

保龄宝 (002286.sz)

果葡糖浆明年增长仍可期,但今年低聚糖受食品安全影响

胡鸿 分析师 电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn
执业编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师 电话: 020-87555888-8634
eMail: twl@gf.com.cn
执业编号: S0260511020009

今年果葡糖浆量价齐升,明年增长仍可期

果葡糖浆今年销售收入飞速增长, 1-10月份实际销量约为13-14万吨, 预计全年可达16万吨左右。展望明年, 果葡糖浆未来仍能持续增长, 理由为:

- 1) 经测算, 白糖价格在6000/吨以上, 果葡糖浆产品则有价格优势, 即使白糖价格跌至4000-5000元/吨时, 果葡糖浆的特性也将贡献较为固定的收入。
- 2) 通过技改, 公司糖浆类产能可达20万吨, 相比前期的17万吨已有明显提高。
- 3) 行业对其认知度逐渐提高, 替代性也在加强, 保守估计目前行业内产量为100万吨, 而糖的年产量超过1000万吨, 参照美国的发展情况, 未来可替代的空间较大。

食品安全强调影响低聚功能糖销量

A、预计低聚异麦芽糖全年销量与去年差不多, 约3万吨左右, 原因是: 1) 下游客户如蒙牛、伊利调整了产品结构, 对其需求下降。2) 今年以来, 食品安全强调, 使得企业采用功能糖下降, 因为国家没有明文规定其添加使用情况, 为避免出现问题, 下游客户采取谨慎做法, 同时, 对公司开发新的客户也受到一定影响。B、1万吨低聚果糖方面: 今年1-3季度, 低聚果糖的销售收入1300-1400万元, 预计明年产能利用率为40-50%, 即销量可达

4000-5000吨。C、4000吨赤藓糖醇项目: 主要产品以出口为主, 竞争较为激烈, 1-3季度销量1000吨左右, 收入为约3000万元, 贡献净利300万元左右, 预计全年销售收入为5000万元左右, 预计2012年4000吨全部达产。

盈利预测与估值: 给予“买入”评级

预计11-13年销售收入分别为10.11、12.73和15.21亿元, 11-13年EPS分别为0.67元、0.99元和1.23元, 对应PE为28倍、19倍和15倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 低聚果糖和赤藓糖醇产能释放低于预期, 原料上涨影响毛利率。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	525.40	720.62	1011.68	1273.00	1521.08
增长率(%)	-2.08%	37.16%	40.39%	25.83%	19.49%
EBITDA(百万元)	95.05	89.05	116.31	152.97	189.04
净利润(百万元)	39.27	42.80	69.68	102.48	128.10
增长率(%)	-12.29%	8.99%	62.79%	47.07%	25.00%
每股收益(元)	0.49	0.41	0.67	0.99	1.23
市盈率	91.66	63.90	27.54	18.72	14.98
市净率	5.43	3.89	2.48	2.19	1.91
EV/EBITDA	37.59	31.59	16.11	13.00	10.27

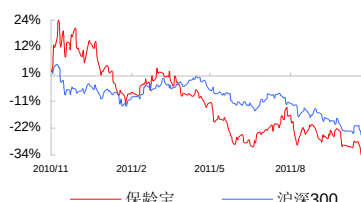
数据来源:保龄宝生物股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	17.84元
合理价值	24.00元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-8.98	-18.76	-28.87
沪深300	1.56	-10.95	-23.50

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	104/53
主要股东:	刘宗利
主要股东持股比例	34.16%
流通A股比例	50.96%

