

天宝股份

业绩不达预期，下调评级至“中性”

公司公告称 13 年盈利将同比下滑

公司公告称因水产品收入下滑和汇兑损失造成 13 年盈利同比下滑。我们认为，水产品收入下滑主要是由于价格谈判拖延和关税对货期的影响。我们预计这些订单有望在 14 年一季度实现收入；13 年人民币升值给公司带来 1356.6 万元汇兑损失（11 年为 1299 万元），我们预计升值也有可能降低进口原料成本，有望部分抵消汇率影响。

暖冬影响冷饮销量，13 年预计零增长

13 年入冬以来，东北华北地区气温偏高，原本业内预期的北方冬季冷饮旺季并未出现（低温将促进室内冷饮消费）。根据渠道跟踪数据，我们预计公司 2013 年冷饮销量约为 1.1 万吨，同比持平，低于原来 1.7 万吨的销量预期。

下调 2013-2015 年盈利预测

我们认为，13 年公司水产四期产能释放未达预期，东北凉夏和暖冬影响 13 年冷饮销量，且海外业务发生汇兑损失。考虑到公司 13 年产能投放未达预期，并可能造成市场费用投放不足而影响 14-15 年的市场开拓，我们将对公司 13-15 年收入预期由 21.4/26.7/31.2 亿元下调为 18.2/21.2/25.0 亿元，净利润由 2.0/2.8/3.7 亿元下调为 1.4/2.0/2.6 亿元。

估值：下调目标价至 7.20 元，下调评级至“中性”

我们将对公司 13-15 年 EPS 预期由 0.44/0.61/0.79 元下调为 0.30/0.43/0.57 元。根据瑞银 VCAM 工具，WACC 假设为 8.3%，我们得到目标价为 7.20 元（原为 8.90 元），将评级由“买入”下调为“中性”。

Equities

中国

农业

12 个月评级

中性

之前：买入

12 个月目标价

Rmb7.20

之前：Rmb8.90

股价

Rmb6.70

路透代码: 002220.SZ 彭博代码 002220 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb8.10-6.29
市值	Rmb3.11 十亿/US\$0.51 十亿
已发行股本	465 百万 (ORDA)
流通股比例	79%
日均成交量(千股)	2,739
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb20.0
普通股股东权益(12/13E)	Rmb1.65 十亿
市净率(12/13E)	1.9x
净债务 / EBITDA	1.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.44	0.30	-32.34	0.44
12/14E	0.61	0.43	-29.77	0.61
12/15E	0.79	0.57	-28.70	0.79

王鹏

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,169	1,467	1,773	1,822	2,116	2,504	2,917	3,286
息税前利润(UBS)	153	235	240	243	288	368	451	523
净利润(UBS)	122	171	151	138	198	263	340	404
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.31	0.40	0.33	0.30	0.43	0.57	0.73	0.87
每股股息 (Rmb)	0.00	0.08	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净债务 / (现金)	(555)	(547)	(661)	(500)	(354)	(218)	(12)	273
盈利能力与估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	13.1	16.0	13.5	13.4	13.6	14.7	15.4	15.9
ROIC (EBIT) (%)	13.7	14.6	11.5	11.3	13.3	16.4	19.1	21.3
EV/EBITDA(core)x	21.2	15.8	14.7	12.1	9.5	7.2	6.1	4.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	29.4	22.6	24.3	22.5	15.8	11.8	9.2	7.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	1.3	(14.0)	(0.6)	8.0	7.8	8.0	10.5	13.4
净股息收益率(%)	0.0	0.9	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 01 月 27 日 19 时 26 分的股价(Rmb6.70)得出：

www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制。特此鸣谢潘嘉怡(erica-poon.werkun@ubs.com)对本报告的编制提供信息。**分析师声明及要求披露的项目从第 10 页开始**。UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此，投资者应注意，本公司可能会对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2014/01/28 06:03

