



保龄宝 (002286):

健康产业升级 业绩即将快速增长

研究报告-新消费-食品

评级: 买入

分析师: 孙霞

执业证书编号: S0350208120571

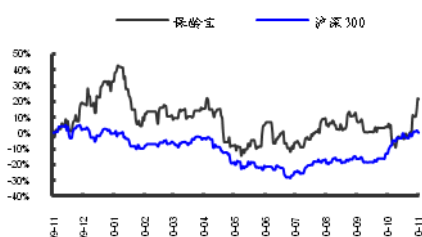
电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现



市场数据 2010.11.10

当前价格 (元)	31.65
52 周价格区间 (元)	22.5-49.6
总市值 (百万)	3291.6
流通市值 (百万)	1483.19
总股本 (万股)	10400
流通股 (万股)	4686.24
日均成交额 (百万)	44.3
近一月换手 (%)	150.9

财务数据 FYE

毛利率	23.5
净利率	8.3
净资产收益率	18.8
总资产收益率	0.06
资产负债率	68
现金分红收益率	
市盈率	83.8
市净率	5

事件

近期我们实地拜访了保龄宝公司, 与公司高管进行了交流, 主要集中在各项业务经营情况及公司中长期发展规划。公司目前的主要亮点在于果葡糖浆的量价齐升、赤藓糖醇销量的超预期及高附加值产品低聚果糖的投产。公司未来高速成长的关键因素在于下游需求能否大幅增加、新产品的研发及向下游终端产品延伸的能力等。

点评

功能食品在我国尚处于起步阶段, 未来前景广阔

消费升级有效拉动需求。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, 健康需求已从治疗到注重预防, 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。

人口老龄化和亚健康人群增多将提高功能食品的需求。在日本和美国, 功能糖已经是比较成熟的行业。从两国的发展历程看, 快速发展的一个主要契机是人口老龄化。据相关专家统计, 2013 年我国也将人口老龄化时代, 将带来功能食品需求的增加。随着生活的改善, 我国糖尿病、高血压、虚胖患者逐渐增多, 也增加了对功能食品的需求。

政策支持将促进行业的发展。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。我国自 2006 年以来持续出台推进公众营养改善的政策,促进了功能食品行业的发展。

Figure 1 推进公众营养改善的相关政策

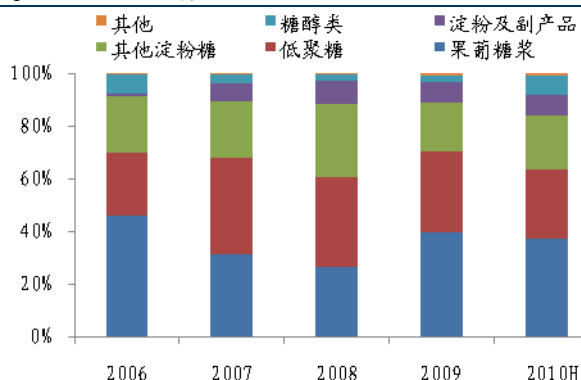
时间	相关政策
2006 年 3 月	推动公众营养改善的行动已经列入国家“十一五”发展规划之中
2007 年 1 月	公众营养与发展中心启动了公众营养改善益生元项目
2008 年 1 月	国家开始实施“治未病”健康工程
2009 年 6 月	国务院发布促进生物产业加快发展政策,明确提出“加快推进生物基高分子新材料、生物基绿色化学品、糖工程产品规模化发展
2010 年	农产品生物化拟纳入十二五规划

资料来源: 国海证券研究所

果葡糖浆和低聚糖是公司收入和利润的主要来源

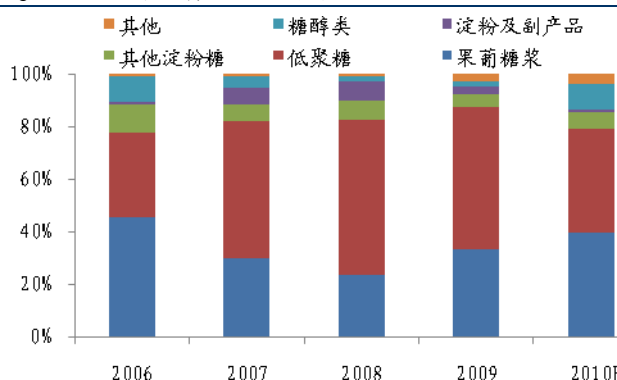
公司主营低聚糖、果葡糖浆、糖醇等功能糖业务。低聚糖和果葡糖浆是公司主营业务收入和利润的主要来源,占 70%、87%的比重。

