

海外需求扩张，新订单驱动业绩增长

——双塔食品（002481）事件点评

2013年12月11日

强烈推荐/维持

双塔食品 | 事件点评

事件：

公司公告：2013年12月11日，公司与 ATIS HOLDING LIMITED 签订了3000吨高端食用蛋白采购合同，合同总金额约1080万美元（约合人民币6555.60万元）。ATIS HOLDING LIMITED 公司位于香港特别行政区，以植物蛋白、淀粉贸易为主营业务。该公司具有良好的信用，资金实力雄厚，具备良好的履约能力。该公司与双塔食品公司不存在关联关系。

主要观点：

1. 高端蛋白新增订单驱动2014年业绩增长

本次订单全部是80%以上蛋白含量的高端产品，销售单价达到3600美元/吨。合同的执行期从2014年1月到2014年6月，盈利贡献将在2014年上半年兑现。考虑之前公司和克莱森亚太有限公司的高端蛋白销售合同也将在2014年5月31日执行完毕，我们预计公司明年上半年高端蛋白业绩将充分释放。

2. 新订单消除质疑，美国进口豌豆蛋白放量

本次食用蛋白订单公告也有力的回击了媒体之前对公司食用蛋白单一客户风险性以及食用蛋白销售造假的质疑。我们也查询了美国海关进口豌豆蛋白数据，双塔食品蛋白产品2013年开始有对美国市场的发货记录。

中国已经取代比利时成为美国进口豌豆蛋白最大货源地。美国进口豌豆蛋白的船运量从2012年12月开始出现大幅增长，2013年11月美国进口豌豆蛋白船运量101船次，单月船运量同比增长106%。2011年11月至2013年11月，美国进口豌豆蛋白的五个主要货源地分别是：中国、比利时、荷兰、德国和香港。中国出口货量占美国进口总量的份额在近一年的时间上升了16.48%。

3. 纽崔莱蛋白粉使用新配方，看好豌豆蛋白需求扩张

我们认为美国进口豌豆蛋白数量的增长主要源于美国市场对豌豆蛋白需求的增长。安利纽崔莱蛋白粉已经开始销售全植物蛋白粉，原料为大豆、小麦和豌豆蛋白三种植物蛋白，老配方是使用大豆和

王昕

010-66554015

wangxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480511090001

徐昊

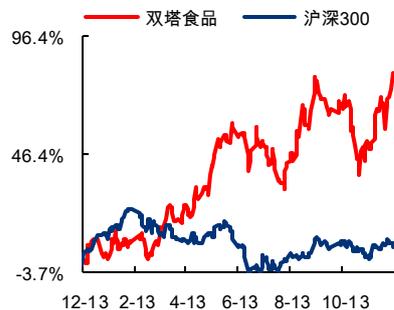
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	13.13-14.6
总市值(亿元)	56.72
流通市值(亿元)	49.36
总股本/流通A股(万股)	43200/37595
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.67

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《双塔食品（002481）：蛋白产能释放、盈利模式改变》2013-11-21
- 《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
- 《双塔食品（002481）点评报告：涉足金矿带来业绩想象空间》2012-06-12
- 《双塔食品（002481）调研快报：做强粉丝主业 做深循环经济》2012-04-19

牛乳蛋白。全植物蛋白相比老配方产品不含胆固醇、不含乳糖和乳清蛋白，脂肪含量低。全植物蛋白粉更适合亚洲人群使用，尤其适宜乳糖不耐症的人群食用。我们判断用全植物蛋白混合粉替代大豆和牛乳蛋白混合粉将会形成行业产品配方更新的趋势，食用豌豆蛋白需求将持续扩张。

结论：

我们预计公司 2014 年高端食用蛋白单月发货量在 800-1000 吨，全年销量预计 1 万吨以上。高端蛋白盈利水平较高，食用蛋白业务毛利的提升将驱动公司盈利增长。我们上调公司 2014 年、2015 年营业收入预测至 8.64 亿元、10.60 亿元，上调 2014 年、2015 年盈利预测至 2.37 亿元、3.40 亿元，2014 年 EPS0.55 元、2015 年 EPS 0.79 元，对应 2014 年 PE 估值为 23.8 倍，上调公司 6 个月目标价至 17 元，12 个月目标价 20 元，维持“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
流动资产合计	784	702	1420	1251	1216	营业收入	595	584	630	864	1058
货币资金	217	264	997	753	631	营业成本	473	439	419	500	608
应收账款	52	68	69	95	116	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他应收款	2	1	2	2	3	营业费用	16	21	30	58	61
预付款项	102	109	113	118	124	管理费用	21	21	25	34	36
存货	399	250	229	274	333	财务费用	0	14	19	14	12
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
非流动资产合计	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	10.00	20.00
固定资产	158.06	647.73	750.38	754.46	724.33	营业利润	80	87	144	264	357
无形资产	52	51	45	40	35	营业外收入	3.54	21.12	13.00	15.00	41.00
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
资产总计	1188	1438	2295	2175	2135	利润总额	82	108	153	274	393
流动负债合计	379	542	468	425	390	所得税	12	14	23	37	53
短期借款	198	443	363	303	243	净利润	70	93	130	237	340
应付账款	131	56	34	41	50	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	29	22	28	37	47	归属母公司净利润	70	93	130	237	340
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	144	169	252	379	474
非流动负债合计	6	7	87	147	147	EPS (元)	0.29	0.22	0.30	0.55	0.79
长期借款	0	0	80	140	140	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	386	549	555	572	537	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	60.64%	-1.80%	7.86%	37.13%	22.47%
实收资本(或股	120	216	432	432	432	营业利润增长	45.66%	8.33%	66.25%	83.35%	35.00%
资本公积	495	399	1277	1277	1277	归属于母公司净利润	39.26%	82.26%	39.26%	82.26%	43.20%
未分配利润	166	244	303	410	562	获利能力					
归属母公司股东	802	890	2075	2241	2479	毛利率(%)	20.52%	24.94%	33.56%	42.15%	42.60%
负债和所有者权	1188	1438	2630	2813	3016	净利率(%)	11.81%	16.00%	20.66%	27.46%	32.11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元						5.92%	6.50%	5.67%	10.91%	15.91%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)					
							8.76%	10.51%	6.28%	10.59%	13.71%
经营活动现金流	-21	226	250	283	375	偿债能力					
净利润	70	93	130	237	340	资产负债率(%)	32%	38%	21%	20%	18%
折旧摊销	63.63	67.97	0.00	100.98	105.18	流动比率	2.07	1.30	3.03	2.94	3.12
财务费用	0	14	19	14	12	速动比率	1.02	0.83	2.54	2.30	2.26
应付帐款的变化	0	0	-1	-26	-21	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	6	9	11	总资产周转率	0.58	0.45	0.31	0.32	0.36
投资活动现金流	-271	-344	-190	-140	-80	应收账款周转率	14	10	9	11	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.19	6.26	13.92	22.89	23.26
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	10	10	20	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.22	0.30	0.55	0.79
筹资活动现金流	137	165	1036	-85	-174	每股净现金流(最新)	-1.29	0.22	2.54	0.14	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.68	4.12	4.80	5.19	5.74
长期借款增加	0	0	80	60	0	估值比率					
普通股增加	60	96	216	0	0	P/E	40.31	54.53	39.15	21.48	15.00
资本公积增加	-60	-96	878	0	0	P/B	1.77	2.86	2.46	2.27	2.06
现金净增加额	-155	47	1096	58	121	EV/EBITDA	9.73	16.17	18.04	12.64	10.22

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

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

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。