投资主题

天宝股份

投资理由

公司基于冷链进行了适度多元化，业绩核心驱动要素在于产能。我们认为公司运营效率高，海外订单稳定，预计水产加工和冷饮产能翻番的扩产计划将推动业绩持续增长。

市场可能认为公司 OEM 模式遭遇劳力成本压力，担忧公司多元化前景。我们认为多元化没有脱离高效管理和冷链两个竞争优势，公司现市场份额较小，新产能投产后仍有望获得市场空间。我们预测 2013-2015 年 EPS 为 0.30/0.43/0.57 元（市场一致预期 0.44/0.60/0.79），目标价 7.20 元（WACC8.3%），对应 13-15 年 PE 为 24/17/13 倍，给予“中性”评级。

乐观情景

如果海外水产订单充沛，公司 2 万吨水产新产能开工率高，14 年水产业务毛利额增长超过 25%，同时如果汇率变化趋于平缓，那么基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，公司每股估值可能达到 8.05 元。

悲观情景

如果海外需求偏淡导致水产加工毛利率降低，14 年毛利额增长仅 10%，且主销区气候变化影响公司冷饮销量，同时人民币持续快速升值，那么基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，公司每股估值可跌至 6.36 元。

近期催化剂

14 年一季报可能收入增长较快。我们预计公司在 13 年延缓发货的水产订单，有望在 14 年一季度确认收入，将对业绩有明显推升作用，有利于股价表现。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb7.20

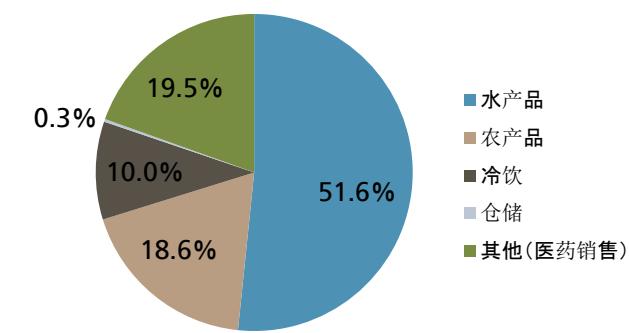
公司简介

天宝股份是中国领先的私营水产品加工出口企业。公司地处中国辽宁大连，交通发达，同时也在美国日本等地设有子公司，为未来的全球化经营进行了良好的布局。公司还从事冷饮生产，产品主要面向国际市场（大豆冰淇淋）和国内市场（牛奶冰淇淋）。此外还经营农产品加工出口和低氧气调物流库业务。

行业展望

中国水产加工行业面临劳动力成本上升和中国动物源食品声誉两大压力，产业外移明显。但部分优质进料加工企业仍有稳定客户和成长空间。中国冷饮业受冷链限制而较为分散，区域性企业仍有成长空间。公司管理效率较高，客户需求旺盛，我们对其盈利增长前景保持乐观。

收入按产品分布 2012 年 (%)



来源：公司公告

各类产品毛利：

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利					
水产品	170.5	176.0	160.0	181.5	243.8
农产品	42.4	64.5	80.0	72.1	74.3
冷饮	82.1	88.6	82.5	129.6	165.6
仓储	3.8	1.3	1.3	1.3	1.3
其他(医药销售)	2.5	16.0	16.0	16.0	16.0
总计	301.3	346.4	339.8	400.5	501.0

来源：公司公告 瑞银证券估算

王鹏，分析师，S1460511040005，dennis.wang@ubssecurities.com, +86-213-866 8837

天宝股份 2014 年 1 月 28 日

2014/01/28 06:03

UBS 瑞银 2

水产品收入延迟，预计 14 年一季度有望实现

公司公告称水产品的延缓发货包括两个原因，一是因规格较小而引起的价格谈判影响货期，二是买家为适应关税而调整了货期。如果进展顺利，我们预计这部分销售有望在 14 年一季度实现。

此外，据我们了解，公司四期水产车间主要以鳕鱼为主，2013 年因调试期长，全年产量有限。我们认为，公司四期车间自动化程度较高，但原料损耗较大，公司可能仍在摸索最高效的人机配合经验。我们预计 2014 年有望实现 50% 以上达产率（不过仍低于前期预期的 80% 达产率）。

