

豌豆产业链的领跑者

买入维持评级

目标价格：15元

投资要点:

公司公告称，13年全国战略经销商年度峰会暨订货会截止到7月20日，公司订货会订货情况良好，订单金额合计为7507万，较公司12年订货会订单总金额增长约99%。本次订货会将对公司13年下半年的经营业绩产生较为重要的影响，约占公司2012年营业收入的12.85%。

摘要:

- 2013年3季度将成为业绩再次爆发的拐点。**双塔食品的豌豆加工产业链已基本形成，从豌豆中分离淀粉（加工成粉丝）、食用蛋白、膳食纤维和废渣再利用技术已基本成熟并开始全面贡献利润，2013年3季度将成为业绩再次爆发的拐点。
- 公司高等级食用蛋白业务进入国际高端市场。**公司采用全球行业顶尖的乳酸杆菌剥离蛋白技术提取分离豌豆蛋白，该生产工艺打破了传统植物蛋白提取工艺，开创了植物蛋白提取工艺的新纪元。双塔食品食用高等级豌豆蛋白成功进入国际市场，未来两年作为行业巨头将获得高速增长，并保持30%-50%的年均增速。公司蛋白业务竞争优势来源于公司在现有淀粉、粉丝市场的龙头地位、拥有独立的知识产权，尤其是产业链带来的巨大成本优势构筑了极高的进入壁垒，将使公司成为行业内无可替代的领先者。
- 粉丝业务放量显著。**公司12年与和君咨询合作，从品牌形象、渠道建设等多个方面对公司的粉丝快消业务进行整合，2013年春节开始销售出现明显改善，上半年粉丝销售增长60%左右。
- 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 14X、11X、9X。维持买入评级，目标价15元。

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	0.16	0.22	0.69	0.87	1.08
PE	63.5	47.7	14.9	11.8	9.6

中小市值上市公司研究组

首席分析师:

王凤华 (S1180511010001)

新财富2012年最佳中小市值分析师

电话: 010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师:

李坤阳(S1180511030001)

电话: 010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

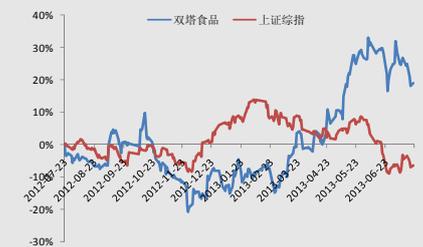
研究助理:

史余森

电话: 010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind

行情数据

当前股价	10.33
总股本(千股)	432,000
总市值(百万)	4,463
流通市值(百万)	1,082
12月最高价(前复权)	11.79
12月最低价(前复权)	6.32

数据来源: Wind

相关研究

双塔食品: 关注蛋白、食用菌项目进展
20130425

公司是国内粉丝行业唯一上市公司，是中国传统名牌产品“龙口粉丝”的代表企业，也是全球粉丝产能最大的龙头企业，市场占有率第一，年内粉丝产能可达到5万吨。公司采用加拿大、美国进口的非转基因优质黄豌豆作为原料，加工成优质淀粉，淀粉生产粉丝，粉丝生产过程中的废渣，废液提取食用蛋白，粉渣生产酒精作为燃料或者作为底料培育食用菌，在此循环经济过程中还可提取膳食纤维，随着技术的不断改进优化，将来还可以提取乳酸蛋白等健康食品。

蛋白业务

按照目前公司的工艺提炼水平，每2.3吨豌豆，可以生产1吨豌豆粉丝和0.39吨72%含量的豌豆蛋白粉。蛋白粉是从提炼淀粉后的残液中提纯获得，没有原材料成本，仅有3000元左右的提炼提纯成本，成本优势明显，毛利率极高。公司2007年涉足豌豆蛋白粉业务，初期为饲料级的低蛋白含量产品；经过6年的工艺提升和客户发掘，从低端到高端、从副产品变成高毛利产品。

公司目前蛋白粉产能1.5万吨，其中85%含量高端蛋白产能8000吨。2012年公司开拓海外市场初见成效，获得了近1.2万吨的食用蛋白粉海外订单，食用蛋白业务开始进入产能完全被订单覆盖的良性循环中。根据公司公告的价格，72%含量的蛋白售价超过8000元。

目前公司计划根据订单情况继续扩产蛋白粉生产线。蛋白粉生产线生产环节较少，公司已两条生产线的组装经验，工艺成熟，新增产能可以在半年时间内完成。公司目前已经启动新增线的投产工作，同时将原来生产72%低端蛋白的7000吨产能也将转换为高端蛋白生产线，预计公司年内将形成1.5万吨高端蛋白产能，2014年将形成3.5万吨高端蛋白产能。

豌豆蛋白作为保健食品新生事物，体现了非转基因、无过敏源、营养成分全面、易于吸收等明显优势，在欧美市场吸引力尤为明显。国内生产厂商极少，公司与加拿大豌豆原产地签约长单，原材料来源充足可靠。

