

双塔食品 (002481.SZ)

食品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

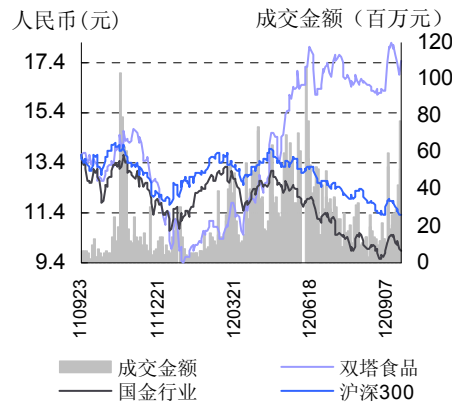
市价(人民币): 17.50元

目标(人民币): 21.00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)	104.74
总市值(百万元)	37.80
年内股价最高最低(元)	18.19/9.40
沪深300指数	2199.06
中小板指数	4768.26



相关报告

- 《前三季度预增 50-70%,全年延续高速增长》, 2012.8.28
- 《签订蛋白粉国际订单,增利 1600 万》, 2012.8.6
- 《产业链继续纵向延伸》, 2012.6.4

肖喆 分析师 SAC 执业编号: S1130512070001
(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

双塔食品: 粉丝产业链的隐形冠军

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.249	0.325	0.515	0.708	0.920
每股净资产(元)	12.50	6.68	7.61	8.71	10.37
每股经营性现金流(元)	-0.85	0.00	2.18	0.81	1.25
市盈率(倍)	199.96	62.56	39.50	28.76	22.11
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%	58.39%	37.34%	30.07%
净资产收益率(%)	7.17%	8.76%	12.18%	14.62%	15.98%
总股本(百万股)	216.00	216.00	216.00	216.00	216.00

资料来源: 公司年报、国金证券研究所

- **公司是基于粉丝产业链的隐形冠军。**粉丝产业链(尤其是龙口粉丝产业)是典型的大资金不愿意进入,小资金玩不转的行业。公司通过粉丝产业链纵向一体化(控制上游原料的进口、提升下游粉丝市场的市占率、加强豌豆副产品的深加工利用等),凭借技术壁垒、资金壁垒,不断强化其全产业链一体化的竞争优势,并持续提升盈利能力。
- **粉丝行业的领导者与革新者:**公司借助生产工业化与产业链上下一体化,革新粉丝行业传统分散落后的发展格局。公司通过生产工业化获取规模优势,产业链一体化获取产品高附加值,销售模式向快消品转型获取市场份额,从而获得更大的市场份额与更高的盈利能力。
- **豌豆蛋白粉副产品,**公司明星增长点,盈利能力强。公司的粉丝规模化生产带来豌豆蛋白粉的先发优势,未来将凭借豌豆蛋白粉盈利的爆发力占领龙口粉丝市场,并从而获得长期持续的稳定盈利能力。公司目前也正在积极开展市场开拓,预计海外市场将取得超过 6000 吨的订单。

盈利预测

- **粉丝主业放量。**我们预计 12-14 年,公司粉丝销售数量将达到 4.4 万吨、5.4 万吨和 6.9 万吨,对应销售收入为 4.4 亿、5.9 亿和 8.3 亿,同比增长 9.7%、33.3%和 40.4%。
- **蛋白粉副业展现利润弹性。**12-14 年,蛋白粉业务将展现出较强的盈利爆发性。鉴于目前此业务开拓存在一定不确定性,我们在中性估计下,预计 12-14 年蛋白粉销售将实现 8000 吨、12000 吨和 16200 吨。贡献毛利为 5600 万、8400 万和 11340 万。
- **金矿业务将是公司利润增长新一级。**预计 13-14 年贡献 2000 万和 4000 万利润。
- **12-14 年公司净利润为 1.11 亿、1.53 亿和 1.98 亿,**同比增加 58.39%、37.61%和 29.55%。鉴于公司 B2B 业务及金矿业务存在较大利润弹性,我们建议给予 13 年 30 倍 PE 目标价,即 6-12 个月目标价为 21 元。

投资建议

- **市场对小品种的消费品企业多有偏见,**认为小品种增长空间有限,难以长大。我们认为 1) 双塔作为粉丝龙头企业,目前市场占有率不到 3%,增长潜力依然巨大; 2) 公司作为农业消费品上下游一体化企业,“前店后厂”的模式构筑较强竞争壁垒; 3) 双塔有望成为粉丝行业的隐形冠军,分享较稳定的高收益。

风险

- **食品安全风险,**蛋白粉海外市场开拓不达预期。

内容目录

投资逻辑与盈利预测	4
投资逻辑	4
核心盈利假设	5
B2C 业务：粉丝龙头，全方面革新产业	6
基本概况：产销领先的龙口粉丝企业	6
龙口粉丝，粉丝中的高端品	8
双塔：龙口粉丝领军企业	10
B2B 业务：蛋白粉业务展现利润爆发性	12
豌豆：优质便宜的植物蛋白粉原料	12
豌豆蛋白粉将迎来快速增长	14
豌豆蛋白粉的优势---增长动力	14
豌豆蛋白粉在国外---增长空间与增长现状	17
金矿业务：公司未来增长的又一引擎	18
附录：粉丝行业概况	19
产品方面：多样化的传统食品	19
中观企业层面：粉丝生产企业概览	20
宏观行业层面：稳定增长，市场化不充分	21
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：龙口粉丝产业链	4
图表 2：双塔食品围绕产业链布局项目	4
图表 3：产业链下的成本收入组合比较	5
图表 4：公司盈利预测	6
图表 5：双塔食品 2011 年的收入规模达到 4 亿元	7
图表 6：粉丝主业突出	7
图表 7：纯豆粉丝为公司最主要的粉丝产品	7
图表 8：各销售粉丝毛利率情况	7
图表 9：国内占比逐渐提高	8
图表 10：日韩是主要出口国	8
图表 11：股权结构图	8
图表 12：龙口粉丝概况	9
图表 13：不同粉丝原料淀粉特性比较	9
图表 14：龙口粉丝原料粘性特性好	9
图表 15：滨海城市招远为“中国粉丝之都”	10

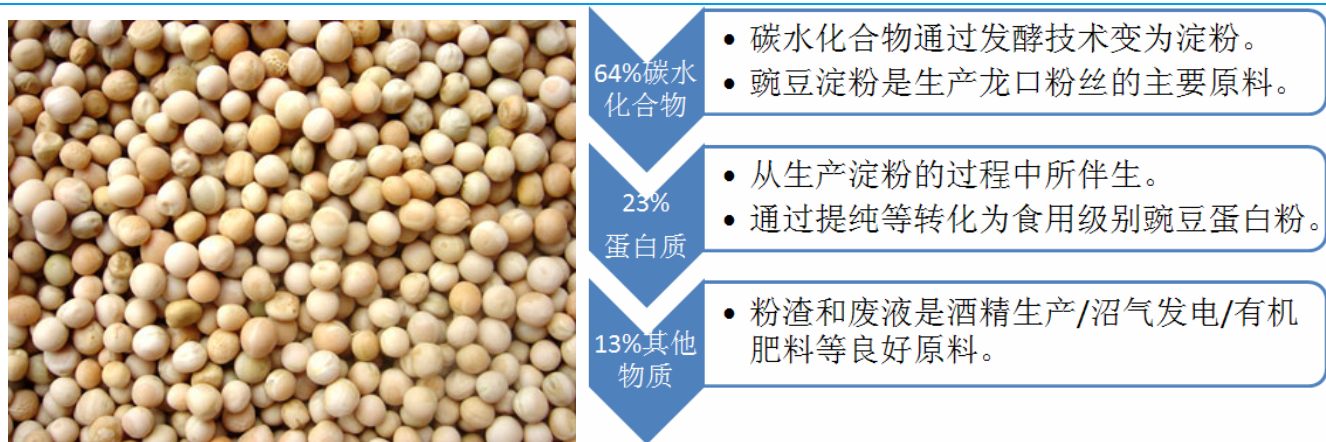
图表 16: 公司的主要产品为粉丝	10
图表 17: 公司 2011 年粉丝收入突破 4 亿	10
图表 18: 双塔食品 5 万吨规模占比 1%左右	11
图表 19: 主要龙口粉丝生产企业规模均明显落后于双塔	11
图表 20: 行业及公司销量预测	11
图表 21: 张凯丽代言双塔	12
图表 22: 渠道新举措	12
图表 23: 豌豆是粉丝加工的优良材料	12
图表 24: 豌豆除了淀粉外还有不少蛋白质	12
图表 25: 绿豆成分 (与豌豆相似)	13
图表 26: 豌豆是一种更加便宜的材料	13
图表 27: 2009 年世界豌豆出口形势	13
图表 28: 2009 年世界豌豆进口形势	13
图表 29: 中国豌豆产量与进口情况	14
图表 30: 豌豆价格处于上升趋势	14
图表 31: 植物蛋白 VS 动物蛋白	15
图表 32: 蛋白粉的发展阶段图	16
图表 33: 大豆蛋白粉与豌豆蛋白粉比较	16
图表 34: 大豆蛋白粉分种类成本	17
图表 35: 可比蛋白粉售价 成本对比	17
图表 36: 主要市场蛋白粉市场容量	17
图表 37: 豌豆蛋白粉在美国的主要运用情况	18
图表 38: 新品添加豌豆蛋白的统计	18
图表 39: 中国大豆蛋白出口情况	18
图表 40: 2010 年粉丝企业数达到 2562 家	20
图表 41: 华东地区粉丝企业达到 1332 家	20
图表 42: 规模化生产阶段还远远不够	20
图表 43: 行业盈利能力可观, 负债率偏高	21
图表 44: 粉丝销量市场规模	21
图表 45: 粉丝销售收入市场规模	21
图表 46: 行业毛利率不高	22
图表 47: 销售费用率低下	22
图表 48: 销售利润率可观	22
图表 49: 出口量分布	22
图表 50: 出口额分布	22

投资逻辑与盈利预测

投资逻辑

- 公司是基于粉丝产业链的隐形冠军。粉丝产业链（尤其是龙口粉丝产业）是典型的大资金不愿意进入，小资金玩不转的行业。公司通过粉丝产业链纵向一体化（控制上游原料的进口、提升下游粉丝市场的市占率、加强豌豆副产品的深加工利用等），凭借技术壁垒、资金壁垒，不断强化其全产业链一体化的竞争优势，并持续提升盈利能力。
- 龙口粉丝产业链概览：龙口粉丝生产的主要原料是豌豆。公司通过提取豌豆中的淀粉制作龙口粉丝，并通过对豌豆其他成分的“吃干榨尽”，包括未利用完全的淀粉粉渣可以用来作为食用菌的肥料、制取燃料乙醇、沼气，沼气废液及食用菌生产剩余物可以继续生产生物有机肥，粉丝中的浆液中淀粉等物质可以继续利用生产食用蛋白。

