

# 做强粉丝主业 做深循环经济

## ——双塔食品（002481）调研快报

2012年4月16日

推荐/首次

双塔食品

调研快报

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:ynynliw999@hotmail.com">ynynliw999@hotmail.com</a> 执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063 Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

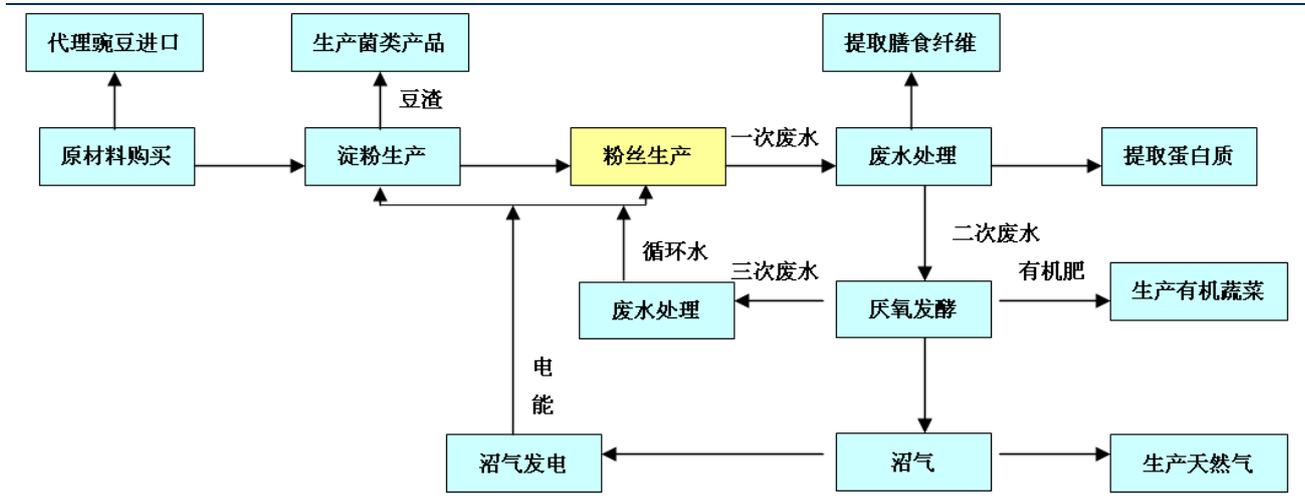
### 事件:

4月13日我们参加了公司的股东大会, 与公司领导就产能建设、业务拓展、市场开拓、12年价格策略以及政府补贴等方面进行了交流, 认为公司目前围绕粉丝主业的产业链拓展发展模式值得期待。

### 主要观点:

**1. 公司在做强粉丝主业的前提下, 大力发展循环经济。** 龙口粉丝生产的主要原料为豌豆, 豌豆中含有 45% 淀粉、15% 的蛋白质以及 15% 的膳食纤维。在生产过程中, 公司首先从豌豆中提取淀粉生产粉丝, 剩下的豆渣用来生产菌类产品。粉丝生产过程中产生的废水中可提取豌豆蛋白和膳食纤维, 废水渣厌氧发酵产沼气, 沼气渣可用来生产有机蔬菜。发酵产生的沼气不仅可发电继续供淀粉和粉丝生产过程中使用, 其还可以提纯为天然气。与此同时, 生产过程中的废水经处理后可实现循环使用。

图 1: 公司循环经济示意图



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**2. 粉丝业务: 2万吨新增产能预计将在2012年年底释放, 未来将大力开拓商超、餐饮渠道以及日本市场。** 粉丝为公司主要业务, 11年粉丝(包括大粉)营业收入为4.61亿元, 同比增长39.52%, 占公司总营业收入的77.46%。公司11年的产能大约为4.2万吨, 其中自有产能3万吨, 租赁产能1万吨, 收购烟台宋家松林食品有限公司0.2万吨产能。公司的上市募投项目2万吨粉丝产能预计将在12年年底达产, 届时除去租赁产能外, 公司总产能可达5.2万吨。公司计划用一年左右的时间进行传统工艺的现代化改革(新建2万吨粉丝产能设计为自动化生产), 自动化改革完成后生产1吨粉丝可节约1000-1500元。

