

双塔食品 (002481.SZ) 食品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

金矿转让进展顺利, 储量品味超预期

事件

- 公司公告金矿转让进展顺利, 所涉金矿储量及品味超预期:
 - 公司公告埠南矿区的矿业权转让至招远市金德盛矿业有限公司(以下简称“金德盛公司”), 目前招远市国土资源局、烟台市国土资源局已经审查完毕采矿权转让手续, 山东省国土资源厅将于近期出具批准转让的正式批复, 并办理采矿权证。采矿权手续办理完毕后, 探矿权转让手续将进行正常审批。
 - 前期公告埠南矿区的储量和品味皆超预期。前期公告该矿区拥有资源量(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。目前, 招远市金岭金矿委托山东省第一地质矿产勘查院编制了埠南矿区深部及外围金矿详查总结报告, 经核实, 与前期公告有所差异, 金金属量、平均品位有所提高, 在其中 6 条矿脉上已查明 18 个矿体, (332 + 333+333D) 矿石量 77.84 万吨, 金金属量 8154kg, 平均品位 10.47×10^{-6} ; 伴生银(333)矿石量 77.13 万吨, 银金属量 5806kg, 平均品位 7.53×10^{-6} , 矿山服务年限 12.5 年。
 - 按照目前黄金价格计算(330 元/k), 根据该详查报告, 预计年可实现黄金产量 9500 两, 年可实现净利润 4544 万元。假设上市公司股权比例仍为 49%, 则对应 2227 万元。

盈利预测: 略微调升 13-14 业绩

- 考虑到金矿业务进展顺利, 且品味与储量超预期。我们预计 13-14 年贡献 2500 万和 4500 万利润。
- 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。我们将视公司业务开展情况, 及时上调对 13-14 年的销售预测。
- 12-14 年公司净利润为 1.11 亿、1.59 亿和 2.06 亿, 同比增加 58.39%、43.20%和 29.52%。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 30-32 倍 PE 目标价, 即 6-12 个月目标价为 22.1-23.6 元。

重申推荐逻辑

- 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。
- 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。

