

天宝股份 (002220)
冰淇淋内销将逐步成为业务重心

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

本报告导读:

收入高增长、毛利率提升导致天宝股份前三季度业绩翻番，未来水产品仍是盈利主力，冰淇淋内销逐步成为业务重心，今年 EPS 预测 0.60/0.82 元，增持，目标价 24 元。

投资要点:

- **前三季度业绩增长 110%。**天宝股份 2010 年前三季度营业收入 7.88 亿元，增长 55.7%；净利润 6953 万元，增长 110.2%，EPS 为 0.355 元。其中第三季度净利润 2259 万元，增长 88.2%。
- **毛利率明显回升，费用率略升。**高货值批次比例上升导致水产品出口业务毛利率略升，冰淇淋出口及气调库业务毛利率则同比明显上升，综合毛利率达 15.0%，同比上升 3.1 个百分点；三项费用率 6.3%，略升 0.3 个百分点。
- **水产品仍将是盈利主力。**我们认为在未来 2-3 年的时间里，水产品仍将是天宝股份的盈利主要来源，由于目前产能已经饱和，公司有余地选择高毛利订单，对毛利率提升有帮助。通过再融资扩大水产品加工产能将成为业绩增长的稳定器。
- **未来冰淇淋业务更倚重国内。**目前天宝股份的冰淇淋业务格局是“内销做规模、出口做利润”，前三季度冰淇淋收入同比增加 31.5 倍。天宝计划未来将重心向内销倾斜，一旦越过盈利平衡，将成为新的利润增长点。
- **维持增持评级，目标价 24 元。**基于对来年水产品毛利率提升、冰淇淋内外销收入增长的乐观预期，我们维持天宝股份 2010-12 年业绩预测 0.60/0.82/1.06 元，维持增持评级，目标价 24 元。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 24.00

当前价格: 20.79

2010.10.28

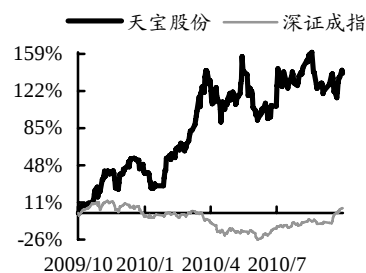
交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.20-45.09
总市值 (百万元)	4,075
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)	4
日均成交值 (百万元)	76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	617
每股净资产	3.15
市净率	6.6
净负债率	87%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.026	0.104
Q2	0.081	0.135
Q3	0.061	0.115
Q4	0.218	0.249
全年	0.387	0.604

52周内股价走势图


升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	15%	137%
相对指数	-15%	-13%	129%

相关报告

中报点评:《下半年国内冷饮业务发力》	2010.08.02
调研简报:《定向增发大幅提升产能》	2010.07.28
季报点评:《2010 年募投项目进入收获期》	2010.03.31
年报点评:《年报超预期,提升盈利预测与目标价》	2010.02.26
调研报告:《老核心,新里程》	2009.12.01

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	636	858	1,161	1,421	1,725
(+/-)%	47.4%	34.9%	35.3%	22.4%	21.4%
经营利润 (EBIT)	87	100	156	198	246
(+/-)%	70.5%	14.5%	56.8%	26.5%	24.4%
净利润	68	76	118	160	209
(+/-)%	41.8%	12.1%	56.3%	34.9%	30.5%
每股净收益 (元)	0.34	0.39	0.60	0.82	1.06
每股股利 (元)	0.27	0.10	0.24	0.33	0.43

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	13.7%	11.6%	10.2%	11.3%	12.1%
净资产收益率(%)	12.8%	13.1%	17.2%	19.4%	20.8%
投入资本回报率(%)	11.5%	12.8%	17.8%	20.7%	23.2%
EV/EBITDA	12.2	9.6	6.8	5.6	4.6
市盈率	60.3	53.8	34.4	25.5	19.5
股息率 (%)	1.3%	0.5%	1.2%	1.6%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2010.10.28

