

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名: 赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

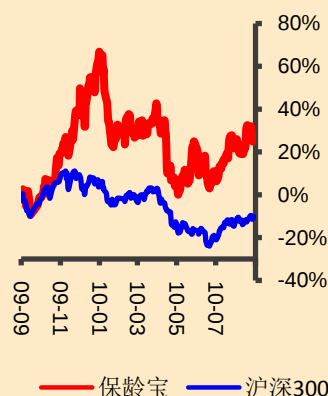
姓名: 巢枫

Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据	2010/9/14
收盘价(元)	28.32
一年内最高价(元)	49.60
一年内最低价(元)	22.50
市净率	4.3
流通A股市值(亿元)	13.3

上市后股价与大盘的涨幅



事件: 今年(2010年)国际著名医学期刊《新英格兰医学杂志》上一篇名为“中国人群中的糖尿病患病率”的研究论文公布了中国最新的糖尿病人数数据, **9200万糖尿病患者, 1.48亿糖尿病前期患者**, 快速增长的糖尿病人, 转眼之间就将中国推向了世界第一, 超越印度成为全球糖尿病人最多的国家。

点评:

□ **9200万和1.48亿数据来源权威。**这项研究由中华医学会糖尿病学会组织, 成员来自中日友好医院、解放军总医院、上海交通大学附属第六人民医院等几十所国内大医院的糖尿病专家。调查结果表明, **中国农村人群的糖尿病发病率(8.2%)**不但已经和**城市人群(11.4%)**相当接近, 而且增长速度也明显更快。同时, 肥胖超重人群的发病率远远高于体重正常人群, 达18.5%。此外, 青年人和中年人的糖尿病患病率增长速度也高于老年人群。根据我们的草根数据小样本收集, 目前江苏苏中一些农村中的糖尿病患病率符合8%-11%患病率水平的公布数据。值得一提的是, **9200万和1.48亿数据远远超过了2004年“中国居民营养与健康现状调查”全国糖尿病患者2000多万的估计。**

□ **9200万和1.48亿意味着什么?**以中国13亿的人口计算, 9200万的糖尿病患者加上1.48亿的糖尿病前期患者**约占了中国人口的18.5%**。我们知道糖尿病人是不能吃甜食的, 因为其中含有蔗糖, 食用蔗糖过量会引发血糖浓度超标, 从而加重病情。其实, 糖尿病人不仅不能吃蔗糖, 同时也不能使用葡萄糖和麦芽糖等普通淀粉糖; 有糖尿病人讲, 糖尿病人也似乎不能多吃饭, 因为米饭中的淀粉经消化后会分解为葡萄糖, 会加重血糖的负担(该信息有待进一步医学专家确认, 在此仅供参考)。可见**糖尿病人是怎么的痛苦。**

□ **功能性低聚糖和糖醇正是糖尿病者的福音。**目前国际上针对糖尿病人及其前期患者开发的甜味剂主要有功能性低聚糖和糖醇。其中功能性低聚糖主要有低聚异麦芽糖、低聚果糖、低聚木糖等; 而糖醇主要产品有木糖醇、赤藓糖醇等。这些功能性低聚糖达到一定的纯度(如低聚异麦芽糖需要90%以上的纯度)后, **糖尿病人食用后并不被人体代谢成葡萄糖**, 而是被人体肠道内的有益菌消化分解代谢, 或者不被人体吸收直接经人体循环后排除体外(如赤藓糖醇), 因而不会造成糖尿病人的血糖升高, 而且因其对人体肠道有益菌的促进增殖作用还会产生很多保健作用(相关保健作用见报告《保护年龄的宝贝, 天然健康的追求》)。

□ **庞大的糖尿病及其前期患者对蔗糖替代品的需求会是多少?**中国全社会年消费食糖1400万吨左右, 如果再加上大量使用的大约1万吨左右的糖精, 以400-500倍的甜度当量计算, 则会相当于400-500万吨左右的食糖, 再考虑淀粉糖市场的销量(800万吨左右)之后, 我国的食糖市场合计约2600-2700万吨。如果按18%的比例计算, 中国对功能性低聚糖和糖

醇的潜在消费量会在 460 万吨左右，潜在市场规模庞大。

- **公司低聚异麦芽糖、赤藓糖醇和未来投产的低聚果糖潜力无限。**我们在山东和上海市场发现，目前的无糖食品（例如不含蔗糖但含各种功能性低聚糖的阿尔法饼干）和木糖醇产品销售相当的不错。这说明功能性低聚糖和糖醇市场潜力的确不小。但我们要说的是公司的产品低聚异麦芽糖、低聚果糖、赤藓糖醇有巨大优势。

优势一、低聚异麦芽糖和低聚果糖在功能性低聚糖中占比排名为前两位。例如日本功能性低聚糖产销量中最大的是低聚异麦芽糖，其次为低聚果糖等，而欧洲产销量最大的是低聚果糖。

优势二、目前市场上可供出售的功能性低聚糖似乎没有见到过。目前广大厂商生产的功能性低聚糖主要是作为食品配料添加到奶粉、牛奶、饼干中的，但直接供应市场的功能性低聚糖在山东和上海市场似乎没有看到，而功能性低聚糖可以直接用于茶水、咖啡，甚至可以用于炒菜，因此，潜在的市场需求是巨大的。