图表1：龙口粉丝产业链



来源：国金证券研究所

- 自上市来，双塔食品投资多个项目，涉及生物能源、肥料、食用菌、食用蛋白等多个方面，围绕变“废”为宝的核心思想，打造粉丝深加工循环经济。

图表2：双塔食品围绕产业链布局项目

公告时间	项目	数量 (吨)	投资额 (万元)	土地 (平方米)	厂房 (万元)	设备 (万元)	年收入 (万元)	利润 (万元)
2010/11/24	燃料乙醇 沼气	15000 500万m3	4234	5400	658	2900	9500	2558.71
2011/4/29	生物有机肥 有机无机复合肥	10000 10000	1514	4500			3600	354.65
2010/11/24	食用蛋白	8000	3100	2938.7	213.22	2322.01	5600	2100.08
2011/3/3	食用菌种 食用菌	7200 5400	7592					3659.9

来源：国金证券研究所

- 龙口粉丝产业链的组合收益比较。从图 3 可以看到，豌豆深加工越深入，获得的产品附加值和经济效益就更高。
 - 下游消费品端：20-25 万吨的龙口粉丝市场，大致对应 25 亿的销售收入与 2.5 亿的利润。行业特点 1) 存在原产地保护；2) 行业整体竞争不充分。双塔食品作为行业绝对龙头凭借工业化的规模优势，以及在销售与品牌方面的持续投入，不断分享行业利润份额。
 - 副产品的深度开发，持续提升盈利能力。豌豆蛋白粉：明星大宗商品，净利率高达 70-80%。公司的粉丝规模化生产带来豌豆蛋白粉的先发优势，未来将凭借豌豆蛋白粉盈利的爆发力占领龙口粉丝市场，并从而获得长期持续的稳定盈利能力。

图表3: 产业链下的成本收入组合比较

		价格	成本(收入)
原材料价格	2.35吨 豌豆	3000 元/吨	7050
2.35吨豆子生产1吨淀粉(粉丝)			
成品1价格	1吨 淀粉	5000 元/吨	5000
成品2价格	1吨 豌豆粉丝	12000 元/吨	12000
1吨淀粉伴生0.3吨蛋白粉			
副产品1价格	0.3吨 饲料蛋白	3000 元/吨	900
副产品2价格	0.3吨 食用级蛋白	8000 元/吨	2400
组合毛利收益1	淀粉+饲料蛋白		-1150
	2 淀粉+食用级蛋白		350
	3 豌豆粉丝+饲料蛋白		5850
	4 豌豆粉丝+食用级蛋白		7350
组合净利收益1	淀粉+饲料蛋白		-2600
	2 淀粉+食用级蛋白		-1400
	3 豌豆粉丝+饲料蛋白		1900
	4 豌豆粉丝+食用级蛋白		3100

来源: 国金证券研究所

■ 基于产业链的壁垒: 成本优势、路径依赖、先发优势和技术壁垒

- 1) 公司的竞争壁垒本质是成本领先, 即通过产业链的上下游延伸(上游成本控制, 副产品利润反哺主业), 从而不断有效降低粉丝产品成本, 取得更大的粉丝市场份额, 规模化优势又进一步加强公司的成本领先性。
- 2) 路径依赖: 有粉丝的销售, 才有副产品的锦上添花, 主业和副业相互依存又相互促进。
- 3) 先发优势: 我们认为公司在副产品上的盈利爆发性将至少维持 2-3 年, 而 2-3 年时间已经足以让公司在龙口粉丝业务上取得绝对的垄断地位, 届时公司将凭借豌豆蛋白粉盈利的爆发力占领龙口粉丝市场, 从而获得长期持续的稳定盈利能力。
- 4) 技术壁垒: 公司 07-11 年连续五年研发投入都在 1000 万以上, 研发投入占比 4%以上。作为一个消费品公司, 公司更兼有制造业的属性, 通过对技术的持续投入实现生产的工业化和规模化。

核心盈利假设

- 粉丝主业放量。我们预计 12-14 年, 公司粉丝销售数量将达到 4.4 万吨、5.4 万吨和 6.9 万吨, 对应销售收入为 4.4 亿、5.9 亿和 8.3 亿, 同比增长 9.7%、33.3%和 40.4%。
 - 粉丝行业整体的竞争并不充分, 发展相对落后, 集中度不高, 厂商高度分散。目前仍处于从坐商向行商的转变。大部分厂商缺乏市场开拓能力, 不少厂商都是为渠道或经销商贴牌生产。公司在市场开拓上逐步加强, 并向快消品的市场开拓方式上转变, 加强 KA 的维护和客情, 强调堆头/促销/陈列等。
 - 渠道的覆盖加强: 1) 目前经销商 800 多人, 10 年 600 多人, 12 年希望能做到 1000 家经销商。2) 12 年业务员将从现有的 80 人增加至 100 人, 并加强重点地级市的覆盖。
- 蛋白粉副业展现利润弹性。12-14 年, 蛋白粉业务将展现出较强的盈利爆发性。鉴于目前此业务开拓存在一定不确定性, 我们在中性估计下, 预计 12-14 年蛋白粉销售将实现 8000 吨、12000 吨和 16200 吨。贡献毛利为 5600 万、8400 万和 11340 万。

- 金矿业务将是公司利润增长新一级。预计 13-14 年贡献 2000 万和 4000 万利润。

图表4: 公司盈利预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
粉丝产品						
平均售价 (万元/吨)	0.82	0.86	0.97	1.02	1.10	1.21
增长率 (YOY)	7.89%	5.00%	12.64%	4.67%	8.43%	9.72%
销售数量 (吨)	36,183.64	37,620.12	41,592.63	43,592.63	53,592.63	68,592.63
增长率 (YOY)	37.27%	3.97%	10.56%	4.81%	22.94%	27.99%
销售收入 (百万元)	296.84	324.05	403.55	442.69	590.13	828.74
增长率 (YOY)	27.32%	9.17%	24.53%	9.70%	33.30%	40.43%
毛利率	21.97%	23.24%	22.97%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	155.24	248.74	310.84	340.87	454.40	638.13
增长率 (YOY)	109.20%	37.10%	24.97%	9.66%	33.30%	40.43%
毛利 (百万元)	46.61	75.31	73.64	101.82	135.73	190.61
增长率 (YOY)	55.57%	40.26%	-2.22%	38.27%	33.30%	40.43%
占总销售额比重	83.02%	100.81%	69.15%	75.75%	83.47%	84.22%
占主营业务利润比重	79.31%	102.61%	62.46%	60.93%	61.40%	62.56%
蛋白副产品						
平均售价 (元/吨)	0.30	0.30	0.30	0.80	1.00	1.00
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	166.67%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	3,650.17	5,331.67	4,880.00	8,000.00	12,000.00	16,200.00
增长率 (YOY)	39.25%	11.96%	-8.47%	63.93%	20.00%	35.00%
销售收入 (百万元)	10.95	16.00	14.64	80.00	120.00	162.00
增长率 (YOY)	39.25%	11.96%	-7.99%	446.45%	20.00%	35.00%
毛利率	80.00%	86.73%	75.14%	70.00%	70.00%	70.00%
销售成本 (百万元)	2.19	2.12	3.64	24.00	36.00	48.60
增长率 (YOY)	39.25%	-10.43%	-7.99%	559.34%	20.00%	35.00%
毛利 (百万元)	8.76	13.87	11.00	55.80	84.00	113.40
增长率 (YOY)	N/A	N/A	-7.99%	407.27%	20.00%	35.00%
占总销售额比重	3.99%	4.98%	2.51%	13.69%	15.15%	14.82%
占主营业务利润比重	14.79%	18.90%	9.33%	33.39%	33.73%	32.10%
销售总收入 (百万元)	274.48	321.45	583.59	584.40	792.07	1092.94
销售总成本 (百万元)	215.24	248.06	465.70	417.30	543.05	739.62
毛利 (百万元)	59.24	73.39	117.89	167.10	249.03	353.32
平均毛利率	21.58%	22.83%	20.20%	28.59%	31.44%	32.33%

来源: 国金证券研究所

- **投资建议:** 市场对小品种的消费品企业多有偏见, 认为小品种增长空间有限, 难以长大。我们认为 1) 双塔作为粉丝龙头企业, 目前市场占有率不到 3%, 增长潜力依然巨大; 2) 公司作为农业消费品上下游一体化企业, “前店后厂”的模式构筑较强竞争壁垒; 3) 双塔有望成为粉丝行业的隐形冠军, 分享较稳定的高收益。鉴于公司 B2B 业务及金矿业务存在较大利润弹性, 我们建议给予 13 年 30 倍 PE 目标价, 即 6-12 个月目标价为 21 元。

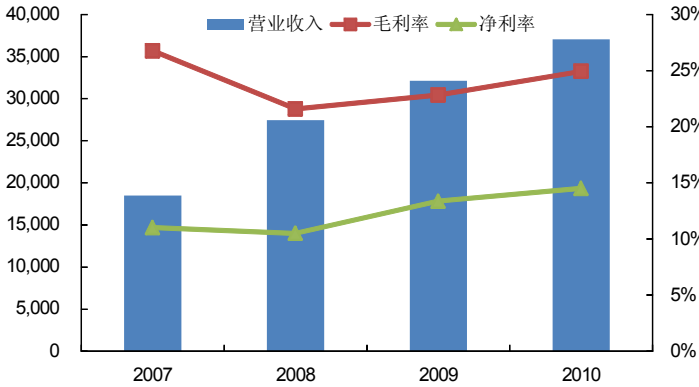
B2C 业务: 粉丝龙头, 全方面革新产业

基本概况: 产销领先的龙口粉丝企业

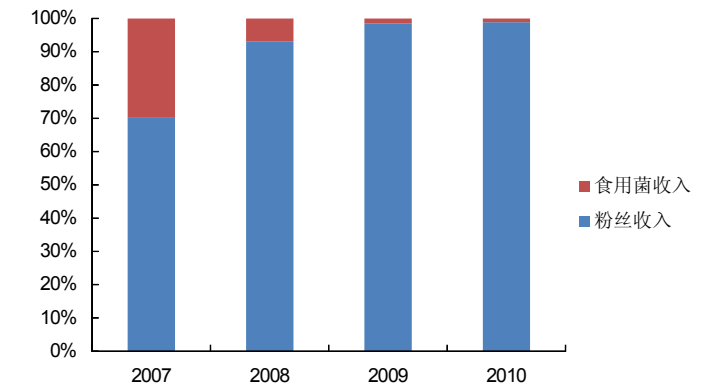
- **小行业龙头企业。**双塔食品地处烟台招远市, 主要产品为龙品粉丝, 2011 年销售收入达到约 4 亿元, 毛利率为 20.52%、净利率 11.81%, 盈利能力水平突出。