财务比率

ROE	6.09%
ROA	4.04%
资产负债率	31.91%

2010年年报数据

今年果葡糖浆量价齐升，明年增长仍可期

白糖价格上涨使得果葡糖浆的替代量上升：自2008年10月以来，白糖价格一路上涨，柳州白糖现货价格从2600多元/吨最高上涨至7800多元/吨，尤其是2010年白糖价格同比上涨50%以上。近期柳州和昆明白糖价格已有所回落，柳州白糖现货价格从2011年8月份7760元/吨价格回落至约7200元/吨，而公司的果葡糖浆的价格均价约4000元/吨（低端产品3500-3600元/吨，中高档产品4500-4600元/吨），致使2011年不少企业开始调整产品配料，利用果葡糖浆特性替代白糖，如公司的第一大客户可口可乐，2011年加大了对果葡糖浆替代白糖添加在碳酸饮料中（公司与可口可乐合同期一般5年一签，今年为新签的一年，可以预期未来果葡糖浆的稳定增长），且其在过去的5年合同期中，对果葡糖浆的需求逐年增长。

作为白糖的替代性最大特点，今年果葡糖浆销售收入飞速增长，1-3季度，销售收入增速50%以上，1-10月份实际销量约为13-14万吨，预计全年可达16万吨左右。展望明年，果葡糖浆未来仍能持续增长，理由为：

1) 经测算，白糖价格在6000/吨以上，公司的果葡糖浆产品则有价格优势，原因为：公司目前主要产品浓度分为63%、71%和77%（F55），而以70%以上浓度为主，则公司目前销售均价4000元左右/吨（含税价格），对应白糖价格为约6000元/吨。根据我们的判断，预计明年白糖价格跌破6000元/吨的可能性不大，原因为：蔗糖压榨成本约为5800元/吨（按照上一年度甘蔗价格，出糖率为12%左右，加工费及其它成本为1000元左右）；需求缺口存在。此外，即使白糖价格跌至4000-5000元/吨时，公司的果葡糖浆的特殊特性也将贡献较为固定的收入。

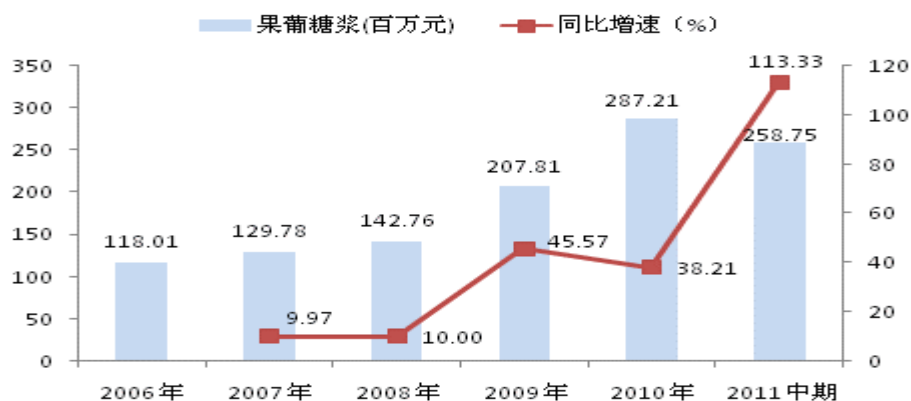
2) 通过技改，公司糖浆类产能可达20万吨，相比前期的17万吨已有明显提高。

3) 公司果葡糖浆目前大部分为液体产品，其有一定的销售半径，而公司具备固体糖浆技术，如粉剂产品正在开发，随着需求增加，公司将逐渐加大毛利率更高且运输更为方便的粉剂产品，并且不排除扩大产能的可能。

4) 行业对其认知度逐渐提高，替代性也在加强，保守估计目前行业内产量为100万吨，而糖的年产量超过1000万吨，参照美国的发展情况，未来可替代的空间较大，可替代的领域逐渐开发，如保健品、发酵等领域。