优势三、公司的赤藓糖醇产品要优于目前市场出售的木糖醇。赤藓糖醇的有点有很多例如 1) **比木糖醇吸收快。**因为赤藓糖醇分子小，其在消化道内主要是通过扩散作用进入人体然后通过肾脏排出体外，而木糖醇则主要是要靠肠道内的细菌分解，食用过量会引发胀气、腹泻等不良反应。2) **高耐受性。**也正是由于赤藓糖醇在人体内不同的扩散方式，使得赤藓糖醇的耐受量远高于木糖醇，是木糖醇的 2 倍多。3) **生产工艺方面优于木糖醇，更自然。**赤藓糖醇利用的是微生物发酵法生产，要好于化学的方法即木糖加氢的方法，更接近自然。4) **零热量。**赤藓糖醇的单位消耗能量要低于木糖醇，只有 1.66KJ/g，远低于木糖醇的 11 KJ/g，更是低于蔗糖的 16.7 KJ/g，是所有糖醇中能量最低的，日本甚至认为其不存在能量，也就是零热量产品，因此不仅适用于糖尿病，而且还适用于肥胖病人。

优势四、公司长期供应可口可乐、百事可乐、蒙牛、伊利、达能等知名企业，具备难以匹敌的口碑优势、品质优势、管理优势等。其低聚异麦芽糖的市场占有率大约在 70%左右，当之无愧的细分产品龙头。

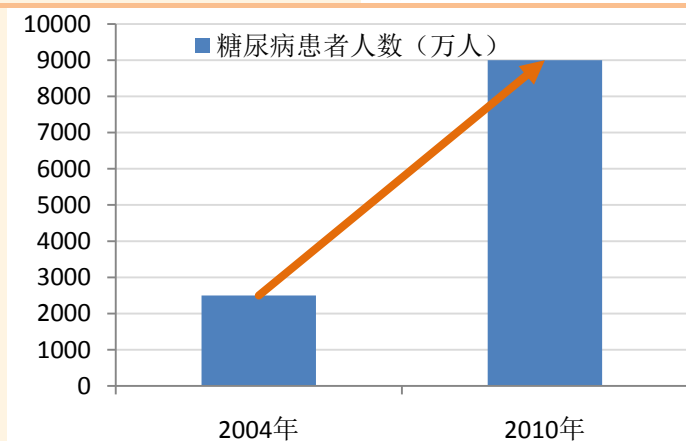
优势五、公司具备巨大的产能，随时满足市场需要。我们只是知道公司目前低聚异麦芽糖的产能是 5 万吨，而其 09 年的产量估计在 3 万吨左右，具有巨大的产能作后续快速供应的保障能力。年底即将投产的 1 万吨低聚果糖也为应对未来的需求做好的准备。今年五月份投产的年产 4000 吨的赤藓糖醇项目则为公司提供了大规模稳定生产赤藓糖醇的经验。

优势六、上市公司的融资平台优势使竞争对手难以匹敌。公司 09 年上市募集资金净额为 3.85 亿元，募投项目低聚果糖耗去 1.5 亿元、赤藓糖醇项目 0.86 亿元，另外归还银行借款 0.79 亿元，补偿流动性资金为 0.34 亿元，剩余超募资金 0.34 亿元，目前公司账面资金约 3.3 亿元，同时公

司是上市公司中唯一一家主要从事功能性低聚糖和糖醇的企业，虽然业内也有企业计划上市，但相对来说从上市到募投项目投产需要一年多甚至两年的时间，而目前保龄宝公司正处于募投项目即将投产产生效益的时期，因此其优势相当的明显。

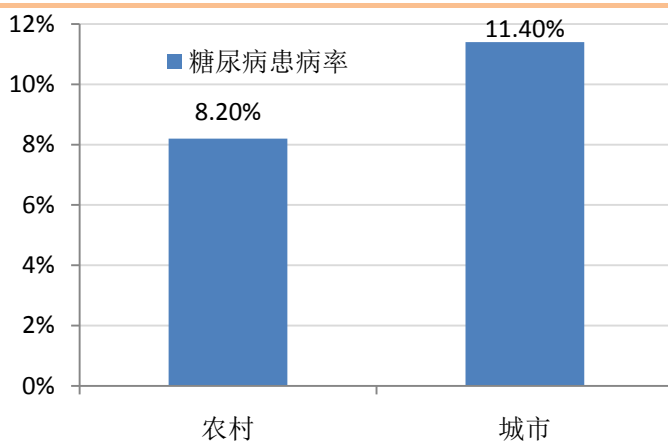
- **盈利预测及估值** 盈利预测方面，我们非常看好公司的产品和市场，中期报告中我们曾给出 10-12 年的 EPS 为 0.50 元、0.66 元、0.89 元的预测，我们暂不对盈利预测做调整，但不排除后期大幅调高盈利预测的可能。维持前期调研报告中的“买入”评级，建议投资者稳步建仓，等待公司股价上涨的催化剂。

图 1 中国糖尿病人患者增长迅速，目前已突破 9000 万



资料来源：湘财证券研究所

图 2 农村和城市的糖尿病发病率相当的高



资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。