



上市公司动态研究报告

蓝海战略实现跨越式发展

天宝股份短短几年间，实现三级跳越式发展。从 2004 年成立到 2008 年成功上市，公司鱼片加工业务从无到有，产能达到 3 万吨，年收入达近 7 亿元。

2010 年“海洋水产品加工业务”、“农产品加工业务”和“大豆植物蛋白冰淇淋制造业务”三业并举的业务格局初步形成。

连续收购日本公司和设立美国公司将在原料供应、渠道拓展方面为公司业务扩张提供保障。

公司精细化管理以及丰富外贸经验提升整体竞争实力

蓝海战略带来公司高速增长

公司掌握大豆植物蛋白冰淇淋国家专利技术，并在出口方面占得先机。目前产能只有 5000 吨。而日美冰淇淋年消费量高达 700 多万吨，且对大豆冰淇淋接受程度非常高。公司该项业务刚刚起步，未来出口前景十分广阔。

公司气调库经过 09 年一年试运营后全面启动，反季节水果储备和销售收入将大幅度增长；特别是大连金州特产大樱桃反季节销售将获得可观利润

鱼片加工量还有增加产量，特别是毛利率有所提升；

业绩预测

我们预计 2010 年公司将实现收入 13.64 亿元，净利润 14793 万元。每股收益 1.51 元。

估值与投资评级

按照当前股价计算，2010 年动态 PE24.27 倍。远远低于农业板块平均估值水平。由于大豆冰淇淋和气调库业务刚刚起步，利润率较高，会支撑公司业绩持续较高增长。我们给予公司较高估值，提高评级至买入。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	858	1364	2046	2659.8
主营收入增长率	34.91%	58.97%	50%	30%
净利润（百万）	75.78	147.93	221.89	265.98
净利润增长率	12.08%	95.2%	50%	30%
ROE	13.06%	20.31%	23.35%	24%
EPS（元）	0.77	1.51	2.26	2.71
P/E	47.95	24.27	16.22	13.52
P/B	6.26	4.93	3.78	2.95

天宝股份（002220）

调高评级

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn,

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn,

010--85130307

执业证书编号：S1440209090411

发布日期：2010 年 05 月 20 日

当前股价：36.66 元

目标价格 6 个月：53.00 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
	-3.9/10.9	64.9/75.5	120.5/118.5
12 月最高/最低价（元）			43.70/15.00
总股本（万股）			9,800
流通 A 股（万股）			3,697
总市值（亿元）			36.34
流通市值（亿元）			13.71
近 3 月日均成交量（万）			188

主要股东

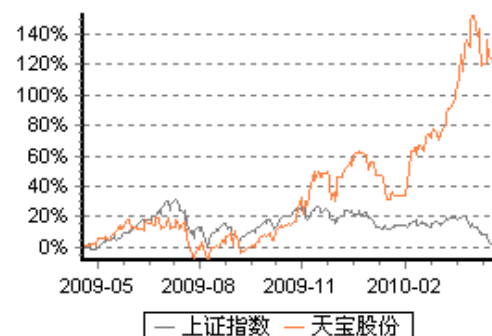
中国农业银行-富国天瑞强势地

区精选混合型开放式证券投资基金

4.15%

金

股价表现





天宝股份发展三级跳：

公司自 2004 年成立，到 2010 年实现业务范围扩张、收入和业绩增长的三级跳：

第一阶段（2004 年—2007 年）鱼片加工业务从无到有，加工量快速增长到 1.4 万吨；

第二阶段（2007 年—2009 年中期）鱼片加工产能增加到 3 万吨。业务内容也增加到鱼片加工、大豆冰淇淋、仓储、农产品贸易；

第三阶段（2008 年—2009 年）大豆冰淇淋、气调库仓储试运行；收购美国和日本两家贸易公司，搭建美国和日本销售平台；

从 2010 年开始，公司已经实现了，业务内容增加到鱼片加工、大豆冰淇淋生产与销售、气调库仓储、农产品贸易、进出口贸易

表 1：天宝股份主要产品产能

单位：xx

项目	产能	备注
（冻）鱼片	2.97 万吨	1.47 万吨为新增
大豆冰淇淋	5000 吨	全部为新增
农产品加工	2 万吨	1 万吨为新增
农产品保鲜	1 万吨	动态可达 13500 吨

资料来源：公司招股书和公司年报

目前公司主要子公司

- 1、日本 HOKUDAI 公司。2009 年实现营业收入 2.2 亿元，净利润 650 万元，净利润率 2.95%
- 2、美国麒麟公司 2009 年 6 月份在美国西雅图成立，注册资本 350 万美元，没有收入和利润记录。

未来公司几项业务发展前景分析

一、鱼片加工业务

1、天宝鱼片加工业务的竞争优势在于“渠道+管理水平”

