

日期: 2014年3月21日

行业: 食品制造行业



曾小勇

021-53519888-1930

zengxiaoyong@shzq.com

执业证书编号: S0870510120014

中小市值研究组:

曾小勇 (S0870510120014)

王昊 (S0870513070002)

潘贻立 (S0870112110005)

蛋白+粉丝协同发力 公司业绩快速释放

■ 投资摘要

估值与投资建议

预计13年、14年公司的EPS为0.26元、0.52元,以3月21日股价14.00元计算,PE分别为53.86倍和26.92倍,相对于目前对应2013年业绩用整体法计算的申万食品加工行业29.10倍的市盈率来说,明显偏高,但考虑到公司蛋白产品业务正处于爆发式增长阶段,且2014年高端蛋白和粉丝产能均有明显提升,业绩释放在即,其估值仍在可接受范围内。

我们认为公司主营的粉丝及蛋白业务在2014年均有望迎来加速发展期,业绩爆发性增长的确定性较强。分产品来看,国内粉丝市场仍处于相对无序的状态,随着市场竞争的加剧和国家、媒体、消费者对食品安全关注度的不断提高,市场整合有望加速,利好龙头。双塔食品今年粉丝产能扩大到5万吨,在完善销售渠道和实现双品牌战略后,有望获得更大的市场份额。

豌豆蛋白业务的快速发展将大大提升公司业绩的弹性。豌豆蛋白市场规模受益于蛋白市场整体规模的扩大和对大豆蛋白的替代,未来几年将维持较快的增长趋势。公司产能在2014年达到1.5万吨,同时高端蛋白占比提升,有望凭借技术和价格优势在竞争中占得先机,目前来看订单充足,预计全年销售量超过1万吨。此外,蔬菜和食用菌业务、金矿业务及融资租赁业务的顺利推进也将一定程度上增厚公司业绩。

综合考虑,我们认为双塔食品依托循环产业链,实现传统粉丝业务的稳定增长的同时,大力发展具有高利润水平的蛋白业务,看好公司未来业绩快速增长,给与其“谨慎增持”评级。

核心假设

(1) 考虑到公司2014年以后粉丝和蛋白业务的产能都将明显增长,我们假设是2013-2015年,公司粉丝业务收入将分别实现1%、15%和12%的增长,食用蛋白业务收入将分别实现60%、110%和60%的增长,食用菌及蔬菜业务将分别实现100%、20%和15%的增长。

(2) 公司粉丝及食用蛋白产品中高端产品的比例有望在2014年提升,增强公司的盈利能力,据此我们假设2013-2015年,公司粉丝业务将分别实现毛利率23%、26%和29%,食用蛋白业务将分别实现毛利率50%、70%和60%,食用菌及蔬菜业务保持25%的毛利率水平。

(3) 随着金矿业务的稳步开展,预计公司2013-2015年将分别实现投资净收益1500万元、2500万元和2800万元。

主要风险

- (1) 蛋白产品价格下降毛利降低的风险;
- (2) 人民币贬值带来的汇兑风险;

基本数据 (Y2013)

报告日股价 (元)	14.00
12mth A 股价格区间 (元)	9.09/23.60
总股本 (亿股)	4.32
无限售 A 股/总股本	86.71%
流通市值 (亿元)	51.13
每股净资产 (元)	2.25
PBR (X)	6.22
DPS (Y2013H1, 元)	0.00

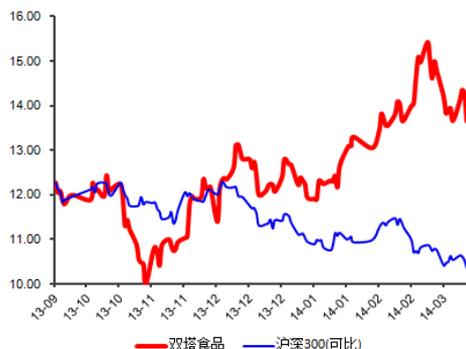
主要股东 (Y2013)

