

天宝股份(002220)
老核心，新里程
 **秦军**

☎ 021-38676768

✉ qinjun@gtjas.com

本报告导读： 天宝股份 2009 年业绩有望持平或略降，10 年业绩仍有望高增，气调库成主要看点，目前估值偏低，提升目标价到 30 元，增持。

投资要点：

- **前三季业绩低于预期。**几个因素导致毛利率下降：低毛利原材料买卖并入水产品统计；农产品贸易规模缩减；冰淇淋、气调库上半年亏损。
- **行业快速增长。**劳动力成本、税收优惠、财政补贴造就巨大成本优势，过去 13 年冻鱼片出口量增长 5.27 倍；出口额增长 6.3 倍，CAGR 为 16.5%。今年三季度出口恢复良好。
- **核心竞争力是外贸实力。**长期的外贸经验、稳定的客户网络是实现持续稳定盈利的核心因素，天宝股份的水产品加工、农产品贸易、气调库、大豆蛋白冰淇淋都围绕这一核心展开。
- **三大主业来年展望：**
水产品加工：产能饱满，产品结构调整提升毛利率；
气调库：大规模储存樱桃成为业绩主要增量；
冰淇淋：不放弃国内市场，盈利仍难乐观。
- **老核心，新里程。**2011 年募投项目将达产，我们判断天宝股份明年可能提出扩产计划及相应的融资计划，延续目前主业线条，仍以外贸为核心。
- **提升目标价，维持增持评级。**我们提升天宝股份 2009-11 年 EPS 预测到 0.65、0.91、1.21 元，根据中小板 2010 年平均动态 PE，提升目标价到 30 元，维持“增持”评级。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	431	636	751	1,018	1,171
(+/-)%	84.6%	47.4%	18.1%	35.5%	15.0%
经营利润（EBIT）	51	87	86	110	139
(+/-)%	57.7%	70.5%	-1.8%	28.1%	26.7%
净利润	48	68	64	89	118
(+/-)%	96.7%	41.8%	-5.3%	39.2%	32.5%
每股净收益（元）	0.49	0.69	0.65	0.91	1.21
每股股利（元）	0.00	0.27	0.20	0.27	0.36

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	11.9%	13.7%	8.5%	8.8%	10.1%
净资产收益率（%）	28.1%	12.8%	11.4%	14.1%	16.3%
投入资本回报率（%）	10.0%	11.5%	11.2%	12.8%	15.8%
EV/EBITDA	26.5	15.5	13.5	11.2	9.2
市盈率	51.3	36.2	38.2	27.4	20.7
股息率（%）	0.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.4%

评级：
增持

上次评级： 增持

目标价格：
¥ 30.00

上次预测： ¥ 22.60

当前价格：
¥ 24.98

2009.12.04

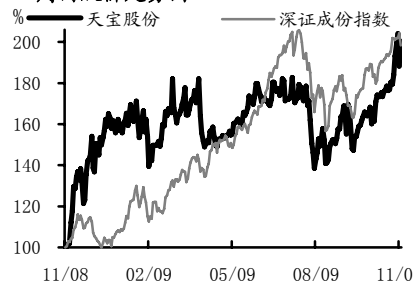
交易数据

52 周内股价区间（元）	11.56 ~ 23.80
总市值（百万元）	2,306
总股本/流通 A 股（百万股）	98/34
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.35
日均成交量（百万股）	1.6
日均成交值（百万元）	29.0

资产负债表摘要(3Q08)

股东权益（百万元）	538
每股净资产（元）	5.49
市净率	4.6
净负债率	47.9%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.124	0.052
Q2	0.248	0.163
Q3	0.078	0.122
Q4	0.240	0.316
全年	0.690	0.654

52 周内股价走势图


升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	24.5	52.0	84.1
相对指数	16.9	24.6	-17.2

相关报告
三季报点评：

 盈利降幅缩减，全年有望持平
 (09.10.22)

中报点评：

 业绩虽降，估值仍低，未来可期
 (09.08.12)

调研报告：

 精细化管理出效益，做强主业拓内需
 (08.11.12)