- **两次“转型”**。2007年，公司的主营业务当中，食用菌占到了28.09%，是公司的第二块主营业务，但是这一比例在2010年下降到了1.01%，这一阶段，公司正集中向粉丝主业进行集中；而从2011年开始，随着公司上市，公司正在向一体化经营迈进，围绕着豌豆吃干榨尽，包括豌豆蛋白粉、沼气、肥料等，公司的经营方式正在从单一转向立体。

图表5：双塔食品2011年的收入规模达到4亿元



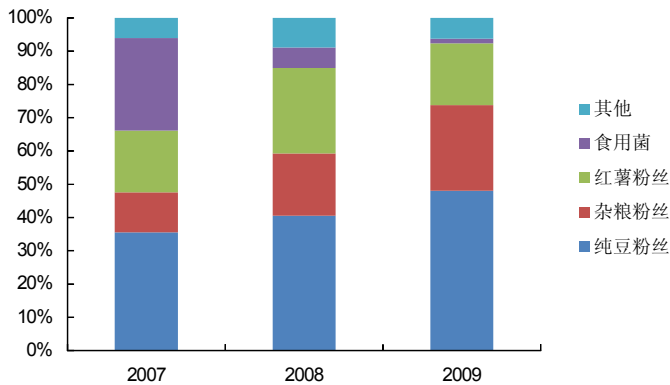
图表6：粉丝主业突出



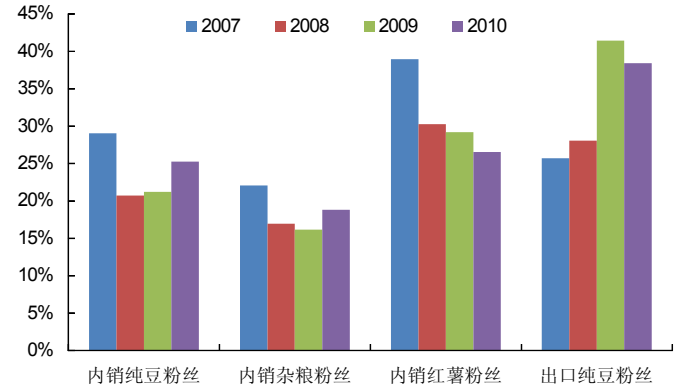
来源：国金证券研究所

- **公司主营三类粉丝**。公司的粉丝产品分为三类，纯豆粉丝、红薯粉丝、杂粮粉丝，其中纯豆粉丝占比较大，2009收入占比达48.07%，杂粮粉丝占比25.73%，红薯粉丝18.53%。毛利率水平方面，红薯粉丝因为成本较低毛利率较高，2010年为26.55%，出口的纯豆粉丝比内销的纯豆粉丝毛利率更高，2010年达到了38.42%。

图表7：纯豆粉丝为公司最主要的粉丝产品



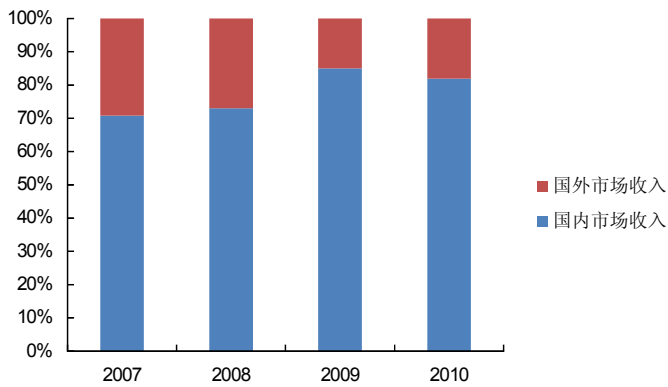
图表8：各销售粉丝毛利率情况



来源：国金证券研究所

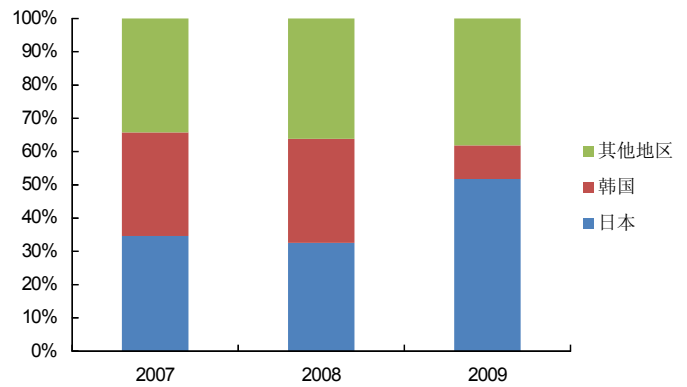
- **出口转“内销”**。龙口粉丝在日韩销路不错，2007年，公司的粉丝产品国外市场收入为5345.86万元，占比为29.20%，日韩占65.64%，到了2010年，国外市场收入6714.52万元，占比下滑到18.13%。

图表9: 国内占比逐渐提高



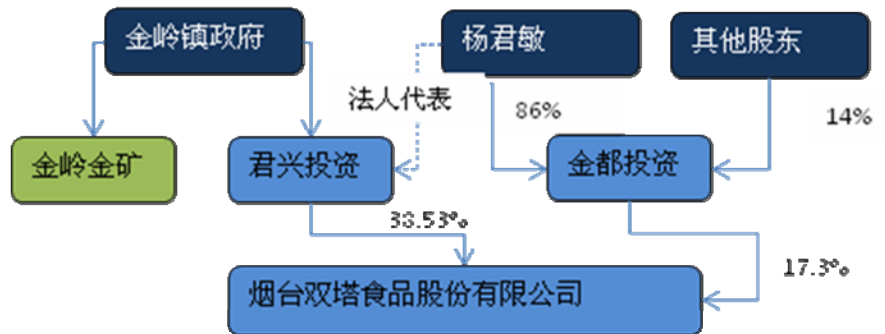
来源: 国金证券研究所

图表10: 日韩是主要出口国



- **国资背景，稳定团队。**公司前身为国营粉丝厂，目前的实际控制人为招远市金岭镇人民政府，其管理的君兴投资持有公司的股本比例为 38.53%，公司的管理团队在公司的工作年限多在 10 年以上。

图表11: 股权结构图



来源: 国金证券研究所

龙口粉丝，粉丝中的高端品

- **龙口粉丝两大标签：产地保护，筋道不易断条。**龙口粉丝是受原产地域保护的粉丝产品，包括招远、龙口、蓬莱、莱州、莱阳 5 个市（烟台下属的 5 个县级市）生产的粉丝，在达标后可以叫做“龙口粉丝”。龙口粉丝的特点概况起来，外观上来说主要是白净、纤细，品质上来说主要是不易断条、弹性十足。

图表12: 龙口粉丝概况

产地	招远、龙口、莱州、蓬莱、莱阳
原材料	豌豆、绿豆
产品特点	白净、纤细 筋道、久煮不烂



来源: 国金证券研究所

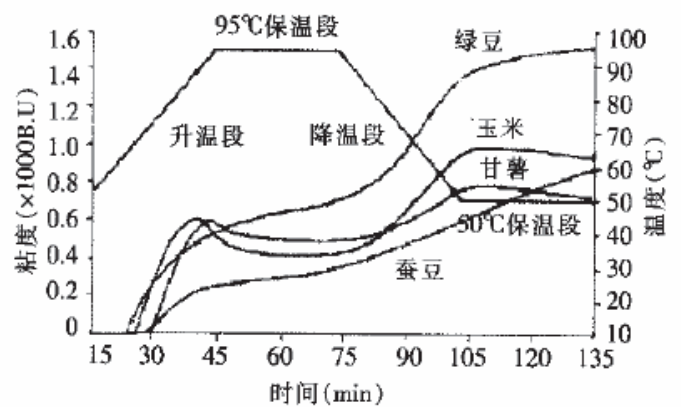
- 原料差异性为龙口粉丝差异性主因。龙口粉丝的主要特点，龙口粉丝是以绿豆、豌豆为主要原料进行生产的，因为以下三个方面造就龙口粉丝筋道、不易断条的主要特点。第一：这种原材料中的淀粉中直链淀粉高，直链淀粉易回生、产生凝胶，因此不易断条；第二：直链淀粉中不容性直链淀粉比率高，因此，在煮制过程中，因溶解而损失的比率较小；第三：无粘度峰，粘度随着温度提升一直呈上升态势，因此，具有更好的热糊与冷糊稳定性，进一步保障其不易断条与糊汤。

图表13: 不同粉丝原料淀粉特性比较

表 1 几种淀粉中直链淀粉的含量

淀粉样品	直链淀粉 (%)	可溶性直链淀粉 (%)	不溶性直链淀粉 (%)
绿豆	34.67	15.14	19.53
蚕豆	36.49	18.35	18.14
甘薯	20.32	7.40	12.92
玉米	28.53	18.28	10.25

图表14: 龙口粉丝原料粘性特性好

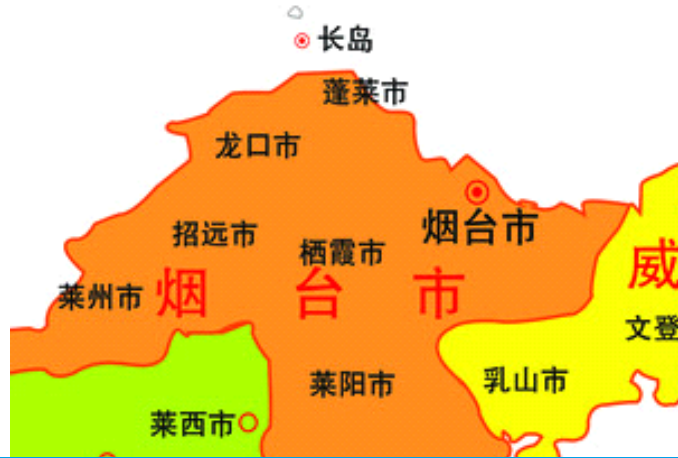


来源: 国金证券研究所

- 双塔所在城市招远: 龙口粉丝的核心生产区域。目前龙口粉丝的年产量约为 25 万吨左右，招远市的龙口粉丝产量约占全国的 70%-80%，是龙口粉丝最主要的生产地。另外，招远的粉丝生产企业数量占全国的 40%左右，招远市被称为“中国粉丝之都”实至名归。此外，招远地处山东半岛西北部，海运十分方便，为龙口粉丝“原料进口、粉丝出口”模式的形成奠定基础。

图表15: 濒海城市招远为“中国粉丝之都”

