


天宝股份 (002220):
主业恢复增长 新业务贡献利润增长点
研究报告—新消费—农业
评级: 增持
分析师: 孙 霞

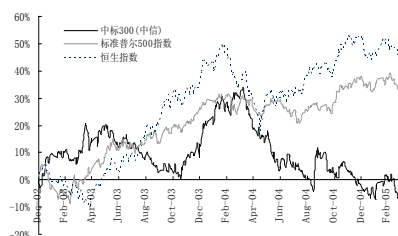
执业证书编号: S0350208120571

电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现

市场数据 2010. 07. 29

当前价格 (元)	21.44
52 周价格区间 (元)	15-45.09
总市值 (百万)	4202.24
流通市值 (百万)	1453.44
总股本 (万股)	19600
流通股 (万股)	6779.08
日均成交额 (百万)	44.54
近一月换手 (%)	84.66

财务数据 FYE

毛利率	14.13%
净利率	9.83%
净资产收益率	7.6%
总资产收益率	4.66%
资产负债率	50.32%
现金分红收益率	-
市盈率	36
市净率	6.81

事件

2010 年公司实现主营业务收入 47751.53 万元, 同比增长 59.52%; 实现营业利润 4477 万元, 比上年增长 150.26%; 归属母公司所有者的净利润为 4693 万元, 比去年同期增长 122.67%。2010 年上半年实现税后每股收益 0.24 元。

2010 年 7 月 28 日, 公司公布非公开增发预案, 拟以 15.94 元/股的价格非公开发行股票不超过 4000 万股, 募集资金 6 亿元投向水产品加工和冰淇淋加工两大项目。

点评
水产品业务恢复增长

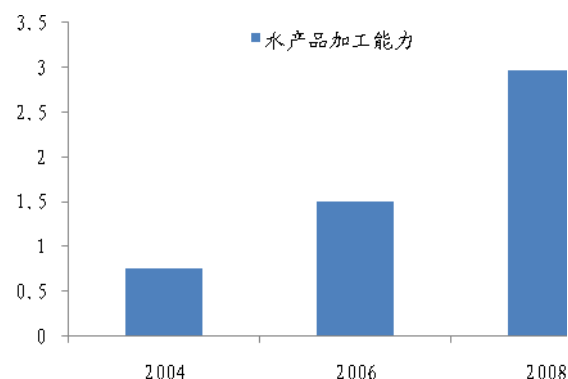
随着 09 年下半年水产品需求的恢复, 国内冻鱼和冻鱼片的出口量和出口价格均出现回升。公司水产品加工业务也出现恢复性增长, 2.97 万吨的产能已经满负荷运转, 上半年公司水产品加工业务销售收入增长 60.4%, 利润同比增长 47%。利润增速慢于收入增速的主要原因是美国麒麟公司同时从事原料销售致使毛利率有所下降。目前公司订单充足且原料储备充分, 能保证下半年消费旺季的生产和销售。

图 1 冻鱼、冻鱼片月出口量和均价（万吨、美元/吨）



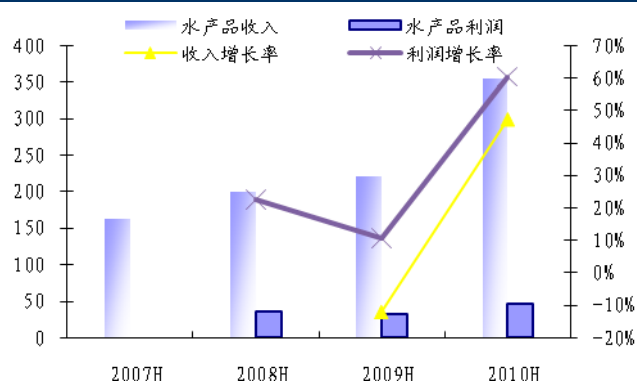
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2 水产品加工能力



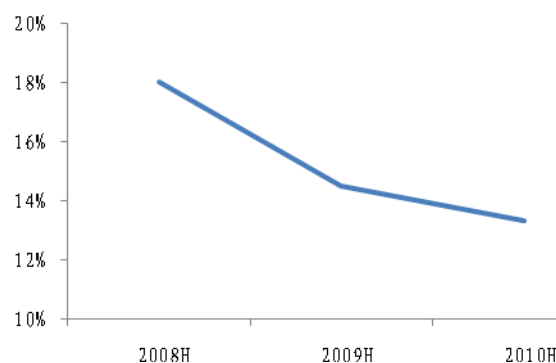
资料来源：国海证券研究所

图 3 水产品加工业务收入、利润及增长率（百万元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4 水产品业务毛利率



资料来源：WIND

大豆冰淇淋未来前景广阔

上半年公司冰淇淋销售收入达到 1891.22 万元，是去年同期的 23.33 倍。大幅增长的主要原因是经过市场的培育，国内及国外的销售均具有了明显的提高。

继 09 年四季度与一家美国餐饮企业签订 210 吨的订单后，公司已成功进入美国市场，出口美国的单价达到 7.62 万元/吨，且为自有品牌。大豆冰淇淋的销售渠道主是餐饮和商超，与水产品加工业务相同。美国麒麟公司的成立有利于整合销售渠道，扩大大豆冰淇淋在美国的销售，今年上半年公司出口 100.8 吨。

