强化食品的趋势。我国消费者对于功能食品的消费观念还未普及，功能性低聚糖还处于市场发展的初期。随着我国居民收入的不断增长，消费者主动选择具有一定营养强化作用的功能性食品的消费观念日渐普及，作为功能性食品配料的低聚糖类产品需求旺盛，行业发展空间巨大。

（二）果葡糖浆：需求源于饮料龙头产品升级

1. 果葡糖浆行业概况

果葡糖浆是一种新发展的天然甜味剂，因为糖分组成主要是果糖和葡萄糖，故称为果葡糖浆。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。在医药上，吡喃果糖可以加快乙醇的代谢作用，对酒精有防醉和解酒作用，还被用于治疗乙醇中毒，静脉注射500毫升质量分数为40%的果糖溶液可达到效果。此外，果葡糖浆还有抑制体内蛋白质消耗作用，利于运动员和体力劳动者及外科手术病人作营养补充剂使用，而且对心脏供血和防治龋齿也都有辅助性保健作用。

作为糖源用于食品加工，果葡糖浆因具有许多优良性能，而比蔗糖具有更大的商业开发价值。

1、口感上，越冷越甜。果葡糖浆不仅甜味纯正，而且果糖在味蕾上甜味感比其它糖品消失快，因此，用果葡糖浆配制的汽水、饮料入口后给人一种爽神的清凉感。美国本土生产的可口可乐、百事可乐等饮料全部采用果葡糖浆作为甜味剂。

2、风味上，具有不掩盖性。以果葡糖浆作为糖源，对果汁或果肉型饮料的风味具有不掩盖性的特点，可保持果肉色泽鲜艳和果品固有的香味。所以，这一新糖源已成为果汁饮料、果肉饮料及果冻加工的理想甜味剂。

3、渗透性强，能较快地穿透细胞组织，有利于抑制食品表面微生物生长，对加工果脯、蜜饯、泡菜等糖渍食品十分有利，不仅能保留果蔬的风味本色，鲜艳而透明度好，还可防止其表面干涸翻砂，延长食品的



保存期。

4、吸湿保潮性能好。用蔗糖作为糖源制作的糕点，数天后会干涸变形，而利用果葡糖浆作糖源加工的糕点，质地松软，久贮不干，保鲜性能优良，可明显提高产品档次和延长货架保存期。利用果葡糖浆的保潮性能加工卷烟，可保持烟丝质地柔软，提高卷烟的品质。

5、冰点温度低。果葡糖浆应用于冰淇淋等冷饮加工时，可克服经常出现冰晶的缺点，使产品质地柔软，细腻可口，而且温度越低，甜味及香味越浓郁，可明显提高产品的档次。

6、果葡糖浆具有良好的发酵性，应用于低酒精的酒类生产，不仅可控制发酵度，避免沉淀，透明度好，而且口感好，风味独特。

7、由于果糖对人体健康有着许多独特作用，因此，果葡糖浆又是许多功能食品的甜味剂，在医药上，它是生产各类保健口服液及糖浆制剂的最佳糖源选择。

8、果糖粘度比蔗糖低，同其它食品原料混合相当容易，在高浓度下，对于搅拌、混合、输送等作业程序更为便利。果葡糖浆生产时经数次精制，不仅色度好，而且极少微生物污染，卫生指标也优于蔗糖，所以，使用果葡糖浆不仅能提高食品的档次，而且可减少配料时杀菌及过滤除杂的负担。这些操作上的便利能显著地降低能源消耗和生产成本。

9、果葡糖浆与蔗糖的甜度比较：果糖是天然甜味剂中甜度最高的糖品，其甜度相当于蔗糖的 1.3-1.8 倍，为天然糖中最甜的甜味剂。在果葡糖浆中，果糖含量越高则甜度越高，果葡糖浆与蔗糖就单纯甜度进行比较，其结果大致如下：

（1）在 10%糖度下，F42 型果葡糖浆的甜度是蔗糖的 0.9-1 倍，F55 型果葡糖浆的甜度与蔗糖相等。

（2）在 20%糖度下，F42 型果葡糖浆的甜度同蔗糖大致相等，F55 型果葡糖浆的甜度是蔗糖的 1.15 倍。

（3）果葡糖浆与蔗糖混合使用，彼此有相互增甜的效果，例如 F42 果葡糖浆与白砂糖两者等量混合配成 10%浓度的糖液，其甜度与 10%的蔗糖溶液相等。工业上生产果葡糖浆是用淀粉，经糖化生成葡萄糖，再经葡萄糖异构酶作用于葡萄糖溶液，使一部分葡萄糖发生异构化反应转变成果糖，所以也叫异构糖浆。淀粉以酶法生产葡萄糖再异构化成果糖，制成果葡糖浆，被认为是近代制糖工业技术中最重大的突破。

2. 果葡糖浆产业国际发展趋势：碳酸饮料带动行业扩张

2005/2006 年世界果葡糖浆（干基）产量 1,220 万吨，美国是最大的生产国，2005/2006 年产量为 840 万吨，占世界总产量的 68%。2004/2005 年世界果葡糖浆消费 1,142.7 万吨，占总食糖消费的 7.9%。美国是最大的消费国，消费 779.5 万吨，占世界总消费的 68%，其中碳酸饮料用 450 万吨。



1981 年美国的可口可乐和百事可乐将其产品中的蔗糖全部改用 F55 糖浆，刺激了果葡糖浆工业的发展，从 1984 年起果葡糖浆的生产和消费量首次超过了蔗糖。美国果葡糖浆在食品方面的消费比例为：饮料 74.15%、面包 9.13%、奶制品 8.12%、罐头 4.12%、糖果 0.15%、其他食品 3.13%。其中 F55 果葡糖浆占总产量的 60%。

果葡糖浆产量居第二位的是日本，占全球产量的 10%，现有 11 个大公司从事该产品生产，总生产能力已达 146 万吨，F42 型和 F55 型果葡糖浆各占一半。此外，加拿大、阿根廷、比利时、西班牙、德国、匈牙利、韩国等国也形成了一定的生产规模。

