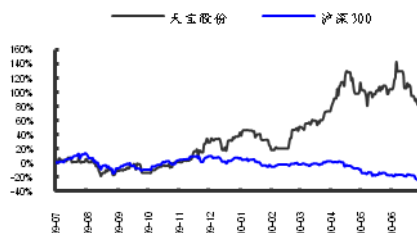


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
天宝股份	13.7	21.2	111.7
沪深 300	7.7	1.1	-19.7

市场数据 2010.08.11

当前价格 (元)	20.28
52 周价格区间 (元)	15-45.09
总市值 (百万)	3974.88
流通市值 (百万)	1374.80
总股本 (万股)	19600
流通股 (万股)	6779.08
日均成交额 (百万)	46.31
近一月换手 (%)	124.43

相关报告

《天宝股份中报分析: 主业恢复增长 新业务贡献利润增长点》, 2010.7.29

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。

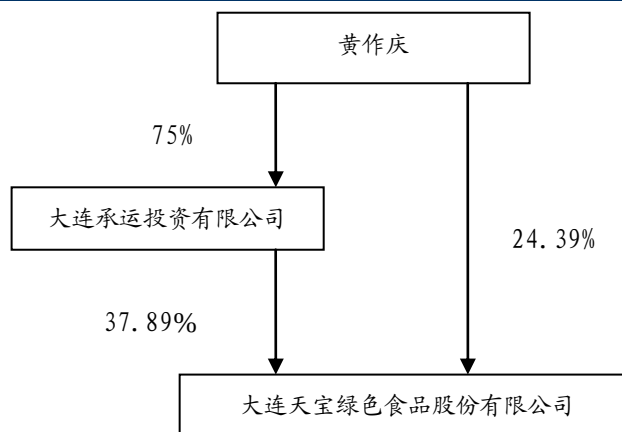
- 随着下游需求的恢复, 水产品加工行业自 09 年四季度开始回升, 预计公司 2010 年公司水产品加工业务将实现满产, 业绩也将恢复增长。未来公司将继续扩大产能, 在新产能未投产前, 公司将通过调整产品结构, 保持业务的稳定或略增长。
- 大豆冰淇淋和低温气调库已经开始盈利, 未来增长空间大, 将成为公司主要的盈利增长点。
- 大豆冰淇淋未来发展空间大。已于 09 年四季度成功打开美国市场, 单价达到 7.62 万元/吨, 远高于国内均价, 毛利率高达 50% 以上。美国和日本市场比较成熟, 短期内公司将以国外市场为主。大豆冰淇淋的销售渠道主要是餐饮和商超, 与水产品加工的销售渠道相同, 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。公司可供出口量占其消费市场的比例不足 1%, 高毛利也可能维持。
- 低温气调库带来新的盈利模式。公司气调库有出租和自储销售两种盈利模式。大樱桃是附加值较高的品种, 金州区大樱桃完全达产, 产量可达 10 万吨。按规律, 2011 年或将成为盛产期的第一年, 未来大樱桃的反季节贮藏销售空间较大。
- 美国麒麟公司的成立和日本 HOKUDAI 的收购, 有利于公司整合美国和日本的销售渠道, 除巩固现有业务外, 还可以加大大豆冰淇淋在两国市场的拓展。
- 预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.60、0.76 元, 对应的市盈率分别为 34、27 倍, 低于同类公司估值, 给予“增持”评级。
- 公司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。

预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	635.97	857.96	1038.62	1120.48
营业利润 (百万元)	64.86	70.18	104.42	135.99
净利润 (百万元)	67.61	75.78	110.31	141.88
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.39	0.60	0.76
摊薄每股净资产 (元)	5.37	5.92	6.19	6.89
加权平均 ROE (%)	15.15	13.79	16	19

区域农业龙头公司

大连天宝绿色食品股份有限公司（简称“天宝股份”）成立于 2001 年 5 月 16 日，是全国农业产业化优秀龙头企业。于 2008 年 2 月 28 日在深交所上市，经多次股本扩张后，目前总股本为 1.96 亿股，其中流通股 0.68 亿股。2011 年 3 月 2 日，公司将实现全流通。公司实际控制人为董事长黄作庆。

