



## 蛋白产能释放、盈利模式改变

——双塔食品（002481）调研快报

2013年11月20日

强烈推荐/上调

双塔食品

调研快报

### 关注 1：新增产能释放，粉丝、蛋白盈利双升

食用蛋白和高端粉丝的产能释放将成为公司 2014 年业绩增长。我们认为高端食用蛋白业务开拓的深刻影响是改变了公司的盈利模式，粉丝和蛋白成为盈利双引擎。公司已经拉开了与行业内竞争对手的差距，粉丝行业未来会进入整合阶段。

公司 IPO 募集资金投建的 2 万吨粉丝产能前端淀粉制备、蛋白分离已经达产，后端粉丝加工产能 2014 年将开始释放。预计 2014 年新增高端纯豆粉丝销量 1 万吨。

公司目前商超渠道收入占比 30%，主要销售高端纯豆粉丝；农贸市场渠道占比 60%，销售杂粮和红薯粉丝；餐饮渠道占比 10%。新产能释放后，商超渠道的占比将显著上升。

新增产能全部为高端纯豆粉丝，粉丝业务盈利水平将有提升。公司未来将采取自建+收购的方式来扩张产能。但粉丝行业目前极度分散，并购标的也只会选择有一定行业优势的公司。

### 关注 2：食用蛋白市场潜力巨大

公司高端食用蛋白产品自去年中期开始发货，11 月、12 月单月发货量维持在 600-800 吨。食用蛋白现有产能 1.5 万吨，其中 8000 吨是新建高端产能，7000 吨是原有产能，正在做高端技改。我们预计明年单月发货量会在 800 吨以上，我们全年预计销量 1 万吨左右。

由于蛋白原料来自生产粉丝阶段的分离物，生产成本较低。虽然作为食品、保健品的基料销售，但盈利水平仍然较高。现在公司的高端食用蛋白还主要是出口，国内市场销售还未启动。我们认为无论是作为保健品原料还是食品添加剂，豌豆蛋白粉都有巨大市场潜力。

### 关注 3：进口豌豆原料价格下降

公司近期到港的豌豆价格为 390 美元/吨，新签明年初到港的原料价格已经下降至 350 美元/吨。豌豆原料价格处在相对低点，公司也希望多签一些原料订单，锁定 2014 年的低价成本。

#### 王昕

010-66554015

wangxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511090001

#### 徐昊

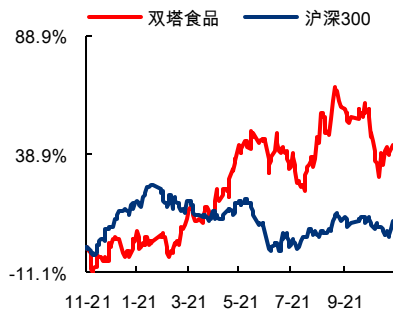
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间 (元)	11.07-15.5
总市值 (亿元)	47.82
流通市值 (亿元)	23.19
总股本/流通 A 股 (万股)	43200/20948
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.66

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《双塔食品（002481）事件点评：涉足金矿产业带来新的增长动力》2012-10-16
- 2、《双塔食品（002481）点评报告：涉足金矿带来业绩想象空间》2012-06-12
- 3、《双塔食品（002481）调研快报：做强粉丝主业 做深循环经济》2012-04-19

### 结论:

公司持股 40%的金德盛矿业因为金价的大幅下跌，预计贡献投资收益略低于预期。2014 年公司业绩增长将来自高端纯豆粉丝产能的释放和高端食用蛋白订单的释放。我们认为公司现在两大产品的市场需求都在增长，不排除公司未来继续扩产的动作。

我们预计公司 2013 年-2015 年的营业收入分别为 6.3 亿元、8.2 亿元和 10.1 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.3 亿元、2.2 亿元和 3.0 亿元，每股收益分别为 0.30 元、0.51 元和 0.69 元，按 11 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 36.7X、21.6X、16.0X。给予“强烈推荐”的投资评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	784	702	1420	1239	1174	<b>营业收入</b>	595	584	630	820	1011
货币资金	217	264	997	749	601	<b>营业成本</b>	473	439	419	493	596
应收账款	52	68	69	90	111	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他应收款	2	1	2	2	2	营业费用	16	21	30	51	60
预付款项	102	109	113	118	124	管理费用	21	21	25	32	35
存货	399	250	229	270	327	财务费用	0	14	19	14	13
其他流动资产	12	10	10	10	10	资产减值损失	1.38	0.85	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	404	736	875	924	919	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	28	28	28	28	投资净收益	0.00	0.00	10.00	20.00	25.00
固定资产	158.06	647.73	750.38	754.46	724.33	<b>营业利润</b>	80	87	144	246	326
无形资产	52	51	45	40	35	营业外收入	3.54	21.12	13.00	20.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.31	0.17	4.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	1188	1438	2295	2163	2093	<b>利润总额</b>	82	108	153	261	351
<b>流动负债合计</b>	379	542	468	424	388	所得税	12	14	23	39	53
短期借款	198	443	363	303	243	<b>净利润</b>	70	93	130	221	299
应付账款	131	56	34	41	49	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	29	22	28	36	46	归属母公司净利润	70	93	130	221	299
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	144	169	252	360	444
<b>非流动负债合计</b>	6	7	87	147	147	<b>BPS (元)</b>	0.29	0.22	0.30	0.51	0.69
长期借款	0	0	80	140	140	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>负债合计</b>	386	549	555	571	535	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	60.64%	-1.80%	7.86%	30.05%	23.32%
实收资本(或股	120	216	432	432	432	营业利润增长	45.66%	8.33%	66.25%	70.33%	32.93%
资本公积	495	399	1277	1277	1277	归属于母公司净利润	39.26%	70.11%	39.26%	70.11%	34.88%
未分配利润	166	244	303	402	537	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	802	890	2075	2230	2439	毛利率(%)	20.52%	24.94%	33.56%	39.80%	40.99%
<b>负债和所有者权益</b>						净利率(%)	11.81%	16.00%	20.66%	27.02%	29.55%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元						总资产净利润(%)	5.92%	6.50%	5.67%	10.24%	
2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		ROE(%)	8.76%	10.51%	6.28%	9.93%	12.25%
<b>经营活动现金流</b>						<b>营运能力</b>					
净利润	70	93	130	221	299	总资产周转率	0.58	0.45	0.31	0.30	0.35
折旧摊销	63.63	67.97	0.00	100.98	105.18	应收账款周转率	14	10	9	10	10
财务费用	0	14	19	14	13	应付账款周转率	8.19	6.26	13.92	21.87	22.57
应付帐款的变化	0	0	-1	-21	-21	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款的变化	0	0	6	8	10	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.22	0.30	0.51	0.69
<b>投资活动现金流</b>	-271	-344	-190	-130	-75	每股净现金流(最新	-1.29	0.22	2.54	0.13	0.22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.68	4.12	4.80	5.16	5.65
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	0	0	10	20	25	P/E	37.81	51.16	36.73	21.59	16.01
<b>筹资活动现金流</b>	137	165	1036	-80	-162	P/B	1.66	2.69	2.31	2.14	1.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	9.12	15.24	16.79	12.43	10.28
长期借款增加	0	0	80	60	0						
普通股增加	60	96	216	0	0						
资本公积增加	-60	-96	878	0	0						
<b>现金净增加额</b>	-155	47	1096	55	94						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

王昕

经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

## 联系人简介

---

徐昊

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。