



农业/必需消费

天宝股份 (002220)

下半年国内冷饮业务发力

 **秦军**
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 S0880206080312

本报告导读:

天宝股份冷饮业务地位将愈加重要,未来可能会超过水产品出口成为主要盈利来源,考虑募投项目将提前开建,提高 11-12 年 EPS 预测,提高目标价到 24 元,增持。

事件:

- 天宝股份在报出靓丽中报的同时,公告了一个较大的增发计划,将水产品产能从目前的 3 万吨增加到 5 万吨,将冷饮产能从目前的 5 千吨提高到 5 万吨(其中 1.5 万吨大豆蛋白冰淇淋)。
- 我们在上周末走访了天宝股份,获得了较为积极的信息:天宝股份的水产品及冰淇淋项目会在下半年某个时候由公司自行筹集资金先行开工,预计明年 4 季度水产品加工新产能可投入使用。
- 天宝股份依靠盈利丰厚的出口保证冷饮业务整体盈利,未来随着内销规模扩大,一旦越过盈利平衡点,将贡献可观的盈利,在水产品出口盈利受到人民币升值、人工成本上升等因素侵蚀的同时,冷饮业务在未来某个时间将成为天宝股份的主要盈利来源。
- 考虑到天宝股份将先期开建募投项目,我们提高其 11-12 年盈利预测,目前对 10-12 年 EPS 预测为 0.60/0.82/1.06 元,考虑到 4 季度估值中枢切换的预期,我们上调天宝股份的目标价到 24 元,维持增持评级。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 20.00

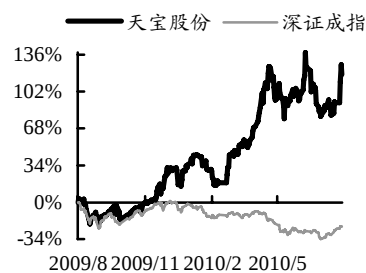
当前价格: 20.59

2010.08.02

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.00-45.09
总市值 (百万元)	4,036
总股本/流通 A 股 (百万股)	196/68
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	35%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	62

52 周内股价走势图



相关报告

《定向增发大幅提升产能》	2010.07.28
《2010 年募投项目进入收获期》	2010.03.31
《年报超预期,提升盈利预测与目标价》	2010.02.26
《老核心,新里程》	2009.12.03

评论:

一、与中期报告相关的问题

(1) 水产品加工收入增速较快与订单结构有关。剔除美国子公司的原料贸易之外,天宝股份水产品收入增速较快主要是由于订单结构发生变化,高货值的订单占比上升,使得销售收入上升。

(2) 毛利率略降与成本上涨有关。水产品毛利率略有下降与人工工资、水电价格上涨有一定关系。

二、公司对水产品四期的规划

(1) 项目开工时间早于非公开发行完成时间。由于天宝股份水产品订单饱满,目前产能已经捉襟见肘,公司将于下半年某个时间开始建设水产品四期(2 万吨)。由于利用厂区内目前现有土地进行建设,建设周期会比较短,公司预计明年就可以建成并产生部分销售收入。

三、公司对冷饮业务的未来定位

- (1) **出口业务盈利确保冷饮盈利。**上半年天宝股份冷饮产量约 1600 吨，其中 100 吨出口，内销 1500 吨。由于出口的大豆蛋白冰淇淋单价、毛利率水平均较高，得以确保冷饮业务整体盈利。
- (2) **致力于成为区域性品牌。**上半年的冷饮内销量虽然较高，但处于市场开拓期，销售费用较高，加之内销以普通冷饮为主，单价不高，因此内销基本不盈利。从长远来看，天宝股份希望以大连为中心，将其冷饮品牌打造成东北地区的区域性品牌。从今年上半年的情况来看，初期进展比较顺利。

四、我们的判断：业务重心或将切换

(1) **冷饮业务地位愈加重要。**本次非公开发行募投项目将冷饮产能提高 10 倍到 5 万吨超出了我们的预期。根据公告的募投项目可研报告，新增 4.5 万吨产能将产生 7.5 亿元的收入，新增利润 5600 万元，超过水产品四期的收入、利润贡献。通过此次非公开发行，我们认为冷饮业务在天宝股份业务架构中的地位将趋于上升，随着销售收入规模增大，其冷饮内销可能在未来某个时间越过盈利平衡点，贡献可观的业绩。在人民币升值、劳动力成本上升等不利条件侵蚀水产品出口利润的同时，冷饮业务或将在未来某个时间成为天宝股份的主要利润来源。

(2) **上调 11-12 年 EPS 预测。**考虑到下半年天宝股份将自筹资金先期投入募投项目，我们上调了天宝股份 2011-12 年的 EPS 预测，上调后的 10-12 年 EPS 预测为 0.60/0.82/1.06 元，仍将保持较高的业绩增长，考虑到 4 季度估值中枢切换的预期，我们上调天宝股份的目标价到 24 元，维持增持评级。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		