Figure 1 股权结构图



资料来源：公司公告

公司拥有冻鱼片生产能力达 2.97 万吨、农产品加工能力 2 万吨、大豆冰淇淋 5000 吨和 1 万吨的低温气调库仓储能力。未来大豆冰淇淋和低温气调库将成为公司新的盈利增长点。

海外子公司整合国外销售渠道

公司在美国和日本分别拥有一家子公司。2009 年 5 月，公司在美国西雅图投资 350 万美元，设立麒麟国际有限公司。2010 年 2 月，公司以自有资金 2073 万美元收购 HOKUDAI 100% 股权。

海外子公司将有利于公司整合国外销售渠道。麒麟公司的成立在一定程度上将保证公司冻鱼原材料的采购，同时可整合销售渠道，加大公司冰淇淋业务的出口。收购 HOKUDAI 的资金大幅高于自设麒麟公司的资金的主要原因在于：HOKUDAI 拥有一定的商品库存。HOKUDAI 为贸易公司，拥有相当稳固，强大的采购、销售渠道。收购后，HOKUDAI 原有业务仍将继续维持。HOKUDAI 的收购利于公司在日本渠道的整合，加快冰淇淋业务在日本的拓展。

国家政策对农产品加工业大力支持

农产品加工业已经成为国民经济发展中总量最大、发展最快、对“三农”带动最大的支柱产业之一。1982 年至 1986 年，中央连续五年发布了关于三农问题的“一号文件”；自 2004 年以来，中央为指导农业、农村工作也连续七年发出“一号文件”对农业发展进行支持。

根据我国“十一五”期间农产品加工发展目标，在结构调整和产业不断升级、质量和效益明显提高、加工能耗显著降低的前提下，力争实现年均增长 12% 的发展速度，到 2010 年，农产品加工业产值突破 7 万亿元，农产品加工业总产值与农业产值之比超过 1.5:1。

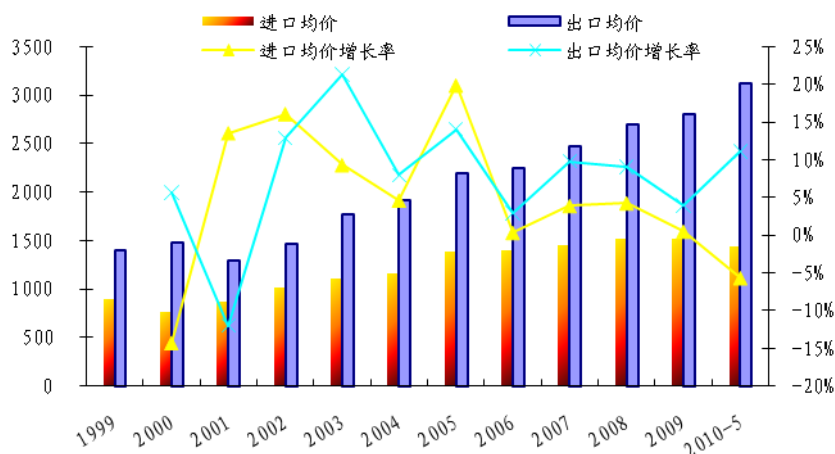
水产品行业稳步发展

世界水产品市场仍具有较为稳定的增长空间。据联合国粮农组织（FAO）预测，2030 年世界人均水产品的消费将从目前的 16 千克上升到 22.5 千克。

现阶段，我国居民仍以采购鲜活初级水产品为主，水产品加工消费市场尚未形成。由于劳动力成本优势，我国水产品加工企业多以外购原料加工后对外出口作为其主要经营模式。我国水产品加工品种绝大多数为国外日常消费的（冻）鱼片，如鳕鱼、真鳕鱼、鲈鱼等（冻）鱼片。产品主要销售区域为欧盟、美国及加拿大、日本、韩国等国家或地区。