	龙口粉丝产量占比	粉丝企业数量占比
招远粉丝	70%	40%
招远其它特色	金都, 黄金产量占全国1/7	

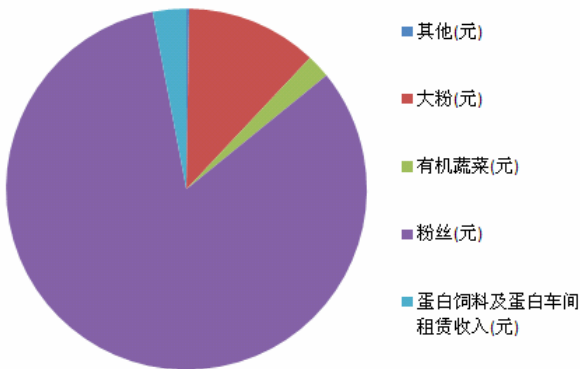


来源: 国金证券研究所

双塔: 龙口粉丝领军企业

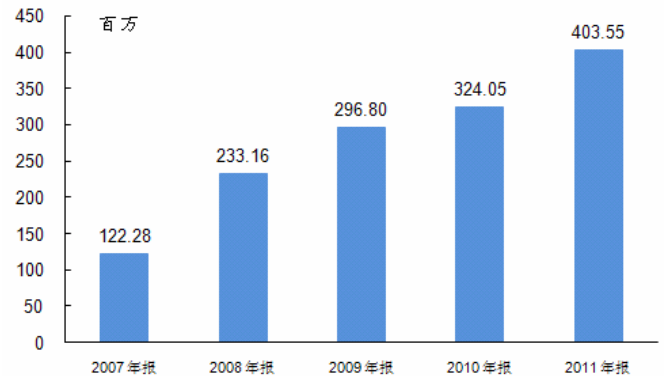
- 典型龙口粉丝生产企业。双塔的主营产品为粉丝, 2011年, 双塔的主营业务收入主要来自粉丝产品。公司是一家典型的龙口粉丝企业。公司2011年粉丝销售收入突破4亿元。

图表16: 公司的主要产品为粉丝



来源: 国金证券研究所

图表17: 公司2011年粉丝收入突破4亿

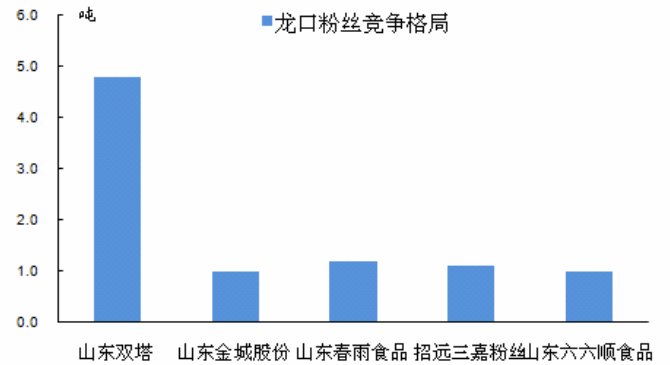


- 龙口粉丝行业领军企业。双塔位居行业领先地位, 市场占有率第1。但是, 细分到龙口粉丝行业来看, 全国龙口粉丝产销量约为25万吨左右, 行业内第二名的龙口粉丝产销规模达到1.2亿吨, 明显落后于双塔, 因此, 双塔是处于行业领先地位的。但从全国粉丝行业统计来看, 双塔销量占比全国销量1%左右。

图表18: 双塔食品5万吨规模占比1%左右



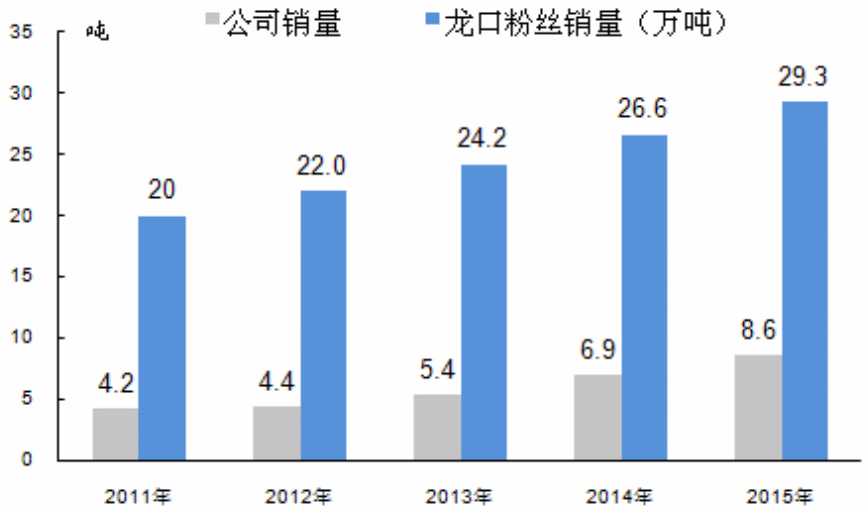
图表19: 主要龙口粉丝生产企业规模均明显落后于双塔



来源: 国金证券研究所

- **粉丝行业的领导者与革新者:** 公司借助生产工业化与产业链上下一体化, 革新粉丝行业传统分散落后的发展格局。公司通过生产工业化获取规模优势, 产业链一体化获取产品高附加值, 销售模式向快消品转型获取市场份额, 从而获得更大的市场份额与更高的盈利能力。
- 粉丝所处干散货行业, 与业已成熟的乳制品、啤酒、饮料等食品饮料子行业相比, 还处于相对初级的发展阶段。这种初级主要体现在两个方面, 一是生产厂商高度分散, 大量厂商生产方式仍处于相对落后阶段, 整体生产工业化程度落后; 二是销售模式上目前处于从坐商向行商的转变, 大部分厂商缺乏市场开拓能力, 不少厂商都是为渠道或经销商贴牌生产。

图表20: 行业及公司销量预测



来源: 国金证券研究所

- **行业的革新者。**
 - **公司率先实现工业化生产, 规模化已经占据优势。** 双塔目前5万吨的产能规模, 相对竞争对手1万吨产能已占优势。同时公司目前正积极延伸产业链, 进一步打造其规模优势。
 - **公司的渠道策略向快消品转变。** 1) 加强KA的维护和客情, 强调堆头、促销、陈列等。2) 增加经销商与业务员数量, 目前经销商800多人, 10年600多人, 12年希望能做到1000家经销商; 12年业务员将从现有的80人增加至100人, 并加强重点地级市的覆盖。

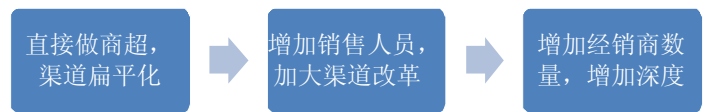
- **公司的品牌意识领先。**双塔粉丝是首先开始使用代言的龙口粉丝企业。未来公司将进一步加强品牌宣传和广告宣传，通过差异化的品牌定位与宣传，将双塔粉丝就代表着龙口粉丝的理念植入消费者心智中。
- 随着公司粉丝销售规模不断做大，公司将逐渐引入现代化的消费品营销模式。从以往倚重经销商的粗放式分销走向厂商主导的营销体系。营销体系的升级将全方位提升公司渠道力与品牌力方面的短板，有效支撑销售走向 10 亿规模。

图表21：张凯丽代言双塔



来源：国金证券研究所

图表22：渠道新举措



B2B 业务：蛋白粉业务展现利润爆发性

豌豆：优质便宜的植物蛋白粉原料

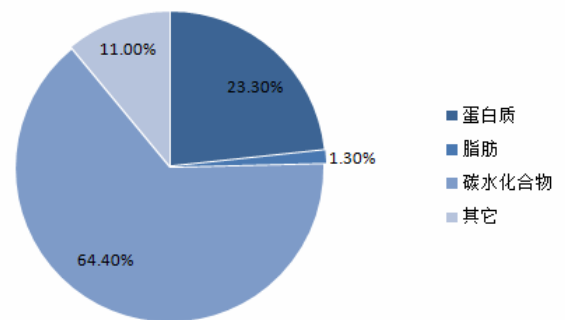
- **豌豆中蛋白质含量可观。**从豌豆的成分当中，其实很容易发现豌豆的价值绝不仅仅在于淀粉，淀粉含量 64.4%，是豌豆的主要成分，但是同时蛋白质含量为 23.3%，另外还有少量的油脂，约占 1.3%。

图表23：豌豆是粉丝加工的优良材料



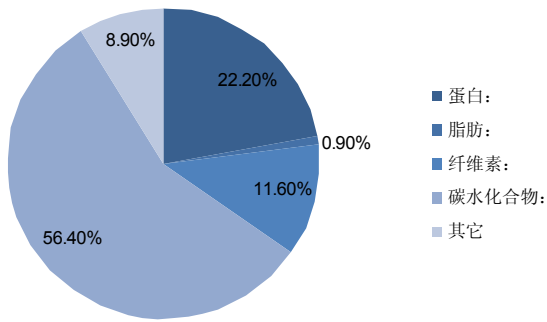
来源：国金证券研究所

图表24：豌豆除了淀粉外还有不少蛋白质



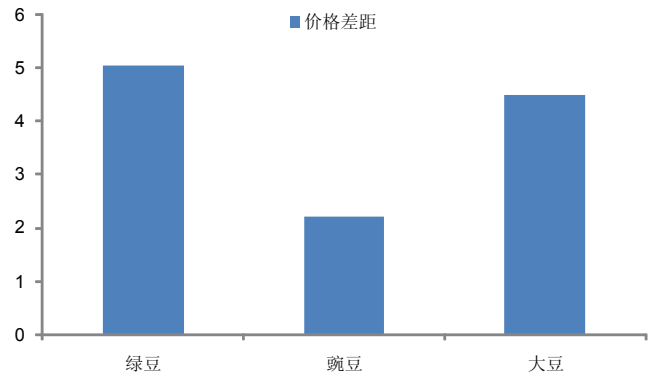
- **豌豆是一种相对便宜的原材料。**相对绿豆、大豆，豌豆是一种更为便宜的原材料，豌豆与绿豆成分相似，但是价格却不到绿豆的 40%，一般也相当于大豆价格的一半

图表25: 绿豆成分 (与豌豆相似)