表 1：公司 11 年租赁和收购的产能情况

方式	时间	品种	产能	交易对象	收购成本 /租金
租赁	2011.3.1-2012.3.1	杂粮粉丝	7000 吨	烟台君晟粉丝有限公司	50 万
	2011.3.1-2012.3.1	杂粮粉丝	3000 吨	招远三五食品有限公司	125 万
收购	2011.8	纯豆粉丝	出口 2000 吨	烟台宋家松林食品有限公司	398.01 万

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**粉丝销售渠道：**在目前的销售渠道中，直供（大超市和一些餐饮渠道）占比 30%左右，经销商代理接近 70%，餐饮渠道虽然 11 年才开始做，但未来商超和餐饮市场是公司未来发展的重点。

**国内市场：**除山东大本营以外，北京、上海、湖南和湖北都是公司重点以及主要的市场。在国内，公司产品已经覆盖除了西藏以外的一线和二线城市，所以未来国内市场的主要任务是开拓县级市场。

**国际市场：**根据公司年报显示，11 年公司出口占比有所回落，其中主要原因是韩国出口有所减少。出口韩国的产品为红薯粉丝，其毛利率较低。出口日本市场的产品为纯豆粉丝，其毛利率较高，所以日本市场将是未来出口的重点。公司也规划逐步打造“一体两翼”国际销售市场，一体指日本市场，两翼指东南亚和欧美市场。

**3.豌豆进口：11年贡献收入1.08亿元，但利润贡献有限。**11年公司从加拿大进口豌豆约15万吨，因为豌豆是龙口粉丝生产的必须原料，一些小粉丝生产企业月需量较小，因此需要公司帮他们进口豌豆。所以11年公司除自身消化外，还对外销售部分豌豆，实现销售收入1.08亿元，同比增长431.97%，占公司总营业收入的18.15%，其毛利率也仅为4.81%左右，因此豌豆贸易虽然对公司的收入贡献较大，但利润贡献有限，这也在一定程度上拉低了公司整体的毛利率水平。

表 2：公司 11 年公告豌豆进口情况

日期	公司	数量（吨）	金额（万美元）	单价（美元/吨）
1-12	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED 公司	45000	1493	331.78
3-3	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED 公司	20000	818	409.00
3-18	加拿大 Viterra Asia Pte Ltd 公司	22000	886.6	403.00
6-9	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED 公司	35000	1428	408.00
合计		122000	4625.6	379.15

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**4.豌豆蛋白业务：**相比大豆蛋白具有一定性能优势，销售情况趋好，为公司主业外的最大看点。目前公司豌豆蛋白的产能为8000吨。豌豆蛋白营养价值丰富，而且与大豆蛋白性能相比，豌豆蛋白也具有非转基因、过敏原少、氨基酸的平衡性更好、分子量更小，更容易消化吸收以及脂类含量低等优势，在肉制品加工、酱类产品以及动物饲料等应用上对大豆蛋白具有一定的替代性。

**目前销售情况：**目前公司已经成立专门的豌豆蛋白业务部，负责国内和国外市场，12年一季度销售豌豆蛋白600吨左右，公司还正在积极拓宽豌豆蛋白的销售渠道。因为豌豆蛋白的市场还是刚刚做，所以目前的量还比较小，我们认为通过上半年的市场开拓，下半年的销售情况可能会较好，豌豆蛋白业务也有望成为公司主业外的最大增长点。

**表 3：豌豆蛋白和大豆蛋白优势比较**

豌豆蛋白	大豆蛋白
优势 1.价格优势，豌豆单价1万元/吨左右，大豆蛋白大约为2万元/吨； 2.豌豆都是非转基因产品； 3.过敏原少； 4.氨基酸的平衡性更好； 5.分子量更小，更容易消化吸收； 6.脂类含量低。	1.凝胶型相对更好。 2.氨基酸的种类相比更丰富； 3.应用的范围更广，研究更深入。