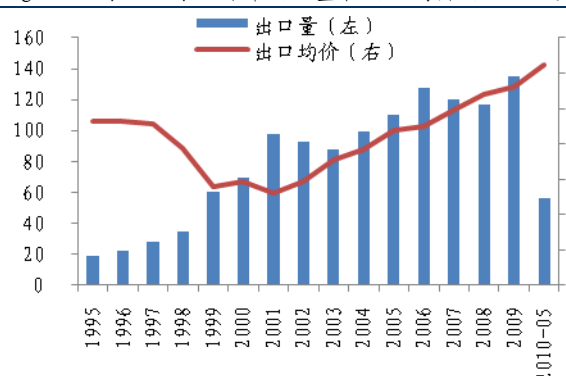
冻鱼片加工出口在我国得到了较快速的增长，2009 年我国冻鱼、冻鱼片的出口量达到 135 万吨。年出口均价呈上升趋势，且增长幅度高于冻鱼进口均价的增幅。09 年随着经济的恢复，国外需求增加，冻鱼、冻鱼的出口量同比上升，出口均价也自四季度开始回升。

Figure 2 冻鱼进出口均价及同比增长率（美元/吨）



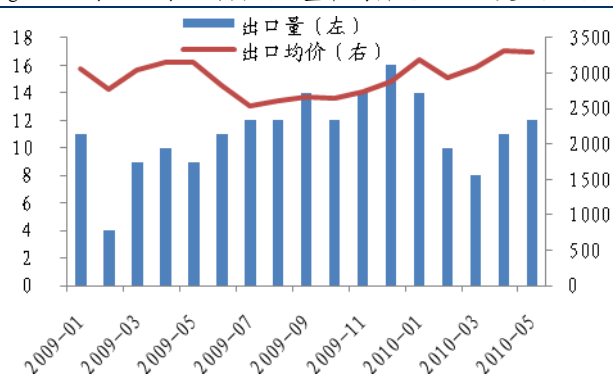
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 3 冻鱼、冻鱼片年出口量和出口均价（万吨、美元/吨）



资料来源：WIND、国海证券研究所

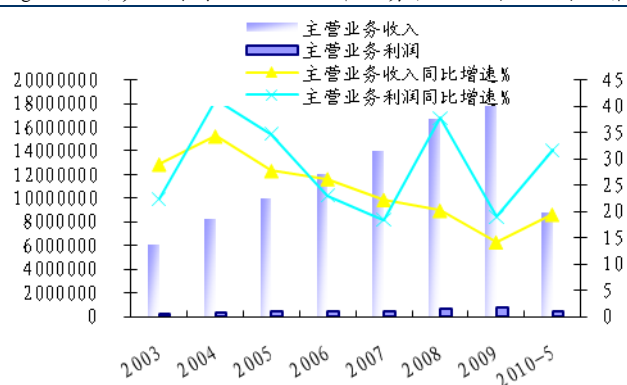
Figure 4 冻鱼、冻鱼片月出口量和均价（万吨、美元/吨）



资料来源：WIND、国海证券研究所

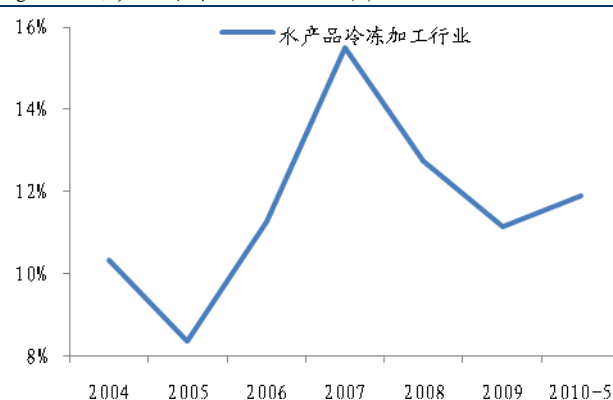
随着国外需求的恢复，2010 年水产品冷冻行业的主营业务收入、利润以及毛利率也同时出现回升。

Figure 5 水产品冷冻加工企业主营业务收入、利润及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 6 水产品冷冻加工企业毛利率



资料来源：WIND、国海证券研究所

大豆植物蛋白冰淇淋符合消费新模式，市场发展前景好

冰淇淋以其美观、冰凉、快乐与甜蜜的感受，自十九世纪问世以来，越来越受到世界各地人们的喜爱。20 世纪 90 年代后期，随着伊利、蒙牛等国内品牌在冰淇淋领域异军突起，雀巢、和路雪、哈根达斯等国外品牌纷纷进入我国市场。但是，这些品牌主要采用奶或奶粉制冰淇淋的生产工艺，产品属于动物蛋白冰淇淋。