升值影响报表，或通过低价原料弥补

公司公告称，由于 2013 年人民币对美元升值较大，导致汇兑损益 1356.6 万元（同比+305%），直接影响盈利。我们认为，公司的美元资产主要用于采购原料。如果假设汇率稳定或继续上升，我们预计 2014 年，即使原料的美元价格不变，公司按人民币计算的原料单价也将下滑。因此我们预计 14 年的原料可能出现降价，进而可能部分抵消 13 年汇兑损失影响。

从公司 13 年中报来看，已在财务费用中入账汇兑损失 512 万元，而 2011 年公司也曾经发生 1299 万元的汇兑损失。我们认为，公司作为进料加工企业，汇兑损益发生较为经常，属于正常经营范围。我们认为，如果公司加快汇率波动时的议价节奏，降低汇兑风险，将有利于股价表现。

图表 1: 13 年美元对人民币汇率由 6.25 至 6.05，人民币升值明显



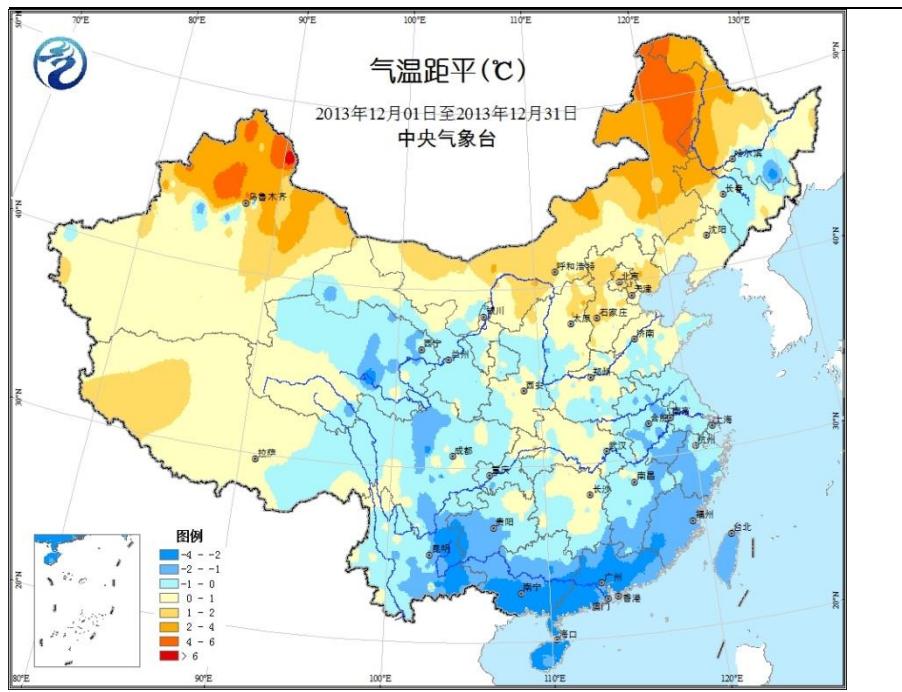
来源: WIND

暖冬影响冷饮销量，13 年同比预计持平

由于 2013 年入冬以来，东北华北地区气温偏高，原本业内预期的北方冬季冷饮小旺季并未出现。据公司表示，根据东北地区消费习惯，冬季如果室外气温较低，人们将更长时间处于室内活动，而干燥和高达 20 多摄氏度的室内环境将促进冷饮的销售。公司表示在过去几年注意到了这个消费特点并按季节特点安排了生产任务。

根据渠道跟踪数据，我们预计公司 2013 年冷饮销量约为 1.1 万吨，同比持平，低于原来 1.7 万吨的销量预期。据我们了解，国内一些大型乳品企业的冷饮业务也表现不佳。

图片 2: 13 年冬季中国东北和华北地区气温较常年偏高



来源: 中国兴农网

下调 2013-2016 年盈利预测

我们认为，从公司业务分解来看，1) 水产加工：13 年四期产能释放未达预期，同时发生销售延缓；2) 冷饮：东北地区的凉夏和暖冬影响 13 年销量；3) 海外业务发生汇兑损失，不过我们预期低价原料有望部分对冲负面影响。