大豆冰淇淋未来发展空间大，短期内将以国外市场开拓为主。美国和日本的大豆冰淇淋市场比较成熟。美国大豆冰淇淋年均消费量达到 700 多万吨，且消费模式为餐后甜点，属于基本消费品。日本冰淇淋的年均消费量保持在 80 万吨左右，大豆冰淇淋的比重逐年上升，目前已达到一半以上。公司以其品质优及低成本优势，在美国市场具有一定的竞争力，且公司最大出口量其占消费市场的比例不足 1%，对其市场的影响力较小，故公司大豆冰淇淋出口业务达 50% 以上的高毛利率优势将有望保持。公司可以通过麒麟国际和 HOKUDAI 公司整合现有渠道继续开拓美国市场、进军日本市场。而在产能方面，公司 5000 吨的大豆冰淇淋产能已经可以达到完全投产。

低温气调库反季节销售主要下半年贡献业绩

低温气调库通过 09 年一年的试运行，已经掌握了大樱桃、苹果、黄桃等水果的各项贮备技术指标。此后将随着水果存储量的增加而进入业绩释放期。

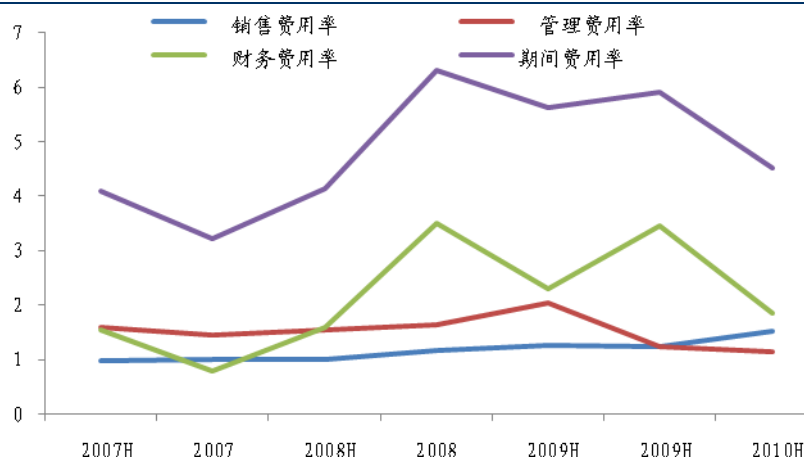
低温气调库的运行给公司带来新的盈利模式。除部分用于大豆冰淇淋原料的储备外，其余的用于果蔬储备，其盈利模式有两种：一是用于出租，一般为高档农产品，毛利率可达到 27.34%；二是用于地方优势果蔬品种的储存，进行反季节销售，提高其附加值。

附加值高的大樱桃的反季节销售将是未来重点储藏的品种之一。而樱桃的反季节销售主要体现在四季度，因此，低温气调库的业绩贡献主要在下半年。

费用控制能力较强

2010 年上半年，公司的期间费用率为 4.51%，较去年同期下降 1.11 个百分点，下降的主要原因是公司生产规模扩大产生规模效应，导致管理费用率降低。

图 5 期间费用率



资料来源：WIND、国海证券研究所

拟定向增发项目扩大产能，保证公司业绩的持续增长

公司拟定向增发项目，将扩大公司产能，保持业绩的持续释放。水产品业务将新增 2 万吨产能，公司的水产品加工业务拥有大量的优质客户，美国麒麟公司的成立有助于整合客户资源和原料的采购，水产品新增产能能被有效消化。公司大豆冰淇淋的出口已经打开，目前正在拓展日本市场，而即将新增的产能占美国和日本市场的比例小，对美国和日本的市场不构成影响，产能的扩张将带来公司冰淇淋业绩的大幅增长。

给予“增持”评级

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.60、0.76 元，对应的市盈率分别为 36、28 倍。随着下游需求的恢复，

公司水产品加工业务今年将回升，在拟新增产能未投产前将在保持现有产能的基础上，通过调整产品结构，保持业务的稳定。公司的创新业务大豆冰淇淋和低温气调库已经进入盈利阶段，未来增长空间大，将持续为公司贡献新的盈利增长点。拟定向增发项目将继续扩大公司产能，保证公司业绩的持续增长。给予“增持”评级。

敏感性分析

由于公司大豆冰淇淋和樱桃贮藏反季节销售业务均处于发展期，每年大豆冰淇淋的出口量与樱桃的贮藏量具有一定的不确定，对此进行敏感性分析，以 09 年的各项指标进行大致预测，大豆冰淇淋每出口 100 吨和樱桃每贮藏 100 吨对公司 EPS 的影响约 0.02 元。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。