相对于动物蛋白冰淇淋，植物蛋白冰淇淋具有低胆固醇、低热量的优点，其更符合现代健康理念，是未来消费升级的一种产品。动物蛋白冰淇淋和植物蛋白冰淇淋生产原料的唯一差别在于：动物蛋白冰淇淋主要原料为奶或奶粉，植物蛋白冰淇淋主要原料为大豆。从日本等发达国家近年的消费现状可以判断，这一产品将成为中高档消费群体的一种消

费趋势，有较好的市场前景。

Figure 7 动物、植物蛋白冰淇淋生产主要原料

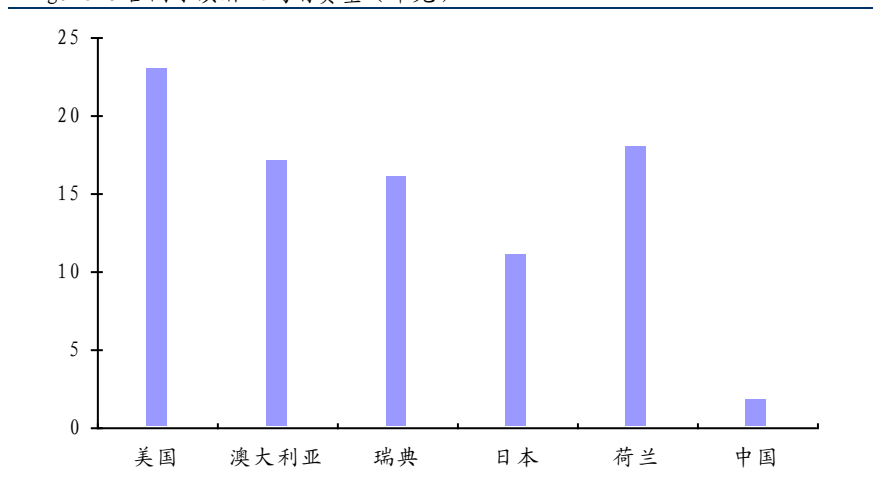
品种	主要原料	主要特点
动物蛋白冰淇淋	奶或奶粉、糖、巧克力、棕榈油	含饱和脂肪和胆固醇较高，长期食用会造成肥胖和胆固醇偏高。
植物蛋白冰淇淋	大豆、糖、巧克力、棕榈油	含饱和脂肪和胆固醇较高较低，同时含有大量膳食纤维，长期食用对人体有保健作用。

资料来源：招股说明书

植物蛋白冰淇淋市场基本处于寡头垄断状态。大豆植物蛋白冰淇淋的工艺复杂，最主要的技巧是从豆乳中脱腥脱臭。该项技术不易掌握，进入门槛高。

中国的冰淇淋消费市场空间巨大。从 90 年代以来，每年以约 10% 的速度递增，中国冷饮产量增加了 12 倍。但人均消费量仅为 1.7 千克，与世界人均水平相比还有很大的差距。世界第一大冰淇淋消费国人均消费量是 23 千克，同为亚洲国家的日本人均消费量为 11 千克。发达国家的大豆冰淇淋占比已经在 40% 以上，而我国尚处于起步阶段，未来发展空间大。

