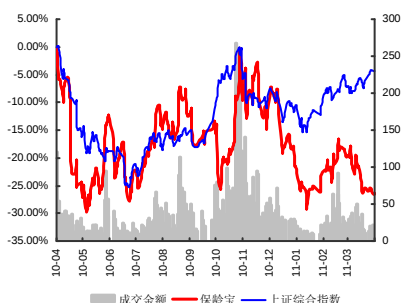


2011 年 4 月 13 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhousjg@glsc.com.cn

执业证书编号：S0590210100011

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

保龄宝（002286）调研报告

事件：

我们于4月8日公司股东大会期间对公司进行了实地调研，并与公司高管进行了交流。公司在年报中提出2011年要实现量价齐升，因此这次调研也主要围绕这个方面展开，包括各产品下游的需求情况、定价情况、上游成本的消化等问题，主要信息及观点如下：

点评：

● 低聚异麦芽糖过去稳扎稳打，11 年销量将稳步提升

公司2010年低聚异麦芽糖销量稳定，我们估算超过3万吨，其中伊利、蒙牛、无锡健特为前三大客户，下游需求非常稳定；而从均价水平来看，低聚异麦芽糖三款产品IMO90 粉、IMO50 粉和IMO50 浆全年销售均价分别下降3.83%、上涨2.03%和2.87%，价格相对比较稳定。

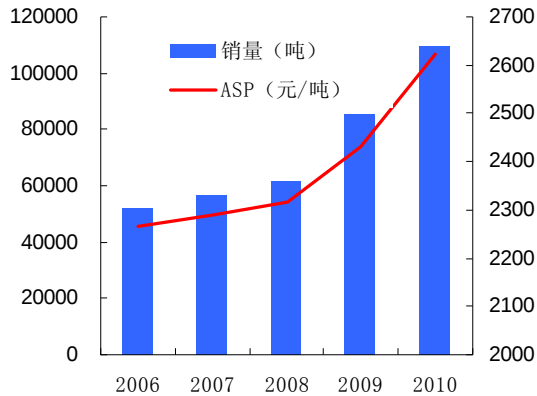
低聚异麦芽糖与果葡糖浆相比提价速度慢，这其中包含了两个方面的因素：一是本身功能糖的毛利率要比果葡糖浆高，在没有非常高的壁垒情况下，产品的毛利率都是由高到低的，不可能长期获得超额利润，最终都会逐渐进入社会平均利润。

二是下游需求的问题，一直以来我们国家添加剂和配料标准制定滞后于使用，原来没有标准、没人管，下游企业都可以用，三聚氰胺等食品安全问题频出后，国家开始严格规范添加剂和配料的使用，但由于标准的缺失，导致下游客户不敢使用，使得功能糖推广受阻。而近期从食品添加剂和配料协会 2011 年年会获得的信息来看，国家已经意识到了这个问题，国务院最近会出台一个缓冲期的政策，将允许使用功能糖等配料。

低聚异麦芽糖短期不存在提价的基础，目前主要是关注量的扩张，但要看到一个有利的因素：原来蔗糖价格在 5000 元/吨以下，低聚异麦芽糖价格在 10000 左右（这是高纯度粉状低聚异麦芽糖 IMO-90 粉的价格，公司低聚异麦芽糖均价为 5000~6000 元/吨），而现在蔗糖价格到了 7500 元/吨，低聚异麦芽糖与蔗糖的价格差在缩小，有利于下游客户对低聚糖的接受。

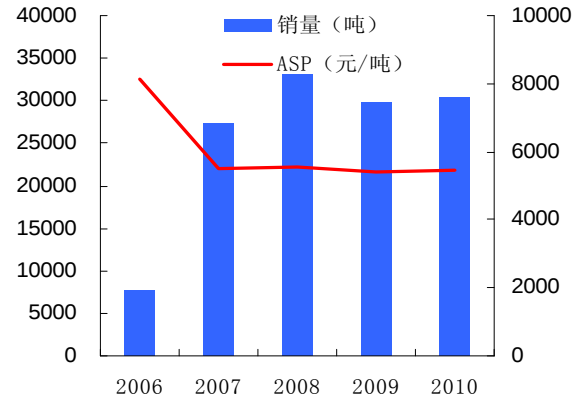
综合来看，2011 年公司低聚异麦芽糖业务主要的看点在于量的扩张，预计在政策放宽以及糖价维持高位的背景下，将获得稳步增长。

图表 1: 公司果葡糖浆销量及均价



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司低聚异麦芽糖销量及均价



数据来源: WIND 国联证券研究所

● 果葡糖浆量价齐升概率较大

2010 年公司果葡糖浆受益于糖价的快速上涨呈现出量价齐升的态势，销售近 11 万吨，同比增长 28%，均价同比上涨 8%，毛利率为 20.35%，较 09 年有所上升。

公司目前果葡糖浆产能 10 万吨，已经满负荷生产，蔗糖的持续高价运行催生了下游客户的替代消费。2011 年，可口可乐和百事可乐进一步加大了对旗下产品和灌装厂中蔗糖的替代。目前公司果葡糖浆供应非常紧张，公司已经开始扩产 5 万吨以满足未来的需求增长。同时，公司在去年底对果葡糖浆进行了提价，预计今年仍会出现一到两次的提价。

