

上市公司动态报告

增长明确、前景看好

质量监控严格、成本优势突出助推水产加工业务快速增长。公司自 2004 年涉足水产品加工业务以来，该项业务快速发展，年均复合增长率达到 143%，在快速增长的同时，公司水产加工业务的毛利率也较大幅度的超过行业平均水平，2008 年达到 18%，超过行业平均水平约 10%。公司在水产品加工行业的取得优异的成绩，我们认为主要有以下原因：（1）严格的质量管理体系；（2）依靠规模效应和高效管理带来的成本领先优势。

农产品加工业务表现稳定，未来亮点在于气调库。公司农产品加工业务经过多年的发展，已经趋于成熟。我们认为公司此项业务属于夕阳业务，未来收入和利润有所下降。公司投资建成的拥有静态保鲜存储容量为 1 万吨农产品的超低氧高标恒温气调库，未来有望成为公司盈利的亮点。

大豆冰激凌业务，前景值得看好。第一，我们认为大豆植物蛋白冰淇淋实质上属于农产品精深加工，而这正是公司原先所处产业链的延伸，公司原先的农产品加工业务对大豆蛋白冰淇淋业务可以有很多补充和促进作用。第二，公司的冰淇淋销售团队，已经具备三年以上的市场探索和开拓经验。公司的冰淇淋消费者客户定位主要为大连、北京、天津等地的中高收入白领阶层，细分市场定位明确。同时，公司 5000 吨的冰淇淋年最大产量在中国每年 280 万吨的产销量中仅占 0.18%，如果公司集中主力突破细分区域和细分市场，是可以避开蒙牛、伊利等劲敌的竞争，取得销售上的突破。另外，公司亦可以通过产品出口日本市场来调剂国内的销售。因此我们认为公司冰激凌业务风险要远小于收益，值得看好。

业绩预测与估值。我们预测公司 2009 年-2011 年的每股收益为 1.07 元、1.56 元、2.24 元。整个农林牧渔板块 2009 年和 2010 年的平均动态市盈率为 31.8 和 19.9，而公司对应的动态市盈率为 16.47 和 11.30，处于农林牧渔板块中估值偏低的品种。如果公司按 15-20 倍 PE 水平来看，合理股价为 16.05-21.4 元。我们给予公司“增持”评级。

天寶股份（002220）

维持

增持

孙通通

suntongtong@csc.com.cn
010-85130213

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85130985

分析日期：2009 年 03 月 13 日

当前股价：17.71 元

目标价格 6 个月：21.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-3.5/7.4	38.5/30.7	-30.8/15.5
12 月最高/最低价（元）		35.80/8.46
总股本（万股）		9,800
流通 A 股（万股）		3,425
总市值（亿元）		17.36
流通市值（亿元）		6.07
近 3 月日均成交量（万）		153
主要股东		
大连承运投资有限公司		37.89%

股价表现

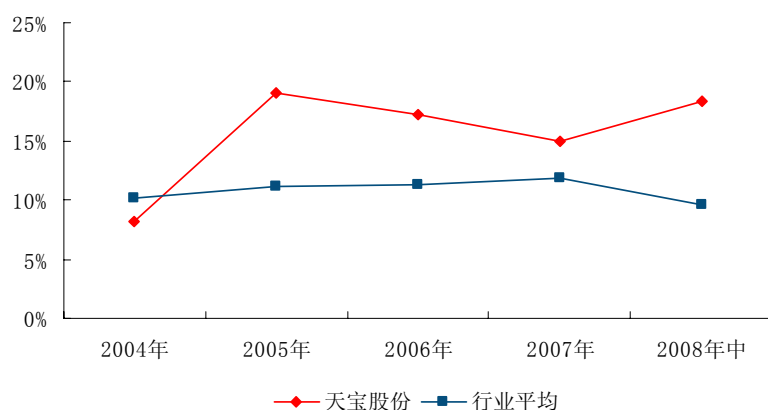


一、质量监控严格、成本优势突出助推水产加工业务快速增长

我国水产加工行业在承接国际产业转移的大趋势中保持着快速增长。自 2002 年我国加入 WTO 以来，水产品出口规模逐年递增，年复合增长率达到 13.34%，其中加工冻鱼片子行业出口规模增速更是超过行业整体增速，年复合增长率达到 24.29%。但水产品加工行业作为低毛利、劳动密集型的出口导向型行业，发展中也面临着诸多不利因素，比如行业分散、竞争者众多，两端（原料、出口）在外、两头受压，食品安全事件侵扰等。在这样的情况下，我国水产品加工行业仅能维持年均 10% 左右的毛利率水平。

天宝股份在激烈的竞争中取得了不俗的业绩。公司自 2004 年涉足水产品加工业务以来，该项业务快速发展，年均复合增长率达到 143%，现如今该业务已成为公司的主要收入和利润来源，占到公司营业收入的 85% 和营业利润的 90%。在快速增长的同时，公司水产加工业务的毛利率也较大幅度的超过行业平均水平，2008 年达到 18%，超过行业平均水平约 10%。