Figure 8 各国冰淇淋人均消费量（千克）

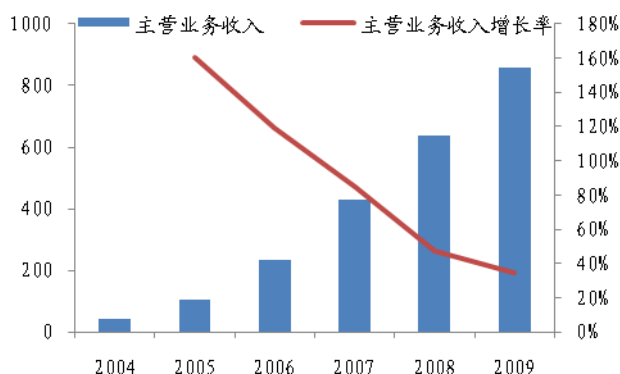


资料来源：公司公告

主营业务快速增长，冰淇淋和低温气调库将成为新的利润增长点

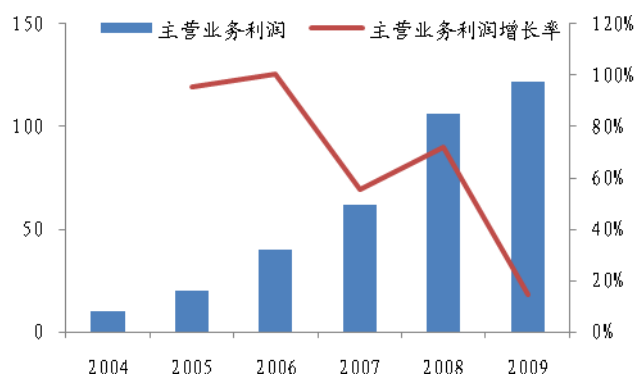
随着公司产能规模的不断扩张及销售渠道的拓展，公司的主营业务收入快速增长，收入由 0.41 亿元增长到 8.56 亿元，增长了 20 倍。由于基数的扩大，收入增速呈下降趋势，但近 6 年的复合增长率达到 66%。主营业务利润近 6 年的复合增长率为 51%，略低于收入增速，主要是由于新业务的前期开发成本和设备折旧的影响。

Figure 9 主营业务收入及增长率



资料来源：公司公告、国海证券研究所

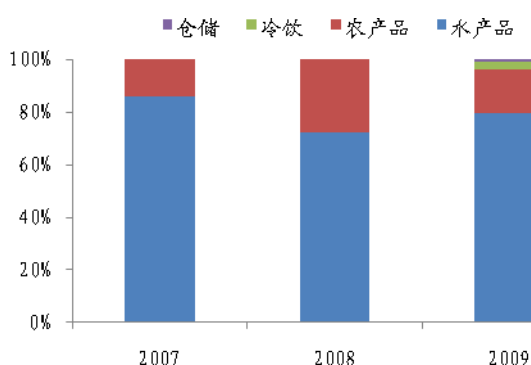
Figure 10 主营业务利润及增长率



资料来源：公司公告、国海证券研究所

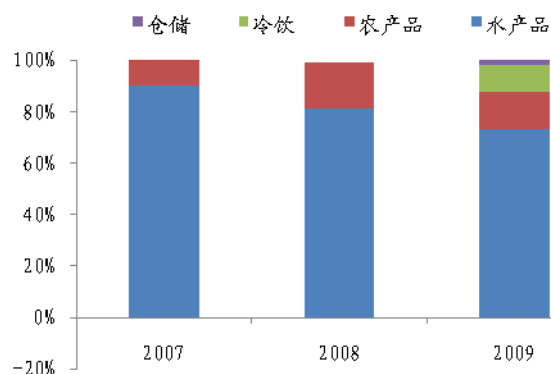
水产品加工业务是公司收入和利润的主要来源，约占 70%以上。随着募投项目的投产，大豆冰淇淋和低温气调库在 2010 年一季度已经开始盈利，未来将成为公司新的盈利增长点。由于水产品加工毛利率低于新业务，随着新业务的逐步拓展，其所占利润的比重将成下滑趋势。

