

双塔食品 (002481.SZ)

食品行业

评级: 买入 上调评级

业绩点评

市价(人民币): 24.91元

目标(人民币): 31.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	30.00
总市值(百万元)	2,989.20
年内股价最高最低(元)	34.98/19.51
沪深300指数	2956.38
中小板指数	6662.49



相关报告

- 《粉丝主业开源节流,副业方露尖尖角》, 2011.1.26
- 《近看豆类深加工 远看行业整合》, 2010.12.1
- 《粉丝龙头迎来产能扩张》, 2010.9.3

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

粉丝主业有望量价齐升,副业发展逐步成形

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.955	0.896	0.705	1.086	1.185
每股净资产(元)	3.19	12.50	13.91	16.08	18.45
每股经营性现金流(元)	0.00	-0.85	2.40	1.87	1.89
市盈率(倍)	N/A	55.54	35.35	22.94	21.02
行业优化市盈率(倍)	107.87	132.45	105.69	105.69	105.69
净利润增长率(%)	48.99%	25.11%	57.33%	54.09%	9.16%
净资产收益率(%)	29.95%	7.17%	10.13%	13.50%	12.85%
总股本(百万股)	45.00	60.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评: 年报符合预期

- 双塔食品公布11年中报: 营业收入同比增长68.61%,为2.78亿;净利润同比增长48.01%,为0.267亿,摊薄后EPS为0.22元。

经营分析:

- **主业: 上半年粉丝主业增长稳定,下半年有望量价齐升**
 - 粉丝主业同比增长15.17%,收入达到1.78亿,其中纯豆粉丝0.75亿,杂粮粉丝0.57亿,红薯粉丝0.45亿。从销售区域来看,国内市场增长10%左右,为1.3亿元,国外市场增长接近28%,为4750万元。得益于公司11年采购合同的提前签订,整体毛利率稳中略升。考虑到上半年两次提价,全年毛利率将保持稳中提升态势。
 - 下半年主业收入有望加速。1.前期租赁厂房的新增产能将集中在下半年投放,预计新增粉丝产能1万吨;2.全部产品20%的提价已在本月实施完毕;3.公司较往年提前旺季备货,7月底订货会累计金额4415万元,同比增加120%。
- **副业: 围绕豌豆,吃干榨尽**
 - 中报销售材料贡献9300万元,主要是公司进口豌豆的原材料销售,业务毛利率接近5%,足见公司规模采购的成本优势。
 - 蛋白饲料业务实现767万,新的蛋白生产线在7月刚投入生产,预计下半年将贡献部分利润。鉴于蛋白粉业务产能目前的投放速度,我们预测全年食用蛋白产量在1500吨左右。食用菌项目有望在四季度开始贡献利润。副产业11年将是探索年,未来将有望成为国内公司利润新的增长点。

盈利调整:

- 11-13年粉丝销售量分别为4.51万吨、5.51万吨、7.0万吨,同比增加19.93%、22.16%和27.21%。11-12年销售收入为5.91亿、7.52亿和9.72亿,同比增加59.60%、27.10%和29.40%。净利润为0.85亿、1.33亿和1.51亿,同比增加57.33%、57.17%。
- 我们将视募投项目进展情况适时调整盈利预测。

投资建议

- 我们建议粉丝主业给予11年40倍PE,副业给30倍PE,即6-12个月目标价为31元。

风险提示

- 副产品销售进展不达预期。

图表1: 销售分拆

		2010H1	2011H1	同比
纯豆粉丝	收入	7,668.52	7,529.72	-1.81%
	成本	5,632.69	5,509.33	-2.19%
	毛利率	26.55%	26.83%	
杂粮粉丝	收入	4,343.35	5,696.74	31.16%
	成本	3,759.27	4,845.70	28.90%
	毛利率	13.45%	14.94%	
红薯粉丝	收入	3,415.03	4,541.31	32.98%
	成本	2,581.70	3,384.87	31.11%
	毛利率	24.40%	25.46%	
粉丝总体	收入	15,426.90	17,767.77	15.17%
	成本	11,973.66	13,739.90	14.75%
	毛利率	22.38%	22.67%	

来源: 国金证券研究所

图表2: 季度财务对比

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
利润表 (百万元)								
营业收入	76.88	97.92	74.02	91.11	99.13	106.19	119.21	159.21
营业成本	59.01	75.34	55.74	69.45	73.61	79.28	94.93	132.15
毛利	17.87	22.58	18.29	21.66	25.51	26.91	24.28	27.06
营业税金及附加	0.00	0.67	0.31	1.29	0.63	0.35	0.71	0.80
销售费用	1.43	2.40	2.21	3.42	1.94	4.14	3.49	4.92
管理费用	2.54	6.33	3.54	4.49	3.58	6.09	4.78	6.34
财务费用	0.99	2.19	1.53	1.83	1.42	(0.56)	(0.43)	(1.38)
营业利润	12.90	10.07	10.70	10.25	17.95	16.05	15.73	16.37
利润总额	13.82	14.98	11.10	10.19	18.27	23.86	15.94	15.47
净利润	11.35	11.75	9.44	8.58	15.61	20.12	13.55	13.11
归属母公司股东的净利润	11.35	11.75	9.44	8.58	15.61	20.12	13.55	13.11
基本每股收益(元)	0.25	0.00	0.21	0.00	0.26	0.00	0.11	0.29
主要财务指标 (%)								
毛利率	23.25%	23.06%	24.70%	23.77%	25.74%	25.34%	20.37%	17.00%
营业税金率	0.00%	0.68%	0.42%	1.41%	0.63%	0.33%	0.59%	0.50%
销售费用率	1.86%	2.46%	2.98%	3.76%	1.95%	3.90%	2.93%	3.09%
管理费用率	3.31%	6.46%	4.78%	4.92%	3.61%	5.73%	4.01%	3.98%
财务费用率	1.29%	2.24%	2.07%	2.01%	1.43%	-0.53%	-0.36%	-0.87%
三项费用率	6.46%	11.16%	9.83%	10.69%	6.99%	9.10%	6.58%	6.20%
营业利润率	16.79%	10.29%	14.46%	11.25%	18.11%	15.12%	13.19%	10.28%
税前利润率	17.97%	15.30%	15.00%	11.18%	18.43%	22.46%	13.37%	9.71%
所得税率	17.82%	21.53%	15.00%	15.80%	14.55%	15.66%	15.00%	15.22%
销售净利率	14.77%	12.00%	12.75%	9.41%	15.75%	18.95%	11.37%	8.24%