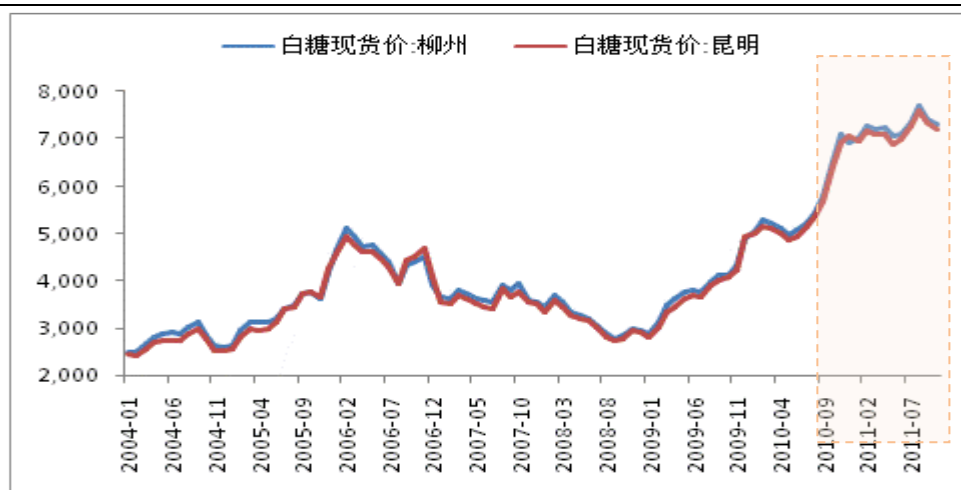
从欧美发达国家看，果葡糖浆消费占蔗糖比重不一样，美国比重高达47%，欧盟则非常低，主要原因为需求量大的国家替代的也就越多，而中国目前蔗糖需求存在缺口，则我们认为，我们国家对果葡糖浆的需求会如美国发展轨迹，替代数量越来越多。

图1：果葡糖浆今年快速增长



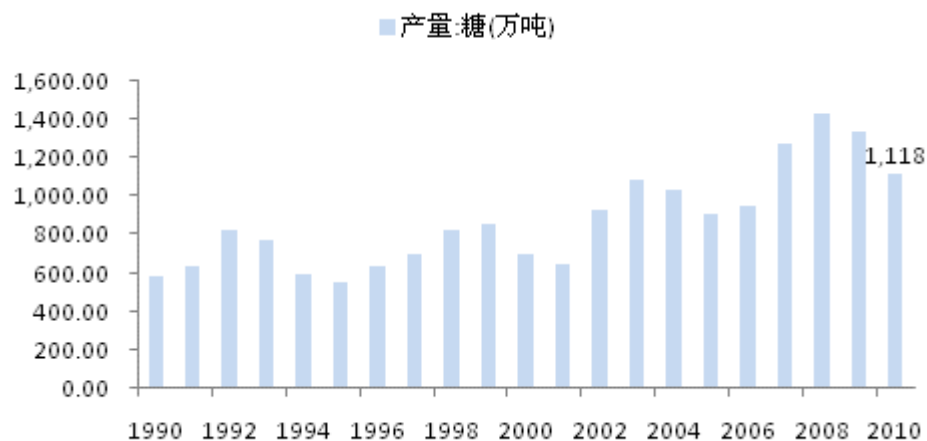
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：白糖价格近期有所回落，但仍在高位



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图3：白糖价格近期有所回落，但仍在高位



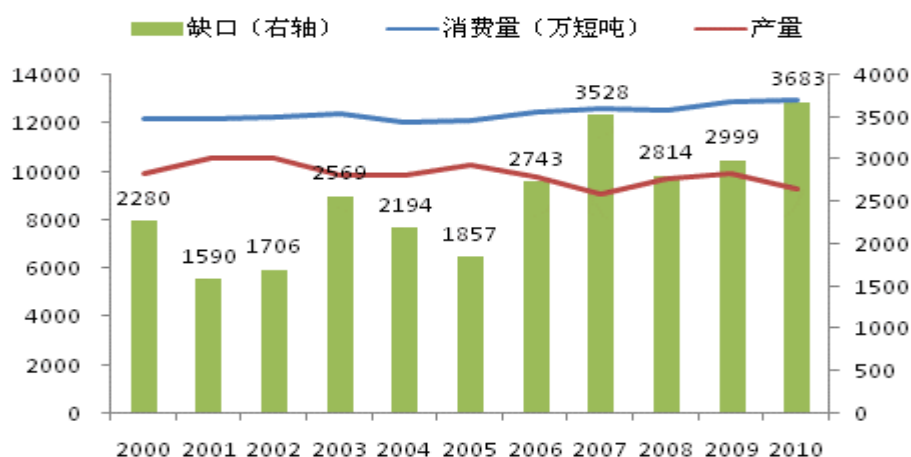
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