3. 果葡糖浆产业国内发展趋势：替代蔗糖空间大

果葡糖浆在国外发展较早，70 年代我国才开始发展，但由于生产工艺落后，产品成本较高，折合成干固物的价格远远高于蔗糖，因而限制了它的发展。直到 90 年代中期新的制糖工艺、设备不断改进，使得产品成本大大降低，同时随着我国 2000 年糖业政策的调整，蔗糖价格开始上涨，果葡糖浆代替蔗糖应用于食品中的优势逐渐显露出来，加之近年来果葡糖浆在一些食品中的应用宣传，果葡糖浆市场需求量猛增，呈现出了前所未有的势头。

2001 年，美国人均消费食糖就达 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。而我国目前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%。

美国是世界上人均消费食糖最多的国家，消费食糖 69 公斤，世界人均食糖消费 23 公斤，我国人均食糖消费量约 10 公斤，食糖消费水平偏低，食糖消费仍有很大发展空间。食糖消费水平低的主要原因之一是糖精超量超范围的滥用。据统计，我国糖精每年销量达到 1 万吨左右，按 400-500 倍的甜度当量计算，相当于 400-500 万吨食糖。因此，今后十年如能有效限制糖精的使用，则我国甜味剂具有更大的发展空间。

果葡糖浆以其口感好、易加工等良好特性正在得到广泛应用，近年来，国内越来越多的饮料工厂如可口可乐、统一、康师傅等已经开始选用果葡糖浆作甜味剂用于饮料生产。

（三）公司行业竞争地位分析

1. 公司竞争优势

创新优势

公司在国内首家实现低聚糖的工业化生产，开创了国内功能糖产业的先河。公司的创新优势首先表现在技术创新，技术上定位于“国际跟进，国内领先”，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、中国低聚糖协作秘书处等国家级研发机构，2008 年 6 月国



家人力资源和社会保障部批准公司设立博士后科研工作站，与江南大学、山东大学等知名院校及科研院所建立了广泛的联系或合作关系，建成了功能糖和糖醇两个孵化器，构建了强大的技术创新与应用研发平台。目前公司有六项产品通过省部级成果鉴定，承担完成三项国家攻关课题，掌握了行业内先进的生物萃取技术及膜分离、色谱分离纯化技术，形成了从信息收集、研发、小试、中试、工业化大生产的创新体系。公司被山东省科学技术厅、山东省财政厅、山东省国家税务局、山东省地方税务局认定为 2008 年（山东省）第一批高新技术企业。

公司的创新优势不但体现在技术创新，更重要的是市场创新，采取信息引导市场、市场引导技术、技术引导生产的创新模式，推动消费升级，不但普惠民生而且为企业带来难得的发展机遇。创新优势已成为公司的核心竞争力。

品质优势

高品质缘于高标准，公司坚持“高标准、精益化、零缺陷”，按照国际标准组织生产，同行业中率先实施国际标准管理体系，1999 年通过 ISO9002 质量保证体系认证，2003 年 5 月，公司通过了 ISO9001/ISO14001/HACCP 三项国际认证。2008 年 12 月，公司通过了 ISO22000 食品安全管理体系标准以及 OHSMS18001 职业健康安全管理体系标准评审。公司作为国家标准化委员会成员单位，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，目前正参与结晶果葡糖行业标准的制订。

公司经过十年发展，通过持续的技术进步和工艺改进，引进并消化吸收国内外先进技术装备，制造过程全部采用自动化控制，率先建成国内功能糖万吨级自控装置，保障了产品的高品质、安全性与稳定性。公司是国家公众营养与发展中心认可的低聚糖生产基地，是可口可乐、百事可乐全球认可的果葡糖浆样板工厂。功能糖系列产品的专有生产技术和关键工艺，达到国际先进水平。

市场优势

经过十年的发展，“保龄宝”功能糖在行业内树立了高品质、高美誉度的市场形象。公司依靠雄厚的技术实力和制造水平，在为客户提供优质产品的同时，提供问题解决方案；坚持把市场难题作为研发课题进行技术攻关，提供应用服务，全方位对接客户，以服务和高品质赢取战略市场，以个性化和技术营销紧紧抢占市场，保持着较高的市场占有率。

公司在同行业率先通过了可口可乐、百事可乐等跨国公司的供应商资格认证，与雀巢、惠氏、吉百利、美国国际玉米制品公司、蒙牛、伊利、天狮生物、无锡健特等国内外知名厂商建立了稳定、协作、共赢、价值共享的合作关系。良好的商业信誉和稳定的客户群体，使公司在营养健康配料领域占据市场先导地位，2007 年、2008 年低聚异麦芽糖国内市场占有率近 70%。

募投项目实施后，公司的益生元品种更加丰富，产品结构更加完善，企业的持续竞争能力进一步增强，规模效益日益显现。



管理优势

公司坚持“科技领先，以人为本”的经营理念，打造了一支职业化的管理团队、专业化的技术团队、市场化的经营团队。公司内部以创造有价值订单为主线，实施预算管理，建立了完善的目标责任体系，内部控制制度健全完善，执行有力。制造环节导入 6S 管理，实施精益化生产，以数据化和模块化建立了集物资采购、成品制造、产品营销、客户服务为一体的供应链协同管理模式。公司在市场创新、产品研发能力、技术创新能力、品牌影响力、经营规模、产品质量、商业信誉及客户基础等综合管理实力方面，具有了一定的竞争优势。2008 年 11 月，公司获得山东省政府颁发的山东省质量管理奖。

品牌优势

品牌是企业竞争力的有力保障。公司以营养健康配料行业的先行者、较高的市场占有率和稳定可靠的产品质量使“保龄宝”品牌在业内拥有较高的知名度和美誉度。公司秉承“知识营销、增值服务”的理念，通过专家的认可、用户的口碑、价值的提升、展会的推广、服务的增值来提升品牌影响力。2007 年 9 月，“保龄宝”牌产品被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌产品”，2008 年 1 月“保龄宝”商标被认定为驰名商标，保龄宝牌低聚糖被国家公众营养与发展中心推荐为营养健康倡导产品。

地域优势

公司所在地禹城市位于环渤海经济圈，是山东省会济南的“卫星城”，交通便利，京福、青银两条高速公路、京沪铁路横穿本市，距离天津港、青岛港 3 个小时车程，地理位置优越，可为公司提供便捷、高效、低廉的物流渠道，保证产品的及时供给。

