



东兴证券
DONGXING SECURITIES

主动追求量价齐升 政策预期刺激需求

——保龄宝（002286）调研快报

2011年4月9日

强烈推荐/维持

保龄宝

调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 电话：010-66507309	msn: ynynljw999@hotmail.com 执业证书编号：S1480510120001
-----	--------------------------------	--

事件：

4月8日公司召开10年度股东大会，我们前往参会并与公司主要负责人、国家糖工程技术中心等进行了交流。

观点：

1. 主业内外基础环境好转或优化、产能扩张等方面的信息表明11年实现量价齐升是大概率事件。

公司目前产业链定位于功能糖配料供应商，经济效益取决于玉米、玉米淀粉等原材料成本的上涨情况和对下游企业的提价情况。10年公司采购的玉米、玉米淀粉价格上涨20.08%和17.52%，但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%（一降两涨），果葡糖浆上涨7.89%，赤藓糖醇上涨5.79%，总体涨价幅度和频率没有及时跟上玉米和玉米淀粉价格变动情况，导致综合毛利率下降2个多百分点。

11年公司将因为以下原因或理由有望实现“量价齐升”：

一是主打产品提价环境与基础好转。公司主导产品益生元系列属于国家政策鼓励的一个战略性新兴产业——生物工程，加上居民收入提高和消费升级逐渐强化“吃出营养、吃出健康”的消费新诉求，公司产品总体将继续供不应求，需求的强劲夯实了进一步提价的经济基础与社会环境；

二是公司将采取内部消化措施，降低成本压力。包括适时增加或减少原材料储备，降低平均生产成本，以及不断改进和革新自制淀粉生产工艺，提高淀粉得率，通过加大自制淀粉比例等，降低产品单位成本；

三是玉米等主要原材料价格有望保持基本平稳。预计11年玉米等涨价幅度将远低于10年，而公司产品提价幅度却相对高于10年，从而可以较大幅度填补10年产品提价滞后之不足；

四是产能大扩张带来产销量的大幅增长。公司新增5万吨F55果葡糖浆、募投项目1万吨低聚果糖和改投项目4000吨赤藓糖醇等几个产品会在11年形成产能，总体产能将达到25万吨；预计公司今后会利用2010年9月竞拍的19万余平方米工业用地进行二期扩产，进入产销同步扩张时期。

五是低聚糖的下游市场会有明显改善。公司10年低聚异麦芽糖在价格下降情况下实现销量增长，毛利率从08年的40.65%下滑到09年的37.96%，10年再降至29.36%，但收入增长8.91%。对于未来的量价走势，公司认为，低聚糖是毛利率较高的益生元产品，由于厂家增加产量增加但销量增长并不同步，价格逐渐下降，毛利率也随之下降且利润率趋于平均化，目前基本进入平均利润率区间。销量下滑一方面是由于下游厂家的用量增长与低聚糖生产增长不同步，再有是因为食品安全问题，近一段时期以来国家有关食品添加剂的严格规范措施没有明确低聚糖作为配料的定位，低聚糖被误认为“食品添加剂”而在下游企业因为“推广标准不到位而不敢用”。2011年3月22日全国食品添加剂年会传出信息，低聚糖的国家标准正在制定中，国务院最近会出台一个政策，会提出在标准出来之前存在“一年半左右的过渡期或缓冲期”，在这期间下游企业可以使用。这一信息等于打开了低聚糖的下游市场空间。

2. 产业链将会有进一步延伸，逐渐指向功能糖配料益生元及终端产品、生物医药原辅料及终端产品，以及生物环保领域。

公司主导产品——益生元系列产品具有增殖体内有益菌、抑制有害菌的健康功效，且产品经过酶法发酵过程生产，属于纯天然绿色产品，能够为未来生物技术药物的发展提供基料，符合国家“公众营养改善”的战略方向。公司将紧紧抓住国家产业政策和营养健康产业发展的战略机遇，促进企业由制造业向制造服务业转型，力争到“十二五”末形成以功能性配料、生物医药、生物环保为主的生物物质全产业链发展模式，成为国内行业专家和国际知名企业。

公司在年报里披露，将在整个生物产业领域“调航标、定坐标”，重点实现三个突围，本次股东会进一步阐释了这一宏伟规划：**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**。切入点为生物多糖在饮用水水质保护中的应用。值得一提的是，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。L-谷氨酰胺软胶囊可以作为经常饮酒人士的解酒武器，在饮酒前服用4-6粒，可以有效防止酒精中毒，醒酒快，对肝脏和胃进行有效保护。在喝酒应酬日益增长的当今社会，该产品的市场前景值得期待，其每粒2元左右的价格可以为较多消费者接受，也可为公司带来可观效益。

