

双塔食品 (002481.SZ) 食品行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

赵晓媛

联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

钟凯锋

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

产业链继续纵向延伸

事件

■ 公司近期发布三个公告:

- 一是: 公告投资 2030 万元建设 8000 吨纯豆膳食纤维项目。项目建成后, 年产纯豆膳食纤维 8000 吨, 其中即冲型纯豆膳食纤维粉 300 吨。项目建设周期为一年。公司预计项目达产后, 年营业收入 4100 万元, 年平均净利润总额 1071.60 万元, 投资回收期 2.75 年。
- 二是: 公司公告其投资的生物科技产业园全面投产。项目达产后, 年可产食用菌菌种 7200 吨, 年可产食用菌 5400 吨。公司预计此项目每年新增利润 3659.90 万元, 投资回收期 3.35 年。
- 三是: 公司宣布取得龙口粉丝(含绿豆)、绿豆宽粉、水晶粉丝(含马铃薯淀粉)、杂粮粉丝(含马铃薯淀粉、绿豆淀粉、红薯淀粉)、红薯粉丝六个品类的有机产品认证证书。通过有机产品认证, 将促使公司进一步加大对产品源头的控制, 提高产品品牌知名度, 提升公司综合竞争力。

产业链继续纵向延伸

■ 食用菌项目与膳食纤维项目成为公司新的增长点

- 1) 食用菌项目达产后, 年产食用菌菌种 7200 吨(其中 5400 吨食用菌菌种自用、1800 吨食用菌菌种对外销售); 同时, 年产平菇、木耳、杏鲍菇等食用菌 5400 吨。考虑到公司目前仍在渠道开拓阶段, 我们预计此项业务对 12 年盈利贡献有限。
- 2) 公司膳食纤维主要利用纯豆中的纤维废渣提取制作, 是继蛋白粉项目后, 公司在纯豆加工产业链上新的纵向延伸, 此项目可提高粉丝生产原料的利用率, 进一步提升产品附加值。目前膳食纤维在食品加工业和保健品行业需求潜力较大。我们预计公司膳食纤维产品主要供应食品公司, 最关键的还是在于对大客户的产品推广和销售。同时公司还试点小批量的即冲型纯豆膳食纤维粉产品, 这块业务更接近保健品行业, 突破点在于产品的消费者教育。

■ 原有业务稳步推进

- 1) 我们预计 12 年 3 季度或四季度, 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。全年产量增长主要取决于自动化生产线投入使用时点。
- 2) 豌豆蛋白产品推广进度略低于预期。公司一季度销售 700 吨左右, 我们预计二季度销售量在 1000 吨左右。我们全年预计蛋白粉销量在 6000 吨, 主要取决下半年推广情况。

盈利预测及投资建议

- 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 0.52 和 0.67 元。

投资建议

- 非经收益确保上半年业绩高增长, 下半年业绩有待公司副产品推广以及新产能投放支撑。
- 我们认为从年初以来市场已经认可公司在产业链延伸上的前景, 估值修复明显已经达到我们目标价, 同时考虑到现阶段新业务不确定性较高, 我们建议给予增持评级。