山东省是我国玉米主产区，玉米产量居全国第二，邻近的河南、河北均为玉米主产区，原料资源充足，运输成本低。

禹城市是中国轻工业联合会认定的“中国功能糖城”，并被山东省发改委认定为“省级生物产业基地”，公司所在的山东禹城高新技术产业开发区为省级高新技术产业开发区，被列入《山东省国民经济和社会发展规划第十一个五年规划纲要》重点发展的十大产业基地，德州市人民政府以政发〔2005〕18 号文（《关于进一步支持“中国功能糖城”建设的意见》）予以重点支持，可充分享受到政府的优惠政策。

综上，公司在益生元系列的营养健康配料和果葡糖浆行业领域具有较强的综合竞争实力，处于行业领先地位。

2. 公司市场占有率

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。低聚异麦芽糖 2007 年和 2008 年实际销量分别为 4 万吨和 4.6 万吨，公司销量为 2.7 万吨和 3.2 万吨，市场占有率近 70%；根据《淀粉糖工业》杂志、中国发酵工业协会淀粉糖分会及本公司的统计资料，我国果葡糖浆 2007 年和 2008 年的总销量约为 50 万吨和 60 万吨，公司同期销量 5.7



万吨和 6.2 万吨，市场占有率分别约为 11%和 10%；随着低聚异麦芽糖和果葡糖浆的需求逐步提高，市场规模逐步扩大，实际产销量呈逐步上升的趋势。

公司 2007 年投资的年产 2 万吨的低聚异麦芽糖（IM090 型）于 2008 年 4 月投产，公司低聚糖产能达到 5 万吨；公司 2006 年投资的年产 10 万吨的高纯度果葡糖浆（F55 型）于 2007 年 6 月投产，果葡糖浆产能达到 17 万吨。在国家对玉米深加工工业实行严格的市场准入、原则上不再核准新建玉米深加工项目的政策背景下，上述新增产能使公司在未来市场份额的竞争中具有较大的优势。

三、公司主营业务分析

公司从事的主营业务是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、赤藓糖醇等产品。主导产品益生元（低聚糖）系列产品具有一定的营养保健功能，具有促进人体有益菌增殖的显著作用，可作为营养健康配料，广泛应用于食品、饮料、乳制品、保健品行业，并在医药、饲料等领域有广阔的发展空间。

1. 主要产品分析

公司产品按用途和工艺过程分为低聚糖、果葡糖浆、糖醇、其他淀粉糖、淀粉及副产品 5 大系列，各系列产品按品质、规格又可分为近 50 种产品，并可按客户需求定制产品。各系列主要产品如下：

表1：公司产品分类

分类	产品品种
低聚糖	低聚异麦芽糖等
果葡糖浆	F42、F55、F90 等
糖醇	赤藓糖醇等
其他淀粉糖	葡萄糖、高麦芽糖浆、麦芽糊精等
淀粉及副产品	淀粉、玉米纤维、玉米胚芽、玉米蛋白粉等

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所


表2：公司主要产品性能介绍

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	促进矿物质和微量元素的吸收	预防糖尿病的发生	
	促进 B 族维生素合成	促进 B 族维生素合成	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：公司公告，齐鲁证券研究所

表3：公司分产品收入增长情况

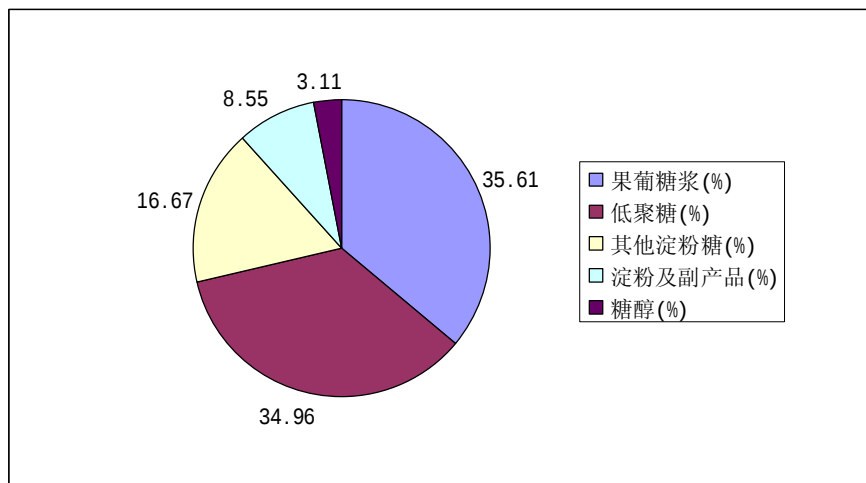
类别	2009 年 1-6 月	2008 年		2007 年		2006 年
	金额（元）	金额（元）	增长率%	金额（元）	增长率%	金额（元）
一、主营业务小计	245,218,529.35	535,243,646.46	29.54	413,174,922.41	60.98	256,659,123.43
1、低聚糖	86,683,042.93	183,260,237.63	21.01	151,437,128.61	145.83	61,602,533.09
2、果葡糖浆	88,292,253.65	142,760,645.83	10.00	129,780,487.99	9.98	118,006,956.20
3、其他淀粉糖	41,340,610.37	148,161,078.07	66.51	88,981,381.67	59.24	55,879,026.53
4、糖醇	7,704,055.43	13,347,498.63	-12.98	15,338,401.76	-17.61	18,617,445.83
5、淀粉及副产品	21,195,166.97	47,712,786.30	72.64	27,637,522.38	982.48	2,553,161.78
6、其他收入	3,400.00	1,400.00				
二、其他业务小计	2,750,291.79	1,311,303.83	13.96	1,150,646.67	68.32	683,621.04
营业收入合计	247,968,821.14	536,554,950.29	29.50	414,325,569.08	61	257,342,744.47