模型更新时间: 2009.12.04

股票研究

农林牧渔业

农、林、牧、渔业

天宝股份(002220)

评级: 增持

上次评级: 增持

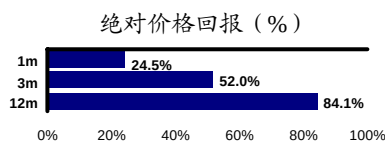
目标价格: ¥30.00

上次预测: ¥22.60

当前价格: ¥24.98

公司网址:

www.cn-tianbao.com

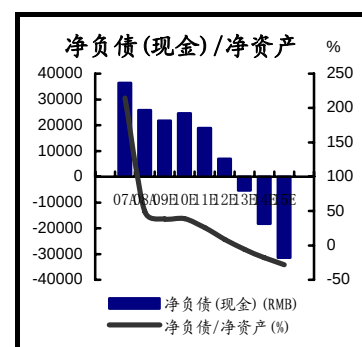
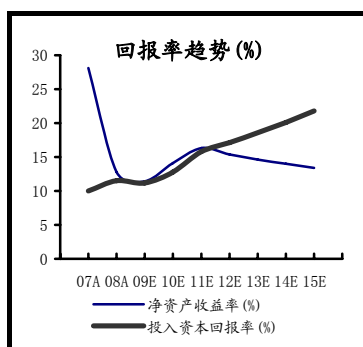
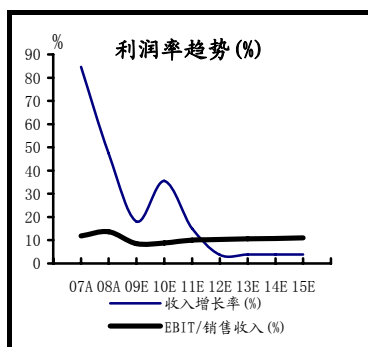
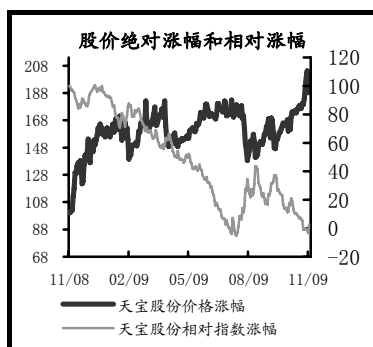