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。

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 | 584 | 772 | 1,053 | 货币资金 | 43 | 372 | 217 | 200 | 250 | 300 |
| 增长率 | | 15.2% | 60.6% | -1.8% | 32.1% | 36.4% | 应收款项 | 33 | 39 | 54 | 56 | 73 | 100 |
| 主营业务成本 | -248 | -278 | -473 | -417 | -543 | -740 | 存货 | 138 | 189 | 399 | 246 | 320 | 436 |
| % 销售收入 | 77.2% | 75.1% | 79.5% | 71.4% | 70.3% | 70.2% | 其他流动资产 | 6 | 73 | 114 | 85 | 111 | 150 |
| 毛利 | 73 | 92 | 122 | 167 | 229 | 313 | 流动资产 | 221 | 673 | 784 | 587 | 754 | 986 |
| % 销售收入 | 22.8% | 24.9% | 20.5% | 28.6% | 29.7% | 29.8% | % 总资产 | 63.5% | 77.8% | 66.0% | 47.8% | 46.6% | 45.8% |
| 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 | -23 | -31 | -47 | % 总资产 | 31.0% | 16.4% | 29.5% | 47.5% | 49.5% | 51.1% |
| % 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 | -35 | -53 | 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% | 53.4% | 54.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 50 | 60 | 81 | 117 | 160 | 208 | 资产总计 | 347 | 864 | 1,188 | 1,229 | 1,616 | 2,150 |
| % 销售收入 | 15.4% | 16.2% | 13.7% | 20.1% | 20.7% | 19.8% | 短期借款 | 124 | 40 | 198 | 176 | 382 | 642 |
| 财务费用 | -6 | -4 | 0 | -2 | -7 | -20 | 应付款项 | 57 | 54 | 166 | 111 | 145 | 198 |
| % 销售收入 | 1.9% | 1.1% | 0.0% | 0.3% | 1.0% | 1.9% | 其他流动负债 | 16 | 14 | 16 | 28 | 37 | 51 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 197 | 108 | 379 | 315 | 565 | 891 |
| 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 | 26 | 45 | 其他长期负债 | 7 | 7 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 13.6% | 18.5% | 负债 | 204 | 115 | 386 | 315 | 565 | 892 |
| 营业利润 | 43 | 55 | 80 | 115 | 177 | 233 | 普通股股东权益 | 143 | 750 | 802 | 913 | 1,052 | 1,258 |
| 营业利润率 | 13.3% | 14.8% | 13.5% | 19.7% | 23.0% | 22.1% | 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 | 1,616 | 2,150 |
| 税前利润 | 52 | 63 | 82 | 131 | 187 | 243 | | | | | | | |
| 利润率 | 16.1% | 17.1% | 13.8% | 22.4% | 24.3% | 23.1% | | | | | | | |
| 所得税 | -9 | -10 | -12 | -20 | -28 | -36 | | | | | | | |
| 所得税率 | 16.8% | 15.2% | 14.6% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 43 | 54 | 70 | 111 | 159 | 206 | | | | | | | |
| 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 | 111 | 159 | 206 | | | | | | | |
| 净利率 | 13.4% | 14.5% | 11.8% | 19.0% | 20.6% | 19.6% | | | | | | | |
| 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 | 111 | 159 | 206 | 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 | 0.515 | 0.738 | 0.956 |
| 非现金支出 | 10 | 12 | 0 | 20 | 34 | 54 | 每股净资产 | 3.187 | 12.499 | 6.685 | 7.612 | 8.765 | 10.485 |
| 非经营收益 | 8 | 5 | 0 | -10 | -24 | -30 | 每股经营现金净流 | 0.005 | -0.846 | 0.000 | 2.177 | 0.794 | 0.959 |
| 营运资金变动 | -60 | -122 | 0 | 139 | -74 | -116 | 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 | 261 | 95 | 115 | 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% | 12.18% | 15.15% | 16.41% |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 12.37% | 6.21% | 5.92% | 9.06% | 9.86% | 9.60% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 26 | 45 | 投入资本收益率 | 15.43% | 6.46% | 6.95% | 9.17% | 9.46% | 9.30% |
| 投资活动现金净流 | -18 | -89 | 0 | -243 | -219 | -301 | 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% | -1.79% | 32.11% | 36.38% |
| 债权募资 | 43 | -84 | 0 | -29 | 206 | 261 | EBIT增长率 | 30.86% | 21.37% | 35.23% | 44.29% | 35.86% | 30.39% |
| 其他 | -6 | -11 | 0 | -7 | -12 | -25 | 净利润增长率 | 48.99% | 25.11% | 30.75% | 58.39% | 43.20% | 29.52% |
| 筹资活动现金净流 | 37 | 468 | 0 | -35 | 174 | 236 | 总资产增长率 | 11.27% | 149.10% | 37.31% | 3.43% | 31.56% | 33.04% |
| 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 | 180.8 | 215.9 | 244.1 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 56.46% | -44.28% | -2.35% | -2.68% | 12.55% | 27.27% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 7.9 | 14.3 | -1,511.5 | 58.3 | 21.6 | 10.4 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 58.71% | 13.30% | 32.46% | 25.64% | 34.93% | 41.49% |

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 | 2012-01-15 | 增持 | 10.94 | 25.00 ~ 25.00 |
| 2 | 2012-03-26 | 增持 | 11.26 | N/A |
| 3 | 2012-06-04 | 增持 | 17.09 | N/A |
| 4 | 2012-08-06 | 增持 | 16.90 | N/A |
| 5 | 2012-08-28 | 买入 | 16.33 | N/A |
| 6 | 2012-09-24 | 买入 | 17.54 | 21.00 ~ 21.00 |
| 7 | 2012-09-24 | 买入 | 17.54 | 21.00 ~ 21.00 |
| 8 | 2012-10-11 | 买入 | 18.17 | 21.00 ~ 21.00 |

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 |