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



公司以低聚糖和果葡糖浆为主要产品，合计收入占到主营业务收入的70%以上。公司各类别销售收入占比情况如下：

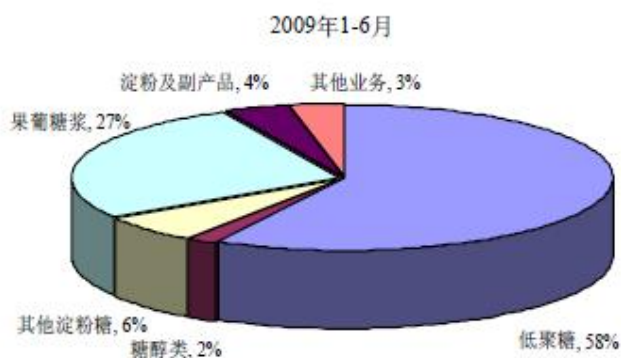
图3：公司产品收入构成



数据来源：公司 2009 年中报，齐鲁证券研究所

目前公司产品中低聚糖的利润占到 58%，果葡糖浆占到 27%，合计占到利润总额的 85%左右。

图4：公司产品利润构成



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所



公司营业收入分地区销售比重:

表4: 公司产品境内外销售比重

地区	2009 年 1-6 月		2008 年			2007 年			2006 年	
	金额 (元)	比重 %	金额 (元)	比重 %	增长率 %	金额 (元)	比重 %	增长率 %	金额 (元)	比重 %
境外	52,959,493.25	21.36	151,859,260.30	28.30	86.69	81,343,067.91	19.63	85.31	43,895,739.71	17.06
境内	195,009,327.89	78.64	384,695,689.99	71.70	15.53	332,982,501.17	80.37	56.00	213,447,004.76	82.94
合计	247,968,821.14	100.00	536,554,950.29	100.00	29.50	414,325,569.08	100.00	61.00	257,342,744.47	100.00

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

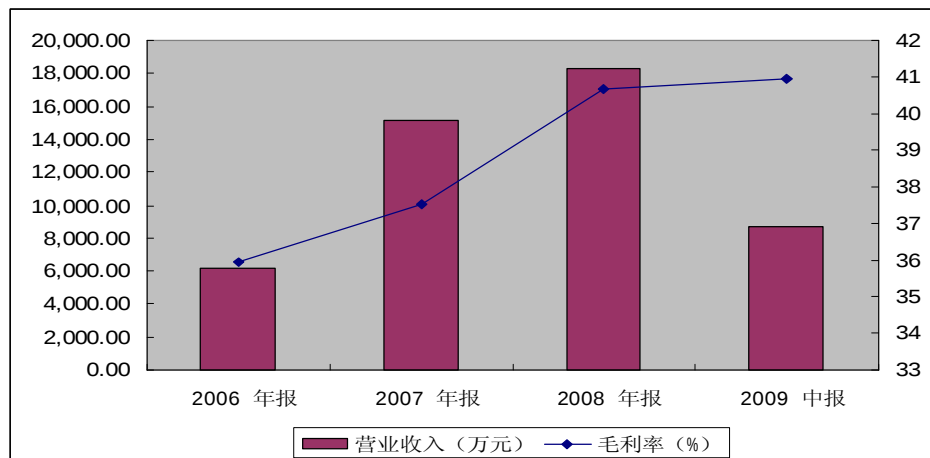
公司出口产品以其他淀粉糖产品(麦芽糊精、葡萄糖等)为主, 主要出口区域是亚洲。

下面就公司未来两年的三大盈利产品进行预测分析:

低聚糖 IMO : 双歧因子

低聚糖是公司目前的核心产品, 其毛利率远远高于公司的其他产品。由于公司该产品的市场占有率较高, 具有一定的市场定价能力, 同时通过发挥规模效益, 有力控制成本, 使公司低聚糖的毛利率在报告期内呈逐年上升的趋势。公司主要产品为低聚异麦芽糖, 产品类型包括 IMO-90 粉、IMO-50 液、IMO-50 粉。

图5: 公司 IMO 产品近年来收入增长及毛利率水平



数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

IMO 主要用途为营养健康配料, 在全世界用于 500 多种食品, 如甜味剂、果汁、饮料、奶制品、糕点、糖果等产品, 还可用于饲料工业。生理功能有: (1) 促进双歧杆菌增殖, 调节肠道菌群; (2) 防龋齿;



(3) 促进钙吸收；(4) 其中 IMO-90 型产品适合于糖尿病患者食用。

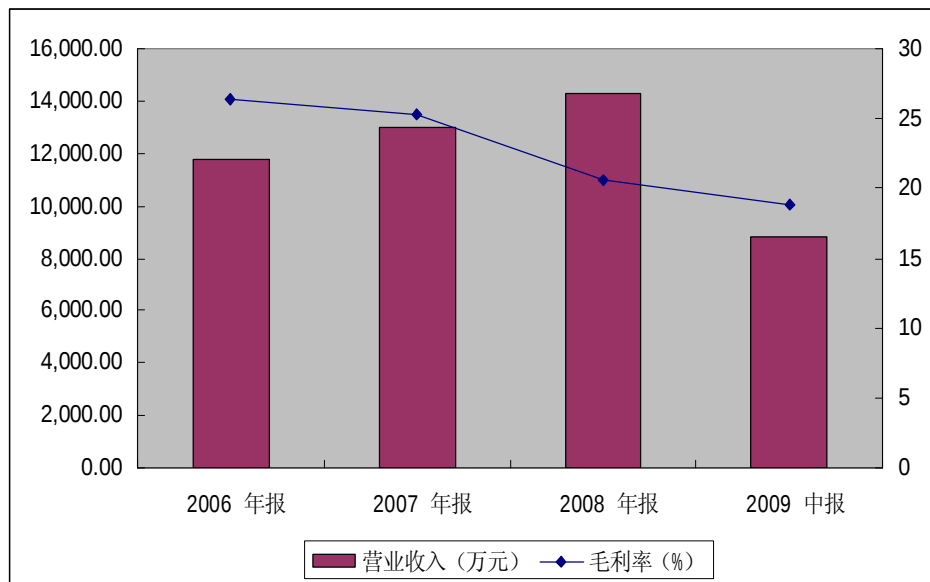
保龄宝公司 IMO 产品占到国内全行业 70% 的市场占有率，产品 80% 内销，定价基本上为自主定价，但波动浮度不大，公司 IMO 产品毛利率在 40% 左右。09 年上半年由于受到三聚氰胺事件影响，下游乳品企业需求减少，因此 09 年 IMO 业务与去年基本持平，没有增长，公司预计到 2010 年会恢复增长，预计年增长率可达 20% 以上。