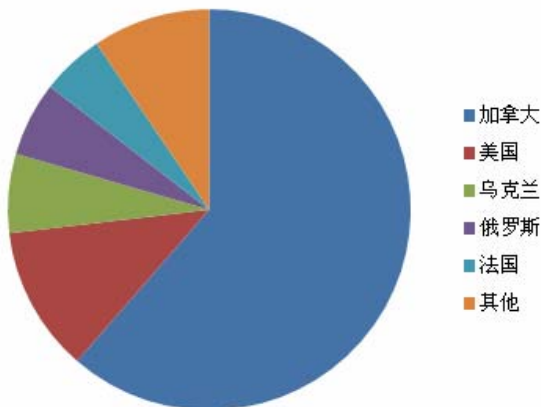
来源: 国金证券研究所

图表26: 豌豆是一种更加便宜的材料



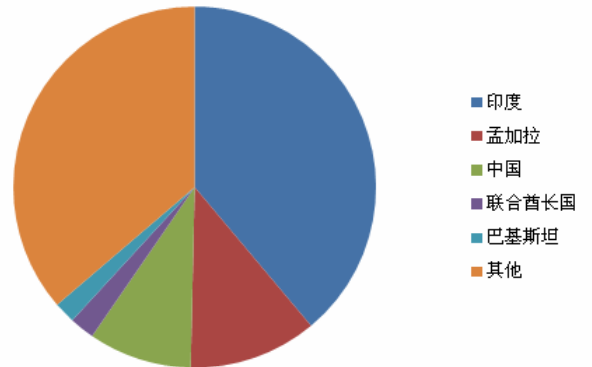
- **龙口粉丝豌豆采购模式保障豌豆低成本。**加拿大进口豌豆是龙口粉丝的一个重要途径，目前国内龙口粉丝厂家的采购模式基本上是，国内豌豆与进口豌豆价格对比，二者选其低，而通常情况下，加拿大的豌豆价格是要低于我国的，因此进口豌豆成为龙口粉丝的主要原料来源。
- **主产地加拿大概况。**加拿大是世界上最大的豌豆生产国，2009年其干豌豆产量为337.9万吨，我国进口约35万吨，豌豆也是加拿大最大的粮食作物，并且覆盖了加拿大的绝大部分地区。
- **我国是加拿大主要出口国，存在一定的依赖度。**印度常年以来保持着加拿大出口国第一位，我国2009年排在第三位，占比为13.15%，存在一定大客户风险，2009年加拿大占我国进口豌豆的95%，不过我国豌豆也有100万吨左右的干豌豆产量，对加拿大的依赖性并不那么强。

图表27: 2009年世界豌豆出口形势

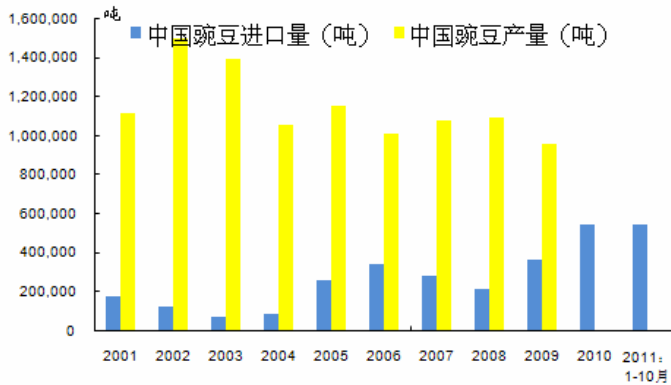


来源: 国金证券研究所

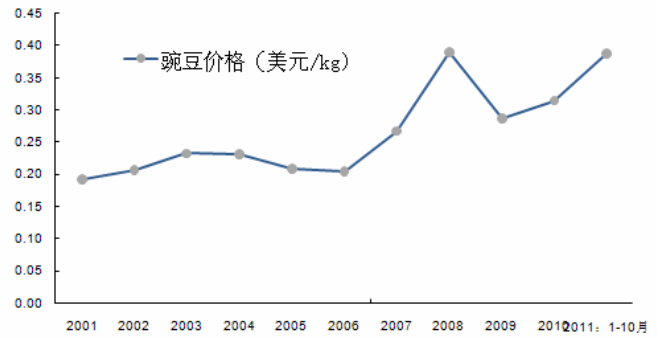
图表28: 2009年世界豌豆进口形势



图表29: 中国豌豆产量与进口情况



图表30: 豌豆价格处于上升趋势



来源: 国金证券研究所

豌豆蛋白粉将迎来快速增长

- 我们看好公司豌豆食用级蛋白粉生产项目，我们认为这个项目的意义不仅仅在于一体化带来毛利率的小幅提升，而在于其本身也蕴育着巨大的盈利能力的潜力。
 - 公司蛋白粉加工项目概览。项目总投资规划为 3100.00 万元；其中建筑工程费用为 213.22 万元，设备购置及安装费用为 2322.01 万元，铺地流动资金 323.23 万元，其他费用为 241.53 万元，建设周期为 1 年，建成后将达到年处理 32 万吨提取淀粉后的蛋白浆液，生产 8000 吨食用蛋白的产能。该项目共需建设两条生产线。截至 2011 年 6 月 8 日，公司已完成一条生产线的建设任务，另一条生产线建设于 2011 年年底完成。土建工程、安装工程、设备调试基本结束，具备开车试生产条件。
 - 公司蛋白粉的主要下游运用。蛋白粉根据纯度与品质的区别可以分为饲料蛋白、营养强化添加剂、保健品等类型，公司此次项目产品主要定位为营养强化添加剂，广泛用于添加在保健食品、火腿肠、香肠乳粉、蛋白糖、饼干、面包、花生奶、雪糕、冰淇淋、人造瘦肉等食品的制作。
- 豌豆蛋白粉 B2B 业务，前景看好。
 - 公司豌豆蛋白粉已经通过 FDA 认证，并通过多家北美客户的产品测试。
 - 公司已经公告先后与 Agrident.B.V.,Amsterdam (Agrident.B.V.,Amsterdam 公司，总部位于荷兰，是全球最大的淀粉、蛋白销售企业之一) 签订了 5 份食用蛋白销售合同，共计 4596.80 吨，按当前汇率折算，合计人民币约 3370.00 万元。双方约定合同自签订之日起 5 个月内执行完毕。
 - Agrident.B.V.,Amsterdam 公司前期已经试用过双塔的食用蛋白粉产品 (预计小试规模在 100 吨)，此次正式签订大合同，标志着双塔的食用蛋白粉产品正式进去国际市场。考虑到食用蛋白粉的生产成本，我们预计此次订单将贡献 1600 万左右的利润。
 - 考虑到国际市场对植物蛋白粉的强劲需求，我们预计公司未来将获得更多的国际订单，豌豆蛋白粉业务将展现出利润爆发性。

豌豆蛋白粉的优势----增长动力

- **性能优势、价格优势双核驱动豌豆蛋白粉步入快速上升通道。**豌豆蛋白粉作为一种新兴的蛋白粉添加剂拥有着性能方面的优势，除此之外，更重要的一方面是豌豆蛋白粉的成本拥有着优势，我们认为在目前还处于导入期豌豆蛋白粉将面临着巨大的成长空间。我们将从两个层面来阐述豌豆蛋白粉的优势，首先作为植物蛋白与动物蛋白相比，其相对动物蛋白在现时代的背景下拥有优势；其次与传统植物蛋白大豆蛋白相比，其性能方面也有着诸多优点。作植物蛋白不易引发“富贵病”（肥胖、高胆固醇等）
- **植物蛋白更加符合现时代消费需求。**蛋白粉添加剂基本可以分为两个阵营，即植物蛋白粉、动物蛋白粉，植物蛋白粉包括大豆蛋白粉、豌豆蛋白粉、谷蛋白粉等，动物蛋白粉包括酪蛋白粉、乳清蛋白粉等。动物蛋白拥有着明显的优势，概括起来就是营养充分、充足。但是在现时代的背景下，由于物质的极大丰富，营养充分的优势反而变成劣势，因为营养充分已经变种为“营养过剩”，过多的肥胖人口、各种胆固醇、心血管等“富贵病”频发使得人们的饮食越来越注重均衡，因此，植物蛋白“营养均衡、低脂低胆固醇少”的优势凸显出来。

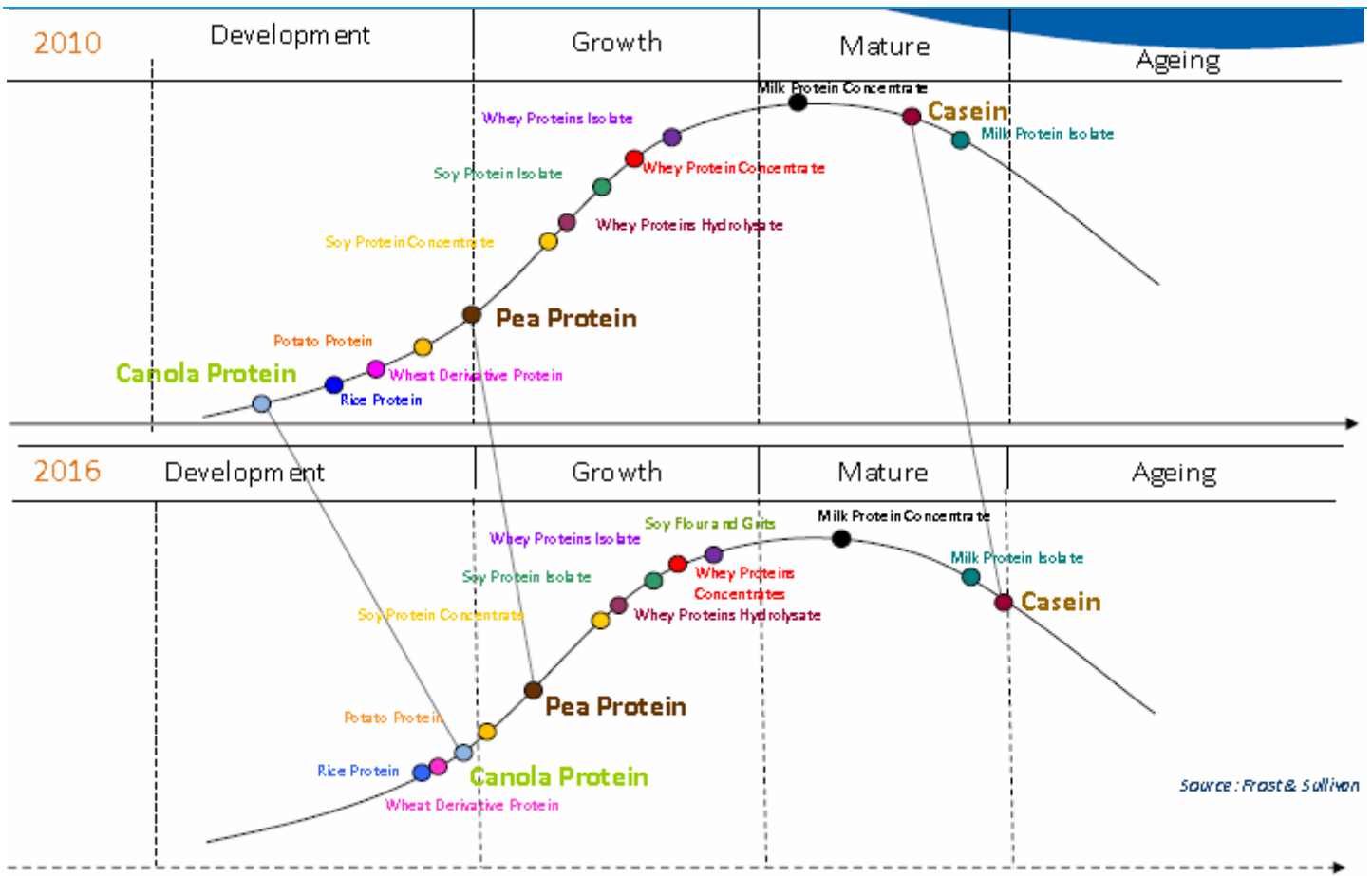
图表31: 植物蛋白 VS 动物蛋白

动物蛋白粉	植物蛋白粉
包含人体所需的所有必需氨基酸，营养全面	需要多种植物混合才能供给人体所有必需氨基酸
吸收率高、保存率高，营养流失成分少	吸收、保存率较低
含大量脂肪、胆固醇，是“富贵病”的主要成因之一	含脂肪、胆固醇少，在现时代营养过剩的背景下具有优势
吸收过程中产生较高的的磷化物，增加肾脏负担	对肾脏压力较小
往往造成过度摄入，此时将需要更多的Ca来中和，从而容易引起骨质疏松	不易过度摄入，对Ca损耗较少