表1：2004/2005 年主要国家果葡糖浆消费情况（单位：百万元）

类别	美国	日本	欧盟
果葡糖浆	779.5	78.6	50.8
蔗糖	878.9	249.1	1,820.10
合计	1,658.40	327.7	1,870.90
果葡糖浆占比	47%	24%	2.70%

数据来源：保龄宝招股说明书

图4：美国白糖消费量和产量存在缺口



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

低聚异麦芽糖：食品安全问题今年销量

今年低聚异麦芽糖销售量增速减缓，预计今年全年销量与去年差不多，约3万吨左右。我们认为，主要原因是：

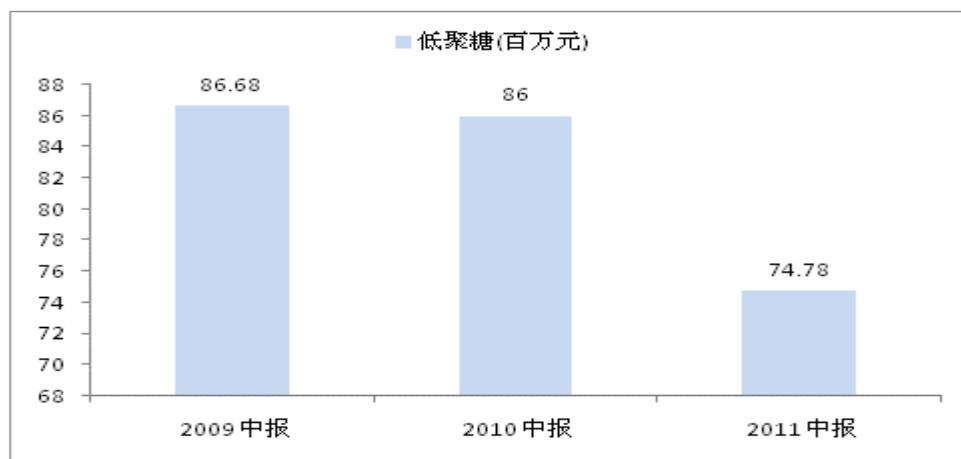
1) 公司的下游客户如蒙牛、伊利调整了产品结构，对其需求下降，而公司的低聚异麦芽糖产品中70-80%卖给了乳制品企业，如蒙牛和伊利，且全国知名乳业都是公司的客户。

2) 今年以来，食品安全强调，使得企业采用功能糖下降，因为国家没有明文规定其添加使用情况，且添加的时候需求向国家技术监督局申请批文，为避免出现问题，下游客户采取保守做法，没有国家批文的添加剂使用量减少，同时，对公司开发新的客户也受到一定影响。

因此，今年上半年，公司低聚糖销售收入仅为7478万元，同比下滑13%，而三季度情况有所好转，但整体销量预计与2010年相当，几乎无增长。此外，尽管销量下降，但是公司对不同产品有小幅提价，主要原因为上游原料价格上涨，但提价幅