果葡糖浆：可替代蔗糖

果葡糖浆作为一种新型糖源，主要用于饮料、冷食、焙烤食品、乳制品、糖果、蜜饯、果酱、酿造制品等产品。生理功能：(1) F55 果葡糖浆的甜度为蔗糖的 110%，F42 的甜度为普通蔗糖的 95%；(2) 在风味上优于蔗糖；(3) 吸潮性和保湿性较蔗糖高，渗透压力比蔗糖大，食品保藏和防腐效果好。

公司果葡糖浆业务于 2006 年有大幅增长，主要是由于开始成为可口可乐的供应商。目前公司果葡糖浆产品主要供应给可口可乐、百事可乐等饮料企业。该业务的销售增长也主要来源于可口可乐和百事可乐对果葡糖浆产品需求的增加，09 年可口可乐和百事可乐开始在主品牌中用果葡糖浆替代蔗糖。预计果葡糖浆未来可保持每年 10-15% 左右的销售收入增长，利润率比较稳定。

图6：公司果葡糖浆产品近年来收入增长及毛利率水平



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

赤藓糖醇：可替代木糖醇

公司糖醇产品主要为赤藓糖醇，赤藓糖醇是一种新型天然无热量甜味剂，不致肥胖、不发酵、防蛀牙，目前在国际市场上很是看好，可广泛应用于保健品、食品、医药甚至化妆品等行业。国际市场赤藓糖醇的



需求量增长很快，从目前的发展趋势来看，具备替代木糖醇的可能。国内赤藓糖醇目前产量 1.5 万吨左右，潜在需求尚未激发出来，但增长潜力很大。

公司赤藓糖醇的产量在 1000 吨左右，主要客户有乐天、完美等知名企业。公司近期进行了技改扩产，赤藓糖醇产量由年产 1 千吨提高至 4 千吨。公司已通过 GMP 认证，赤藓糖醇产品可用于生产药品糖衣，扩产部分基本上可立即销售出去。赤藓糖醇也属于利润率比较高的产品，净利率可以达到 20% 以上，将成为公司另一主要盈利产品，并将增厚公司 09 年以及 10 年业绩，预计 2010 年达产后可贡献净利润超过 2 千万元。

募集资金投资项目

公司募集资金投资项目为年产 1 万吨低聚果糖和年产 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维 2 个项目，总投资合计 27,159.37 万元。

表5：公司首发募集资金投资项目情况

本次募集资金投资项目具体情况				单位：万元
项目名称	建设投资	铺底流动资金	总投资	山东省建设项目登记备案证明备案号
1、年产 1 万吨低聚果糖项目	13,543.47	1,505.00	15,048.47	0800000001
2、年产 3 万吨高纯度水溶性膳食纤维项目	10,444.71	1,666.19	12,110.90	0800000002
合 计	23,988.18	3,171.20	27,159.37	

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表6：公司募集资金投资项目达产数据测算

序号	指标	投产至达产前年度数据			达产后年度数据		
		低聚果糖	膳食纤维	合计	低聚果糖	膳食纤维	合计
1	年销售收入	16,000.00	20,625.00	36,625.00	32,000.00	41,250.00	73,250.00
2	年营业税金及附加	238.96	240.25	479.21	477.91	480.5	921.59
3	年总成本费用	14,421.05	18,772.25	33,193.30	27,242.09	36,374.50	63,653.41
4	其中：年折旧费	1,211.81	866.55	2,078.36	1,211.81	866.55	2,078.36
5	年利润总额	1,340.00	1,612.50	2,952.50	4,280.00	4,395.00	8,675.00
6	年缴纳所得税（15%税率）	201.00	241.88	442.88	642.00	659.25	1,301.25
7	年净利润	1,139.00	1,370.62	2,509.62	3,638.00	3,735.75	7,373.75

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

募集资金投资项目技术成熟，经山东省科学技术厅科学技术成果鉴定达到国际先进水平，产品属于高附加值、高档次的益生元产品。本次募集资金投资项目实施后，公司能够产业化、规模化生产的益生元品种



从低聚异麦芽糖扩展到低聚果糖、水溶性膳食纤维，将成为国内规模最大、品种最多的益生元制造供应商。募集资金投资项目符合公司成为全球生物领域营养健康配料供应商的发展战略。

2. 公司行业竞争地位

公司为国内主要的益生元（低聚糖）制造供应商，其中低聚异麦芽糖 2007 年和 2008 年销量分别为 2.7 万吨和 3.3 万吨，2007 年和 2008 年市场占有率约为 70%；另一主要产品果葡糖浆 2007 年和 2008 年销量分别为 5.7 万吨和 6. 万吨，2007 年市场占有率近 11%，2008 年市场占有率约 10%。公司客户：公司已加入跨国公司的国际供应链，建立了坚实的客户基础和完善的营销服务网络，与国内外食品、饮料、保健品行业的龙头企业如可口可乐、百事可乐、雀巢、美国国际玉米制品公司、惠氏、吉百利、蒙牛、伊利、天狮生物、无锡健特等建立了稳定的业务关系。产品出口二十多个国家和地区。

公司具有创新优势、品质优势、市场优势、管理优势、品牌优势、地域优势。公司在国内首家实现低聚糖的工业化生产，是中国食品添加剂和配料协会副理事长单位，中国发酵工业协会副理事长单位。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、中国低聚糖协作秘书处等研发机构，2008 年 6 月国家人力资源和社会保障部批准公司设立博士后科研工作站。公司已通过 ISO9002/ ISO9001 /ISO14001 /HACCP 认证。作为国家标准化委员会成员单位，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，目前正参与结晶果葡糖行业标准的制订。公司所在地山东省禹城市是中国轻工业联合会认定的“中国功能糖城”。

我们认为公司最核心的竞争力在于供应链的运作能力。公司是国内首家实现低聚糖工业化生产的企业，是这个朝阳产业的先行进入者。目前也是国内低聚糖行业实际产能最大的企业，不但在规模和市场占有率上占据先机，在质量控制和生产工艺上也处于世界领先水平。在销售模式上，公司通过与下游客户的方案营销合作方式，给竞争对手设置了门槛，巩固了作为主要供应商的地位。