招远市君兴投资管理中心	38.53%
石河子金都投资有限合伙企业	17.30%
农行—中邮核心优选股票型证券投资基金	4.24%

收入结构 (Y2013)

粉丝业务收入	63.84%
食用蛋白业务收入	13.16%
销售材料业务收入	11.68%
有机蔬菜、食用菌业务收入	5.35%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WH14-CR02

首次报告日期: 2014年3月21日

相关报告:

(3) 食品安全事件带来的风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	584.34	744.32	950.40	1170.13
年增长率	57.74%	27.38%	27.69%	23.12%
归属于母公司的净利润	93.49	112.30	224.71	301.66
年增长率	73.97%	20.12%	100.10%	34.25%
每股收益 (元)	0.22	0.26	0.52	0.70
PER (X)	64.69	53.86	26.92	20.05

数据来源: Wind 上海证券研究所

烟台双塔食品股份有限公司始建于1992年,位于龙口粉丝的发源地和主产地山东省招远市,是目前全球最大的龙口粉丝生产基地、最大的非转基因豌豆蛋白生产基地、最大的豌豆淀粉生产基地,公司已实现了多元化,包括龙口粉丝、豌豆蛋白、豌豆淀粉、膳食纤维、食用菌等,形成了“粉丝生产加工-浆液中提取蛋白-废水沼气发电-废渣制取乙醇-废渣发展食用菌-菌渣生产有机肥”的全产业链条,开创了粉丝行业独特的循环经济发展模式。

一、蛋白业务有望大幅助推公司业绩

随着生活水平的提高和消费者健康意识的增长,蛋白质相关产品的市场需求持续增长,预计全球蛋白原料市场将以7.7%的速度增长,到2018年市场规模有望达到315亿美元。同时,基于豌豆蛋白自身的比较优势,未来豌豆蛋白有望不断挤占大豆蛋白的市场空间。综合来看,公司蛋白产品的市场空间极其充分。

中低端生产线技术改造完成后,公司高端蛋白产能达到1.5万吨左右,且利润空间充分、竞争优势明显,有望在订单持续增长的推动下,显著推高公司业绩。

1.1 全球市场需求强劲 卖方市场有望持续

蛋白质是与生命及与各种形式的生命活动紧密联系在一起的物质,也是生命的物质基础,机体中的每一个细胞和所有重要组成部分都有蛋白质参与,其占人体重量的16%~20%。

蛋白质缺乏在成人和儿童中都有发生,特别是处于生长阶段的儿童更为频繁。蛋白质的缺乏带来的症状主要有代谢率下降、对疾病抵抗力减退、直至器官的损害,常见的是儿童的生长发育迟缓、体质量下降、贫血以及干瘦病。

随着收入的提高和科技的进步,越来越多的人认识到蛋白质的缺乏对健康的负面影响,进而带动了全球蛋白市场需求的增长。目前,市场需求主要来自食品或饮料企业带来的工业需求以及消费者直接食用带来的消费需求。根据Frost&Sullivan的预测,全球蛋白原料市场的复合增长率在7.7%左右,到2018年市场规模将达到315亿美元。

从来源来看,蛋白质可以分为动物蛋白和植物蛋白,其中植物蛋白因不含大量的饱和脂肪酸和胆固醇,对健康更有利,且不会导致酸性体质,以及相对较低的提取成本而获得消费者越来越多的青睐,特别是含有全部所有必须氨基酸的大豆蛋白、豌豆蛋白等植物蛋白更使拥有广泛的市场需求。

2012年全球植物蛋白的市场总量约在170万吨左右,其中大豆

蛋白占比居首，达到 56%，其次是小麦蛋白和豌豆蛋白。目前，豌豆蛋白凭借下列优势，已经在逐步蚕食大豆蛋白的市场空间：(1) 同质量的豌豆蛋白含有人体必需氨基酸含量超过大豆蛋白；(2) 豌豆是非转基因作物，而由于出油率的原因转基因大豆在美国的种植比例已经超过 90%，在南美部分国家也超过 80%；(3) 豌豆蛋白具有良好的分散性、发泡性和低黏度，易于加工；(4) 相对于鸡蛋蛋白、大豆蛋白等过敏源，豌豆蛋白属于非过敏源。