我们调整了对公司产能释放的预期，进而调整了对公司收入预期如下：

图片 3: 我们下调了对公司水产品和冷饮的销量和收入预期

	调整后				调整前			
	2013E	2014E	2015E	2016E	2013E	2014E	2015E	2016E
水产品收入 (百万元)	900	1125	1410	1734	1197	1575	1880	2091
水产销量 (万吨)	2.0	2.5	3.0	3.4	2.7	3.5	4.0	4.1
冷饮收入 (百万元)	171	279	372	450	264	403	543	698
冷饮销量 (万吨)	1.1	1.8	2.4	2.9	1.7	2.6	3.5	4.5

来源: 瑞银证券估算

我们下调 2013 年销量预测的原因在于：水产品延缓销售和冷饮受暖冬影响。

我们下调 2014-2016 年销量预测的原因在于：水产品四期新产能的投产进度和冷饮的市场推广力度低于我们此前预期。

考虑到公司产能投放未达预期，并可能造成市场费用投放不足而影响未来市场开拓，我们下调了对公司未来盈利预测如下：

图片 4: 我们下调了对公司 2013-2016 年的盈利预测

	调整后				调整前			
	2013E	2014E	2015E	2016E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,822	2,116	2,504	2,917	2,141	2,668	3,123	3,499
营业成本	1,482	1,715	2,003	2,312	1,726	2,150	2,478	2,737
财务费用	99	81	93	93	88	81	93	93
净利润	138	198	263	340	204	281	369	460
EPS(元)	0.30	0.43	0.57	0.73	0.44	0.61	0.79	0.99

注: 单位: 百万元 来源: 瑞银证券估算。

估值: 下调目标价至 7.20 元, 下调评级至“中性”

从公司 2012-2013 年的表现来看, 我们认为公司在成长到一定阶段后 (收入超 15 亿元, 盈利超 1.5 亿元), 高管团队能力受到挑战, 尤其是同时进行水产海外采购/海外销售、农产品加工出口、冷饮国内外采购销售及冷链物流等业务, 跨度大, 范围广。因此, 我们认为公司短期内增长乏力, 有待内部改革和流程再造。

我们下调对公司 2013-2015 年的盈利预测, EPS 预期由 0.44/0.61/0.79 元下调为 0.30/0.43/0.57 元。其中 14 年同比增速较高, 主要是 13 年部分订单延缓发货和 14 年产能释放较多的影响。

根据瑞银 VCAM 工具, WACC 假设为 8.3%, 我们得到公司目标价为 7.20 元 (原为 8.90 元), 将评级由“买入”下调为“中性”。

图片 5: 我们对公司的目标价是 7.20 元

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	288	368	451	523	520	567	528	475	408	328
折旧及摊销*	85	102	110	116	90	98	104	109	114	119
资本支出	0	(50)	(50)	(50)	(54)	(59)	(67)	(75)	(84)	(93)
运营资本变动	(123)	(159)	(168)	(151)	(181)	(188)	(206)	(205)	(201)	(194)
所得税 (营运)	(14)	(18)	(23)	(26)	(10)	(11)	(15)	(17)	(17)	(16)
其他	(9)	(12)	(12)	(11)	(9)	(10)	(10)	(10)	(9)	(9)
自由现金流	228	231	308	401	356	397	335	278	211	135
增长		1.5%	33.2%	30.2%	-11.3%	11.7%	-15.6%	-17.0%	-24.2%	-36.2%

估值		长期假设值			加权平均资本成本	
相对年		+10E	+15E	+25E	无风险利	4.40%
明计现金流现值	2,298				权益风	5.0%
期末价值 (第 20 年) 现值	1,289				溢价	
企业价值	3,587				贝塔系数	0.87
占永续价值百分比	36%				债务/权益比	27.4%
联营公司及其他	0				边际税率	16.0%
-少数股东权益	0				权益成本	8.8%
现金盈余 **	373				债务成本	5.7%
-债务***	882				WACC	8.3%
权益价值	3,077					
已发行股数 [m]	464.7					
每股权益价值 (Rmb/股)	6.62					
权益成本	8.8%					
股息收益率	0.0%					
1年期目标价 (Rmb/股)	7.20					