公司在营养健康配料领域处于领先地位，并带动下游食品、饮料、乳品行业的产品升级和市场细分。公司目前处于快速成长期，最近三年主营业务收入年均复合增长率 44.39%，净利润年均复合增长率 49.60%。公司有望成为国内规模最大、品种最多的益生元制造供应商。

3. 公司财务状况分析

从公司上市前三年的主要财务指标、以及三大财务报表简表来看，公司主营业务稳定，盈利能力较强，经营性现金流充沛，收益质量较高。


表7：公司主要财务指标

项 目	2009年1-6月或 2009年6月底	2008年度或 2008年底	2007年度或 2007年底	2006年度或 2006年底
流动比率	0.89	0.91	0.71	0.69
速动比率	0.77	0.77	0.45	0.52
资产负债率（母公司）（%）	66.65	68.00	67.89	77.85
应收账款周转率（次）	3.67	10.36	9.56	8.28
存货周转率（次）	4.61	8.20	5.01	4.11
息税折旧摊销前利润（万元）	5,570.85	11,136.16	9,650.12	5,899.30
利息保障倍数（倍）	2.67	2.59	2.83	2.92
每股经营活动现金净流量 （元/股）	0.26	1.85	1.32	0.63
每股净现金流量（元/股）	-0.42	1.65	-1.10	2.62
每股净资产（元/股）	4.33	3.97	3.22	3.73
无形资产（土地使用权除 外）占净资产的比例（%）	1.09	1.28	1.68	
基本每股收益（元）	0.36	0.75	0.65	0.66
净资产收益率（%）	8.35	18.81	17.23	17.78

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表8：公司合并资产负债简表

项 目	2009-6-30	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
流动资产	287,659,523.58	258,155,520.44	167,570,828.90	254,942,386.16
非流动资产	491,035,527.74	485,751,132.98	434,324,710.78	252,990,701.47
资产总额	778,695,051.32	743,906,653.42	601,895,539.68	507,933,087.63
负债总额	518,966,228.08	505,853,303.44	408,619,424.35	395,403,259.94
股东权益	259,728,823.24	238,053,349.98	193,276,115.33	112,529,827.69

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

表9：公司合并利润简表

项 目	2009年1-6月	2008年	2007年	2006年
营业收入	247,968,821.14	536,554,950.29	414,325,569.08	257,342,744.47
营业利润	23,615,395.86	49,011,813.24	49,454,591.25	31,318,903.02
利润总额	25,538,819.71	53,086,955.97	52,236,596.46	31,343,174.55
净利润	21,675,473.26	44,777,234.65	33,296,287.64	20,007,530.17

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所




表10: 公司合并现金流量简表

项 目	2009 年 1-6 月	2008 年	2007年	2006年
经营活动产生的现金流量净额	15,339,524.88	110,771,426.43	78,975,088.46	19,121,861.60
投资活动产生的现金流量净额	-20,312,503.56	-69,183,454.37	-231,392,861.87	-13,426,670.34
筹资活动产生的现金流量净额	-20,346,050.07	56,931,662.90	86,421,680.01	74,410,252.45
现金及现金等价物净增加额	-25,347,883.18	98,844,370.56	-66,292,301.46	80,105,443.71

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

五、盈利预测与估值

1. 盈利预测

综上所述，我们认为公司未来三年业绩增长主要由于以下驱动因素，即盈利预测假设条件如下：

- Ø IMO 产品由于上半年下游客户受到三聚氰胺事件影响，09 年全年增长基本持平，2010 年后年增长 20%左右，毛利率 40%左右；
- Ø 果葡糖浆可保持每年 15%左右的增长，是公司 09 年业绩的主要增长来源；
- Ø 09 年四季度赤藓糖醇技改扩产，产量由 1 千吨扩大至 4 千吨，或将有小部分销售收入体现在年报中，预计 2010 年起达产后销售收入有望超过一亿元，产品毛利率 25%左右，对公司业绩贡献超过 2 千万元，成为另一主要利润来源；
- Ø 募投项目 1 万吨低聚果糖和 3 万吨水溶性纤维产品盈利能力强，但公司预计 2010 年四季度开始投产，2011 年达到设计产能的 40%；
- Ø 公司现有产能 09 年利用率 70%左右，预计 2010 年达到 80%，2011 年达到 100%；
- Ø 原材料玉米价格小幅上涨；
- Ø 公司募集资金到位后财务费用有所降低；
- Ø 公司可继续享受 15%的优惠税率。

基于以上分析，我们对公司主要利润指标预测如下：


表 11: 保龄宝 (002286) 主要财务指标

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	414.33	536.55	541.92	693.66	1005.80
增长率(%)	61.00%	29.50%	1.00%	28.00%	45.00%
净利润	33.30	44.78	47.29	74.74	114.56
增长率(%)	66.42%	34.48%	5.61%	58.04%	53.29%
每股收益	0.416	0.560	0.591	0.934	1.432
净资产收益率	18.81%	16.57%	20.76%	24.14%	18.81%

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

2. 相对估值

A 股食品饮料板块主营食品配料的公司比较少, 可比性比较强公司有安琪酵母 (600298)、恒顺醋业 (600305)、莲花味精 (600186) 等, 其中, 安琪酵母的可比性更强一些。

表 12: 可比公司相对估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS2008 A (元)	EPS2009E (元)	EPS2010E (元)	EPS2011 E (元)	PE, TTM	PE2009	PE2010	PE2011
002286	保龄宝	36.55	0.75	0.59	0.93	1.43	65.72	61.95	39.3	25.56
600186	莲花味精	7.12	0.01	0.02	0.04	0.07	452.72	349.00	174.50	98.31
600298	安琪酵母	31.99	0.39	0.78	0.96	1.17	47.25	40.96	33.10	27.17
600305	恒顺醋业	14.22	-0.39	0.22	0.26	0.29	-31.20	64.44	55.43	48.70
均值			可比公司				77.88	67.02	51.07	38.66
(计算方法为整体 法, 剔除负值)			食品饮料行业				44.61	40.94	32.28	26.07