52 周价格范围 11.56~23.80

市值 (百万) 2,306

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表									
营业收入	431	636	751	1,018	1,171	1,215	1,260	1,308	1,359
营业成本	370	530	644	873	992	1,028	1,065	1,105	1,146
营业税费	0	1	1	2	2	2	2	2	2
销售费用	4	7	8	16	19	19	20	21	22
管理费用	6	10	12	17	19	20	21	21	22
财务费用	3	22	22	20	21	20	19	18	17
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	48	65	64	89	118	125	133	141	150
利润总额	48	68	64	89	118	125	133	141	150
所得税	-	-	-	-	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利润	48	68	64	89	118	125	133	141	150
资产负债表									
货币资金、交易性金融	41	49	88	59	116	235	359	487	620
其他流动资产	204	405	451	611	698	724	751	779	808
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	367	453	409	381	353	326	298	271	243
无形及其他资产	0	0	-27	-55	-83	-110	-138	-165	-193
资产合计	612	908	920	996	1,085	1,175	1,270	1,371	1,478
流动负债	280	100	68	81	88	89	92	94	96
非流动负债	163	281	281	281	281	281	281	281	281
股东权益	170	526	564	634	725	815	910	1,012	1,119
投入资本(IC)	512	761	764	856	881	850	819	790	762
现金流量表									
NOPLAT	51	87	86	110	139	145	152	159	166
折旧与摊销	7	12	28	28	28	28	28	28	28
营运流动资金增量	-100	-163	-75	-147	-81	-24	-25	-26	-27
资本支出	-77	-98	45	28	28	28	28	28	28
自由现金流	-118	-162	83	18	113	177	183	188	194
营运现金流	-42	-62	38	-10	85	149	155	161	167
投资现金流	-77	-98	45	28	28	28	28	28	28
融资现金流	108	161	-43	-47	-56	-58	-59	-60	-61
现金流净增加额	-10	2	40	-29	57	119	124	128	133
财务指标									
成长性									
收入增长率	84.6%	47.4%	18.1%	35.5%	15.0%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
EBIT 增长率	57.7%	70.5%	-1.8%	28.1%	26.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
净利润增长率	96.7%	41.8%	-5.3%	39.2%	32.5%	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%
利润率									
毛利率	14.3%	16.7%	14.3%	14.2%	15.3%	15.4%	15.5%	15.6%	15.7%
EBIT 率	11.9%	13.7%	8.5%	8.8%	10.1%	10.3%	10.6%	10.8%	11.0%
净利润率	11.1%	10.6%	8.5%	8.8%	10.1%	10.3%	10.6%	10.8%	11.0%
收益率									
净资产收益率(ROE)	28.1%	12.8%	11.4%	14.1%	16.3%	15.4%	14.6%	14.0%	13.4%
总资产收益率(ROA)	7.8%	7.4%	7.0%	9.0%	10.9%	10.7%	10.5%	10.3%	10.1%
投入资本回报率	10.0%	11.5%	11.2%	12.8%	15.8%	17.1%	18.6%	20.1%	21.8%
运营能力									
存货周转天数	97	94	104	112	121	127	127	127	127
应收账款周转天数	54	73	75	53	57	60	60	60	60
总资产周转天数	451	436	444	344	324	340	354	368	383
净利润现金含量	-0.9	-0.9	0.6	-0.1	0.7	1.2	1.2	1.1	1.1
资本支出/收入	17.8%	15.4%	-6.0%	-2.7%	-2.4%	-2.3%	-2.2%	-2.1%	-2.0%
偿债能力									
资产负债率	72.3%	42.0%	38.3%	36.4%	33.7%	31.3%	29.1%	27.0%	25.2%
净负债率	214.4%	49.2%	38.5%	38.8%	26.1%	8.6%	-5.9%	-18.0%	-28.1%
估值比率									
PE	100.9	51.3	36.2	38.2	27.4	20.7	19.6	18.4	17.3
PB	12.9	7.7	4.7	4.3	3.9	3.4	3.0	2.7	2.4
P/S	4.3	3.0	3.8	3.3	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	43.5	26.5	15.5	13.5	11.2	9.2	8.9	8.5	8.2
股息率	0.0%	0.0%	1.1%	0.8%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%



目录

1. 前言	4
2. 业绩回顾：前三季低于预期	4
3. 行业背景：快速增长的出口行业	5
4. 核心竞争力：外贸经验和客户网络	5
5. 主业分析	6
5.1. 水产品加工：稳定增长	6
5.2. 气调库：明年成主要看点	6
5.3. 冰淇淋：盈利仍不乐观	7
6. 盈利预测与投资评级	8

图表

图表 1：天宝股份前三季度利润简表（单位：百万元）	4
图表 2：天宝股份主营业务收入拆分（单位：百万元）	4
图表 3：我国冻鱼片出口金额及增速	5
图表 4：我国冻鱼片出口均价（美元/吨）	5
图表 5：天宝股份主业毛利率稳定	6
图表 6：我国冻鱼片出口数量（单位：吨）	6
图表 7：气调库储存大樱桃测算	7
图表 8：天宝股份主业收入（百万元）	7
图表 9：天宝股份主营业务毛利率	7
图表 10：天宝股份主营业务收入预测	8

1. 前言

2008 年 10 月底，我们对天宝股份进行了上市后的第一次调研，并在 08 年 11 月上旬推出的调研报告中。当时基于对其主业（水产品加工出口）以及 IPO 募投项目（大豆蛋白冰淇淋、低氧高压气调库）的看好，以及当时偏低的 PE 水平（静态 15 倍，动态低于 10 倍）给出了增持评级。其股价在我们推荐后的 4 个月时间翻了一番。但是这之后的情况与我们的预期出现了偏差。

由于 IPO 募投项目盈利低于预期，天宝股份 2009 年前三季度的整体盈利表现差强人意，前三季度收入增长 22.2%，但净利润下降 25%。其股价自 09 年 3 月份达到 20 元之后，直到 11 月中旬之前长达 8 个月的时间里，一直在 15-20 元之间波动。