股票研究

必需消费

农业

天宝股份 (002220)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.00

上次预测: 24.00

当前价格: 20.79

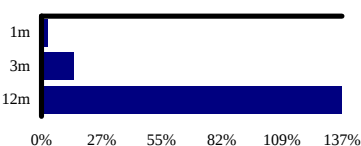
公司网址

www.cn-tianbao.com

公司简介

公司是一家以出口为主的加工型企业, 主营业务为以水产品加工出口为主的农副产品加工、销售, 是全国农业产业化优秀龙头企业、全国农产品加工示范企业、全国农产品加工业出口示范企业。截至在深圳上市, 公司拥有水产品加工车间 1.5 万多平方米, (冻) 鱼片年生产能力可达 1.5 万吨; 农产品加工车间 2,000 多平方米, 年综合生产能力可达 1 万吨。公司的白瓜子、滑子蘑等产品市场主要为中东、意大利、日本、美国及加拿大等国家或地区, 水产品加工已成为本公司主要业务收入和利润来源, 业务模式主要以进料加工为主, 产品市场主要为欧盟、美国及加拿大、日本、韩国等国家或地区。自 2006 年公司开始大豆植物蛋白冰淇淋的试生产, 冷饮业务成为公司的新增业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.20-45.09

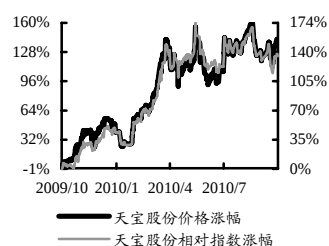
市值 (百万)

4,075

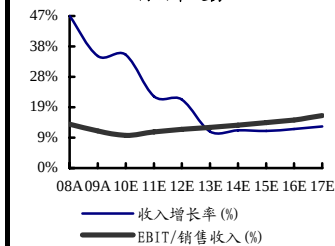
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	636	858	1,161	1,421	1,725	1,921	2,147	2,396	2,690	3,038
营业成本	530	736	961	1,153	1,398	1,550	1,724	1,912	2,128	2,382
营业税费	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
销售费用	7	11	28	43	52	58	64	72	81	91
管理费用	10	11	14	26	28	31	34	38	43	49
财务费用	22	30	38	38	38	37	35	34	32	15
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	65	70	118	160	209	244	287	339	404	499
利润总额	68	76	118	160	209	244	287	339	404	499
所得税	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利润	68	76	118	160	209	244	287	339	404	499
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	49	60	54	106	164	319	490	692	2,350	2,825
其他流动资产	405	598	797	967	1,173	1,304	1,455	1,619	1,811	2,038
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	453	431	393	355	316	278	240	202	163	125
无形资产及其他资产	0	0	-38	-76	-115	-153	-191	-229	-268	-306
资产合计	908	1,089	1,205	1,351	1,539	1,748	1,994	2,283	4,057	4,683
流动负债	100	252	273	291	313	327	343	361	382	407
非流动负债	281	257	257	257	257	257	257	257	257	257
股东权益	526	580	689	825	1,002	1,204	1,442	1,724	2,060	2,478
投入资本(IC)	761	778	878	954	1,062	1,103	1,161	1,231	1,325	1,450
现金流量表										
NOPLAT	87	100	156	198	246	281	322	373	436	514
折旧与摊销	21	37	38	38	38	38	38	38	38	38
营运流动资金增量	-163	-39	-177	-152	-185	-117	-134	-146	1,258	-
资本支出	-107	-15	38	38	38	38	38	38	38	38
自由现金流	-162	83	56	122	138	240	264	303	1,770	591
营运现金流	-52	104	17	84	100	202	226	265	1,732	552
投资现金流	-107	-15	38	38	38	38	38	38	38	38
融资现金流	161	401	-62	-70	-79	-86	-93	-102	-113	-115
现金流净增加额	2	490	-6	52	59	154	172	201	1,658	476
财务指标										
成长性										
收入增长率	47.4%	34.9%	35.3%	22.4%	21.4%	11.4%	11.8%	11.6%	12.2%	13.0%
EBIT 增长率	70.5%	14.5%	56.8%	26.5%	24.4%	14.0%	14.9%	15.6%	16.8%	18.1%
净利润增长率	41.8%	12.1%	56.3%	34.9%	30.5%	16.8%	17.8%	18.2%	19.1%	23.6%
利润率										
毛利率	16.7%	14.2%	17.2%	18.8%	18.9%	19.3%	19.7%	20.2%	20.9%	21.6%
EBIT 率	13.7%	11.6%	10.2%	11.3%	12.1%	12.7%	13.4%	14.2%	15.0%	16.4%
净利润率	10.6%	8.8%	10.2%	11.2%	12.1%	12.7%	13.4%	14.2%	15.0%	16.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.8%	13.1%	17.2%	19.4%	20.8%	20.2%	19.9%	19.7%	19.6%	20.1%
总资产收益率(ROA)	7.4%	7.0%	9.8%	11.8%	13.5%	13.9%	14.4%	14.9%	10.0%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	11.5%	12.8%	17.8%	20.7%	23.2%	25.4%	27.8%	30.3%	32.9%	35.5%
运营能力										
存货周转天数	94	99	113	118	117	122	122	122	122	122
应收账款周转天数	73	90	90	94	94	98	98	98	98	97
总资产周转天数	436	425	361	328	306	312	318	326	430	525
净利润现金含量	-0.8	1.4	0.1	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	4.3	1.1
资本支出/收入	16.8%	1.7%	-3.3%	-2.7%	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.4%	-1.3%
偿债能力										
资产负债率	42.0%	46.7%	43.5%	39.9%	36.2%	32.7%	29.4%	26.4%	23.7%	21.1%
净负债率	49.2%	65.7%	56.2%	40.6%	27.6%	10.2%	-3.4%	-14.5%	-92.7%	-96.2%
估值比率										
PE	85.4	60.3	53.8	34.4	25.5	19.5	16.7	14.2	12.0	10.1
PB	6.4	3.9	3.5	3.0	2.5	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
P/S	2.5	3.2	2.4	1.8	1.4	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	22.7	12.2	9.6	6.8	5.6	4.6	4.1	3.6	3.2	2.8
股息率	0.0%	1.3%	0.5%	1.2%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	3.3%	4.0%