数据来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

详细业绩和估值指标请见附表。

预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.59 元, 0.93 元, 1.43 元。公司 09 年业绩增长相对放缓, 从估值角度来看, 公司短期估值已经不算便宜, 但募投项目达产后业绩将有较大提升, 公司未来业绩增长比较确定。公司业绩未来三年复合增长率可达 40% 以上, 我们认为按照 PEG=1 的估值标准, 公司 PE 水平可以维持在 40 倍左右。按 10 年-11 年业绩 40 倍 PE 计算, 合理价格区间为 37.2-57.2 元。

3. 绝对估值

绝对估值主要假设数值如下:



R_f 2.25%
 R_m 10.50%
 β 系数 1.05
 K_e 10.91%
 K_d 7.50%
 税率 15.00%
 $D/(D+E)$ 20.00%
 $WACC$ 10.01%
 永续增长率 3.00%
 计算结果如下:

表 13: 保龄宝 (002286) 绝对估值

项目	数据	
预测期现值	579.85	12.08%
过渡期现值	891.09	18.56%
永续期现值	3,328.96	69.35%
企业价值	4,799.89	
股权价值	4,380.92	
总股本(万股)	8,000.00	
每股价值(元)	54.76	

数据来源: WIND 资讯, 齐鲁证券研究所

表 14: 保龄宝 (002286) 绝对估值敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	2.35%	2.47%	2.59%	2.72%	2.86%	3.00%	3.15%	3.31%	3.47%	3.65%	3.83%
8.17%	72.91	74.18	75.56	77.08	78.76	80.62	82.68	84.98	87.57	90.48	93.80
8.58%	66.87	67.94	69.11	70.39	71.80	73.35	75.06	76.97	79.09	81.48	84.18
9.01%	61.36	62.26	63.25	64.33	65.51	66.80	68.23	69.82	71.57	73.54	75.74
9.46%	56.31	57.08	57.91	58.82	59.81	60.90	62.09	63.41	64.87	66.49	68.30
9.93%	51.68	52.33	53.04	53.81	54.64	55.56	56.56	57.65	58.86	60.21	61.70
10.01%	50.99	51.63	52.31	53.06	53.87	54.76	55.73	56.80	57.98	59.28	60.73
10.95%	43.53	44.00	44.50	45.05	45.64	46.29	46.99	47.76	48.60	49.53	50.55
11.49%	39.93	40.33	40.76	41.22	41.72	42.27	42.86	43.50	44.21	44.98	45.82
12.07%	36.62	36.95	37.32	37.71	38.13	38.59	39.09	39.63	40.22	40.86	41.56



12.67%	33.56	33.85	34.16	34.49	34.84	35.23	35.65	36.10	36.59	37.13	37.72
13.31%	30.74	30.98	31.24	31.52	31.83	32.15	32.50	32.88	33.30	33.74	34.23

数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

七、投资建议

公司业绩未来三年复合增长率可达 40%以上，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.59 元，0.93 元，1.43 元。我们看好健康功能食品未来的发展空间，公司是健康配料行业的领军者，与可口可乐、百事可乐、雀巢、伊利、蒙牛等龙头企业建立了稳固的客户关系，募集资金项目投产后，公司产品结构更加丰富，将成为功能性食品配料行业的龙头企业。

公司目前运作模式是先有订单再生产，产能利用率不高，这是由于低聚糖产业在国内尚处于成长初期，消费市场还在培育中，潜力很大，市场一旦打开，公司产能利用率提高，业绩爆发将存在超预期可能。

公司相对估值结果显示合理价格区间为 37.2-57.2 元，DCF 绝对估值结果为 54.76 元。公司 2010 年起业绩高速增长确定性较高，且所处行业潜力巨大，给予公司“推荐”的投资评级。

八、风险提示

1. 依赖重要客户的风险

公司对可口可乐、蒙牛、伊利、无锡健特等企业的销售比例较高，2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月向前五大客户不含税销售额占营业收入的比例分别为 48.87%、54.83%、43.01%和 44.68%，客户稳定但偏向集中。主要原因是：

1、公司核心客户需求增长迅速；2、公司实施大客户策略，优先满足核心客户订单；3、下游行业规范化程度和集中度明显提高，大企业的市场份额逐年提高。这些客户位列行业前茅，资金实力雄厚，保证了公司产品销售市场的稳定快速增长和回款的安全，但是一旦主要客户因生产经营出现波动或其他原因减少对公司产品的采购，对公司销售和利润将产生较大影响。

公司通过以下措施尽可能降低对主要客户的依赖：1、本次募集资金投资项目将增加低聚果糖、水溶性膳食纤维等益生元新品种，满足市场不同层次的需求；2、积极拓展新客户，以“大客户策略+标准化体系”的模式，培育和扩大核心客户群体，开发了联合利华、安利等新客户，2008 年公司获得百事可乐合格供应商的资格认证并开始供货；3、实行差异化产品策略，满足客户的定制需求。



2. 玉米价格波动的风险

公司目前利用玉米淀粉为原料，玉米淀粉占公司生产成本的 65%以上。玉米价格会受气候、种植面积因素的影响，还受其他复杂因素如国际市场玉米行情、燃料乙醇行业的发展、国际油价以及玉米本身的性能指标等影响。玉米价格变化会对玉米淀粉以及深加工产品的成本产生直接影响。虽然公司可将成本上涨的压力部分转移给下游食品加工企业，但时间上相对滞后。

公司拟采取以下措施尽量避免玉米价格波动给公司利润造成的不利影响：1、与部分下游客户的长期供货合同采取“加工费 + 玉米淀粉成本 + 运费”的定价方案，或约定价格协商机制，以稳定公司利润；2、根据市场、季节、地域因素造成的价格差异确定采购方式和采购批量，控制玉米价格波动的风险；3、通过技术革新、工艺改进、加强管理提高淀粉得率和原辅料利用率，降低生产成本；4、拓宽原料品种，本次募集资金投资项目即以蔗糖和小麦麸皮为原料。

3. 供应商相对集中的风险

2006 年、2007 年、2008 年和 2009 年 1-6 月公司向前五大供应商的采购额占采购总额的比例分别为 53.6%、46%、51.87%和 42.63%。公司近三年采购集中度较高，如果这些供应商的产品质量、产量、价格发生变化，可能对公司生产经营产生一定的影响。