Figure 2 主营业务收入结构图



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

Figure 3 主营业务利润结构图



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

果葡糖浆将价量齐升

目前,公司果葡糖浆和其他淀粉糖的产能为 17 万吨(其中果葡糖浆是 10 万吨),2007-09 年的销量分别为 5.65、6.36、8.5 万吨。受限于 500KM 的运输半径,公司市场占有率只有 10-15%。

预计果葡糖浆价格将上升。果葡糖浆是一种新型甜味剂,甜度与蔗糖相当,可以实现对蔗糖的有效替代。在国内供不应求及国际食糖价格大幅反弹的共同作用下,我国食糖价格快速上升,目前已达到 7000 元/吨以上。公司果葡糖浆的价格已由 09 年 2845 元/吨的销售均价提高到目前的 3500 元/吨左右,但仍与蔗糖价格约有 3300~4200 元/吨的差距,对下游客户来说具有明显的成本优势。2010/2011 年度国内食糖将依然供不应求(供给 1280=产量 1200+国储 80 万吨,需求至少有 1480 万吨),需通过进口来满足国内需求。目前从巴西进口的糖成本约在 8700 元/吨,全球食糖产量下降将使国际糖价保持在高价位,对国内的糖价形成支撑。预计 2011 年国内糖价将保持在 6000 元/吨以上。因此,果葡糖浆提价空间较大。预计在即将签订新合同同期时,公司产品将提价。

预计现有产能明年将满产。果葡糖浆的主要客户为可口可乐（覆盖区域内的 7 家灌装厂）、济南百事可乐，其中与可口可乐每年签订的订单在 5 万吨/年。可口可乐和百事可乐在中国的产品中果葡糖浆和蔗糖的比例各占 50%。目前，公司的产能利用率约为 85%。受益高糖价及健康产业的升级，销量将会上升，主要体现在客户需求的自然增量及对蔗糖的替代，预计公司现有产能明年将实现满产，未来不排除公司通过技改扩大产能或异地扩张。

提价和规模化效应能消化成本的上升。预计 2010 年中国玉米的产量约 1.8 亿吨，将再次创下历史新高，加上去年国家储备，国内玉米供应是充足的，即使种植成本上升，明年玉米价格可能只是小幅上升。果葡糖浆的成本中玉米及玉米淀粉占比约 70%，预计提价和规模效应能消化成本的上升，明年果葡糖浆的毛利率将继续上升。

赤藓糖醇明年满产

募投项目之一的赤藓糖醇 4000 吨的技改完成，已于 2010 年 5 月投产，客户主要为百事、完美、嘉吉等。按照目前的生产进度看，今年完成 2000 吨的销量基本没有问题。

公司目前已与百事可乐签订明年每月 300 吨/月的订单，属于出口业务，价格约 2.9 万元/吨，略低于国内市场。百事可乐的订单就已占总产能的 90%，明年赤藓糖醇将实现满产。若其他客户需求增加，不排除公司继续扩张产能的可能性。

随着产能释放，2010 年上半年糖醇的毛利率较 09 上升了 9 个百分点，达到 28.12%。赤藓糖醇的原料主要来自果葡糖浆生产过程中产生的其他淀粉糖类，而预计明年玉米价格只是小幅上升，公司产能利用率的提高将消化单位成本的上升。

低聚异麦芽糖将稳定增长

公司是最早实现低聚异麦芽糖工业化生产的企业，产能为 5 万吨，每年销量约 3 万吨，市场占有率近 70%。产品主要用于食品添加剂和功能性食品，客户主要有伊利、蒙牛、无锡健特等。

由于产品结构的调整，使得公司 2010 年上半年销售均价较 09 年下降了 400 元/吨，以及原料玉米价格的上升，使得公司的毛利率下降了近 9 个百分点。公司最近已与下游客户就产品提价已达成初步意向，转移部分成本压力，预计毛利率将会较上半年回升，但可能会继续低于 09 年水平。

乳制品行业已经走出了“三聚氰胺”事件的影响，产量也恢复增长。随着人们收入水平的提高，乳制品需求也将继续保持增长，从而带动低聚异麦芽糖需求的增加。公司对蒙牛和伊利的方案营销策略也将带来公司销量的提高。预计公司 2011 年销量将达到 3.3 万吨。作为饲料添加剂的批文正在申请，若批文正式颁发，公司低聚异麦芽糖销量将大幅增长。

低聚果糖即将贡献业绩

低聚果糖也是益生元的一种，属于高端产品，主要用于奶粉及功能性食品。募投项目之一的 1 万吨低聚果糖已开始试生产，试销给客户的单价约 8000~9000 元/吨（液体），客户较满意，预计四季度将贡献部分利润。明年公司将正式投产，毛利率将在 30%以上。目前公司生产的低聚果糖的原料主要为蔗糖，对于原料价格的上升，