● 赤藓糖醇产能释放效应显著

公司 4000 吨赤藓糖醇易地改造项目去年 5 月投产，10 年当年实现销量近 2400 吨，市场接受程度非常好，均价为 26140 元/吨，毛利率较 09 年提升近 7 个点，达到 23.62%，产能释放效应显著。

赤藓糖醇作为一种新型甜味剂，是木糖醇很好的替代品，口感近似于蔗糖，甜度为蔗糖的 70%。赤藓糖醇除了具备木糖醇全部的优点之外，还具有零热量、吸湿性差（可塑性强）、溶解吸收强（清凉感）等特点。我国木糖醇年销量在 1.5 万吨左右，其中大部分用于出口。

对于消费者来说，赤藓糖醇可以满足特殊人群的需求，如糖尿病患者、肥胖患者、儿童特别是婴幼儿，由于赤藓糖醇不易被酶所降解，因而不参与糖代谢和血糖变化，因此不会增加糖尿病人和婴幼儿代谢系统的负担，零热量又使

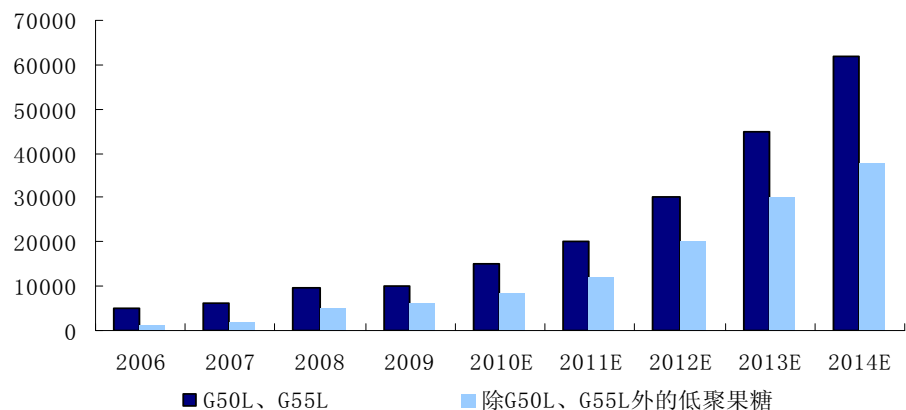
得赤藓糖醇可以作为减肥食品的甜味剂。

因此从替代的角度以及适合特殊人群食用的角度考虑，公司赤藓糖醇产品销量增长能够保证。

● 低聚果糖蓄势待发

公司在去年中期就已经基本完成了低聚果糖项目的建设，并达到预定可使用状态。

图表3: 国内2006年~2014年低聚果糖销量及预测



资料来源：量子高科招股说明书

目前国内高端的低聚果糖基本来自于欧洲和日本，国内市场占有率最高的量子高科年销售量接近 10000 吨（折合成 G50L），毛利率在 45%左右，其中高纯度产品毛利率接近 60%。公司的 10000 吨低聚果糖产能均为高纯度的高端产品，但由于国内需求仍以中低端为主，因此短期内公司低聚果糖销售规模不会出现快速增长。

● 预计终端产品的推出已经提上日程

公司在十二五规划中提出要重点实现三个突围：一是巩固生物制造业，以功能糖为主导，重点突破产品应用领域和产业链延伸，实现综合收益最大化；二是进军生物医药。要尽快实现酶工程、发酵工程并驾齐驱，益生元、益生菌相得益彰，从医药原辅料做起，逐步扩大延伸；三是涉足生物环保领域，以生物多糖在饮水水质保护中的应用为切入点，导入环保领域。

同时在公司 11 年度的工作计划中提到要转方式，调结构、定模式，**打造微笑曲线，延伸产业链**，强力推进企业转型升级。结合十二五规划和 2011 年经营计划来看，我们认为公司将会把终端品的推出提上日程。

目前来看，公司已经开发出益生元系列终端产品可供消费者直接食用，且

定位于功能食品，如以低聚异麦芽糖为配料的“双奇润生”，具有改善胃肠道功能（润肠通便）；以 L-谷氨酰胺粉为配料制成的 L-谷氨酰胺软胶囊，具有保护肝脏、预防酒精中毒和预防胃肠溃疡等保健功能。

同时，从公司申请的专利来看，除了一些新的生产技术外，主要以新的终端产品为主，比如低热量的谷物棒、益生元低热量含片、低热量沙棘饮料、低糖低热凝固型酸奶等等。

● 继续坚定看好公司 2011 年的业绩增长

再次重申我们此前的观点，坚定看好公司未来的发展，理由如下：（1）国内对功能糖的认知在不断扩大，未来行业发展有望加速；（2）蔗糖价格维持高位，将有助提升果葡糖浆的销量；（3）10 年年底的提价，使得公司毛利率环比出现提升；（4）低聚果糖 2011 年开始贡献收入；（5）原材料玉米以及食糖价格维持高位有利于公司与下游客户的价格谈判。

● 维持“推荐”评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.41 元、0.85 元和 1.20 元，对应目前股价 PE 分别为 57 倍、27.5 倍和 19.5 倍，基于行业的巨大空间以及公司未来的高成长，维持“推荐”评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。