在三季报披露后，我们判断天宝股份的 09 年业绩与 08 年基本持平或略降，投资者则对此将信将疑。我们近期再次调研了天宝股份，得到了一些正面的信息，令我们对天宝股份 09-10 两年的业绩更加有信心。

2. 业绩回顾：前三季度低于预期

2009 年前三季度，天宝股份在收入增长 22.2% 的情况下，净利润下降了 25%，表面上看是毛利率下降导致，背后则有几方面的原因：

- 1、水产品统计口径差异。09 年天宝成立美国分公司，从事了货值较大、毛利率较低的原材料买卖贸易，与水产品加工合并口径统计，导致毛利率下降。
- 2、尽管农产品贸易（非粮农副产品出口）毛利率上升，但因市场形势变化，收入规模下降 22.2%（1H09），对毛利率贡献下降。
- 3、冷饮（大豆蛋白冰淇淋）、气调库业务上半年都出现亏损，拖累整体毛利率。

图表 1：天宝股份前三季度利润简表（单位：百万元）

	08.1-3Q	09.1-3Q	YoY
营业收入	414.2	506.2	22.2%
营业成本	345.9	446.1	29.0%
毛利率	16.5%	11.9%	
销售费用	5.9	5.8	-2.7%
管理费用	6.1	8.3	37.1%
财务费用	13.7	16.2	18.7%
营业利润	42.1	29.5	-29.9%
利润总额	44.1	33.1	-25.0%
归属母公司所有者的净利润	44.1	33.1	-25.0%
EBIT	55.8	45.8	-18.0%

图表 2：天宝股份主营业务收入拆分（单位：百万元）

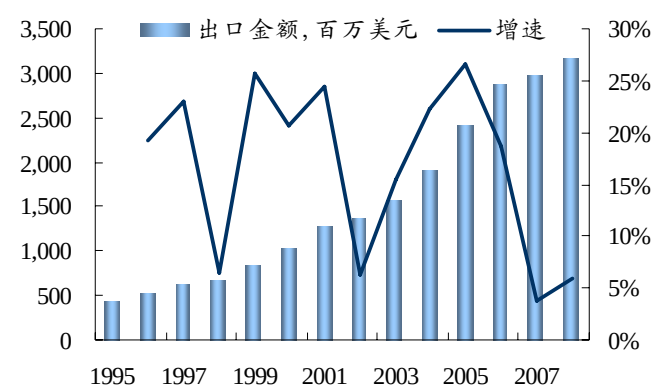
	1H07	2H07	1H08	2H08	1H09
水产品	162.7	207.3	199.4	259.5	220.8
农产品	41.2	20.3	96.7	79.4	75.2
冷饮			0.3	0.6	0.8
气调库					2.6
合计	203.8	227.6	296.3	339.6	299.4

3. 行业背景：快速增长的出口行业

天宝股份的核心主业是水产品加工出口，具体而言是冻鱼片加工出口。冻鱼片从原料采购到终端消费的大致路线图是：阿拉斯加、北大西洋等地捕捞的深海鱼，在中国经过加工，再出口（或经转口）到欧美进入连锁超市销售。这样一个产业在中国存在的基础，包括低廉的劳动力成本、优惠的税收、补贴政策等，形成了巨大的成本优势，并远远超过其长途运输到目标市场的费用。

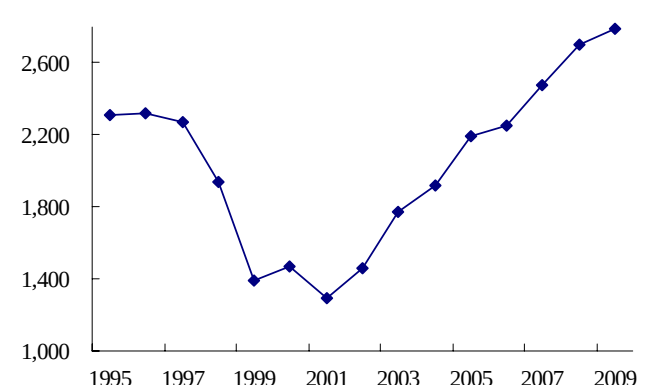
我国的冻鱼、冻鱼片乃至整个食品加工出口行业过去 10 多年获得了快速的发展，冻鱼、冻鱼片的出口量 2008 年为 117 万吨，比 1995 年增加 5.27 倍；出口金额从 1995 年的 4.32 亿美元增加到 2008 年的 27 亿美元，13 年增长了 6.3 倍，年复合增长率高达 16.5%。