表 1 每百克植物蛋白必须氨基酸含量 (单位: 克)

必须氨基酸含量	大豆	豌豆	小麦
赖氨酸	5	9.3	3.3
异亮氨酸	4.7	8.2	4.7
亮氨酸	7.4	10.2	8.1
苯丙氨酸	5.2	6.1	5.6
缬氨酸	3.3	5.3	3.6
苏氨酸	3.9	6.9	3.8
色氨酸	1.2	1.5	1.3

数据来源: Wind 上海证券研究所

基于以上的分析，我们认为公司豌豆蛋白的市场空间受益整个蛋白市场的扩大和对大豆蛋白的替代，有中长期持续扩张的可能，有利于公司跑马圈地。

1.2 高端豌豆蛋白产能提升

公司 2013 年与募投项目配套建成了 7500 吨高端食用蛋白产能，蛋白含量在 80% 以上，原有的年产 8000 吨中低端蛋白生产线，主要产品的蛋白含量在 70-80%，目前已基本完成技术改造，公司高端蛋白产能达到 1.5 万吨左右。

公司豌豆蛋白产品具有一定的竞争优势：1、公司原料选用加拿大的非转基因豌豆，与供货商建立基地合作模式，从源头确保原料供应和品质的稳定；2、公司采用具有行业领先水平的纯天然生物发酵提取分离技术，无添加剂，蛋白质含量可达到 85% 以上；3、较高的产品品质，在行业内率先通过了 BRC、HALAL、KOSHER、ISO9001、HACCP、ISO22000、ISO14001 等多项国际标准认证；4、公司产品相对于罗盖特类似产品有明显的价格优势。

1.3 蛋白订单充足 利润空间较大

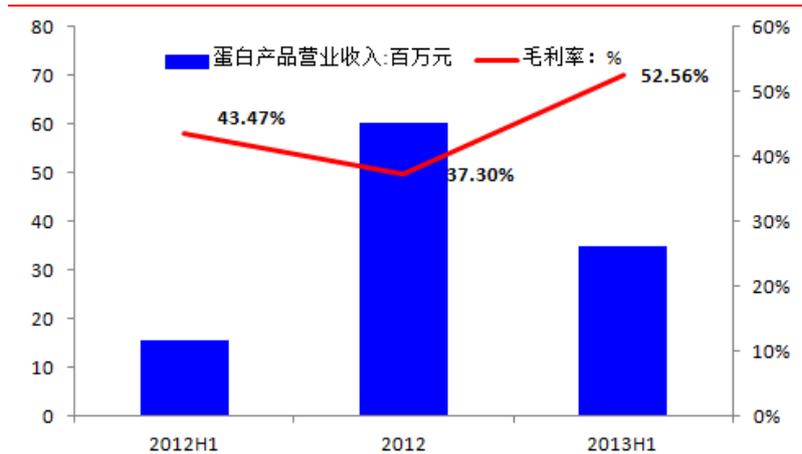
从去年下半年开始，公司蛋白产品订单稳定增长，接连变更和新获两个大单，且都将在今年上半年完成交付。进入 2014 年后销售情况依旧不错，考虑到公司蛋白产品的下游客户以欧美企业为主，春节假期对于订单未产生明显的影响，我们预计今年一季度，公司豌豆蛋白的总销售量超过 2500 吨，之后随着高纯度改造工程的完成，