天宝全部做鱼片进料加工业务，原料全部来自进口深海捕捞产品，主要来自美国阿拉斯加深海，而非国内养殖海水产品，因此从原料上基本杜绝食品安全问题。此外相对于来料加工，进料加工利润率更高一些，2008 年国家已经将进料加工的出口退税由 5% 提高到 13%。这对增厚公司鱼片加工业务有利。

公司运作全部按照国际规则进行，与国际同类相比产品品质没有问题，但同时具备价格优势。目前仅欧洲水产品消费量大约在 400 万吨，总产值大约在 260 亿美元。天宝产量只有 3 万吨左右，销售金额约 1 亿美元左右，市场占比很小。因此只要原料来源和销售渠道方面有保障，公司经营就很正常，竞争并不激烈。

但同时鱼产品加工业务利润相对透明，不大可能获得超额利润率。通过产品结构调整来适度提高利润率是唯一途径，比如加工真鳕鱼、红鱼、黄金鲽鱼以及鲑鱼等高端产品毛利率相对要高。

在国外发达国家鱼类消费总量很稳定，但鱼类消费档次受经济形势影响呈现波动。当经济形势不好时，高端产品消费量下降，这就会间接影响到作为加工企业的天宝利润率。毛利率在不同年景会有小幅度波动。

2008 年中国政府鼓励水产品加工业发展，将鱼产品进料加工的出口退税由 5% 提高到 13%，对加工企业的利润率提高有积极作用

公司的鱼产品加工能力 3 万吨，70-80% 的产能利用率，2009 年基本满负荷运作。未来两年如果没有新增



产能或者兼并收购，产量不会有明显增加。但利润率会恢复到 2008 年 15-16% 的水平，原因就是 2009 年四季度后全球经济回暖，消费回升，高端产品消费比重上升。公司选择毛利率较高的加工订单，因此利润增长有望超过收入增长。

2、公司该项业务轻车熟路，未来发展有两种路径

一是已经树立良好的品牌形象，这在国际贸易中非常重要，持久不变的产品质量是打开销路的根基。二是掌握销售渠道，天宝实际控制人黄作庆是做贸易起家，后转向上游加工业。公司对欧美发达国家鱼产品消费特征、消费渠道了如指掌；对国际鱼产品贸易规则也非常熟悉。公司已经建立起与美欧等国著名大型终端零售企业的贸易关系，拿单能力非常强。鱼加工业务会成为公司稳定的利润来源。

但目前公司冻鱼片加工存在产能瓶颈

一方面公司有可能保持现有产能不做扩张，通过产品结构来适度提高利润率。比如增加红鱼、真鲑鱼和黄金鲈鱼等高端产品加工比重，这类产品的毛利率稳定且都在 18% 以上。

另一方面公司也可能会收购兼并其他企业，扩大产能，将鱼产品加工业务继续做大做强。2004 年我国出口（冻）鱼片就已经达到 54 万吨，天宝目前出口量仅占 5% 左右。但大量出口企业普遍规模小，产品质量和管理能力参差不齐。如果天宝对其他企业实施收购，扩大产能理论上完全可行的。首先公司较强的拿单能力，不用担心产品销路，其次是设立美国麒麟公司后，鱼原料来源有保障。但我们认为，未来一段时间内，公司将会集中精力做好大豆冰淇淋业务。鱼加工业务的扩张短期不会出现。

3、2010 年鱼片加工收入和利润将有大幅度增长

目鱼片加工业务 2009 年收入在 6.8 亿元，按照 16% 的一般毛利率计算，以及 6% 的期间费用率计算，则净利润大约在 9000 多万元左右。未来鱼产品业务的利润增长空间在 2000--4000 万元左右（前提是毛利率有所提升一些，期间费用率有所下调。2009 年底公司库存原材料由 2008 年底的 3453 万元猛增到 13458 万元，我们理解原材料多为整鱼，作为（冻）鱼片加工的原料。一方面满足公司加工需求，另一方面作为直接贸易。这意味着 2010 年公司冻鱼片产量增加，且高端产品比重上升。

二、大豆冰淇淋业务——小荷刚露尖尖角，发展空间非常大

1、获得专利技术，占领市场先机

公司本次募投项目之一就是建设年产 5000 吨冰淇淋项目。本项目的技术来源于公司自主研发，“大豆植物蛋白冰淇淋生产新工艺”已取得独立知识产权。该技术成功地攻克了植物蛋白要脱腥除臭和要利于人体吸收两大难题，并已经取得了国家发明专利，处于国内领先水平。