图表 3：我国冻鱼片出口金额及增速



数据来源：CEI，国泰君安证券

图表 4：我国冻鱼片出口均价（美元/吨）



数据来源：CEI，国泰君安证券

4. 核心竞争力：外贸经验和客户网络

天宝股份在 11 月之前长时间股价低迷，与其前三季度业绩表现低于年初预期有直接关系，但也有另一个重要原因，即市场对行业及公司的认识。

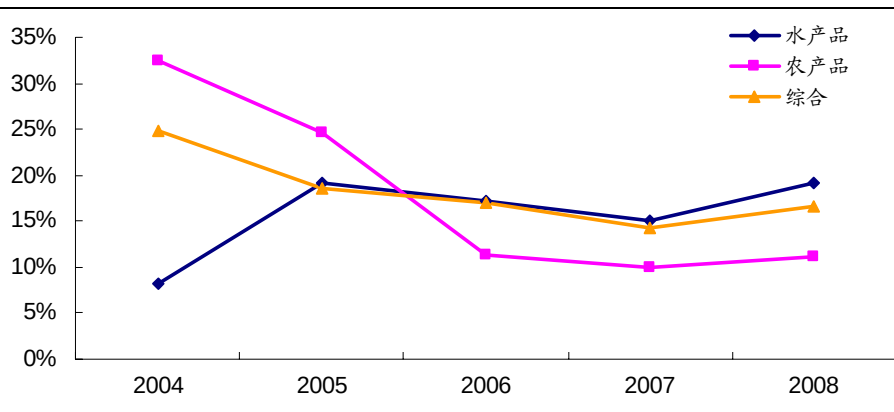
通常认为，水产品加工出口行业，是一个进入门槛较低、竞争激烈、逐步微利化的行业，因此行业里企业的盈利持续性值得怀疑，这是笔者在推荐天宝股份的过程过，听到投资者提到次数最多的负面因素。

必须承认，上述认识存在一定的合理性，但却不是评价一个企业是否具有持续盈利能力的核心要素。根据天宝股份招股书中的披露，董事长黄作庆先生从事外贸行业已经超过 20 年，在天宝股份设立之前，就长年从事农副产品（非粮）、水产品出口贸易，积累了丰富的经验与稳固的客户资源，这一点从天宝股份稳定的毛利率可知一二。

我们认为，尽管天宝股份在原料采购、生产管理、销售方面的管理能力非常出色，也获得了欧美日多国的食品安全认证，但其核心竞争力却隐藏在这些因素背后，即丰富的国际贸易经验与稳固的长期客户网络，公司目前的业务都是围绕这个核心展开的。