Figure 11 主营业务收入构成



资料来源：公司公告、国海证券研究所

Figure 12 主营业务利润构成

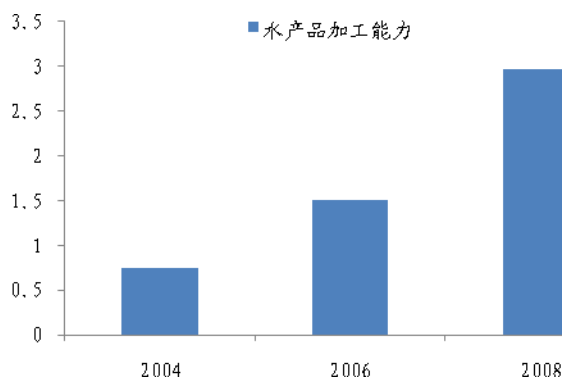


资料来源：公司公告、国海证券研究所

水产品加工业务将继续扩张

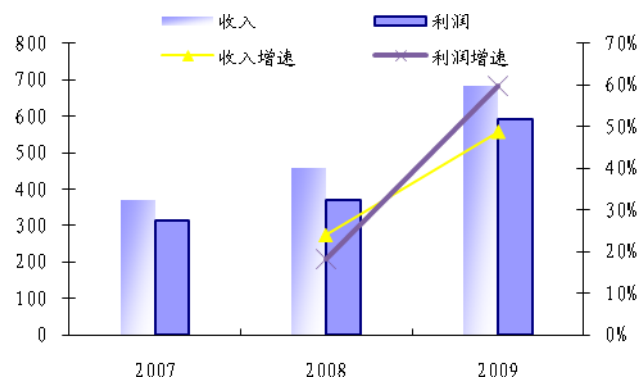
公司自 2004 年开始水产品加工业务，产能由 0.75 万吨扩张到目前的 2.97 万吨，收入也由 04 年的 115 万元快速扩张到 09 年的 6825 万元。随着 09 年下半年水产品市场需求的恢复和产能的释放，2009 年水产品加工业务的收入和利润同比出现快速回升，收入和利润的增速分别达到 49%、60%。09 年四季度公司已基本满负荷运作。

Figure 13 水产品加工能力 (万吨)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

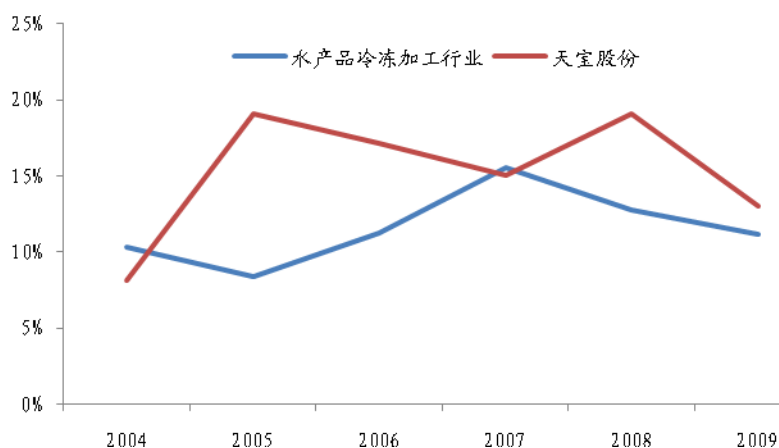
Figure 14 水产品加工业务收入、利润及同比增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司毛利率高于行业平均水平。公司水产品加工的 90%以上为进料加工业务，原料全部来自进口深海捕捞产品，对产品的质量有一定的保证。公司毛利率高于行业平均，主要原因在于：1. 原料是冻鱼片加工的主要成本，公司一直从事进出口业务，积累了相当数量的稳定的优质客户资源，部分客户实力雄厚，拥有全球各主要地区的销售网络，且拥有捕捞船队，亦向本公司提供原材料；2. 原料的供货旺季为每年的 11 月至来年的 2 月，可以根据成本与下游客户商谈产品价格；3. 水产品加工产品种类较多，主要有真鳕鱼、鳕鱼、黄金鲽鱼、红鱼等，各品种的毛利率差别较大，可以通过调整产品结构，保证毛利率。

Figure 15 公司水产品加工毛利率高于行业平均水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

未来公司水产品加工业务将继续扩大产能。随着下游需求的回升，公司 2010 年水产品加工业务将回升。目前公司冻鱼片产能已经达到满产，根据公司近期披露的定向增发预案，将新增产能 2 万吨。在新增产

能未投产前，公司将通过调整产品结构，做精做深，稳定或提高产品价格和毛利率。

大豆冰淇淋前景广阔

公司的大豆冰淇淋项目的技术是自主研发，且“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脱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。

公司自 06 年开始在大连市场试销大豆冰淇淋，销量为 450 吨，收入达到 1049 万元，单价达到 2.45 万元/吨。公司于 09 年四季度已成功打开美国市场，与美国的一家餐饮企业签订了 210 吨的订单，这也是公司水产品加工业务的客户。公司出口美国的单价达到 7.62 万元/吨，且为自有品牌。公司在国内除销售大豆冰淇淋外，还同时销售动物蛋白冰淇淋，分摊大豆冰淇淋在国内的推广费用。09 年公司冷饮的毛利率达到 49.6%，根据国内冷饮行业的毛利率在 20%左右（伊利股份的冷饮产品的毛利率也仅约 33%）判断，出口美国的大豆冰淇淋的毛利率高达 50%以上。目前，公司大豆冰淇淋产能为 5000 吨，已经可以完全投产。