目前国内大豆冰淇淋消费几乎为零，即便未来市场出现该类产品，由于价格较高，可能会在少数健康意识强且消费能力较高人群中先行消费。因此公司大豆冰淇淋市场将以出口为主。2009 年公司已经成功打开美国市场，拿到第一笔 210 吨订单，获得 1600 多万元收入。对方客户为一家餐饮连锁企业。由于欧洲国家有餐后甜点的消费习惯。冰淇淋消费人群普及到各个年龄。销售渠道也以餐饮和零售。这与中国人冰淇淋纳凉解暑的消费诉求有明显差异。

此外公司利用目前客户资源，直接销售到终端，节约大量广告宣传费用，出口冰淇淋的利润率会高达 30%。

根据公司募投资金说明，冰淇淋如果达产，5000 吨冰淇淋会实现收入 28000 万元，内部收益率大约为 17%，实现利润为 4700 万元左右。这是理想状态，短期内冰淇淋处于市场拓展期，特别是以大连为中心的国内市场，营销费用会较高，利润率会略低于预期。

2006 年公司大豆冰淇淋试生产 450 吨，收入 1008 万元，全部投放到大连市场尝试性销售。2009 年产量不足 1000 吨，收入 2500 万元，其中 210 吨和 1600 万元来自出口美国订单。国内售价低，吨价大约在 1.5—2.5 万



元左右，且需要市场推广费，导致利润率低于出口。

我们目前无法判断 2010 年公司大豆冰淇淋实际出口量，按照保守的 300 吨、出口单价按照 7.6 万元/吨、净利润率 30% 计算，出口收入预计 2280 万元，净利润 684 万元。

2010 年国内冰淇淋销售量能够大约在 4000 吨左右。除了高端的大豆冰淇淋外，公司还生产一部分中低端产品。吨价约 2.5 万元/吨计算，实现收入 10220 万元，净利润 1124 万元左右。合计大豆冰淇淋实现净利润约为 1800 万元。

2、2010 年是大豆冰淇淋出口空间将被打开

我们认为 2010 年对于公司大豆冰淇淋出口业务来说是非常关键一年。2009 年实现出口第一单，初步打开国际市场，并在价格上和产品品质方面均获得国际客户认可。如果 2010 年出口量增长良好，则未来出口空间就被打开，增长量将是巨大的。我们保守估计 2010 年出口量至少在 300 吨。

3、公司未来大豆冰淇淋出口重点寄希望在日美市场

日本民族对大豆食用开发非常广泛，也相当成熟，对大豆冰淇淋认同度也非常高。日本冰淇淋年消费量 77.97 万吨，其中大豆冰淇淋 33.91 万吨，占比 43.49%，这个比例全球最高。天宝要在成熟市场上销售自己品牌冰淇淋，优势在于优质原料与低成本；不利因素是新建品牌需要时间。公司采取的办法就是销售本土化，2010 年 1 月份收购了日本 HOKUDAI 公司，这是日本著名医药和食品研发和生产贸易商 ASTEM 旗下一家子公司。主营水产品、农产品生鲜蔬菜以及干菜和加工食品的研发和贸易，与目前天宝公司业务非常吻合。通过收购当地贸易公司可以立刻拥有销售渠道，并且很快建立起日本消费者的信任感和亲切感。我们假设天宝大豆冰淇淋在日本市场占有率达到 1%，销售量就是 340 吨；如果达到 5%，就是 1700 吨。而如果实现销售量 800 吨，获得的利润基本就能达到天宝国内全部销售的利润水平。

面对美国 600 万吨，日本 80 多万吨的冰淇淋市场，天宝 5000 吨产量非常少，市场一旦打开，销售量增长会快速增长。

2009 年公司出资 350 万美元，在美国西雅图设立麒麟国际有限公司（KIRIN INTERNATIONAL INC）。公司主营进出口业务、农副产品、土畜产品销售、豆制品、冷冻食品。目前公司主要原料为阿拉斯加深海水产品，主要鱼片产品也大部分销往美国。该公司成立后，将聘用当地人，直接在美国本土建立销售平台。这对公司大豆冰淇淋在美国销售也将起到积极作用。因为冰淇淋和鱼片在美国属于同一个销售渠道，即餐饮和商超。

三、气调库保鲜业务

公司气调库在 2008 年 4 月份进入可运行阶段，经过 2009 年一年运行，基本了解诸如大樱桃、苹果、砂糖桔以及黄桃等水果的各项贮备技术指标。到 2010 年将进入全面启用阶段。气调库静态储备量为 1 万吨，但动态储备量可以达到 13500 吨。其中 2000 吨用于冰淇淋和原料储备，其他用于农产品储备。