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.6x	7.6x	9.4x
企业价值 / 息税前利润	12.4x	9.7x	12.2x
自由现金流收益率	6.3%	6.4%	6.4%
市盈率 (现值)	15.6x	11.7x	15.2x
市盈率 (目标)	16.9x	12.7x	16.5x

期末假设值			
VCH(年数)	20		
对应的自由现金流增长	5.4%		
回报率增幅	8.4%		
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.6x		

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

天宝股份 (002220.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,169	1,467	1,773	1,822	2.7	2,116	16.1	2,504	2,917	3,286
毛利	202	301	345	340	-1.4	401	17.9	501	605	697
息税折旧摊销前利润(UBS)	192	278	290	306	5.6	374	22.0	470	561	639
折旧和摊销	(39)	(42)	(50)	(63)	25.5	(85)	35.1	(102)	(110)	(116)
息税前利润(UBS)	153	235	240	243	1.4	288	18.5	368	451	523
联营及投资收益	1	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	2	17	(3)	1	-	1	-23.1	2	1	1
净利息	(34)	(70)	(78)	(99)	-27.0	(81)	18.0	(93)	(93)	(98)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	122	182	159	145	-8.6	208	43.1	277	358	425
税项	0	(11)	(8)	(7)	6.5	(10)	-43.1	(14)	(18)	(21)
税后利润	122	171	151	138	-8.7	198	43.1	263	340	404
优先股股息及少数股权	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	122	171	151	138	-8.7	198	43.1	263	340	404
净利润(UBS)	122	171	151	138	-8.7	198	43.1	263	340	404
税率(%)	0.0	6.3	4.9	5.0	2.2	5.0	0.0	5.0	5.0	5.0
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.31	0.40	0.33	0.30	-8.7	0.43	43.1	0.57	0.73	0.87
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.31	0.40	0.33	0.30	-8.7	0.43	43.1	0.57	0.73	0.87
EPS (UBS, 基本)	0.31	0.40	0.33	0.30	-8.7	0.43	43.1	0.57	0.73	0.87
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.08	0.10	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	1.77	3.10	3.24	3.56	9.9	3.96	11.1	4.48	5.15	5.95
平均股数(稀释后)	392.00	427.00	464.73	464.73	0.0	464.73	0.0	464.73	464.73	464.73
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	48	293	580	410	-29.3	656	60.1	792	998	1,284
其他流动资产	867	1,284	1,335	1,339	0.3	1,470	9.8	1,640	1,820	1,981
流动资产总额	914	1,577	1,915	1,749	-8.7	2,127	21.6	2,433	2,819	3,265
有形固定资产净值	407	380	441	581	31.8	699	20.3	700	644	581
无形固定资产净值	0	65	64	61	-5.0	58	-5.3	55	51	48
投资/其他资产	5	362	494	343	-30.6	143	-58.3	93	93	93
总资产	1,326	2,384	2,915	2,734	-6.2	3,027	10.7	3,281	3,607	3,987
应付账款和其他短期负债	48	124	169	171	1.2	180	5.2	191	203	214
短期债务	270	723	831	500	-39.85	500	0.00	500	500	500
流动负债总额	318	847	1,000	671	-32.9	680	1.3	691	703	714
长期债务	309	88	375	375	0.0	475	26.7	475	475	475
其它长期负债	7	10	33	33	0.0	33	0.0	33	33	33
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	634	945	1,408	1,079	-23.4	1,188	10.1	1,199	1,211	1,222
普通股股东权益	692	1,439	1,506	1,655	9.9	1,839	11.1	2,082	2,396	2,766
少数股东权益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
负债和权益总计	1,326	2,384	2,915	2,734	-6.2	3,027	10.7	3,281	3,607	3,987
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	122	171	151	138	-8.7	198	43.1	263	340	404
折旧和摊销	39	42	50	63	25.5	85	35.1	102	110	116
营运资本变动净值	(124)	(207)	(22)	(1)	93.9	(123)	-9048.6	(158)	(168)	(151)
其他营业性现金流	28	56	69	100	45.5	81	-18.6	93	94	99
经营性现金流	66	62	248	300	20.8	242	-19.5	299	376	468
有形资本支出	(21)	(599)	(270)	(50)	81.5	0	-	(50)	(50)	(50)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(166)	144	0	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(187)	(456)	(270)	(50)	81.5	0	-	(50)	(50)	(50)
已付股息	(10)	0	(35)	(46)	-33.3	0	-	(113)	(120)	(132)
股份发行/回购	0	584	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(28)	(145)	(118)	(42)	64.26	(95)	-125.10	0	0	0
债务及优先股变化	148	136	(644)	(331)	48.56	100	-	0	0	0
融资性现金流	111	575	(797)	(420)	47.3	5	-	(113)	(120)	(132)
现金流量中现金的增加/(减少)	(10)	182	(819)	(170)	79.2	246	-	136	206	285
外汇/非现金项目	(2)	64	1,106	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(12)	246	287	(170)	-	246	-	136	206	285