度不大，使得整体毛利率仍有所下滑。今年销售价格为6800-1W多（含税）价格，其中，90粉是1.1W左右/吨，50粉是8000多/吨。

图4：今年上半年低聚糖收入小幅下滑



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

期待低聚果糖和赤藓糖醇2012年步入放量通道

整体而言，2009年首发募投项目-低聚果糖以及4000吨赤藓糖醇项目，按此前预期应该在2011年开始投产，但实际上，同样受食品安全问题影响，所以很多企业比较谨慎，产能释放受到一定影响，两者给公司创造的经济效益并不明显，但下半年情况正在好转，我们认为，2012年将好于2010年。

1万吨低聚果糖方面：预计明年产能利用率为40-50%

1) 今年1-3季度，低聚果糖的销售收入1300-1400万元，而上半年，销量为795吨，为公司创造的收益为41万元。

2) 目前公司产品以液体为主，而液态毛利率低，粉剂的高一些，如粉剂销售价格可达40000元/吨，而液态价格仅8000多元/吨，如量子高科的低聚果糖主要是粉剂，其售价较高，毛利率可达50%，但其因为今年原料蔗糖价格上升影响，毛利率下降至30%附近。

3) 当前低聚果糖的客户主要是完达山，用在婴幼儿奶粉和辅食中，也正在和蒙牛和伊利合作研发添加其婴幼儿配方奶粉以及中老年配方奶粉中，实际上，低聚果糖还可以添加在保健品和饮料中。

4) 通过公司这2年销售积累，以及结合公司的网络优势，我们预计2012年公司的低聚果糖产能利用率为40-50%，即销量可达4000-5000吨。

4000吨赤藓糖醇项目：以出口为主，竞争较为激烈，预计2012年全部达产。

1) 今年1-3季度，销售1000吨左右，贡献净利300万元左右，预计全年销售收入为5000万元左右，预计2012年4000吨全部达产。

2) 目前主要以出口为主，毛利率比低聚果糖低一些，今年上半年综合毛利率在11-12%左右，三季度为10%左右。国内销售价格3W左右（含税），而出口价格会低一些。目前公司出口的产品主要有赤藓糖醇、糊精、葡萄糖，今年出口收入增速减缓，1-9月，销售收入仅约1.5亿元，预计全年不到2个亿。但考虑到赤藓糖醇销售渠道可与公司此前的糊精和葡萄糖的渠道共享，需耗费公司的精力较大，目前仍以出口为主。