来源：国金证券研究所

- **植物蛋白作为新生力量正在逐渐成熟。**随着人类对植物蛋白重视，尤其在欧美国家肥胖等现象泛滥的国家，植物蛋白正在迅速发展。各种新型的植物蛋白正在迅速兴起，根据 FROST&SULLIVON 的研究，动物蛋白的主要代表包括酪蛋白、乳清蛋白都处于后成熟期甚至已然步入衰退期。而作为新兴代表的包括豌豆蛋白、土豆蛋白则在强势崛起之中。

图表32: 蛋白粉的发展阶段图



Source: Frost & Sullivan

来源: 国金证券研究所

- 豌豆蛋白与大豆蛋白比较——性能方面。**首先，有研究表明，豌豆蛋白粉在营养补充方面的功能与大豆蛋白粉非常相似，其次，豌豆蛋白粉相对传统的植物蛋白粉的在性能上拥有着以下优势：第一，豌豆蛋白拥有更好的消化性；第二，豌豆蛋白不像大豆蛋白一样面临着 GMO 问题的困扰；第三，豌豆蛋白不易成为过敏源，这一点与大豆蛋白也很不一样。

图表33: 大豆蛋白粉与豌豆蛋白粉比较

大豆蛋白粉	豌豆蛋白粉
容易造成过敏	极少造成过敏
GMO问题泛滥	极少GMO问题
消化速度慢	消化速度快




来源: 国金证券研究所

- **豌豆蛋白与大豆蛋白比较---售价、成本方面。** 售价方面，由于大豆价格较高，目前营养添加剂类的大豆蛋白粉的价格一般在 15000-20000 元/吨左右，而豌豆蛋白的价格则为 8000-13000 元/吨，因此在性能相似的情况下拥有价格优势。成本方面，大豆蛋白利润率一般在 10% 左右，也就意味着成本一般在 13000 以上，而豌豆蛋白粉的成本较低，**公司一体化优势，使得成本优势显现的更为明显，公司利用粉丝生产后剩余的蛋白质浆进行生产，加上公司的规模化优势，都成为进一步降低成本的角度因素，成本预计在 3500 元/吨以下。强大的成本优势锁定了公司的售价优势，相对大豆蛋白的售价优势将能保持**

图表34: 大豆蛋白粉分种类成本

大豆蛋白粉种类	% Protein	\$/kg	\$/kg Protein
Isolate	90%	3.3	3.66
Concentrate	70%	1.98	2.82
Defatted Flour	55%	0.44	0.8
Full Fat Flour	40%	0.77	1.92

来源: 国金证券研究所

图表35: 可比蛋白粉售价 成本对比

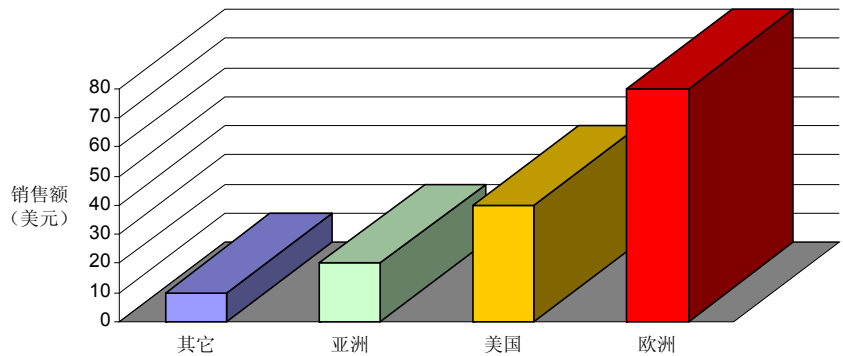
	大豆蛋白粉(元/吨)	豌豆蛋白粉(元/吨)
售价	15000-20000	8000-13000
成本	13000以上	4000以下
注	1、选取食用级蛋白粉比较 2、豌豆蛋白粉根据双塔情况估计	

- **性能优势为根基，成本、售价优势为主要攻坚利器。** 我们认为，豌豆蛋白粉在营养性能与大豆、乳清蛋白等传统强势蛋白类似的情况下，其特有的优势将有助于其进一步开拓市场，而其在成本上的显著优势将成为其攻坚的利器，成为竞争的杀手锏。从而从大的方面来看抢占动物蛋白市场，从小的方面来看挤压大豆蛋白的空间。

豌豆蛋白粉在国外---增长空间与增长现状

- **蛋白粉的市场容量。** 2007 年美国蛋白粉的市场规模约为 39.55 亿美元，约 300 亿人民币，对应的数量约为 140 万吨，其中植物蛋白占比高达约 44%。由于双塔目前蛋白粉主要出口地为美国，而公司超募项目产量仅为 8000t。

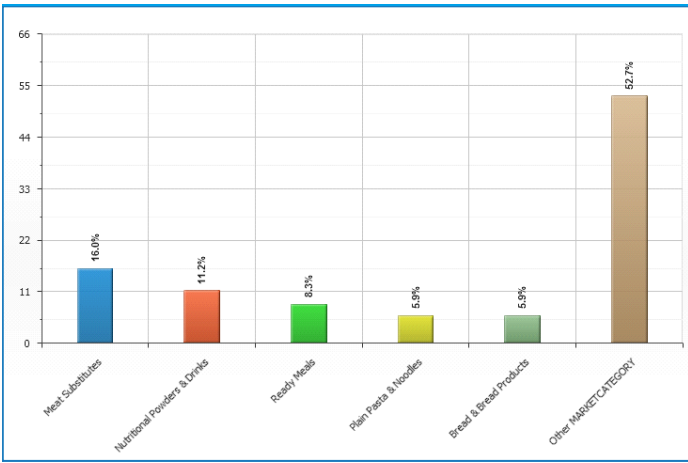
图表36: 主要市场蛋白粉市场容量



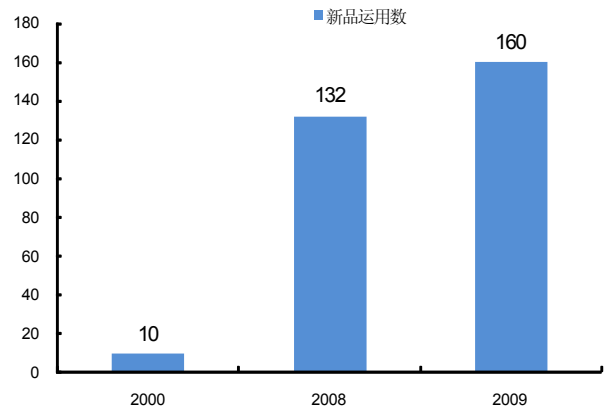
来源: 国金证券研究所

- **豌豆蛋白粉主要用于营养添加剂。** 在美国市场中的豌豆蛋白粉主要添加在肉类当中作为替代物，或者加入谷物当中、抑或在饲料当中，运用范围非常广泛。

图表37: 豌豆蛋白粉在美国的主要运用情况



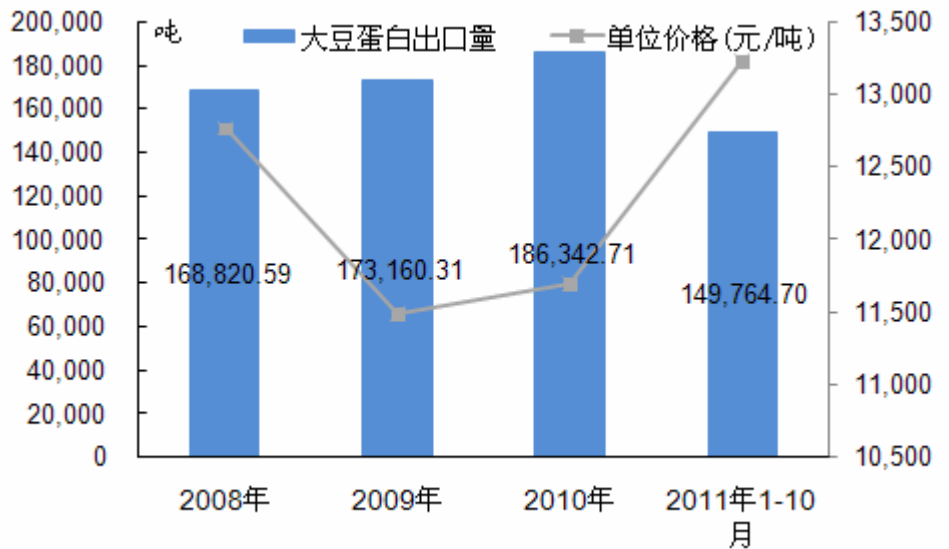
图表38: 新品添加豌豆蛋白的统计



来源: 国金证券研究所

- **豌豆蛋白粉正在积攒人气。**根据 Mintel 的统计数据, 豌豆蛋白粉作为一种新型植物蛋白营养添加剂, 被运用的范围越来越广, Mintel 的新产品数据库统计显示, 2000 年, 新产品中有 10 种添加了豌豆蛋白, 而到了 2009 年, 达到 160 种新品中添加了豌豆蛋白, 豌豆蛋白正在积攒人气。