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

天宝股份 (002220.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	29.4	22.6	24.3	22.5	15.8	11.8	9.2	7.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	29.4	22.6	24.3	22.5	15.8	11.8	9.2	7.7
股价/每股现金收益	22.3	18.1	18.2	15.5	11.0	8.5	6.9	6.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	1.3	(14.0)	(0.6)	8.0	7.8	8.0	10.5	13.4
净股息收益率(%)	0.0	0.9	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	5.2	2.9	2.4	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
企业价值/营业收入(核心)	3.5	3.0	2.4	2.0	1.7	1.4	1.2	0.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	21.2	15.8	14.7	12.1	9.5	7.2	6.1	4.7
企业价值/息税前利润(核心)	26.7	18.6	17.8	15.2	12.3	9.2	7.5	5.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	24.5	17.4	16.2	13.5	10.7	8.1	6.7	5.2
企业价值/运营投入资本	3.7	2.7	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	3,602	3,834	3,670	3,114	3,114	3,114	3,114	3,114
净债务 (现金)	477	551	604	581	427	286	286	(131)
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	4,079	4,385	4,275	3,694	3,541	3,399	3,399	2,983
- 非核心资产	(5)	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	4,074	4,385	4,275	3,694	3,541	3,399	3,399	2,983
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	36.2	25.5	20.8	2.7	16.1	18.4	16.5	12.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	39.9	44.9	4.4	5.6	22.0	25.8	19.3	13.9
息税前利润(UBS)	52.7	54.2	1.9	1.4	18.5	27.7	22.4	16.0
每股收益(UBS 稀释后)	61.5	28.1	-18.6	-8.7	43.1	33.0	29.4	18.8
每股股息净值	-100.0	NM	22.5	-	-	-	-	-
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	17.3	20.5	19.4	18.7	18.9	20.0	20.8	21.2
息税折旧摊销前利润率	16.4	18.9	16.4	16.8	17.7	18.8	19.2	19.4
息税前利润率	13.1	16.0	13.5	13.4	13.6	14.7	15.4	15.9
净利 (UBS) 率	10.5	11.6	8.5	7.6	9.3	10.5	11.7	12.3
ROIC (EBIT)	13.7	14.6	11.5	11.3	13.3	16.4	19.1	21.3
税后投资资本回报率	13.7	13.7	11.0	10.7	12.6	15.6	18.2	20.3
净股东权益回报率(UBS)	19.2	16.0	10.3	8.7	11.3	13.4	15.2	15.7
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	2.9	2.0	2.3	1.6	0.9	0.5	0.0	NM
净债务/总权益	80.2	38.0	43.9	30.2	19.2	10.5	0.5	(9.9)
净债务/(净债务 + 权益)	44.5	27.6	30.5	23.2	16.1	9.5	0.5	(11.0)
净债务/企业价值	13.6	12.5	15.5	13.5	10.0	6.4	0.3	(9.2)
资本支出 / 折旧 %	52.7	NM	NM	83.5	0.0	50.7	46.8	44.5
资本支出/营业收入(%)	1.8	NM	15.3	2.7	0.0	2.0	1.7	1.5
息税前利润/净利息	4.5	3.4	3.1	2.5	3.5	3.9	4.8	5.3
股息保障倍数 (UBS)	NM	4.9	3.3	-	-	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	0.0	20.4	30.7	-	-	-	-	-
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1,169	1,467	1,773	1,822	2,116	2,504	2,917	3,286
总计	1,169	1,467	1,773	1,822	2,116	2,504	2,917	3,286
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	153	235	240	243	288	368	451	523
总计	153	235	240	243	288	368	451	523

