

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2012年8月28日

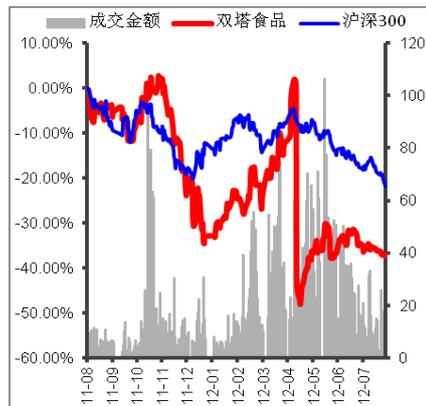
市场数据：2012年8月27日

收盘价(元)	16.23
一年内最高/最低(元)	26.78/13.00
市净率	4.2
市盈率(2011)	33.0
流通A股市值(百万元)	1,700

基础数据：2012年6月30日

每股收益(元)	0.203
营业收入(百万元)	221.96
净利润(百万元)	43.93
总股本/流通A股(百万)	216/104.7

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

双塔食品 (002481)

增持

一体化进程成效显著, 循环经济产品增长迅猛

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	595	60.6	70	30.7	0.59	11.8	8.8	27.7
2012E	552	-7.3	106	51.3	0.49	19.3	12.1	33.0
2013E	662	19.9	129	21.0	0.60	19.4	13.3	27.3
2014E	797	20.4	156	21.4	0.72	19.6	14.5	22.5

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略低于预期。**2012年上半年公司共实现销售收入 22,196.15 万元, 同比减少 20.28%; 实现归属于上市公司股东净利润 4,392.94 万元, 同比增长 64.76%; 每股收益 0.203 元。业绩略低于预期。

● **销售收入持续下滑, 成本降低与政府补助助力业绩增长。**2012年上半年受到国内外宏观经济影响, 公司整体销售形势严峻, 粉丝产品需求不旺, 纯豆、杂粮、红薯三大类粉丝产品销售收入均比上年同期有所下滑, 其中尤其以高端纯豆粉丝下滑最为显著, 相比上年同期减少近三成, 红薯粉丝收入降幅也在 25% 以上。不过, 可喜的是, 由于外购淀粉成本降低, 杂粮粉丝毛利率增长显著, 升至 22.26%, 盈利能力有所提升。此外, 约 1800 万元的政府补助也成为公司收入下滑而业绩增长的重要原因。目前公司募投项目“年产 2 万吨粉丝项目”已处设备安装阶段, 预计年底可建成达产, 新产能释放或为公司粉丝销售带来转机。

● **一体化进程成效显著, 循环经济产品增长迅猛。**今年以来公司进一步加快了一体化发展进程, 在纯豆加工产业链基础上推进纵向延伸, 大力发展循环经济, 成效显著。2012年上半年食用蛋白产品销售收入比上年同期增长 43.47%, 食用菌类销售收入增长更达 50% 以上, 循环经济已成为公司盈利的重要组成部分。目前公司食用菌项目已于 6 月份达产, 废料、废渣综合利用项目、年产 8000 吨纯豆膳食纤维项目等也处在建设期中, 预计今年年底达产, 新产能释放将对公司未来业绩增长形成有效支撑, 循环经济效益有望得到进一步体现。

● **投资建议:** 近期公司已与 Agrident. B. V., Amsterdam 签订 4596.8 吨的食用蛋白销售合同, 将为公司带来销售收入 3370 万元。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.49、0.60、0.72 元, 对应动态市盈率分别为 33.0、27.3、22.5 倍, 维持“增持”评级。

表 1：双塔食品单季利润表

单位：百万元	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	同比变化
一、营业总收入	99	106	119	159	135	182	119	103	(35.44)
营业收入	99	106	119	159	135	182	119	103	(35.44)
二、营业总成本	81	90	103	143	109	160	105	85	(40.72)
营业成本	74	79	95	132	102	144	98	71	(45.95)
营业税金及附加	1	0	1	1	0	1	0	0	(66.55)
销售费用	2	4	3	5	3	5	3	3	(31.02)
管理费用	4	6	5	6	4	6	4	5	(14.49)
财务费用	1	-1	-0	-1	-0	2	1	2	(264.91)
资产减值损失	0	1	0	0	0	1	0	2	10070.8
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	18	16	16	16	26	22	14	18	10.66
加：营业外收入	0	8	0	0	0	3	11	7	2206.13
减：营业外支出	0	0	0	1	0	0	0	0	(99.32)
五、利润总额	18	24	16	15	27	24	25	25	62.69
减：所得税	3	4	2	2	4	3	3	3	28.62
六、净利润	16	20	14	13	23	21	22	22	68.81
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	
归属于母公司所有者净利润	16	20	14	13	23	21	22	22	68.81
七、每股收益：	0.26	0.09	0.11	0.06	0.19	0.10	0.10	0.10	68.81
收入增长率(%)	28.94	8.44	61.05	74.75	36.19	71.06	-0.04	-35.44	(110.19)
毛利率(%)	25.74	25.34	20.37	17.00	24.31	20.89	17.90	30.51	13.51
营业利润率(%)	18.11	15.12	13.19	10.28	19.40	11.98	11.73	17.63	7.34
净利率(%)	15.75	18.95	11.37	8.24	16.77	11.54	18.29	21.53	13.30
销售费用率(%)	1.95	3.90	2.93	3.09	2.16	2.77	2.57	3.30	0.21
管理费用率(%)	3.61	5.73	4.01	3.98	2.74	3.57	2.95	5.27	1.29
归属于母公司净利润增长率(%)	37.48	71.17	43.59	52.87	45.06	4.18	60.84	68.81	15.94

资料来源：公司公告 山西证券研究所



► 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	595.07	551.88	661.95	797.02
营业收入	595.07	551.88	661.95	797.02
二、营业总成本	515.02	458.05	542.25	645.44
营业成本	472.97	411.19	487.57	581.39
营业税金及附加	3.04	2.81	3.38	4.06
销售费用	16.37	14.90	17.21	19.93
管理费用	21.31	19.32	22.51	26.30
财务费用	-0.05	8.83	10.59	12.75
资产减值损失	1.38	1.00	1.00	1.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	80.05	93.83	119.69	151.58
加：营业外收入	3.54	30.00	30.00	30.00
减：营业外支出	1.31	0.50	0.50	0.50
五、利润总额	82.28	123.33	149.19	181.08
减：所得税	12.01	17.02	20.59	24.99
六、净利润	70.26	106.31	128.60	156.09
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	70.26	106.31	128.60	156.09
七、每股收益：	0.59	0.49	0.60	0.72
净利润增长率(%)	30.75	51.30	20.97	21.37

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。