3) 赤藓糖醇目前主要被用在替代木糖醇、蔗糖。其“零”热值的特性可以控制体重，但实际上其吸湿性好等功能，可被逐渐引入到医药、化工和化妆品行业中。

表2：保龄宝主导产品相关说明一览表

产品名称	理化特性	功能特性	应用范围	应用厂家举例
果葡糖浆	甜度 118%（以蔗糖甜度为1），协同增效、冷甜特性；保湿性好，溶解度高；渗透压大，发酵性能好；吸收性好，有效成分直接吸收；冰点稳定低，抗结晶性好；稳定性较蔗糖差，受热易分解。	改善食品与饮料口感，减少苦味、怪味；良好的保水能力和耐干燥能力，延长产品货架期；防腐保鲜；面包等食品更加疏松；美拉德反应，焙烤食品美观的焦黄色表层和焦糖风味；克服冰晶缺陷，产品质地柔软。	果汁饮料、冷食品、焙烤食品、糖果、水果罐头、蜜饯、果酱、发酵食品、酿酒、医药、保健品、家庭调味品	可口可乐、百事可乐、统一、雀巢、吉百利、蒙牛、伊利、娃哈哈
低聚异麦芽糖	甜度 40%；保湿性较好；难发酵；耐酸性、耐热性；还原性， 易着色	选择性增值有益菌，优化肠道菌群；改善血脂，降低胆固醇；抑制肠道内有害物质形成，提高免疫力；促进矿物质的吸收；促进B族维生素合成；适合糖尿病患者食用；预防龋齿。	发酵食品、焙烤食品、液态乳品、果汁饮料、大众食品、糖果、动物保健食品	蒙牛、伊利、无锡健特、飞鹤乳业、光明乳业、乐百氏、明一乳业、完达山乳业、摇篮乳业
低聚果糖	甜度 60%；保湿性好；难发酵；耐酸性、耐热性；还原性， 不易着色	增殖双歧杆菌功能更强；改善血脂过多，减少胆固醇；提高免疫力；提高矿物质和微量元素的吸收；促进B族维生素合成；防止龋齿。	婴幼儿配方奶粉、中老年人奶粉、保健食品、饮料	伊利、蒙牛、汾酒、劲酒、完达山
赤藓糖醇	甜度 60-80%；“零”热值；结晶性好，吸湿性低；冰点低；耐酸性好，耐热性好；溶解热高，入口清凉；高耐受量。	控制体重；防潮防湿、延长货架期；不被微生物利用，减少化妆品变质带来的危险；高温熬煮不褐变；适合糖尿病患者食用；防止龋齿。	被覆食品、饮料、糖果、冰淇淋、巧克力、餐桌甜味剂、口香糖、糖衣、医药、化工、化妆品	百事可乐、完美、雅客、卡夫
水溶性膳食纤维	不甜或微甜（纯度最高的）；保湿性；能吸收本身质量 6-7 倍水；难发酵；耐酸热较好；不易着色	降低甘油三酯和低密度胆固醇；具有明显的预防直肠癌的效果；预防糖尿病的发生；具有一定的减肥功能；增殖双歧杆菌和乳酸杆菌；预防龋齿。	保健食品、婴幼儿奶粉、代餐食品、膳食补充食品、高纤维饼干、面包	蒙牛、旺旺食品、统一、喜之郎、无极限

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近期玉米采购价格有所下降，预计明年成本压力缓解

公司主要产品的原料为玉米、玉米淀粉和白糖（低聚果糖的原料），其中，公司会随着市场价格来调整玉米淀粉外购比例，如今年有时玉米和玉米淀粉价格倒挂，则公司采购玉米淀粉数量有所增加。

1) 近期玉米进入收获期，由于今年是丰产年，收购价格从前期的1.26元/斤跌到1.14元/斤，且仍在下降中，但考虑到玉米种植的综合成本有所增加，则今年玉米采购价格下降幅度不会过大，但下降的确定性较强，则明年的成本压力将缓解。

2) 公司每年在11月-2月采购大部分玉米，3-5月期间陆续采购小部分，其它时间采购量非常小。公司往年玉米采购量11-12万吨/年，而今年多采购了玉米淀粉，主要原因为玉米淀粉价格并没有随玉米价格上涨而大幅上涨。玉米淀粉一般情况下保证2周用量库存，在结合价格进行采购。

3) 三季度玉米淀粉价格与玉米倒挂改善，所以玉米淀粉毛利率提高。今年计划全年20万吨淀粉采购量。

图4：近期玉米现货平均价格下跌



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

未来增长点：膳食纤维或成新增长点

综合上述，我们总结公司明后年增长点，主要如下：A、募投项目赤藓糖醇（全部达产）和低聚果糖（40-50%产能利用率）；B、果葡糖浆明年会有一定扩产计划，并开发固体产品，提高盈利水平；C、低聚异麦芽糖今年不太理想，但目前已开发新产品领域，扩大销量；D、膳食纤维产品预计明后年销量分别为3000吨和5000吨左右，理由为：1) 今年销量预计为1000吨左右，公司已有一条5000吨的生产线，

预计近2-3年市场不错。当时营销没有耐心，感觉赤藓糖醇替代木糖醇的机遇更好，才更换IPO募投项目，而实际上却不是这样。2）其原材料是主要为淀粉，目前16000-17000价格（含税）的销售价格，产品毛利率高。3）减肥功能比较明显，但公司目前主要销量领域为烘焙食品领域。