公司可能采用菊苣来替代蔗糖（欧洲主要用菊苣作用原料生产低聚果糖）。原料的改变对公司生产工艺基本没有影响。

研发实力强

公司拥有国家糖工程技术研究中心、国家级企业技术中心、国家农产品加工技术研发专业中心、博士后科研工作站、中国功能糖产品质量检测中心、中国功能糖协作秘书处、国家级糖类检测实验室等科研机构。近期，公司的院士工作站也被批复建立，显示公司研发实力的进一步提高。作为功能糖行业的龙头企业，较强的研发实力有助于公司未来开发更多高端产品，如益生元、低聚半乳糖、植物提取物等，提高公司竞争力。

给予“买入”评级

预计公司 2010/2011 年 EPS 分别为 0.50、0.99 元，对应的市盈率分别为 63、32 倍。果葡糖浆的量价齐升、赤藓糖醇销量的超预期及高附加值产品低聚果糖的投产将使得公司业绩快速增长。消费升级的需求推动、政府推进公众营养改善的需求以及下游企业市场细分、产品升级换代，将带来功能性食品的快速发展，看好行业的长期发展趋势。基于食品制造业和生物制品行业估值，给予公司 2011 年 42 倍 PE，合理价位为 41.58 元，给予“买入”评级。

Figure 4 食品制造和生物制品行业估值预测

	2010 年预测 PE	2011 年预测 PE
食品制造	51.25	46.52
调味发酵品	46.72	44.64
乳品	55.77	46.6
生物制品	52.09	41.53

资料来源：国海证券研究所

盈利预测

Figure 5 主要业务收入、利润预测

		2008	2009	2010E	2011E
低聚异麦芽糖	销量（万吨）	3.314	2.9124	3	3.3
	销售单价（元/吨）	5529.87	5550.06	5230	5400
	销售成本（元/吨）	3281.83	3443.26	3556.4	3564
	销售收入（万元）	18326	16164	15690	17820
	销售毛利（万元）	7450	6135.85	5020.8	6058.8
	销售毛利率%	40.65%	37.96%	32.00%	34.00%
果葡糖浆	销量（万吨）	6.1649	8.546	8.7	10
	销售单价（元/吨）	2315.69	2431.66	2991.45	3247.86
	销售成本（元/吨）	1837.66	1988.62	2147.70	2255.09
	销售收入（万元）	14276	20781	26025.64	32478.63
	销售毛利（万元）	2947	3786.30	7340.62	9927.74
	销售毛利率%	20.65%	18.22%	28.21%	30.57%
	销量（吨）	417	428	2200	4200

赤藓糖醇	销售单价 (万元/吨)	3.20	3.20	2.6	2.6
	销售成本 (万元/吨)	2.63	2.66	1.86	1.82
	销售收入 (万元)	1335	1371	5720	10920
	销售毛利 (万元)	240	233	1630.2	3276
	销售毛利率%	17.98%	16.99%	28.50%	30.00%
低聚果糖	销量 (吨)			500.00	3000.00
	销售单价 (万元/吨)			0.73	2.82
	销售成本 (万元/吨)			0.51	1.83
	销售收入 (万元)			363.25	8461.54
	销售毛利 (万元)			108.97	2961.54
	销售毛利率%			30.00%	35.00%

资料来源：国海证券研究所

Figure 6 盈利预测 (万元)

	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	53655.50	52539.96	69006.44	96937.89
二、营业总成本	48787.31	48995.21	64035.82	86361.67
营业成本	41033.02	41165.22	53353.62	72693.43
营业税金及附加	372.09	251.85	331.23	465.30
销售费用	1929.01	2114.43	4278.40	5331.58
管理费用	2561.34	2511.88	3312.31	4672.41
财务费用	2857.46	2856.04	2760.26	3198.95
资产减值损失	34.39	95.8		
三、其他经营收益				
投资净收益	33	30	32.4	33
四、营业利润	4901.18	3574.75	5003.03	10609.21
加：营业外收入	419.51	1057.09	1200	1500
减：营业外支出	12		27	30
五、利润总额	5308.70	4631.85	6176.03	12079.21
减：所得税	830.97	704.46	926.40	1811.88
六、净利润	4477.72	3927.38	5249.62	10267.33
归属于母公司所有者的净利润	4477.72	3927.38	5249.62	10267.33
七、每股收益 (元)	0.43	0.38	0.50	0.99

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归国海证券所有。