图 1：天宝股份毛利率超过行业平均



资料来源：中信建投研究部

公司在水产品加工行业的取得优异的成绩，我们认为主要有以下原因：（1）严格的质量管理体系。作为食品加工出口企业，食品安全不仅是企业的立身之本也是赢得国外客户信任的基础。食品质量保障如果做到足够严谨，甚至可以转化为企业的核心竞争力。公司将产品的质量视为生命线。从标准制定到监督监控，都严格要求。如公司建立了完善的产品质量可追溯体系，对每一批次的产品，在进料、加工、存储、销售的每个环节都建立了完善的质量控制，一旦出现质量问题，可以保证查清何时何地哪个环节出现问题，以便及时更正。在调研中，公司诸多质量控制的细节给我们留下深刻印，如厂区每个关键点都设置了监控器，对进出厂区人员、车辆严格管理；严格控制员工的个人卫生；水产加工全程使用纯净水等。

（2）依靠规模效应和高效管理带来的成本领先优势。募投项目达产后，公司的水产品静态单班加工产能由原先的年产 1.5 万吨增长到 2.9 万吨，规模的提高有助于公司产品毛利率的提升，从而形成了公司的加工规模优势；公司在成本管理上同样有很多值得称道的地方，比如公司发挥进料加工的优势，合理利用原料供应的淡旺季，有针对性地安排采购鱼类品种和数量，保证了原料采购的价格优势；在生产中，公司选择电价最便宜的时间段安排工人生产；在管理上，公司精简管理人员，施行扁平管理。在调研中看到在同一栋楼内，公司领导的办公楼层上面即是职工的住宿宿舍，公司的精简与务实可见一斑。

在全球经济危机和人民币升值的背景下，人们可能会担心公司的出口受冲击较大。我们认为公司所加工的水产品为欧美日等国居民的必需消费品，需求价格弹性小，受经济危机冲击较小；同时，公司注重食品安全和质量，赢得了国外市场中间商和经销商的信赖，通过与中间商的谈判，公司能够获得稳定的加工利润率，同时随着公司在出口市场良好声誉的建立，还能够获取国内其他中小企业的市场份额，从而保证公司的增长。所以公司可能会在整体的全球经济低迷中受到影响，但影响不会很大。

公司水产品加工业务未来的增长主要来自销量的提升，2008 年公司的水产加工品销量已经达到 2 万吨，我们预计公司 2009 年-2011 年每年水产品销量的平均增长率为 40%，而销售单价和毛利率则稳中略降，我们对公司此项业务的业绩预测如下：

表 1：水产品加工业务业绩预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
销量（万吨）	2.0	2.8	3.9	5.4
单价（万元/吨）	2.4	2.3	2.2	2.1
销售收入（万元）	48000	64400	85800	113400
毛利率	18.30%	17.00%	16.50%	16.00%
营业成本（万元）	39216	53452	71643	95256

资料来源：中信建投研究部

二、农产品加工业务表现稳定，未来亮点在于气调库

公司农产品加工业务以东北本地所产白瓜子、滑子蘑为原料，经过简单加工销往日本、中东和欧洲等地，该项业务属于公司成立时即有的一类业务，经过多年的发展，已经趋于成熟。未来尽管在量上仍有增长的可能，但毛利率水平也可能随之下降。我们认为公司此项业务属于夕阳业务，未来收入和利润有所下降。

公司投资建成的拥有静态保鲜存储容量为 1 万吨农产品的超低氧高标恒温气调库，未来有望成为公司盈利的亮点。该气调库的用途大致可分做两部分，一部分用于大豆植物蛋白冰淇淋的原辅料（包括大豆、草莓、南瓜、黑芝麻等）存储，另一部分用作地方优势水果品种（如樱桃、苹果等）和蔬菜的存储和反季节销售。其中前一部分职能不能直接产生收益；但后一部分职能可以通过水果的反季销售形成的价差来赚取收益。

气调库完全投入运营后的容量为：年可存储果菜 13500 吨（含周转量），主要用于储存冰淇淋原辅料（包括大豆、草莓、南瓜、黑芝麻等）5000 吨，樱桃 3000 吨，苹果 3000 吨，蔬菜 2500 吨。

根据历史经验，水果、蔬菜采购期与销售期间隔 3 个月，两个不同期间的价格差基本保持稳定。气调库在产能利用率 100%的假设条件下，产生的原料采购成本及销售收入如下：

表 2：气调库经营情况估算

品种名称	存储量（吨）	原料收购价（万元/吨）	采购成本（万元）	反季销售价格（万元/吨）	销售收入（万元）
樱桃	3000	1.5	4500	4.1	12300
苹果	3000	0.3	900	0.39	1170
蔬菜	2500	0.2	500	0.3	750
合计	8500		5900		14220