风险提示

- 副产品销售进展不达预期。

图表1: 三张表预测

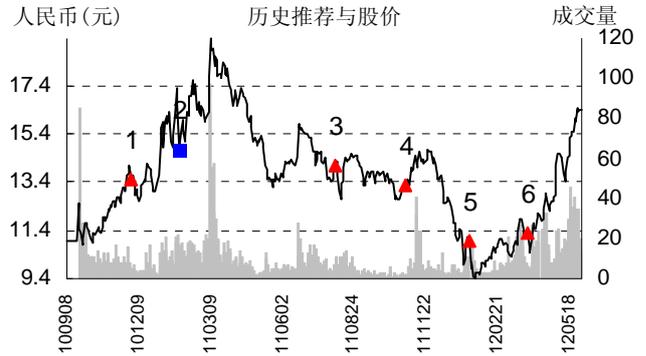
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	321	370	595	644	863	1,097	货币资金	43	372	217	200	250	300
增长率		15.2%	60.6%	8.2%	34.1%	27.1%	应收款项	33	39	54	61	82	104
主营业务成本	-248	-278	-473	-471	-622	-784	存货	138	189	399	277	367	462
% 销售收入	77.2%	75.1%	79.5%	73.1%	72.1%	71.5%	其他流动资产	6	73	114	14	18	22
毛利	73	92	122	173	241	313	流动资产	221	673	784	552	716	888
% 销售收入	22.8%	24.9%	20.5%	26.9%	27.9%	28.5%	% 总资产	63.5%	77.8%	66.0%	46.2%	45.4%	43.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-5	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	108	142	351	583	801	1,098
营业费用	-7	-12	-16	-26	-35	-49	% 总资产	31.0%	16.4%	29.5%	48.9%	50.7%	53.5%
% 销售收入	2.2%	3.2%	2.8%	4.0%	4.0%	4.5%	无形资产	19	50	52	55	60	65
管理费用	-15	-18	-21	-26	-39	-55	非流动资产	127	192	404	642	862	1,165
% 销售收入	4.6%	4.8%	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%	% 总资产	36.5%	22.2%	34.0%	53.8%	54.6%	56.7%
息税前利润 (EBIT)	50	60	81	119	163	203	资产总计	347	864	1,188	1,194	1,579	2,052
% 销售收入	15.4%	16.2%	13.7%	18.4%	18.9%	18.5%	短期借款	124	40	198	103	306	548
财务费用	-6	-4	0	-2	-3	-15	应付款项	57	54	166	140	186	236
% 销售收入	1.9%	1.1%	0.0%	0.3%	0.3%	1.4%	其他流动负债	16	14	16	36	48	61
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	0	0	流动负债	197	108	379	279	541	845
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	7	7	6	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	204	115	386	279	541	846
营业利润	43	55	80	116	160	188	普通股股东权益	143	750	802	914	1,038	1,206
营业利润率	13.3%	14.8%	13.5%	18.0%	18.5%	17.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	8	2	16	10	10	负债股东权益合计	347	865	1,188	1,194	1,579	2,052
税前利润	52	63	82	132	170	198							
利润率	16.1%	17.1%	13.8%	20.5%	19.7%	18.1%							
所得税	-9	-10	-12	-20	-26	-30							
所得税率	16.8%	15.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	43	54	70	112	145	168							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	43	54	70	112	145	168							
净利率	13.4%	14.5%	11.8%	17.4%	16.7%	15.4%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	43	54	0	112	145	168	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.199	0.249	0.325	0.519	0.669	0.780
非现金支出	10	12	0	20	34	54	每股净资产	3.187	12.499	6.685	7.620	8.648	10.052
非经营收益	8	5	0	-10	-3	10	每股经营现金净流	0.005	-0.846	0.000	2.781	0.993	1.446
营运资金变动	-60	-122	0	211	-56	-59	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	0	-51	0	334	119	173	回报率						
资本开支	-18	-89	0	-242	-245	-346	净资产收益率	29.95%	7.17%	8.76%	12.27%	13.93%	13.97%
投资	0	0	0	-1	0	0	总资产收益率	12.37%	6.21%	5.92%	9.40%	9.16%	8.21%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	15.43%	6.46%	6.95%	9.90%	10.30%	9.85%
投资活动现金净流	-18	-89	0	-243	-245	-346	增长率						
股权募资	0	563	0	0	-21	0	主营业务收入增长率	17.11%	15.24%	60.64%	8.18%	34.05%	27.11%
债权募资	43	-84	0	-101	203	243	EBIT增长率	30.86%	21.37%	35.23%	45.63%	37.42%	24.89%
其他	-6	-11	0	-7	-7	-20	净利润增长率	48.99%	25.11%	30.75%	59.64%	28.86%	16.57%
筹资活动现金净流	37	468	0	-108	175	223	总资产增长率	11.27%	149.10%	37.31%	0.51%	32.23%	29.99%
现金净流量	19	329	0	-17	50	50	资产管理能力						
							应收账款周转天数	#REF!	30.6	26.9	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	#REF!	214.9	226.9	215.0	215.0	215.0
							应付账款周转天数	#REF!	28.5	56.1	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	121.9	#DIV/0!	96.9	164.1	193.2	234.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	56.46%	-44.28%	-2.35%	-10.60%	5.43%	20.65%
							EBIT利息保障倍数	7.9	14.3	-1,511.5	58.8	61.8	13.6
							资产负债率	58.71%	13.30%	32.46%	23.41%	34.26%	41.22%

来源: 国金证券研究所

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	增持	13.49	53.50 ~ 53.50
2	2011-01-26	中性	14.75	43.30 ~ 53.30
3	2011-08-03	增持	14.11	31.00 ~ 31.00
4	2011-10-28	增持	13.25	31.00 ~ 31.00
5	2012-01-15	增持	10.94	25.00 ~ 25.00
6	2012-03-26	增持	11.26	N/A

来源：国金证券研究所



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