全年销量有望超过 10000 吨。

公司蛋白产品利润率较高，2012 年和 2013 年上半年，其毛利率达到 37.30% 和 52.56%，目前售价维持在 20000 元人民币/吨以上。公司原料主要为豌豆和绿豆，其中豌豆占比较大，价格约在 360-400 美元/吨，以一般豌豆蛋白质含量 25% 来估算的话，一吨豌豆可以提取 80% 纯度的豌豆蛋白 0.31 吨，以公司和 ATIS HOLDING LIMITED 订单价格 3600 美元/吨计算的话，一吨豌豆提取出来的豌豆蛋白就价值 1000 美元以上。而事实上，公司生产蛋白的直接原料是生产粉丝环节产生的废水，其主要成本在于能源、机器折旧和人工等，利润空间极大。

从公司披露的大额订单来看，公司 72% 纯度的蛋白单价为 1300 美元/吨，而 80% 纯度的蛋白单价为 3600 美元/吨，随着公司 8000 吨中低端产品生产线技改的完成，若公司不以低价抢占市场的话（我们对此持谨慎态度），其利润空间或将进一步提升。

图 1 近年公司蛋白产品利润率维持在相当高的水平



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、传统粉丝业务仍有望从市场整合中获益

粉丝是公司传统业务，2 万吨高端纯豆粉丝募投项目达产后，双塔食品的粉丝产能约在 5 万吨左右。行业发展仍具有“小、散、乱”的特点，以小作坊、小企业数量居多，产业集中度极低，随着市场竞争的加剧和国家、媒体、消费者对食品安全关注度的不断提高，市场整合有望加速，作为领军企业的双塔食品有望从中圈得更大的市场份额。

2.1 市场依旧混乱 未来有望整合

粉丝是利用绿豆、豌豆等农作物制成淀粉后再加工而成的，作为中华民族的传统美食，至少有 1000 年以上的历史。龙口粉丝 2008

年被列入中国与欧盟互认的地理标志产品之一，公司所在山东招远市即为龙口粉丝最早的产地。

虽经过多年发展，目前国内粉丝产业仍存在加工规模和整体水平较小、行业技术装备水平落后、产品标准和质量控制体系不完善等不足，行业发展仍具有“小、散、乱”的特点，以小作坊、小企业数量居多，产业集中度极低。全国获得食品许可证和卫生许可证的粉丝生产企业超过 200 家，整个市场规模超过 100 万吨（不计小作坊），其中生产规模超过 1 万吨的企业数量也就在 10 家左右。

未来随着市场竞争的加剧和国家、媒体、消费者对食品安全关注度的不断提高，市场整合有望加速，未来整个行业发展的集中度将会提高，发展环境将得到改善，作为龙口粉丝领军企业的双塔食品有望从中获益。

2.2 粉丝业务有望持续增厚公司业绩

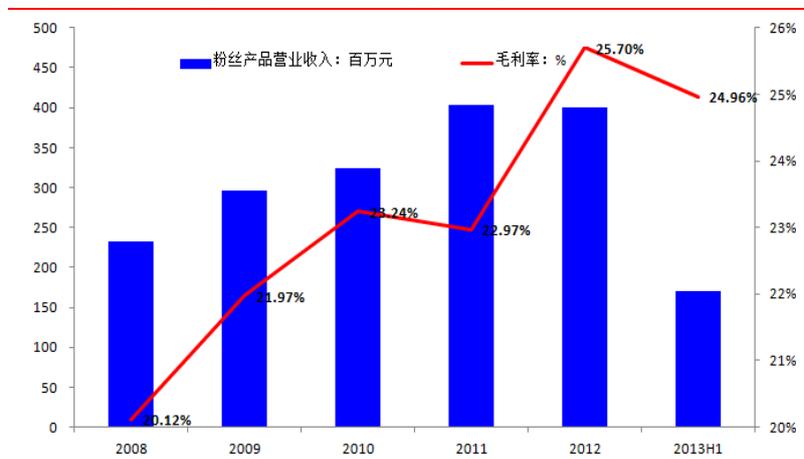
公司 2 万吨高端纯豆粉丝募投项目达产后，粉丝产能约在 5 万吨左右，主要销往国内以及国外的日本、东南亚、欧洲各地的超市、餐饮企业及各类供应商。目前产能基本可以满足需求，未来将根据公司发展规划及市场发展情况，采取自建+收购的方式来实现产能的扩张。