资料来源：中信建投研究部

如果按 2009 年达产 40%，2010 年达产 70%，2011 年达产 100% 的假设，我们对 2009-2011 年该项业务的收入和成本预测如下：

表 3：气调库盈利预测

	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
销售收入（万元）	5688	9954	14220
采购成本	2360	4130	5900
折旧费、燃料费人工费等各类费用支出（万元）	1334	2335	3335
营业成本（万元）	3694	6465	9235
毛利率	35%	35%	35%

资料来源：中信建投研究部

三、大豆冰激凌业务，前景值得看好

公司募投资金投资建成的 5000 吨大豆蛋白冰激凌项目为投资者描绘了一幅美好的盈利前景，但也引起人们很多的质疑。我们对此项业务发展前景持乐观态度。

第一，关于公司从事的大豆冰激凌业务与公司水产品加工和农产品加工的主业是否相去甚远的问题。我们认为大豆植物蛋白冰淇淋实质上属于农产品精深加工，而这正是公司原先所处产业链条的延伸，公司原先的农产品加工业务对大豆蛋白冰淇淋业务可以有很多补充和促进作用。例如公司农产品加工的主要产品之一就是大豆采购和加工，对原材料的采购有着较好的采购渠道，因此对冰激凌业务提供了充足而且价格相对低廉的大豆原材料。

第二，市场也许担心公司作为传统的出口型企业，在出口业务方面有优势，而在冰淇淋内销上缺乏经验。我们调研中了解到，公司的冰淇淋销售团队，已经具备三年以上的市场探索和开拓经验。公司的冰淇淋消费者客户定位主要为大连、北京、天津等地的中高收入白领阶层，细分市场定位明确，大豆蛋白代表的健康饮食的概念也容易吸引这个阶层的消费者。公司过去的几次试销，取得了很好的反响。同时，公司 5000 吨的冰淇淋年最大产量在中国每年 280 万吨的产销量中仅占 0.18%，如果公司集中主力突破细分区域和细分市场，是可以避开蒙牛、伊利等劲敌的竞争，取得销售上的突破。另外，公司亦可以通过产品出口日本市场来调剂国内的销售。因此我们认为公司冰激凌业务风险远小于收益，前景值得看好。

我们对大豆蛋白冰激凌业务的 2009 年-2011 年的业绩预测如下：

表 4：大豆蛋白冰激凌业务业绩预测

	2009年	2010年	2011年
产能利用率	30%	60%	100%
销售单价（万元/吨）	5.6	5.6	5.6
销售收入（万元）	8400	16800	28000
毛利率	20%	23%	25%
销售成本（万元）	6720	12936	21000

四、公司业绩预测与估值

总结上面的分析，我们对公司业绩预测的假设有：（1）公司 2009 年-2011 年每年水产品销量的平均增长率为 40%，而销售单价和毛利率则稳中略降

（2）农产品加工业务收入和利润逐年下降，气调库在 2009-2011 年存储利用率可达到设计产能的 40%、70%、100%，气调库毛利率按 35%计。

（3）大豆冰淇淋业务 2009 年-2011 年分别实现产能 30%、60%、100%，毛利率 2009 年-2011 年保持上升，达到 20%、23%和 25%。

综合以上分析，我们对公司进行估值预测后得到公司 2009 年-2011 年的每股收益为 1.07 元、1.56 元、2.24 元。整个农林牧渔板块 2009 年和 2010 年的平均动态市盈率为 31.8 和 19.9，而公司对应的动态市盈率为 16.47 和 11.30，处于农林牧渔板块中估值偏低的品种。如果公司按 15-20 倍 PE 水平来看，合理股价为 16.05-21.4 元。我们给予公司“增持”评级。

表 5：公司 2009-2011 年盈利预测

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业总收入(万元)	63597	91688	125354	167620
营业总成本(万元)	57102	80735	109059	144129
其中：营业成本(万元)	55055	76866	103644	137391
营业税金及附加(万元)	13	18	25	34
销售费用(万元)	636	1375	1880	2514
管理费用(万元)	954	1925	2883	3352
财务费用(万元)	445	550	627	838
资产减值损失(万元)	0	0	0	0
营业利润(万元)	6495	10953	16295	23491
加：营业外收入(万元)	198	0	0	0
减：营业外支出(万元)	0	0	0	0
利润总额(万元)	6958	10953	16295	23491
减：所得税费用(万元)	0	500	1000	1500
净利润(万元)	6958	10453	15295	21991
归属于母公司所有者的净利润(万元)	6958	10453	15295	21991
总股本(万股)	9800	9800	9800	9800
每股收益(元)	0.71	1.07	1.56	2.24

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

孙通通，农林牧渔行业分析师，中国人民大学金融学硕士。
郑绮，消费组首席分析师，两次获得最佳消费品分析师称号。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010