4. 经济衰退带来的风险

目前，全球经济增速放缓，境内及出口市场均受到了不同程度的影响，将可能对公司的经营产生不利影响。


附表 1: 保龄宝三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	257.34	414.33	536.55	541.92	693.66	1005.80
减: 营业成本	188.80	305.05	410.33	417.28	527.18	764.41
营业税金及附加	0.86	1.93	3.72	3.76	4.81	6.98
营业费用	9.35	16.86	19.29	19.48	24.94	36.16
管理费用	10.07	14.99	25.61	25.87	33.11	48.01
财务费用	15.64	26.79	28.57	19.90	15.69	15.46
资产减值损失	1.37	-0.45	0.34	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.07	0.30	0.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.32	49.45	49.01	55.64	87.92	134.78
加: 其他非经营损益	0.02	2.78	4.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.34	52.24	53.09	55.64	87.92	134.78
减: 所得税	11.34	18.94	8.31	8.35	13.19	20.22
净利润	20.01	33.30	44.78	47.29	74.74	114.56
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	20.01	33.30	44.78	47.29	74.74	114.56
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	118.69	35.84	148.60	25.09	143.66	250.83
应收和预付款项	73.56	58.00	65.77	77.27	105.42	159.48
存货	61.19	60.49	39.47	104.97	77.51	187.09
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
投资性房地产	2.66	2.56	2.47	2.18	1.89	1.61
固定资产和在建工程	185.20	364.93	418.02	368.84	319.65	270.47
无形资产和开发支出	59.17	61.20	59.80	53.38	46.97	40.56
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	505.47	588.03	739.12	636.73	700.11	915.04
短期借款	255.47	181.18	202.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	112.38	41.88	53.39	106.40	95.04	195.40
长期借款	25.09	169.79	216.29	216.29	216.29	216.29
其他负债	0.00	1.90	28.70	28.70	28.70	28.70
负债合计	392.94	394.75	501.06	351.39	340.03	440.40
股本	30.20	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	0.00	120.35	120.35	120.35	120.35	120.35
留存收益	82.33	12.93	57.71	105.00	179.73	294.30
归属母公司股东权益	112.53	193.28	238.05	285.34	360.08	474.64



少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	112.53	193.28	238.05	285.34	360.08	474.64
负债和股东权益合计	505.47	588.03	739.12	636.73	700.11	915.04
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	20.57	84.07	113.07	95.06	129.13	115.20
投资性现金净流量	-13.43	-231.39	-69.18	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	74.41	86.42	56.93	-218.57	-10.56	-8.02
现金流量净额	81.55	-61.20	101.14	-123.51	118.57	107.17

附表 2：保龄宝财务数据、盈利预测与估值指标汇总

指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	26.63%	26.38%	23.53%	23.00%	24.00%	24.00%
三费/销售收入	13.62%	14.15%	13.69%	12.04%	10.63%	9.91%
EBIT/销售收入	17.69%	17.84%	14.79%	13.20%	14.20%	14.20%
EBITDA/销售收入	22.10%	21.65%	19.44%	23.51%	22.25%	19.75%
销售净利率	7.77%	8.04%	8.35%	8.73%	10.77%	11.39%
资产获利率						
ROE	17.78%	17.23%	18.81%	16.57%	20.76%	24.14%
ROA	9.01%	12.57%	10.74%	11.23%	14.07%	15.61%
ROIC	38.02%	19.73%	20.59%	20.43%	17.37%	27.61%
增长率						
销售收入增长率	#####	61.00%	29.50%	1.00%	28.00%	45.00%
EBIT 增长率	#####	62.37%	7.35%	-9.88%	37.70%	45.00%
EBITDA 增长率	#####	57.67%	16.29%	22.16%	21.16%	28.71%
净利润增长率	#####	66.42%	34.48%	5.61%	58.04%	53.29%
总资产增长率	42.90%	16.33%	25.69%	-13.85%	9.95%	30.70%
股东权益增长率	21.62%	71.76%	23.17%	19.87%	26.19%	31.82%
经营营运资本增长率	#####	#####	-55.78%	67.35%	22.70%	90.54%
资本结构						
资产负债率	77.74%	67.13%	67.79%	55.19%	48.57%	48.13%
投资资本/总资产	49.83%	58.29%	40.25%	75.69%	62.80%	49.20%
带息债务/总负债	65.01%	45.90%	40.45%	61.55%	63.61%	49.11%
流动比率	0.69	0.69	0.91	1.62	2.80	2.75
速动比率	0.52	0.42	0.77	0.80	2.14	1.89
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	#####	#####	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.51	0.70	0.73	0.85	0.99	1.10
固定资产周转率	1.45	1.40	1.29	1.47	2.17	3.72
应收账款周转率	6.15	9.25	9.10	9.50	7.59	8.12



存货周转率	3.09	5.04	10.40	3.98	6.80	4.09
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	45.53	73.93	79.37	71.52	98.48	142.80
EBITDA	56.88	89.69	104.29	127.40	154.37	198.68
NOPLAT	29.50	45.97	63.65	60.79	83.71	121.38
净利润	20.01	33.30	44.78	47.29	74.74	114.56
EPS	0.250	0.416	0.560	0.591	0.934	1.432
BPS	1.407	2.416	2.976	3.567	4.501	5.933
PE	146.34	87.94	65.39	61.92	39.18	25.56
PEG	4.41	2.84	1.78	1.25	0.99	N/A
PB	26.02	15.15	12.30	10.26	8.13	6.17
PS	11.38	7.07	5.46	5.40	4.22	2.91
PCF	142.36	34.83	25.90	30.80	22.68	25.42
EV/EBIT	27.34	31.73	28.42	33.45	23.11	15.21
EV/EBITDA	21.88	26.15	21.63	18.78	14.74	10.93
EV/NOPLAT	42.19	51.02	35.43	39.36	27.18	17.89
EV/IC	4.94	6.84	7.58	4.96	5.18	4.82
ROIC-WACC	28.02%	9.72%	10.59%	12.55%	9.78%	19.94%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791