

关注蛋白、食用菌项目进展

买入维持

年报及一季报摘要:

公司 2012 年收入 5.84 亿, 同比增长-1.8%; 归属母公司净利润 9300 万, 同比增长 33%; 2013 年 1 季度收入 1.18 亿, 同比增长-0.8%, 净利润 720 万, 同比增长-66%。同时公司预计 2013 年 1-6 月净利润 1700 万至 2600 万, 同比增长-60%至-40%。

点评:

- **12 年公司收入利润平稳增长。**12 年公司粉丝收入 4 亿, 与 2011 年同期持平。70%级纯度的豌豆蛋白贡献收入 6000 万, 食用菌项目于 12 年投产, 预计收入 1000 万左右, 这两个新产品将成为公司 13 年新的利润增长点。
- **13 年中期业绩下滑是补贴减少、折旧增加、财务费用上升、新产线上半年贡献有限等多个因素共同作用的结果。**2012 年上半年公司收到政府补贴 1700 万, 造成基数较高。公司年产 2 万吨的粉丝项目预计将于 2 季度达产, 由于新上自动化产线需要调试, 因此投产时间低于此前预期, 上半年对公司收入贡献有限。在建工程转固造成固定资产增加 4 亿, 将增加当期的折旧费用。公司货币资金减少, 财务费用 1 季度上升 400 万。诸多因素造成公司 13 年 1-6 月份净利润同比预减 40%-60%。
- **关注食用蛋白、食用菌项目进展。**公司年产 7500 吨的高纯度蛋白目前已经投产, 该产品纯度 80%-90%, 售价 2 万元/吨, 毛利率高达 60%, 纯度的提高源于公司生产工艺的改进。食用菌 13 年也将大幅增长, 目前日产量在 10 吨左右, 毛利率 30%-40%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 13-15 年收入分别 6.7 亿、8.2 亿、9.8 亿, 净利润 1.5 亿、1.89 亿、2.32 亿, 同比增长 60%、26%、23%; 对应 EPS 分别为 0.69/0.87/1.08, PE 27X、21X、17X。维持买入评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	595	584	673	820	984
YoY	61%	-2%	15%	22%	20%
净利润	70	93	150	189	232
YoY	31%	33%	60%	26%	23%
EPS	0.33	0.43	0.69	0.87	1.08
PE	57.8	43.4	27.1	21.5	17.5

中小市值上市公司研究组

首席分析师:

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师:

李坤阳(S1180511030001)

电话: 010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理:

史余森

电话: 010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话: 010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话: 010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

行情数据

当前股价	18.79
总股本(千股)	216,000
总市值(百万)	4,059
流通市值(百万)	1,968
12 月最高价(前复权)	19.89
12 月最低价(前复权)	8.91

数据来源: Wind

相关研究

双塔食品: 粉丝循环经济加金矿, 多点开花
20121119

财务报表及附录

表 1: 公司 2013-2015 年财务报表预测

利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	595.1	584.3	672.9	819.9	983.9
减:营业成本	473.0	438.6	456.4	543.6	643.9
营业税费	3.0	2.6	3.7	4.5	5.4
销售费用	16.4	20.6	20.2	21.3	23.6
管理费用	21.3	20.9	23.6	28.7	34.4
财务费用	-0.1	14.0	20.0	21.3	16.2
资产减值损失	1.4	0.8	0.9	0.8	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	25.6	25.6	25.6
营业利润	80.1	86.7	173.7	225.2	284.8
加:营业外净收支	2.2	21.0	7.0	5.0	2.0
利润总额	82.3	107.7	180.7	230.2	286.8
减:所得税	12.0	14.2	30.7	41.4	54.5
净利润	70.3	93.5	150.0	188.8	232.3
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	216.8	263.8	238.2	368.9	486.2
应收帐款	54.4	69.6	80.3	97.8	117.4
预付帐款	102.0	108.7	131.5	158.7	190.9
存货	398.9	250.0	274.4	326.3	386.0
其他流动资产	12.1	9.7	14.1	21.4	29.6
固定资产	158.1	647.7	716.1	735.6	716.0
在建工程	192.8	36.6	86.6	58.7	35.5
无形资产	51.5	50.5	51.7	52.9	54.1
其他非流动资产	1.1	1.6	2.1	3.7	5.4
资产总额	1,187.8	1,438.2	1,595.1	1,824.0	2,021.1
短期债务	198.0	442.6	458.6	506.2	482.1
应付帐款	136.5	61.6	68.8	81.9	97.0
其他流动负债	43.4	36.6	48.5	62.8	79.7
其他非流动负债	6.3	6.9	7.8	9.3	10.9
负债总额	385.6	548.6	585.4	663.3	674.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	120.0	216.0	216.0	216.0	216.0
留存收益	682.2	673.7	793.7	944.7	1,130.6
股东权益	802.2	889.7	1,009.7	1,160.7	1,346.6
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生现金流量	-21.0	226.2	165.9	179.6	211.5
投资活动产生现金流量	-271.5	-344.2	-157.4	-37.4	-7.4
融资活动产生现金流量	137.3	165.0	-34.1	-11.5	-86.8

表 2: 公司 2013-2015 年财务指标预测

财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长率	60.6%	-1.8%	15.2%	21.8%	20.0%
营业利润增长率	45.7%	8.3%	100.3%	29.7%	26.5%
净利润增长率	30.7%	33.1%	60.4%	25.9%	23.1%
EBITDA 增长率	31.9%	28.3%	117.6%	23.3%	18.5%
EBIT 增长率	35.2%	25.9%	92.4%	27.3%	22.1%
NOPLAT 增长率	37.3%	27.3%	85.9%	25.7%	20.6%
投资资本增长率	23.8%	-0.4%	67.0%	6.3%	4.3%
净资产增长率	7.0%	10.9%	13.5%	15.0%	16.0%
利润率					
毛利率	20.5%	24.9%	32.2%	33.7%	34.6%
营业利润率	13.5%	14.8%	25.8%	27.5%	29.0%
净利率	11.8%	16.0%	22.3%	23.0%	23.6%
EBITDA/营业收入	15.5%	20.2%	38.2%	38.7%	38.2%
EBIT/营业收入	13.4%	17.2%	28.8%	30.1%	30.6%
运营效率					
固定资产周转天数	84	248	365	319	266
流动营业资本周转天数	250	132	133	217	216
流动资产周转天数	441	458	385	376	399
应收帐款周转天数	27	37	39	38	38
存货周转天数	178	200	141	132	131
总资产周转天数	621	809	811	751	703
投资资本周转天数	426	479	554	587	515
投资回报率					
ROE	8.8%	10.5%	14.9%	16.3%	17.3%
ROA	5.9%	6.5%	9.4%	10.4%	11.5%
ROIC	10.8%	11.1%	20.7%	15.6%	17.7%
费用率					
销售费用率	2.8%	3.5%	3.0%	2.6%	2.4%
管理费用率	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	0.0%	2.4%	3.0%	2.6%	1.6%
三费/营业收入	6.3%	9.5%	9.5%	8.7%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	38.1%	36.7%	36.4%	33.4%
业绩和估值指标					
EPS(元)	0.33	0.43	0.69	0.87	1.08
BVPS(元)	3.71	4.12	4.67	5.37	6.23
PE(X)	57.8	43.4	27.1	21.5	17.5
PB(X)	5.1	4.6	4.0	3.5	3.0
P/FCF	51.7	11.9	-11.5	26.2	27.2
P/S	6.8	6.9	6.0	5.0	4.1
EV/EBITDA	24.2	33.4	16.9	13.5	11.0

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。