短期内，公司大豆冰淇淋业务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的高毛利率优势将有望保持。大豆冰淇淋的销售渠道主要是餐饮和商超，与水产品加工的销售渠道相同，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。

大豆冰淇淋在国内属于新型消费，国内处于市场导入期。但随着人民生活水平的提高，健康绿色的植物蛋白冰淇淋将被逐步接受，未来需求增长空间大。公司在国内市场将以大豆冰淇淋和动物蛋白冰淇淋共存。未来市场起步时，公司将借助品牌的优势反攻国内市场。

未来公司将继续扩大冰淇淋产能。根据公司近期披露的定向增发预案，公司拟新增 4.5 万吨冰淇淋的产能，其中大豆冰淇淋的产能为 1.5 万吨，占美国和日本市场消费量的比例仍比较低。届时随着冰淇淋市场

的打开及新增产能的释放，公司冰淇淋业绩将大幅增长。

预计大豆冰淇淋 2010、2011 年的出口量分别将达到 300、500 万吨。

低温气调库带来新的盈利模式

气调库在严格控制库温的基础上，通过调节环境气体成分，使水果、蔬菜维持生命活动的前提下，能有效延缓水果、蔬菜的生理代谢，推迟后熟衰老和防止腐败变质，大大延长其出库后的货保期，保证其鲜度和营养成分不变。综合来看，其优点是保鲜效果好、保鲜期长、减少贮藏损失和货架期长（在保持相同质量的前提下，气调贮藏的货架期是冷藏的 2-3 倍）。而公司采用的是意大利的超低氧专利技术（ULO 技术），相对其他竞争对手具有一定的优势。

Figure 16 气调库贮藏和传统贮藏的区别

传统冷藏	在一定范围内贮藏温度降低，果树呼吸强度变弱
气调库贮藏	在降低库温的同时，降低氧气含量，提高二氧化碳含量，达到抑制果蔬呼吸强度的目的，从而延缓果蔬完熟期，减少叶绿素损失，防止果胶水解，从而使气调库贮藏比传统冷藏能更好地储藏时间，保持果蔬贮藏质量

资料来源：WIND、国海证券研究所

气调库在我国农产品的运用中处于发展阶段。从世界发达国家农产品产值构成来看，农产品产值的 70%以上是通过产中的贮运、保鲜、加工等环节来实现。而我国还存在较大的差距。我国农产品种植面积的增长潜力相对有限，“量”向“质”方向的转化和产销区域的协调是目前需解决的问题。气调库在农产品上的运用将使这些问题迎刃而解，并提高产品的附加值，增加农民收入。

公司低温气调库的静态容量为 1 万吨，动态为 1.35 万吨，共有 33 间气调库。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 36%；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。

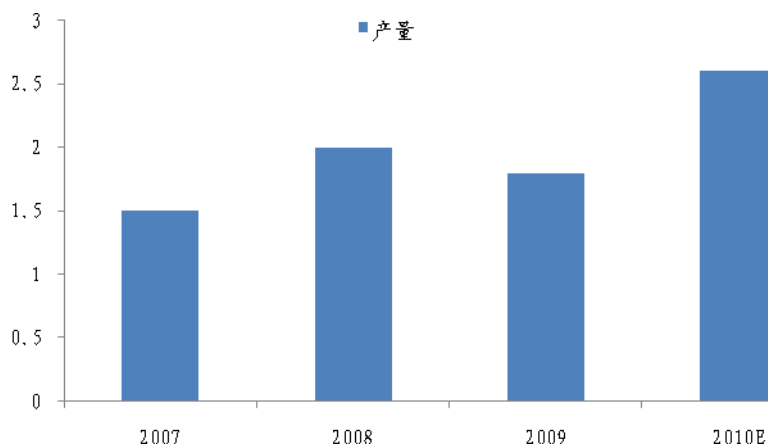
公司的低温气调库于 08 年 4 月份进入可运行阶段，经过 09 年一年的运行，已经掌握了大樱桃、苹果、黄桃等水果的各项贮备技术指标。此后将随着水果存储量的增加而进入业绩释放期。