来源: 国金证券研究所

图表3: 三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	274	321	370	591	752	972
增长率		17.1%	15.2%	59.6%	27.1%	29.4%
主营业务成本	-215	-248	-278	-454	-529	-711
% 销售收入	78.4%	77.2%	75.1%	76.7%	70.4%	73.1%
毛利	59	73	92	138	223	261
% 销售收入	21.6%	22.8%	24.9%	23.3%	29.6%	26.9%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-5
% 销售收入	0.9%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-9	-7	-12	-24	-45	-49
% 销售收入	3.3%	2.2%	3.2%	4.0%	6.0%	5.0%
管理费用	-10	-15	-18	-30	-38	-49
% 销售收入	3.6%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	38	50	60	82	136	159
% 销售收入	13.8%	15.4%	16.2%	13.8%	18.1%	16.4%
财务费用	-9	-6	-4	6	5	-4
% 销售收入	3.4%	1.9%	1.1%	-1.1%	-0.7%	0.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	28	43	55	87	141	155
营业利润率	10.1%	13.3%	14.8%	14.8%	18.8%	16.0%
营业外收支	1	9	8	12	12	12
税前利润	29	52	63	99	153	167
利润率	10.5%	16.1%	17.1%	16.8%	20.4%	17.2%
所得税	0	-9	-10	-15	-23	-25
所得税率	0.0%	16.8%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	29	43	54	85	130	142
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	29	43	54	85	130	142
净利率	10.5%	13.4%	14.5%	14.3%	17.3%	14.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	24	43	372	244	250	300
应收款项	26	33	39	56	71	92
存货	138	138	189	267	311	419
其他流动资产	6	6	73	13	15	20
流动资产	194	221	673	581	648	831
% 总资产	62.3%	63.5%	77.8%	58.0%	49.8%	46.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	111	108	142	364	594	904
% 总资产	35.6%	31.0%	16.4%	36.3%	45.6%	50.2%
无形资产	5	19	50	54	58	63
非流动资产	118	127	192	421	654	969
% 总资产	37.7%	36.5%	22.2%	42.0%	50.2%	53.8%
资产总计	312	347	864	1,002	1,302	1,800
短期借款	74	124	40	0	136	425
应付款项	103	57	54	134	160	213
其他流动负债	21	16	14	34	41	54
流动负债	198	197	108	168	338	692
长期贷款	7	0	0	0	0	1
其他长期负债	7	7	7	0	0	0
负债	212	204	115	168	338	693
普通股股东权益	100	143	750	834	965	1,107
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	312	347	865	1,002	1,303	1,800

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.641	0.955	0.896	0.705	1.086	1.185
每股净资产	2.232	3.187	12.499	13.908	16.080	18.450
每股经营现金净流	2.791	0.005	-0.846	2.403	1.868	1.886
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.70%	29.95%	7.17%	10.13%	13.50%	12.85%
总资产收益率	9.24%	12.37%	6.21%	8.44%	10.00%	7.90%
投入资本收益率	20.88%	15.43%	6.46%	8.31%	10.53%	8.83%
增长率						
主营业务收入增长率	48.39%	17.11%	15.24%	59.62%	27.11%	29.39%
EBIT增长率	2.13%	30.86%	21.37%	35.55%	67.16%	16.83%
净利润增长率	41.46%	48.99%	25.11%	57.33%	54.09%	9.16%
总资产增长率	17.43%	11.27%	149.10%	15.87%	30.00%	38.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	#REF!	28.5	30.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	#REF!	203.5	214.9	215.0	215.0	215.0
应付账款周转天数	#REF!	71.1	28.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	142.8	121.9	#DIV/0!	88.9	157.3	219.2
偿债能力						
净负债/股东权益	56.41%	56.46%	-44.28%	-29.27%	-11.80%	11.38%
EBIT利息保障倍数	4.0	7.9	14.3	-12.8	-27.0	41.9
资产负债率	67.81%	58.71%	13.30%	16.73%	25.94%	38.52%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	4	4	4
买入	0	0	1	1	7
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.20	1.20	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-01	买入	24.35	53.50 ~ 53.50
2 2011-01-26	持有	26.62	43.30 ~ 53.30

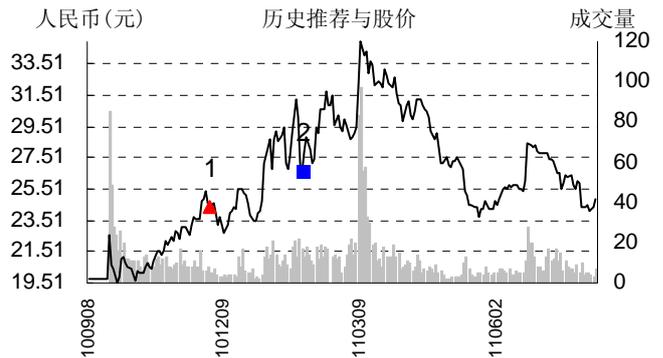
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室