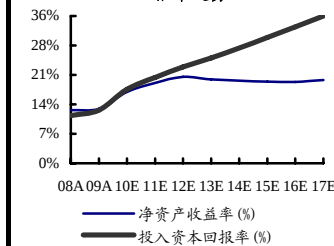
股票绝对涨幅和相对涨幅



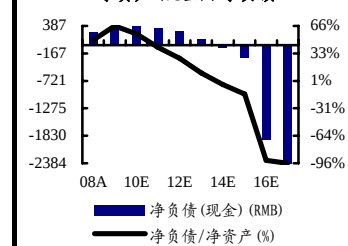
利润率趋势



回报率趋势



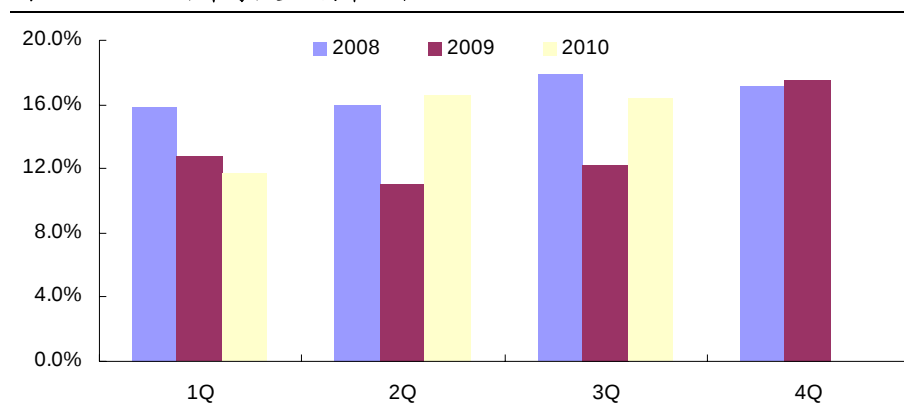
净资产(现金)/净负债



天宝股份季度利润简表

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
营业收入	101.1	198.2	206.9	351.8	242.8	234.7	310.5
YoY	-1.9%	2.6%	75.4%	58.6%	140.1%	18.4%	50.1%
营业成本	88.2	176.4	181.5	290.1	214.3	195.7	259.8
毛利率	12.8%	11.0%	12.3%	17.5%	11.7%	16.6%	16.3%
销售费用	1.3	2.5	2.0	4.7	3.3	4.0	13.9
管理费用	2.4	3.7	2.2	2.3	2.4	3.1	2.7
财务费用	4.2	2.7	9.3	13.4	3.9	4.9	11.3
三项费用率	7.8%	4.5%	6.5%	5.8%	3.9%	5.1%	9.0%
净利润	5.1	16.0	12.0	42.7	20.4	26.6	22.6
YoY	-57.9%	-34.3%	56.1%	81.8%	298.8%	66.3%	88.2%
净利润率	5.1%	8.1%	5.8%	12.1%	8.4%	11.3%	7.3%

图 1: 天宝股份单季度毛利率比较



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

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		