图表39: 中国大豆蛋白出口情况



来源: 国金证券研究所

金矿业务: 公司未来增长的又一引擎

- 公司在今年 6 月公布进军金矿业务的框架性协议:
 - 合作方案: 招远市金岭金矿以下属埠南金矿评估后的资产成立全资子公司招远市金德盛矿业有限公司(已完成名称预核准), 合作双方以埠南金矿已探获资源总量的资源收购价格为依据, 双塔食品拟以不高于 6500 万元(自有资金)增资金德盛矿业, 双塔食品未来对招远市金德盛矿业有限公司增资的价格, 以招远市金德盛矿业有限公司经评估的净资产额为依据, 按其持股比例进行计算。增资完成后, 双塔食品占金德盛矿业出资比例不高于 49%。招远市金岭金矿以埠南金矿的探矿权、采矿权等资产出资, 占招远市金德盛矿业有限公司出资比例不低于 51%。

- 招远市金岭金矿下属埠南金矿基本情况：埠南金矿位于招远市城区西北 10km。极值地理坐标：东经 120°14'58"至 120°18'43"，北纬 37°21'46"至 37°24'01"。埠南金矿详查勘查许可证号：T37120090402027837（有效期限：2012 年 5 月 23 日至 2014 年 3 月 31 日），面积 13.94km²。采矿许可证号：C3700002011014120105187（有效期限：2012 年 2 月 3 日至 2014 年 2 月 3 日），面积 0.5713km²，生产规模 8 万吨/年。埠南金矿详查区内已发现大小蚀变带 55 条，其中规模较大蚀变带 15 条，拥有探矿井 32 条，拥有资源量（332+333+334）矿石总量 135.16 万吨，平均品位 4.65×10⁻⁶，金金属量 6280kg，矿山服务年限 13.5 年（2012 年-2025 年）。按目前黄金价格计算（330 元/g），预计年可实现黄金产量 9790 两，年可实现净利润 4136 万元。（以上数据尚未经具有资质的评估机构评估）
- 对公司的影响：有利于公司打造新的利润增长点，为公司大力发展新业务奠定基础，实施多元化发展战略，进一步提高公司抗风险能力和整体竞争能力。埠南金矿前期已进行了设备投资，待合作事宜相关程序履行完毕正式投产后，即可为公司贡献利润，预计年可为公司增加利润 2000 万元左右。本次投资属于风险投资，因此投资回报存在一定的风险性。

附录：粉丝行业概况

我们认为粉丝行业几个重要的特征值得关注：第一是行业仍以作坊式小型企业为主，率先实现工业化的企业获得了可观的盈利水平；第二是粉丝行业作为传统食品，从量上增长的动力并不十分充足，身处其中的公司的发展思路应该是抢占传统作坊企业的份额。综合来说：粉丝行业处于工业化带动规模化的初期，率先实现规模化的企业已经从中获益，并且随着规模化的进一步深入面临着很大的成长机会。

产品方面：多样化的传统食品

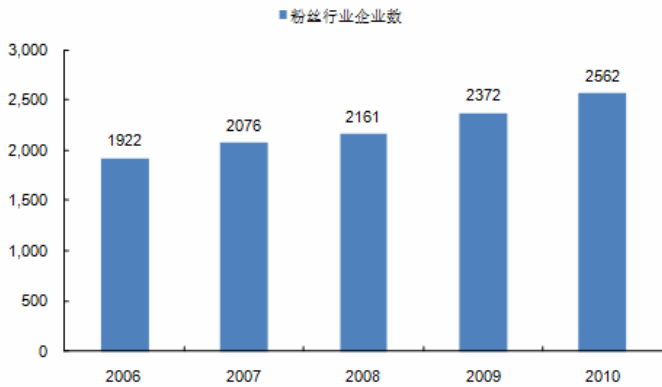
- **粉丝：可食用植物淀粉“成型化”产品。**粉丝是一种用植物淀粉等做成的细条状食品，可以理解为两个方面，一个是目的是为了提取淀粉，第二个是将淀粉以特定的形状呈现出来。
 - **按淀粉提取来源不同：**粉丝的种类大体分为三种：豆类、谷类、薯类。豆类（绿豆、豌豆、蚕豆等）、薯类（魔芋、蕉芋、甘薯等）、谷类（小麦、玉米、土豆等）
 - **按成型形状不同：**粉丝形状有粗、细、圆、扁、片等多种形状之分。实际上工艺都不大同小异，比如粉丝与粉条，其是区别不大，就是粗细之别，一般来说，直径大于 0.7mm 的叫粉条，小的叫粉丝。
- **传统食品正在步入现代化。**作为我国一种传统食品，家庭作坊式生产长年以来一直是粉丝生产的主要方式，但是站在 21 世来看，机械自动化已经在粉丝行业内进行着深度变革。
 - **作坊式阶段：**上世纪 80 年代以前：和很多农产品加工产品一样，作坊式、家庭式生产是最早的生产雏形。在这一阶段，使用的是传统的瓷盆、陶缸、木桶等容器；淀粉提取是通过牲口提供动力，通过磨盘来磨料制粉；并通过人工挤压成丝状；晾晒一般选择屋外场地，依靠日照、风力晒干或自然晾干。
 - **初步工业化阶段。**自改革开放以来，机械代替手工成为趋势。为了实现规模化生产推动着工艺进行创新升级。在这一阶段，容器改换成食品级不锈钢材；磨制材料机械化，动力工业化；室内蒸汽设备代替室外晾晒。

- **自动化阶段。**时至今日，自动化的时代正在到来，由于粉丝属于我国传统行业，设备皆由我国自主开发，目前自动化设备处于领先，出口缅甸、菲律宾等国家。

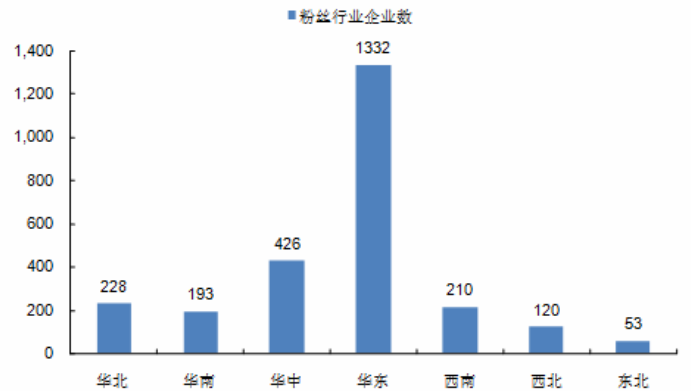
中观企业层面：粉丝生产企业概览

- **企业众多，华东居多，大型企业盈利能力突出。**粉丝完全工业化还远没有到来，目前，粉丝行业还处在工业化的初级阶段，传统小作坊式生产仍然是主流，行业也因此呈现出“企业众多，作坊式主导”的格局。
- **粉丝生产企业基本情况：**到 2010 年为止，我国共有粉丝企业达到 2562 家，华东 1332 家占据半壁江山。

图表40：2010年粉丝企业数达到2562家



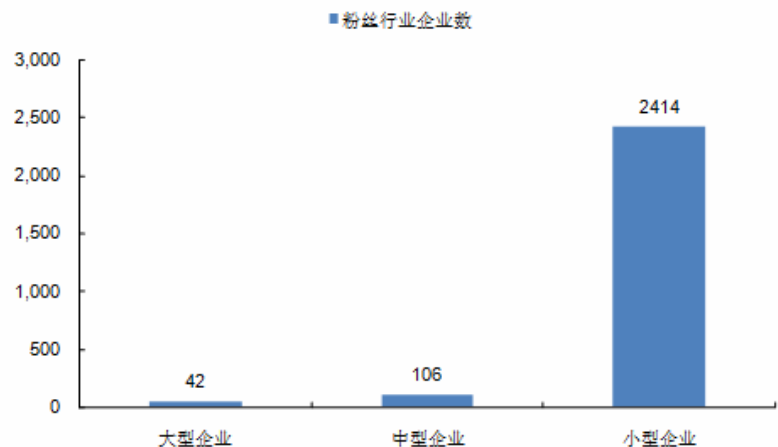
图表41：华东地区粉丝企业达到1332家



来源：国金证券研究所

- **大型企业仅有 42 家彰显规模化阶段才刚刚起步：**2010 年年产量 8000t 以上的企业为 42 家，虽较之前有明显的提升，但是仍然偏少，年产 2000t 以下的企业达到 2414 家，是行业结构的主流

图表42：规模化生产阶段还远远不够



来源：国金证券研究所

- **高销售利润率、负债率为行业的两个特征：**大型企业的销售利润率达到 19.11%，盈利能力相当可观，相对而言小型企业仅有 6%，规模化的优势得到部分的显现；此外，行业对资金的依赖程度过大，负债率都在 6 成以上，是行业的潜在风险所在。

图表43: 行业盈利能力可观, 负债率偏高

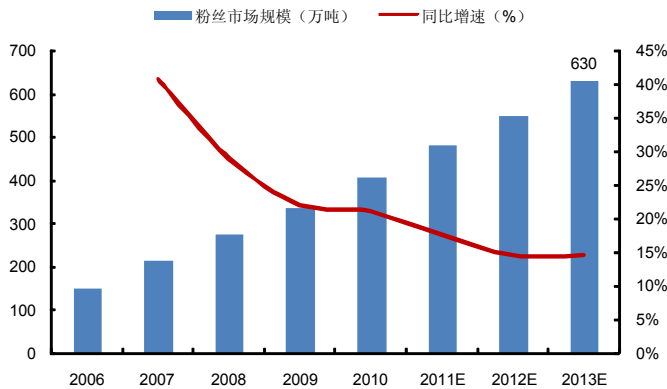
	大型	中型	小型
销售收入(亿元)	78	44.8	107.6
销售费用率	2.90%	1.80%	0.79%
销售利润率	19.11%	13.00%	6.00%
总资产(亿元)	26	106	627.64
负债(亿元)	77.1	73.59	501.23
资产负债率	61.19%	69.42%	79.86%