粉丝业务

公司2012年与和君咨询签订合作合同，从品牌形象、渠道建设等多个方面对公司的粉丝快消业务进行整合，2013年春节开始销售出现明显改善。

公司上半年粉丝销售增长60%左右，但由于公司采取降价抢占市场的策略，市场占有率提升较快，但粉丝主业盈利增长幅度低于销售增长幅度，全年盈利增长幅度有限，但出货量的增长有助于公司为未来蛋白业务打下基础。

目前公司粉丝既有产能3万吨左右，募投2万吨项目将于2013年8月份左右达产。国内比较规范的粉丝产品，年消耗量在90-100万吨，规范产品国内前三厂商的占有率仅5%左右，龙头企业的成长空间巨大。此外，粉丝行业另有300-400万吨手工作坊产品的市场容量，非规范市场逐步转至规范类产品消费的趋势明显。公司目前仅3万吨产能，募投项目投产后，也仅5万吨产能，产能完全消化难度较小。

盈利预测

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 14X、11X、9X。维持买入评级，目标价 15 元。

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	584	673	820	984	成长性				
减: 营业成本	439	456	544	644	营业收入增长率	-1.8%	15.2%	21.8%	20.0%
营业税费	2.6	3.7	4.5	5.4	营业利润增长率	8.3%	100.3%	29.7%	26.5%
销售费用	20.6	20.2	21.3	23.6	净利润增长率	33.1%	60.4%	25.9%	23.1%
管理费用	20.9	23.6	28.7	34.4	EBITDA 增长率	28.3%	117.6%	23.3%	18.5%
财务费用	14.0	20.0	21.3	16.2	EBIT 增长率	25.9%	92.4%	27.3%	22.1%
资产减值损失	0.8	0.9	0.8	1.0	NOPLAT 增长率	27.3%	85.9%	25.7%	20.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	67.0%	6.3%	4.3%
投资和汇兑收益	-	25.6	25.6	25.6	净资产增长率	10.9%	13.5%	15.0%	16.0%
营业利润	87	174	225	285	利润率				
加: 营业外净收支	21	7	5	2	毛利率	24.9%	32.2%	33.7%	34.6%
利润总额	108	181	230	287	营业利润率	14.8%	25.8%	27.5%	29.0%
减: 所得税	14	31	41	54	净利润率	16.0%	22.3%	23.0%	23.6%
净利润	93	150	189	232	EBITDA/营业收入	20.2%	38.2%	38.7%	38.2%
资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	EBIT/营业收入	17.2%	28.8%	30.1%	30.6%
货币资金	264	238	369	486	运营效率				
应收帐款	70	80	98	117	固定资产周转天数	248	365	319	266
应收票据	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	132	133	217	216
预付帐款	109	132	159	191	流动资产周转天数	458	385	376	399
存货	250	274	326	386	应收帐款周转天数	37	39	38	38
其他流动资产	10	14	21	30	存货周转天数	200	141	132	131
固定资产	648	716	736	716	总资产周转天数	809	811	751	703
在建工程	37	87	59	35	投资资本周转天数	479	554	587	515
无形资产	51	52	53	54	投资回报率				
其他非流动资产	2	2	4	5	ROE	10.5%	14.9%	16.3%	17.3%
资产总额	1,438	1,595	1,824	2,021	ROA	6.5%	9.4%	10.4%	11.5%
短期债务	443	459	506	482	ROIC	11.1%	20.7%	15.6%	17.7%
应付帐款	62	69	82	97	费用率				
应付票据	-	-	-	-	销售费用率	3.5%	3.0%	2.6%	2.4%
其他流动负债	37	49	63	80	管理费用率	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
长期借款	-	-	-	-	财务费用率	2.4%	3.0%	2.6%	1.6%
其他非流动负债	7	8	9	11	三费/营业收入	9.5%	9.5%	8.7%	7.5%
负债总额	549	585	663	675	偿债能力				
少数股东权益	-	-	-	-	资产负债率	38%	37%	36%	33%
股本	216	216	216	216	业绩和估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
留存收益	674	794	945	1,131	EPS(元)	0.22	0.69	0.87	1.08
股东权益	890	1,010	1,161	1,347	BVPS(元)	2.06	4.67	5.37	6.23
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	PE(X)	47.73	14.88	11.82	9.60
经营活动产生现金流量	226	166	180	211	PB(X)	5.02	2.21	1.92	1.66
投资活动产生现金流量	-344	-157	-37	-7	P/S	7.64	3.32	2.72	2.27
融资活动产生现金流量	165	-34	-12	-87	EV/EBITDA	17.93	9.79	7.72	6.18

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《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。16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, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究: 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: 双塔食品、海越股份、中恒集团、众生药业、金宇集团、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、德力股份、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、金陵药业、煌上煌等。

机构销售团队

		机构销售团队			
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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围包括证券投资咨询业务。