盈利预测与估值：给予“买入”评级

盈利预测假设条件：1）赤藓糖醇（全部达产）和低聚果糖逐步放量；2）果葡糖浆销量增长10%，价格也同比增长10%；3）低聚异麦芽糖销量回升；4）上游成本小幅下降，各产品毛利率稳定，并有小幅提升。

我们预计2011-13年销售收入分别为10.11亿元、12.73亿元和15.21亿元，同比增长40.39%、25.83%和19.5%，2011-13年EPS分别为0.67元、0.99元和1.23元，对应PE为28倍、19倍和15倍，给予“买入”评级。

风险提示

食品安全问题，低聚果糖和赤藓糖醇产能释放低于预期，玉米价格和玉米淀粉继续上涨影响毛利率。

资产负债表

单位：百万元

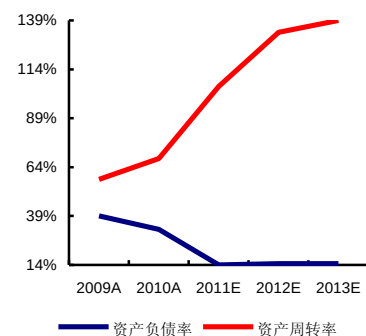
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	538	404	236	302	411
货币资金	395	153	69	-45	1
应收及预付	97	160	78	233	275
存货	46	92	89	115	134
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	546	629	661	721	761
长期股权投资	5	9	9	9	9
固定资产	424	502	548	590	627
在建工程	35	5	-5	15	20
无形资产	79	109	107	105	103
其他长期资产	3	3	2	2	2
资产总计	1,084	1,033	896	1,023	1,172
流动负债	361	291	100	124	145
短期借款	226	195	0	0	0
应付及预收	46	85	100	124	145
其他流动负债	89	12	0	0	0
非流动负债	61	38	24	24	24
长期借款	53	24	24	24	24
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	14	0	0	0
负债合计	421	329	124	148	169
股本	80	104	104	104	104
资本公积	486	463	463	463	463
留存收益	97	136	205	308	436
归属母公司股东权益	663	703	773	875	1,003
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,084	1,033	896	1,023	1,172

利润表

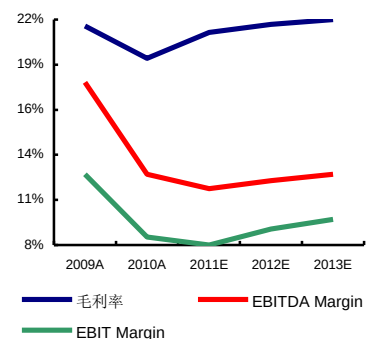
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	525	721	1012	1273	1521
营业成本	412	580	797	997	1186
营业税金及附加	3	3	5	6	7
销售费用	21	44	73	89	106
管理费用	25	33	56	66	76
财务费用	29	18	5	0	0
资产减值损失	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	36	42	76	115	146
营业外收入	11	9	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	51	82	121	151
所得税	7	8	13	19	23
净利润	39	43	70	102	128
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	43	70	102	128
EBITDA	95	89	116	153	189
EPS (元)	0.49	0.41	0.67	0.99	1.23

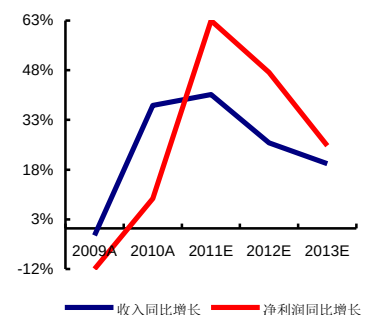
资产负债率趋势



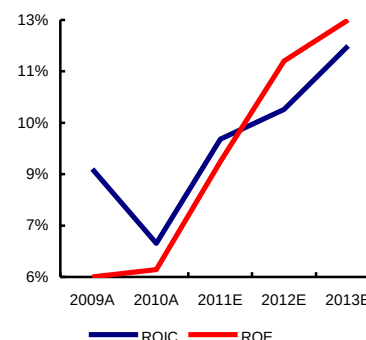
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