来源: 国金证券研究所

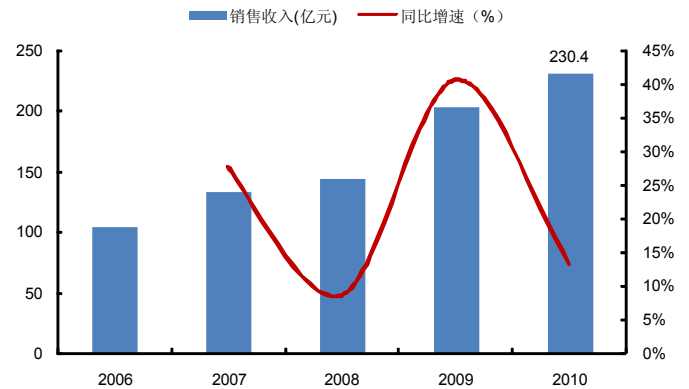
宏观行业层面: 稳定增长, 市场化不充分

- **市场规模稳定增长。**2010年粉丝行业销量为408万吨, 销售额为230.4亿元, 近3年来, 行业销量增长稳定在20%左右。

图表44: 粉丝销量市场规模



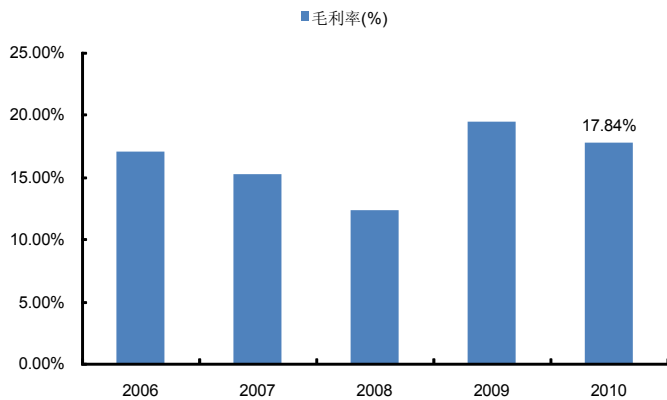
图表45: 粉丝销售收入市场规模



来源: 国金证券研究所

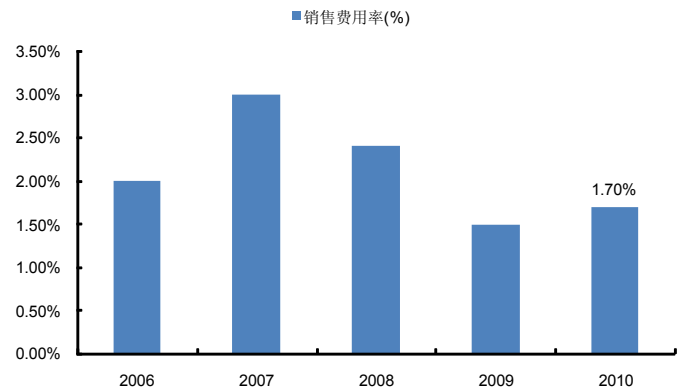
- **市场化程度不高。**销售费用率不高体现了粉丝行业的市场化程度偏低, 多数企业仅限于周边区域销售, 即使是行业中上规模的企业, 销售费用率也仅有2.9%, 与快消品动辄10几个点的销售费用率的格局非常不一致, 体现了行业的传统性。总体来看, 行业的毛利率不高, 一般在18%左右, 净利率在12%左右, 这一点与人们往往“轻视”粉丝的情况不一样, 其盈利能力非常突出。

图表46: 行业毛利率不高

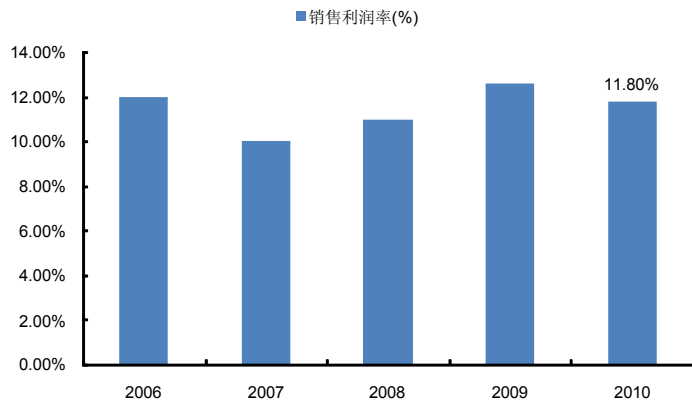


来源: 国金证券研究所

图表47: 销售费用率低下



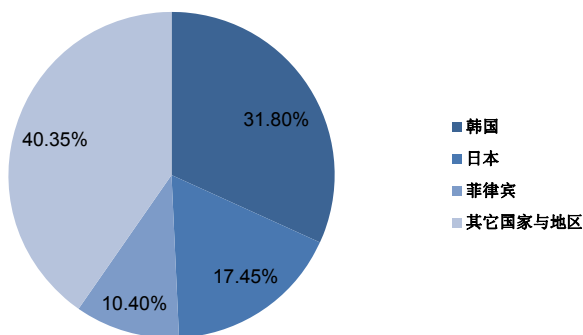
图表48: 销售利润率可观



来源: 国金证券研究所

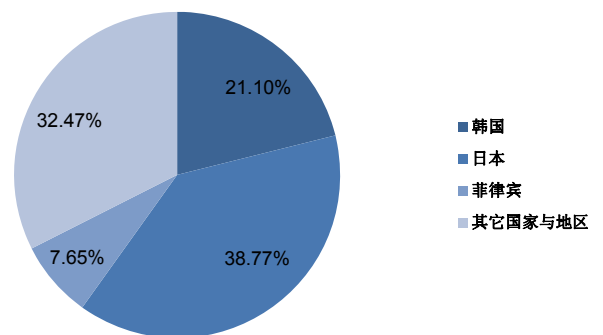
- 海外市场规模不大。2009年粉丝出口数量为8.52吨,对应1.09亿美元的金额,与国内400t左右的规模还是不大的,消费粉丝的传统主要集中在东南亚,出口国当中,从2009年数量上来看,韩国占比21.80%、日本占比17.45%、菲律宾10.40%,其它国家与地区为40.35%。

图表49: 出口量分布



来源: 国金证券研究所

图表50: 出口额分布



附录：三张报表预测摘要

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	584	823	1,134	货币资金	43	372	217	200	250	300
增长率		15.2%	60.6%	-1.8%	40.9%	37.8%	应收款项	33	39	54	56	78	108
主营业务成本	-248	-278	-473	-417	-572	-775	存货	138	189	399	246	337	457
%销售收入	77.2%	75.1%	79.5%	71.4%	69.5%	68.3%	其他流动资产	6	73	114	85	116	157
毛利	73	92	122	167	252	359	流动资产	221	673	784	587	781	1,021
%销售收入	22.8%	24.9%	20.5%	28.6%	30.5%	31.7%	%总资产	63.5%	77.8%	66.0%	47.8%	47.5%	46.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-6	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	-23	-33	-51	%总资产	31.0%	16.4%	29.5%	47.5%	48.7%	50.2%
%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	-23	-37	-57	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%	52.2%	52.5%	53.3%
息税前利润 (EBIT)	50	60	81	117	177	246	资产总计	347	864	1,188	1,229	1,644	2,186
%销售收入	15.4%	16.2%	13.7%	20.1%	21.5%	21.7%	短期借款	124	40	198	176	405	677
财务费用	-6	-4	0	-2	-7	-21	应付款项	57	54	166	111	154	210
%销售收入	1.9%	1.1%	0.0%	0.3%	0.9%	1.9%	其他流动负债	16	14	16	28	39	54
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	197	108	379	315	599	941
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	315	599	942
营业利润	43	55	80	115	170	224	普通股股东权益	143	750	802	913	1,045	1,244
营业利润率	13.3%	14.8%	13.5%	19.7%	20.6%	19.7%	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	1,229	1,644	2,186
税前利润	52	63	82	131	180	234	比率分析						
利润率	16.1%	17.1%	13.8%	22.4%	21.8%	20.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-9	-10	-12	-20	-27	-35	每股指标						
所得税率	16.8%	15.2%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.199	0.249	0.325	0.515	0.708	0.920
净利润	43	54	70	111	153	199	每股净资产	3.187	12.499	6.685	7.612	8.710	10.367
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.005	-0.846	0.000	2.177	0.810	1.248
归属于母公司的净利润	43	54	70	111	153	199	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	13.4%	14.5%	11.8%	19.0%	18.6%	17.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	29.95%	7.17%	8.76%	12.18%	14.62%	15.98%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.37%	6.21%	5.92%	9.06%	9.30%	9.09%
净利润	43	54	0	111	153	199	投入资本收益率	15.43%	6.46%	6.95%	9.17%	10.39%	10.86%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	12	0	20	34	54	主营业务收入增长率	17.11%	15.24%	60.64%	-1.79%	40.87%	37.77%
非经营收益	8	5	0	-10	2	17	EBIT增长率	30.86%	21.37%	35.23%	44.29%	51.08%	38.46%
营运资金变动	-60	-122	0	139	-91	-120	净利润增长率	48.99%	25.11%	30.75%	58.39%	37.34%	30.07%
经营活动现金净流	0	-51	0	261	97	150	总资产增长率	11.27%	149.10%	37.31%	3.43%	33.80%	32.98%
资本开支	-18	-89	0	-242	-245	-346	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	#REF!	30.6	26.9	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	#REF!	214.9	226.9	215.0	215.0	215.0
投资活动现金净流	-18	-89	0	-243	-245	-346	应付账款周转天数	#REF!	28.5	56.1	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	563	0	0	-21	0	固定资产周转天数	121.9	#DIV/0!	96.9	180.8	202.5	226.6
债权募资	43	-84	0	-29	230	273	偿债能力						
其他	-6	-11	0	-7	-12	-27	净负债/股东权益	56.46%	-44.28%	-2.35%	-2.68%	14.87%	30.41%
筹资活动现金净流	37	468	0	-35	197	246	EBIT利息保障倍数	7.9	14.3	-1,511.5	58.3	24.0	11.4
现金净流量	19	329	0	-17	50	50	资产负债率	58.71%	13.30%	32.46%	25.64%	36.41%	43.09%

来源：公司年报、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
买入	0	2	2	2	7
增持	0	2	3	4	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.56	1.60	1.64

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 2011-01-26	中性	14.75	43.30 ~ 53.30
2 2011-08-03	增持	14.11	31.00 ~ 31.00
3 2011-10-28	增持	13.25	31.00 ~ 31.00
4 2012-01-15	增持	10.94	25.00 ~ 25.00
5 2012-03-26	增持	11.26	N/A
6 2012-06-04	增持	17.09	N/A
7 2012-08-06	增持	16.90	N/A
8 2012-08-28	买入	16.33	N/A

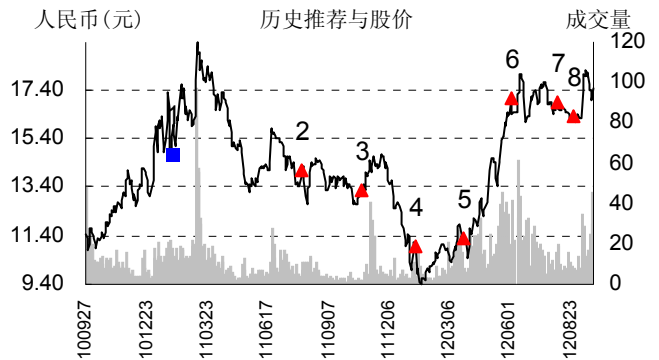
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

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