气调库的盈利模式由两部分构成：一部分是公司自收自储农产品（主要为水果和食用菌等）实施反季节销售，平均毛利率在 20% 以上。另一部分来自出租气调库，获得出租收益，毛利率达到 27.34%。由此我们判断，如果水果自收自储利润率不能超过 27.34%，就不如全部出租气调库。而按照一般水果特别是大樱桃等高端水果反季节销售毛利率应该都达到 30% 以上甚至更高才可行。目前情况看，一般性水果的毛利率为 20%，而大樱桃毛利率可以达到 30%-40%。

2010 年 6-7 月份是大连金州地区大樱桃上市时间，我们对公司实际储备量还不能准确预测，但通过敏感性分析，发现该项业务利润弹性非常大，2010 年和未来两年对业绩贡献也将呈现爆发式增长，

假设公司樱桃储备量会达到 2000 吨，如果按照 3 个月储备期计算，大樱桃出售单价 40 元/公斤，收入有



望达到 8000 万元，按照 35% 的利润率计算，净利润 2800 万元。假设气调库租赁收入维持 900 万元不变，可实现利润 246 万元

四、海外贸易业务

收购日本 HOKUDAI 公司 100% 股权花费天宝 1.45 亿元，远比在美国设立麒麟公司花费 350 美元高的多，这里包括一定库存商品。该公司 2009 年收入 2.2 亿元，净利润为 650 万元，净利润率 2.95%。2010 年该公司将纳入天宝合并报表，这会导致公司整体毛利率水平下降。

设立美国麒麟公司（KIRIN INTERATION.INC）时间是 2009 年 6 月份，尚没有收入和利润情况披露，但如果主营为进出口贸易，公司利润率不会超过 4%。日本和美国公司设立会提高公司鱼片业务利润率，因为公司购买原料和出售鱼片不再支付贸易商费用。但会降低公司整体利润率水平。

2010 年盈利预测

一、产量假设：水产品产量 3 万吨、冰淇淋产量 5000 吨、大樱桃储备量 2000 吨

二、收入预测：鱼片收入	75000 万元
冰淇淋收入	12500 万元
气调库租赁收入	900 万元
农产品销售收入	18000 万元
海外贸易公司收入	30000 万元
合计收入	136400 万元

三、毛利率假设：鱼片毛利率在 16%、国内冰淇淋毛利率 35%、营销费用率 25%、大樱桃利润率 35%、一般农产品销售毛利率 20%、仓储 27%、海外贸易利润率 3%

表 2：分业务营业指标预测

项目	鱼片	冰淇淋	农产品	仓储	海外贸易	合计
主营收入（万元）	75000	12500	18000	900	30000	136400
毛利润（万元）	12000	3577+684	4500	246	900	21907
营销费用（万元）	700	2555	300			2875
管理费用（万元）						1109
财务费用（万元）						2900
营业利润（万元）						15023
净利润（万元）						14793
属母公司股东净利润（万元）						14793
核算股本总数（万股）						9800
每股收益（元/股）						1.51

未来营销费用增长部分主要是大豆冰淇淋在国内销售业务，我们按照高于快速消费品营销费用/营业收入 25% 计算，国内冰淇淋营销费用 2000 多万元。

而管理费用/营业收入比率会有所下降。原因在于公司 2007 年新招聘 1000 多名新员工，比以前增加 73%。已经为 2008 年以后的各项新增业务做准备，因此 2010 年业务量大幅度增加也不会导致人力成本明显增加。但



未来中国人工工资处于上涨周期中，作为劳动密集型产业，公司人工成本和管理费用没有下降的可能性。

我们判断财务费用下降大约 1000 万元。公开发股前，建设项目利用银行借贷，借款费用资本化金额在 2007 年底大约为 1400 万元左右，在募集资金后冲回做财务费用，2009 年，财务费用/营业收入比率达到 3.45%。全部冲回后，2010 年财务费用会相应减少约 1000 万元左右。但没有将此减项列入公司利润预测。

风险因素：

一、大樱桃贮备量和价格变动判断不准确

二、海外公司贸易额预测数据不够准确，日本公司所得税率情况不明

估值与投资建议

根据业绩预测，公司 2010 年动态估值为 24 倍，远低于农业龙头公司平均估值水平。考虑公司冰淇淋业务与气调库业务正处于发展初期，未来两年会支撑公司收入和利润高速增长，我们给予公司动态 35 倍市盈率，目标价位 53 元。调高投资评级为“买入”。



Line chart showing the stock price of Tianbao Shares (天宝股份) from May 2009 to May 2010. The chart includes the stock price (股价), the target price (目标价) at 30.0, and the percentage change from the opening price (相对于涨跌幅). The stock price starts around 17.0, dips to 15.0 in August, then rises to a peak of 40.0 in April 2010 before ending at 35.0. The percentage change is mostly positive, reaching 100% in April 2010.

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑绮：北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者，农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

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

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

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。