理解了关键之后，IPO 募投项目中的气调库、大豆蛋白冰淇淋与主业的关系就顺理成章了，都是在核心外贸业务的基础上进行配套或者延伸。

图表 5: 天宝股份主业毛利率稳定



数据来源: CEI, 国泰君安证券

5. 主业分析

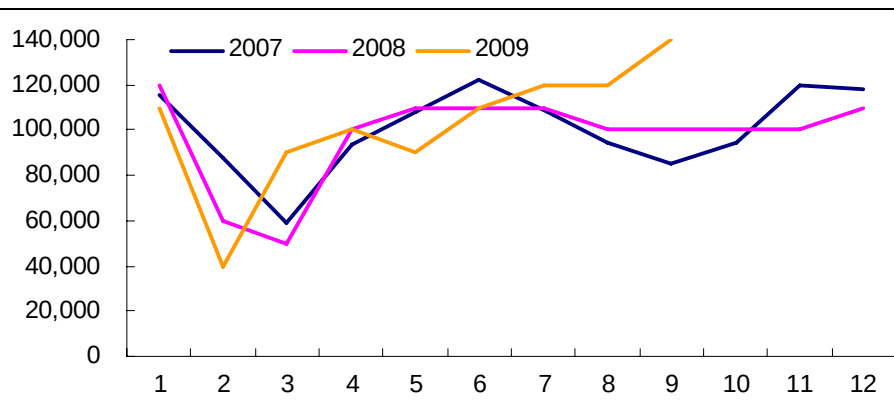
5.1. 水产品加工: 稳定增长

2008 年末受金融危机影响, 外贸形势快速恶化, 即便是在这种情况下, 天宝股份仍然实现了 08 年净利润同比增长 40% 以上的佳绩。

即便是在前三季度表现不佳的情况下, 水产品加工出口业务全年仍然能够实现 15-20% 的利润增长。我们的上述判断主要基于两个理由:

- 1、 出口形势的恢复。全国的冻鱼片出口 09 年 1 季度出口表现不佳, 但从第二季度开始逐步恢复, 第三季度的逐月出口量则显著超过 07-08 年。
- 2、 随着行业性的出口恢复, 天宝股份的 4 季度同比去年出现两个变化: 一是订单量上升, 公司满负荷运转; 二是公司主动挑选高附加值订单, 提高毛利率。

图表 6: 我国冻鱼片出口数量 (单位: 吨)



数据来源: CEI, 国泰君安证券

5.2. 气调库: 明年成主要看点

气调库的基本工作原理是: 通过专门的装置调节气体成分、温度、湿度等环境参数, 在维持水果、蔬菜等的生命活动的前提下, 延缓其代谢速度, 保证其出库后的鲜度和营养成分不变。气调库储存的水果不但保鲜效果好于普通冷藏, 且货架期更长, 气调贮藏的水果货架期通常是冷藏的 2-3 倍。

根据招股书披露，募投项目气调库设计一万吨静态库容，其中五千吨为大豆蛋白冰淇淋项目做原材料配套，三千吨设计储存樱桃，两千吨储存其他农副产品。

由于樱桃单位货值高，储存难度大，2009 年天宝股份并未储存大量的樱桃，而是对大连金州地区所产的所有樱桃品种进行了小批量储存实验，以期获得效果最佳的储藏条件参数，为来年做准备。公司明年的计划是达产 70%，即储藏 2000 吨樱桃。

在不考虑产品价格上涨的情况下，我们对 2010-11 年气调库储存大樱桃的数量按 2000、3000 吨计算，每公斤季节性差价按 20 元计算，减去每年的折旧及运维费用后，未来两年气调库业务将给每年贡献 2000 万的毛利润增量。

图表 7：气调库储存大樱桃测算

	2010E	2011E
购进价（元/公斤）	20	20
销售价（元/公斤）	40	40
数量（吨）	2,000	3,000
差价（百万）	40	60
折旧及运维费用（百万）	20	20
毛利（百万）	20	40

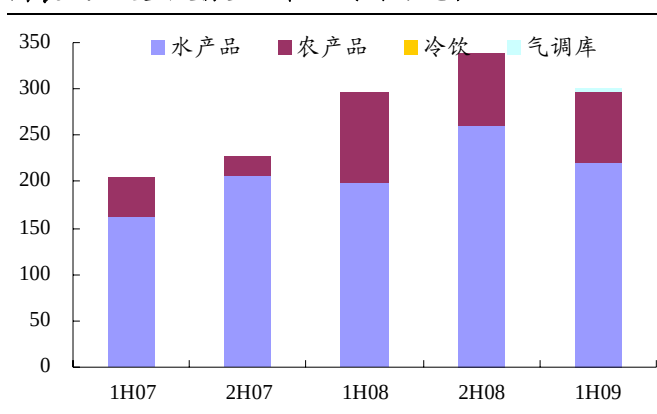
5.3. 冰淇淋：盈利仍不乐观

以大豆为原料的植物蛋白冰淇淋在美国、日本等国已经是比较成熟的产品。在日本 2005 年的冰淇淋消费量中，大豆植物蛋白冰淇淋市场占有率为 43.5%。但是，对国内市场，植物蛋白冰淇淋是个新生事物，目前国内主要的冷饮商都没有类似的产品。