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+7.5%
预测股息收益率	0.0%
预测股票回报率	+7.5%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	-1.9%

风险声明

公司所处的水产品加工出口行业容易受到目的地国对水产品的食品检验标准变更、汇率变化和食品消费需求变化等风险的影响。同时公司经常于每年初大量采购存货，如果库存管理不当，对业绩有不利影响。公司的冰淇淋业务容易受到消费者偏好改变和食品安全事件的影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级 定义		覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6%以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6%以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义		覆盖 ³ 投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 预测股票收益率 (FSR) 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价）**处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应。**短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：王鹏。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
天宝股份	002220.SZ	买入	不适用	Rmb6.93	2014 年 01 月 24 日

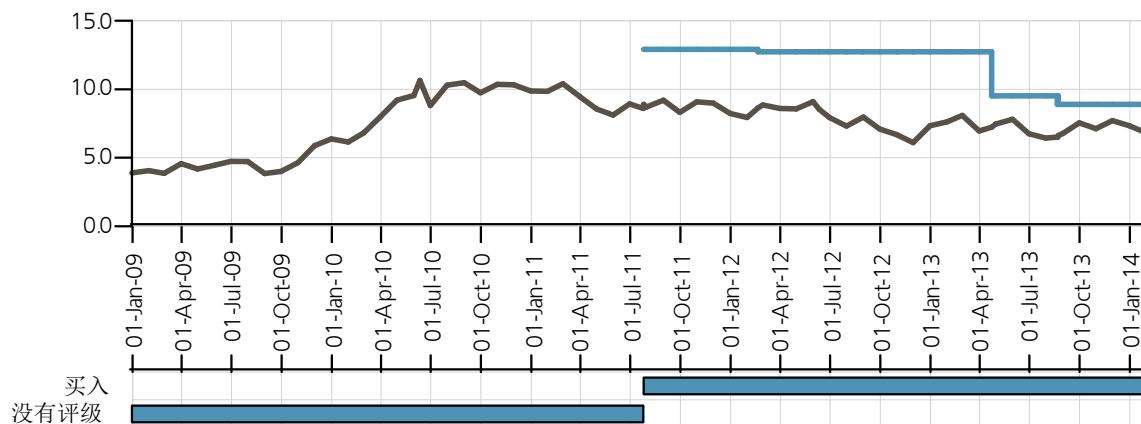
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

天宝股份 (Rmb)

— 目标价位 (Rmb) — 股价 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 1 月 24 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表；既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文所含信息（“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国：由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其：**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号：6362)规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由UBS Limited(spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯：**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士：**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利：**由UBS Limited编制，UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A分发。UBS Italia Sim S.p.A受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A编制。**南非：**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列：**本文件由UBS Limited分发，UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号1010257812，注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号08113-37。**美国：**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构-UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡：**由UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问；或向UBS AG新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联营。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由UBS Securities Japan Co., Ltd.仅向机构投资者分发。当本文由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则UBS Securities Japan Co., Ltd.为本文的作者，出版人及发布人。**澳大利亚：**由UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由UBS New Zealand Ltd分发。本文所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由UBS AG Dubai Branch分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