资料来源：BAIDU，东兴证券研究所

**表 4：豌豆蛋白营养价值**

必需氨基酸	每100g 豌豆蛋白中的含量	FAO 2008推荐值
色氨酸	1.0	> 0.6
半胱氨酸+蛋氨酸	2.1	< 2.2
组氨酸	2.5	> 1.5
苏氨酸	3.8	> 2.3
异亮氨酸	4.7	> 3
缬氨酸	5.0	> 3.9
赖氨酸	7.1	> 4.5
亮氨酸	8.2	> 5.9
苯丙氨酸+酪氨酸	9.3	> 3.8

资料来源：BAIDU，东兴证券研究所

**5.食用菌业务：食用菌业务：两种生产模式，主攻餐饮渠道。** 食用菌生产分为两部分，一部分是在公司温湿光风自动化控制的培养箱中生产，没有季节限制，投产后全年都能生产。这部分产能估计要到 12 年中旬达产，设计产能是 20 吨/天，投产后估计能达到 15 吨/天。另外一部分是投资建设 340 个食用菌大棚，通过“公司+基地+农户”模式。公司制作好菌棒（豆渣+棉籽壳+稻秆粉末等）、接种好菌种后直接供给农户，因为农户是在大棚中生产的，因此其生产周期受季节性影响，全年只有从秋季到春季可以生产（温度控制在 20℃左右，冬天可加温）。

**食用菌销售渠道和销售模式：**主要通过和中国餐饮协会以及一些餐饮企业合作拓展餐饮渠道，目前已经和烟台很多的餐饮企业签订供应协议，国内较大型餐饮连锁企业也已经确定合作意向，未来随着食用菌产能的释放，公司还会继续开拓更多的餐饮企业。

**6.公司价格策略：提价后通过促销方式回馈消费者，确保市场占有率。**公司 11 年提过两次价格，一次全部产品提价 20%，第二次是部分产品提价 15%-30%。但是提价后公司采用了大量的促销措施，因此 11 年提价后对公司的净利润增速贡献不是很大。同时，促销也是分区域的，新开拓市场促销的力度比较大。我们认为，12 年公司提价幅度不会很大，因为目前消费者对粉丝价格还比较敏感，提价后会对销量产生影响，而公司目前的目标是市场开拓，因此即使提价也会通过促销的方式保证市场占有率。

**7.政府补贴：**11 年由于客观原因没有发下来的补贴总共有 1600 万，预计 12 年上半年可全部发下来。我们预计 12 年公司还将获得政府相关财政补贴款。

## 盈利预测与评级：

龙口粉丝是中国地理标志保护产品之一，享誉国内外。公司作为龙口粉丝领军企业以及粉丝行业的龙头，未来发展空间将受益于粉丝行业的低集中度以及消费升级。而且除主业外，公司的循环经济发展模式也有诸多看点，因此未来三年其净利润保持 30% 以上的增速可以期待，预计公司 12-14 年 EPS 0.85 元、1.23 元和 1.51 元，对应的 PE 分别为 25 倍、17 倍和 13 倍，考虑到目前 A 股市场整体估值有一定局限，首次给予“推荐”评级。

## 风险提示：

产能建设进度低于预期、豌豆蛋白市场开拓较慢以及食品安全事件都会导致公司业绩下滑。

表 5：双塔食品 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	370.45	595.07	803.35	1,124.69	1,462.10
(+/-)	15.24%	60.64%	35.00%	40.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	54.96	80.05	113.48	163.63	216.98
(+/-)	28.94%	45.66%	41.75%	44.20%	32.60%
净利润	53.74	70.26	102.45	147.73	195.89
(+/-)	25.11%	30.75%	45.80%	44.20%	32.60%
每股净收益（元）	1.10	0.59	0.85	1.23	1.63
市盈率（倍）	19.21	36.17	24.81	17.20	12.97

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。