公司的粉丝产品主要通过商超和流通（农产品批发市场）两类渠道销售，其中高端纯豆粉丝主要采用商超渠道销售，鉴于新增产能全部为纯豆粉丝，我们认为公司今年在加大相关营销投入的基础上，有望实现粉丝业务收入的较快增长。

公司从 2013 年开始布局餐饮直供渠道，首先选择知名的呷哺呷哺和海底捞作为试点，直接对餐饮公司后厨供货，目前来看，我们认为其积极作用主要在于产品的推广而非盈利的增长上。

此外，公司将建立粉丝副牌，满足不同消费者的需求，或将给公司的粉丝业务带来更多的增量订单。

图 2 公司粉丝业务收入和毛利率保持向上趋势



数据来源：Wind，上海证券研究所

三、其他影响公司估值的积极因素

除了蛋白和粉丝业务外，公司依托现有产品、技术条件，开展了相关食用菌业务，并取得了不错的效益。公司还审时度势，涉足金矿及融资租赁业务，未来有望增厚公司业绩。公司实际控制人一致行动人和董事长增持股票彰显了所有者和管理层对于公司业务保持快速发展的信心。

3.1 多种业务蓬勃开展

公司 2011 年投资 7000 余万元建设生物科技产业园项目，主要产品为通过对粉渣及农业下脚料的综合利用生产的食用菌菌种及食用菌。食用菌生产周期短，一般只需 2-3 个月，资金周转快，投资回收期短，加工效益高，2012 年贡献收入近 3000 万，毛利超过 1400 万元。

公司 2013 年和招远市金岭金矿签署《出资协议书》，成立招远市金德盛矿业有限公司，注册资本为 1 亿元，双塔食品认缴出资额为 4000 万元，占注册资本的 40%，金岭金矿认缴出资额为 6000 万元，占注册资本的 60%。根据评估报告，采矿权评估价值为 346.10 万元，探矿权评估价值为 24954.66 万元。根据评估报告，预计每年开采 504.43 公斤，以 22.07 万元/公斤的价格计算，每年营业收入超过 1.11 亿元，净利润接近 6500 万，按股权比例将给公司带来投资收益 2500 万左右。

2014 年 3 月公司全资子公司双塔食品（香港）有限公司在青岛设立双盛万隆（青岛）融资租赁有限公司，注册资本为 4900 万美元；同时公司向全资子公司双塔食品（香港）有限公司办理总额不超过 6 亿元人民币（或等额美金）的内保外贷担保。此举可以充分利用融资租赁行业快速发展的机遇以及税收、政策上的优势，有利于培育新的利润增长点，符合公司战略投资规划和长远利益。

3.2 增持彰显管理层信心

2012 年底至 2013 年中，公司实际控制人的一致行动人招远市金岭金矿累计增持公司股份 102.85 万股，增持完成后，招远市金岭金矿与招远市君兴投资管理中心合计持有 8426.05 万股股份，占公司总股本的 39.01%。

同期，公司董事长杨君敏先生累计增持公司股份 93.08 万股，累计增持金额已超过 1500 万元，增持后，董事长杨君敏先生直接和间接方式合计持有公司股份 15.33%。

四、估值与投资建议

核心假设：

(1) 考虑到公司 2014 年以后粉丝和蛋白业务的产能都将明显增长,我们假设是 2013-2015 年,公司粉丝业务收入将分别实现 1%、15%和 12%的增长,食用蛋白业务收入将分别实现 60%、110%和 60%的增长、食用菌及蔬菜业务将分别实现 100%、20%和 15%的增长。

(2) 公司粉丝及食用蛋白产品中高端产品的比例有望在 2014 年提升,增强公司的盈利能力,据此我们假设 2013-2015 年,公司粉丝业务将分别实现毛利率 23%、26%和 29%,食用蛋白业务将分别实现毛利率 50%、70%和 60%,食用菌及蔬菜业务保持 25%的毛利率水平。