作为快速消费品，一个全新的产品需要一定的市场培育期，更需要大量的推广费用投入，无论是渠道经验与资金实力，天宝股份都难以承担培育国内大豆蛋白冰淇淋产品市场的重任，这也是其冰淇淋业务 09 年低于预期的主要原因。

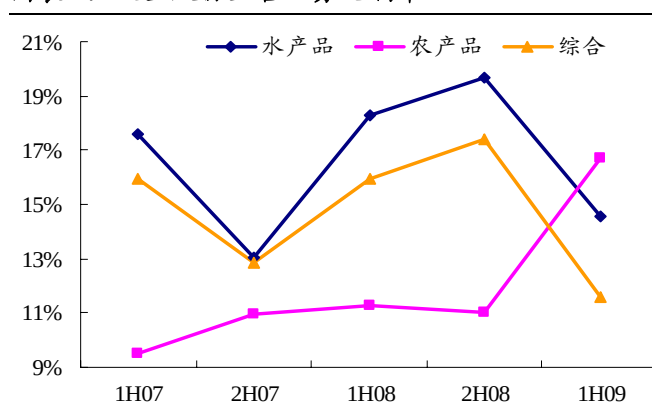
根据我们与公司的交流，天宝股份仍然对开展国内冰淇淋业务寄予希望。现实目标是打造大连本地的冷饮品牌。但是出于盈利考虑，天宝股份也在准备部分出口，主要为美国的品牌、渠道商提供代工，赚取加工出口利润。目前，天宝股份已经取得东北地区首家冰淇淋出口自营资格，正在与美国客户讨论订单的具体细节。

图表 8：天宝股份主业收入（百万元）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券

图表 9：天宝股份主营业务毛利率



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券

6. 盈利预测与投资评级

我们对天宝股份 2010-11 年的业绩仍然较为乐观，主要假设：

- 一、剔除原材料贸易之外的水产品加工毛利率保持稳定在 15-16%；
- 二、水产品出口通过调整产品结构，2010 年在产能满负荷的前提下仍能有所增长；
- 三、气调库 2010 年储存大樱桃 2000 吨，2011 年储存 3000 吨，收购均价 20 元/公斤，售价 40 元/公斤
- 四、冰淇淋 2010 年达产 70%，产量 3500 吨；2011 年全部达产，产量 5000 吨；均价 5 万元/吨。

根据上文的分析，天宝股份 IPO 募投项目最晚在 2011 年就会完全释放产能，根据这一事实，我们判断天宝股份很可能在 2010 年某个时间提出新的业务扩展计划以及相应的融资计划。我们预计天宝会继续延续目前的主业线条，以外贸业务为核心。

临近年底，“高送配”概念又照例成为市场宠儿，我们根据天宝股份的股本结构（总股本 9800 万，流通 3425 万）、每股净资产（5.49 元）、每股公积金（2.94 元）、每股未分配利润（1.37 元）、绝对股价（24.98 元）等指标判断，天宝股份存在较大的送转可能。

根据上述假设，我们调高对天宝股份 2009-11 年的 EPS 预测到 0.65、0.91、1.21 元，未来两年预期净利润增长速度高于 30%，根据目前 Wind 基于一致预期、用整体法统计的中小板 2010 年动态市盈率 31.38X，提高目标价到 30 元，维持增持评级。

图表 10：天宝股份主营业务收入预测

（百万）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
水产品	370.0	458.9	550.7	605.7	636.0
农产品	61.4	176.1	149.7	157.1	165.0
冷饮		0.8	30.0	175.0	250.0
气调库			21.0	80.0	120.0
合计	431.4	636.0	751.3	1017.9	1171.0

作者简介:

秦军: 2001 年加入国泰君安, 2004 年进入研究所, 现为销售交易总部研究员, 从事农业行业研究。

免责声明

本报告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, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com