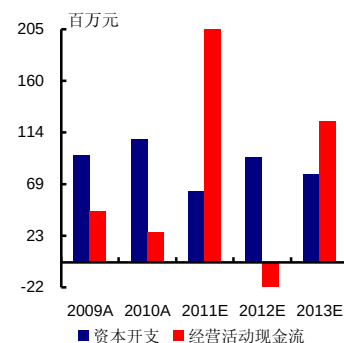
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	45	27	205	-22	124
净利润	39	43	70	102	128
折旧摊销	30	28	35	38	44
营运资金变动	-55	-65	100	-156	-41
其它	30	22	0	-6	-6
投资活动现金流	-93	-111	-62	-92	-77
资本支出	-94	-108	-63	-93	-78
投资变动	0	-3	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	285	-161	-226	0	0
银行借款	307	225	-195	0	0
债券融资	-379	-362	-26	0	0
股权融资	385	0	0	0	0
其他	-28	-24	-5	0	0
现金净增加额	236	-245	-84	-114	47
期初现金余额	153	395	153	69	-45
期末现金余额	389	151	69	-45	1

主要财务比率

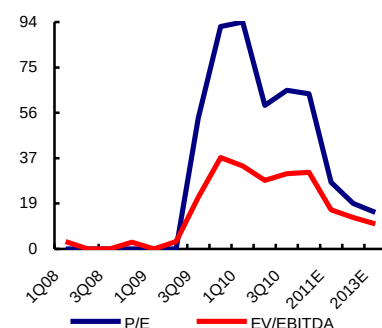
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-2.1%	37.2%	40.4%	25.8%	19.5%
营业利润	-27.1%	16.2%	84.1%	50.8%	26.2%
归属于母公司净利润	-12.3%	9.0%	62.8%	47.1%	25.0%
获利能力					
毛利率	21.6%	19.6%	21.2%	21.7%	22.0%
净利率	7.5%	5.9%	6.9%	8.1%	8.4%
ROE	5.9%	6.1%	9.0%	11.7%	12.8%
ROIC	8.8%	6.8%	9.6%	10.4%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	38.9%	31.9%	13.8%	14.5%	14.4%
净负债比率	-4.1%	11.1%	-5.8%	7.9%	2.2%
流动比率	1.49	1.39	2.36	2.44	2.84
速动比率	1.30	0.98	1.11	1.14	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.68	1.05	1.33	1.39
应收账款周转率	8.40	8.28	8.28	8.28	8.28
存货周转率	9.61	8.41	8.97	8.68	8.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.41	0.67	0.99	1.23
每股经营现金流	0.56	0.26	1.97	-0.21	1.19
每股净资产	8.28	6.76	7.43	8.42	9.65
估值比率					
P/E	91.7	63.9	27.5	18.7	15.0
P/B	5.4	3.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	37.6	31.6	16.1	13.0	10.3

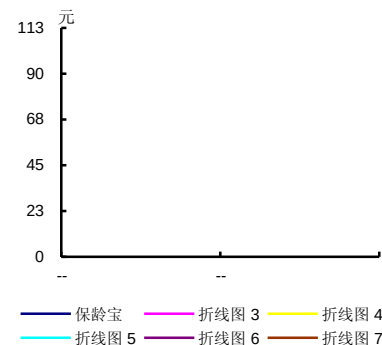
资本支出与经营活动现金流



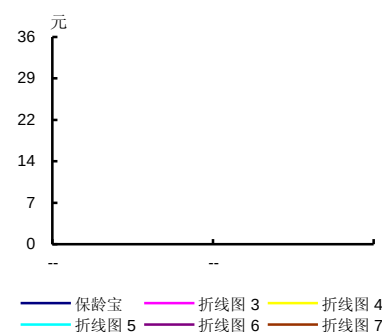
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。