

双塔食品 (002481.SZ)

食品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

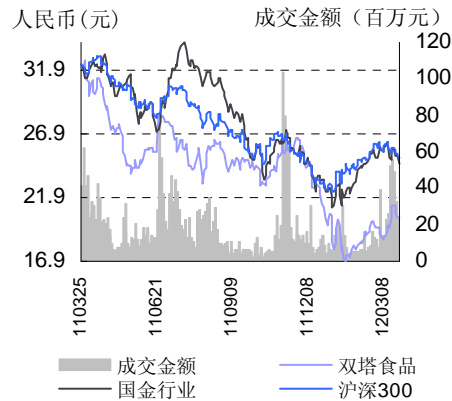
市价(人民币): 20.35元

12年仍看产业链延伸

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)	58.19
总市值(百万元)	2,442.00
年内股价最高最低(元)	32.70/16.90
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《主业增长超 50%, 非经损益不改投资价值》, 2012.1.15
2. 《全年增长 50-70%, 小市值优选品种》, 2011.10.28
3. 《粉丝主业有望量价齐升, 副业发展逐步成形》, 2011.8.3

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

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

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.896	0.586	0.935	1.204	1.404
每股净资产(元)	12.50	6.68	7.62	8.65	10.05
每股经营性现金流(元)	-0.85	0.00	2.78	0.99	1.45
市盈率(倍)	55.54	34.75	21.77	16.90	14.49
行业优化市盈率(倍)	132.45	104.55	104.55	104.55	104.55
净利润增长率(%)	25.11%	30.75%	59.64%	28.86%	16.57%
净资产收益率(%)	7.17%	8.76%	12.27%	13.93%	13.97%
总股本(百万股)	60.00	120.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

- 双塔食品公布 11 年年报: 收入同比增长 60%, 为 5.95 亿, 净利润同比增长 30.75%, 对应 EPS 为 0.59 元。粉丝主营业务贡献 4.0 亿, 同比增长 24.53%; 淀粉初级产品的外销及原料的销售分别贡献 0.57 和 1.08 亿销售, 客观上充大了 11 年销售规模。

经营分析:

- 粉丝主业增长较慢主要是纯豆产能并没有释放出来。11 年纯豆粉丝销量与 11 年基本持平, 增量主要来自杂粮粉丝。实际上公司淀粉产能已经完成部分扩产(11 年大粉销售增加接近 0.5 亿), 主要受限于包装产能。
- 我们预计 12 年 3 季度初公司新的自动化包装线将投入使用, 将极大的缓解公司现有的包装瓶颈。纯豆粉丝将成为 12 年主要的收入增长点。
- 豌豆蛋白产品仍处于海外推广阶段。公司一季度继续加强北美及日本市场的开拓工作, 并与世界级的淀粉和蛋白生产商进行洽谈。我们预计 1 季度将能实现 500-1000 吨左右的订单。全年销量取决于海外客户推广速度。

盈利调整:

- 12-13 年粉丝销售量分别为 5.0 万吨和 6.2 万吨, 对应销售收入为 5.2 亿和 7.0 亿, 同比增长 28.4%和 35.3%。12-13 年净利润为 1.12 亿和 1.45 亿, 同比增加 59.64%和 28.6%。对应 EPS 为 0.94 和 1.20 元。

投资建议

- 我们预计 11 年财政补贴预计在 12 年前两个季度到账, 考虑此非经收益上半年业绩增长在 50%左右。
- 主营业务弹性主要取决于公司副产品推广进展以及新产能投放时点。

风险提示

- 副产品销售进展不达预期。

图表1: 年报对照表

单位: 百万元	10Q4	11Q4	同比变化	10累计	11累计	同比变化
资产负债表关键指标						
存货	40.09	106.73	166.19%	189.28	398.85	110.72%
预收账款	5.72	76.68	1239.57%	19.01	102.02	436.57%
利润表关键指标						
营业收入	106.19	181.65	71.06%	370.45	595.07	60.64%
营业成本	79.28	143.71	81.27%	278.07	472.97	70.09%
毛利	26.91	37.94	40.98%	92.37	122.10	32.18%
营业税金及附加	0.35	1.20	245.79%	2.57	3.04	18.28%
销售费用	4.14	5.04	21.74%	11.70	16.37	39.89%
管理费用	6.09	6.49	6.62%	17.69	21.31	20.44%
财务费用	-0.56	2.11	476.94%	4.22	-0.05	-101.28%
营业利润	16.05	21.76	35.57%	54.96	80.05	45.66%
利润总额	23.86	24.23	1.58%	63.41	82.28	29.76%
净利润	20.12	20.96	4.18%	53.74	70.26	30.75%
归属母公司股东的净利润	20.12	20.96	4.18%	53.74	70.26	30.75%
基本每股收益(元)	0.17	0.17	4.16%	0.45	0.59	30.74%
现金流量表关键指标						
经营活动现金流量净额	-71.10	-55.53	21.89%	-50.77	-21.05	-58.54%
主要财务指标(%)						
毛利率	25.34%	20.89%	-4.46%	24.94%	20.52%	-4.42%
营业税金率	0.33%	0.66%	0.33%	0.69%	0.51%	-0.18%
销售费用率	3.90%	2.77%	-1.12%	3.16%	2.75%	-0.41%
管理费用率	5.73%	3.57%	-2.16%	4.78%	3.58%	-1.20%
财务费用率	-0.53%	1.16%	1.69%	1.14%	-0.01%	-1.15%
三项费用率	9.10%	7.51%	-1.60%	9.07%	6.32%	-2.75%
营业利润率	15.12%	11.98%	-3.14%	14.84%	13.45%	-1.38%
税前利润率	22.46%	13.34%	-9.12%	17.12%	13.83%	-3.29%
所得税率	15.66%	33.08%	17.42%	15.25%	14.60%	-0.65%
销售净利率	18.95%	11.54%	-7.41%	14.51%	11.81%	-2.70%

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	1	1	1	4
买入	1	1	1	2	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.60	1.63	1.67

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
3 2011-08-03	买入	25.45	31.00 ~ 31.00
4 2011-10-28	买入	23.89	31.00 ~ 31.00
5 2012-01-15	买入	19.69	25.00 ~ 25.00

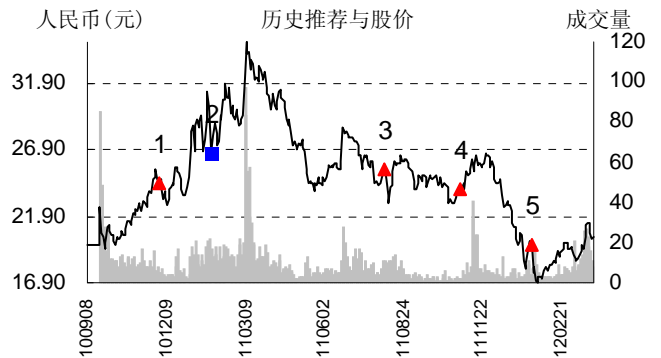
来源：国金证券研究所

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)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B