(3) 随着金矿业务的稳步开展,预计公司 2013-2015 年将分别实现投资净收益 1500 万元、2500 万元和 2800 万元。

在上述假设基础上,我们预计 13 年、14 年公司的 EPS 为 0.26 元、0.52 元,以 3 月 21 日股价 14.00 元计算,PE 分别为 53.86 倍和 26.92 倍,相对于目前对应 2013 年业绩用整体法计算的申万食品加工行业 29.10 倍的市盈率来说,明显偏高,但考虑到公司蛋白产品业务正处于爆发式增长阶段,且 2014 年高端蛋白和粉丝产能均有明显提升,业绩释放在即,其估值仍在可接受范围内。

图 3 双塔食品 PE-TTM 走势



数据来源: Wind 上海证券研究所

我们认为公司主营的粉丝及蛋白业务在 2014 年均有望迎来加速发展期,业绩爆发性增长的确定性较强。分产品来看,国内粉丝市场仍处于相对无序的状态,随着市场竞争的加剧和国家、媒体、消费者对食品安全关注度的不断提高,市场整合有望加速,利好龙头。双塔食品今年粉丝产能扩大到 5 万吨,在完善销售渠道和实现

双品牌战略后，有望获得更大的市场份额。

豌豆蛋白业务的快速发展将大大提升公司业绩的弹性。豌豆蛋白市场规模受益于蛋白市场整体规模的扩大和对大豆蛋白的替代，未来几年将维持较快的增长趋势。公司产能在2014年达到1.5万吨，同时高端蛋白占比提升，有望凭借技术和价格优势在竞争中占得先机，目前来看订单充足，预计全年销售量超过1万吨。此外，蔬菜和食用菌业务、金矿业务及融资租赁业务的顺利推进也将一定程度上增厚公司业绩。

综合考虑，我们认为双塔食品依托循环产业链，实现传统粉丝业务的稳定增长的同时，大力发展具有高利润水平的蛋白业务，看好公司未来业绩快速增长，给与其“谨慎增持”评级。

五、风险提示

5.1 蛋白产品价格下降毛利降低的风险

公司所处的山东招远地区是国内传统的粉丝生产集中区域，周边部分公司通过技术升级或也具备生产蛋白产品的能力，如果大量复制，可能导致市场竞争加剧，进而缩小公司产品的盈利空间。

5.2 人民币贬值带来的汇兑风险

公司原材料主要从国外购买，而蛋白产品主要对国外销售，如果宏观经济环境发生变化导致人民币持续贬值，有望加大公司汇兑损失，侵蚀部分利润。

5.3 食品安全事件带来的风险

随着国家对食品卫生安全的日趋重视、社会消费者食品安全意识的加深以及权益保护意识的增强，食品质量安全控制已经成为食品加工企业的重中之重。公司一直重视产品质量安全，如果行业或公司发生食品安全事件，将对公司造成影响。

六、附表

表 2 双塔食品利润表预测（单位：百万元人民币）

	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	584.34	744.32	950.40	1,170.13
二、营业总成本	497.62	637.12	730.12	864.39
营业成本	438.59	548.04	617.02	731.00
营业税金及附加	2.64	3.76	6.65	8.19

销售费用	20.62	35.73	45.62	50.32
管理费用	20.93	29.77	36.12	44.47
财务费用	13.99	18.61	23.76	29.25
资产减值损失	0.85	1.21	0.95	1.17
三、其他经营收益	0.00	15.00	25.00	28.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	15.00	25.00	28.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	86.72	122.21	245.28	333.74
加：营业外收入	21.12	8.00	15.00	15.00
减：营业外支出	0.17	1.75	2.00	2.00
五、利润总额	107.68	128.46	258.28	346.74
减：所得税	14.19	16.16	33.58	45.08
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	93.49	112.30	224.71	301.66
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	93.49	112.30	224.71	301.66
七、每股收益	0.22	0.26	0.52	0.70

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇 王昊 潘怡立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。