3. 青岛亨氏食品公司已成为公司客户，用户与市场拓展有重要突破；婴幼儿食品甜味剂市场空间广阔，公司产品赤藓糖醇可享受相应商机。

“保龄宝”已成为中国名牌和中国驰名商标，公司各项产品质量优秀，为国内外大客户所信赖。我们从特别渠道了解到，公司的果葡糖浆等产品质量得到青岛亨氏食品公司的肯定，公司被选为重要供应商，日前每周用量达到60吨，亨氏作为全球重要食品制造企业成为公司用户，联系着肯德基和麦当劳等当代全球快餐巨头，其客户链条价值不菲，有利于对公司进一步扩展用户和市场。

根据有关资料，我国0—3岁婴幼儿达7000多万人，以月消费额50%最低266元/人用于食品消费为例，市场消费将达百亿元。婴幼儿乳牙还未出齐，咀嚼能力差，胃肠消化力弱，如果此时饮食和营养措施不适宜，会影响消化吸收，致使食物摄入不足，阻碍生长发育。因此，要充分注重营养，而保障营养的关键在于开发婴幼儿食品。目前婴幼儿食品仅有奶粉、零食、饮料和保健食品四大类，零食中强化食品过多；而饮料和保健食品，尤其是有保健作用的饮料，产品说明往往写着既适合成年人又适合于儿童，结果儿童食用后出现不适甚至早熟的现象。专家建议，对于婴幼儿食品来说，食品中甜味剂的选择和使用尤其重要，应当给他们天然、无副作用、没有刺激性的甜味剂，以满足他们对味觉的需求，同时要求有限制地提供热量。赤藓糖醇作为一种新型甜味剂，口感近似于蔗糖，温和纯正且没有热量，对婴幼儿膳食热量的控制作用尤其突出，其代谢途径特殊，不会加重儿童代谢系统的负担，同时具有极低的吸湿性和良好的加工特性，对于生产企业来说，生产和使用方法比较简单（与蔗糖类似），包装和生产成本都有不同程度的降低，不会因生产工艺改变而加重企业负担。我们认为，公司在10年下决心大幅扩产赤藓糖醇，产能从1000吨扩至4000吨，未来还准备继续扩张，在国家有关婴幼儿食品配方进一步明确标准的政策预期下，公司的市场前景将会特别值得期待。

结论：

公司作为益生元系列产品最大制造商、产业链继续延伸完善的生物产业龙头和健康经济的积极倡导者与实践者，其健康价值、社会效益或社会价值远远大于现有的经济效益或经济价值；以低聚异麦芽糖、低聚果糖、果葡糖浆和赤藓糖醇等主打产品的产能持续大幅扩张为标志，加上提价环境好转和内部消化成本压力的努力，可以预期公司会从11年起进入价升量增、业绩增长重大拐点期。我们预计11年收入增长30%以上，

净利润增长 90%以上，EPS 为 0.80 元以上，动态 PE29 倍。鉴于公司所属中小板和高成长企业估值重心常在 55 倍左右，以较大幅度低于此水平的 45 倍 PE 测算，11 年目标价可达 36 元以上，提升空间约 52%。而以第二阶段增长率 8%、长期增长率 2%等为假设条件进行 DCF 估值，2011 年 FCFF 达到 42.33 元，FCFE 达到 37.91 元，提升空间更高；给予六个月目标价 30 元预期，提升空间 27%，故继续“强烈推荐”。

风险提示：

一是玉米价格再度失控而大幅上涨且对下游提价受挫；二是公司内部降压减负效果不明显。

表 1：2011-2012 年保龄宝盈利预测表

Word 模板指标输出	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	525.40	720.62	938.16	1,321.50	1,655.01
主营收入增长率	-2.08%	37.16%	30.19%	40.86%	25.24%
EBITDA（百万元）	171.99	193.99	126.54	179.73	243.15
EBITDA 增长率	7.02%	12.79%	-34.77%	42.04%	35.28%
净利润（百万元）	39.27	42.80	85.02	133.28	189.69
净利润增长率	-12.29%	8.99%	98.63%	56.76%	42.32%
ROE	5.93%	6.09%	5.20%	7.69%	10.16%
EPS（元）	0.59	0.41	0.82	1.28	1.82
P/E	40.19	57.83	29.00	18.50	13.00
P/B	2.86	3.51	1.51	1.42	1.32
EV/EBITDA	10.87	13.11	13.43	9.27	6.44

资料来源：东兴证券研究所

表 2：估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	42.33	36.71	—	50.73	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	37.91	31.64	—	47.24	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	18.03	14.53	—	23.56	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	39.59	33.99	—	47.99	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	13.09	11.92	—	14.78	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	25.60	22.39	—	30.84	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

图 1: 保龄宝在国内设立了华北、华东、华南、华中、山东、内蒙、无锡等 7 个办事处



保龄宝国内营销网络图

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 2: 保龄宝全球营销区域: 美国 韩国 日本 马来西亚 菲律宾 新加坡 以色列 土耳其 荷兰等



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。