公司所处大连金州区是大连的“菜篮子工程”基地，同时盛产水果，为公司气调库的运用提供了基础。金州盛产的苹果因其果大、甜脆享誉国内外，目前已开始出口。本地新开发和种植的大樱桃将是未来储藏反

季节销售的重点。

大樱桃反季节储藏销售空间较大。大樱桃(又称西洋樱桃或甜樱桃)是一种早熟名贵水果,为果中珍品,在我国北方素有“春果第一枝”的美誉。由于上市时间集中,保鲜期短满足不了市场的长期需求,且供应量少和营养价值高,因此大樱桃是附加值较高的水果之一。大樱桃的种植适种区域只有金州区和烟台。金州区大樱桃于 2007 年被核准注册成为地理标志证明商标,已连续举办四届樱桃节。2008 年产量达到 2 万吨,占全国总产量的 25%。2006 年金州区完成 10.26 万亩大樱桃种植面积,完全达产,产量可达到 10 万吨。大樱桃一般三年挂果,5-7 年后达到盛果期。在不出现大的自然灾害下,金州区每年的结果树面积的增加带来产量的提高,2011 年或将成为盛产期的第一年。全球樱桃产量不足 300 万吨,远不能满足市场需求。即使金州区樱桃产量大幅增长,樱桃仍将是附加值较高的品种,为公司气调库的充分利用提供保障,毛利率仍将至少维持在 30%以上。预计 2010、2011 年公司贮藏大樱桃分别为 400 吨、1000 吨。

Figure 17 金州区樱桃产量(万吨)



资料来源:国海证券研究所

注:大连开发区与金州区于 2010 年 4 月合并为金州新区

盈利预测

我们对公司未来两年的盈利预测基于以下的假设:

1. 2010、2011 年水产品业务收入分别增长 20%、5%,毛利率分别为 14%、15%;

2. 2010 年冰淇淋内外销分别为 4000、300 吨,毛利率 42%; 2011 年冰淇淋内外销分别为 4500、500 万吨,毛利率为 45%;

3. 2010、2011 年樱桃贮藏量分别为 400、1000 吨，毛利率约 40%；

4. 期间费用略有下降；

5. HOKUDAI 公司原有业务的利润为 650 万元。

Figure 18 盈利预测表（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入	635.97	857.96	1038.62	1120.48
营业收入	635.97	857.96	1038.62	1120.48
二、营业总成本	571.11	787.78	934.21	984.49
营业成本	529.73	736.23	877.13	927.59
营业税金及附加	1.16	0.6	1.20	2.00
销售费用	7.4	10.52	14.33	13.45
管理费用	10.43	10.65	14.54	13.45
财务费用	22.31	29.59	27.00	28.01
资产减值损失	0.08	0.19		
三、其他经营收益				
四、营业利润	64.86	70.18	104.42	135.99
加：营业外收入	2.97	5.68	6.00	6.00
减：营业外支出	0.21	0.07	0.09	0.09
五、利润总额	67.61	75.79	110.33	141.90
减：所得税		0.01	0.01	0.01
六、净利润	67.61	75.78	110.31	141.88
归属于母公司所有者的净利润	67.61	75.78	110.31	141.88
HOKUDAI 公司利润			6.50	6.50
合计			118.09	148.53
每股收益(元)	0.34	0.39	0.60	0.76

资料来源：国海证券研究所

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。

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 34、27 倍，低于同类公司估值。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。未来两年公司的复合增长率达到 40%，给予“增持”评级。

Figure 19 水产品 and 冷冻食品上市公司估值情况

	股价	EPS		PE	
	8.11	2010E	2011E	2010E	2011E
东方海洋	13.53	0.31	0.42	43.65	32.21
好当家	10.16	0.26	0.31	39.08	32.77
獐子岛	37.87	0.82	0.98	46.18	38.64
三全食品	34.15	0.68	0.93	50.22	36.72
平均				44.78	35.09

资料来源：国海证券研究所

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。