

Q1业绩大幅增长，定增保证持续增长

——双塔食品（002481）事件点评

2014年04月08日

强烈推荐/维持

双塔食品	事件点评
------	------

事件：

- 1) 公司拟非公开发行股票 1.03 亿股，发行价格为 12.51 元，募集资金不超过 12.84 亿元。资金将主要用于投向高品质功能性蛋白深加工项目、年处理 6 万吨豌豆综合利用项目以及物流配送中心建设项目。
- 2) 公司 2014 年一季度业绩同比增长 265%-300%。

主要观点：

1. 一季度业绩大幅增长符合预期，全年业绩高增长确定

公司 2014 年一季度业绩同比增长 265%-300%，预计净利润 2629.24 万元至 2881.36 万元。一季度业绩增长的原因是豌豆蛋白销售比 2013 年一季度有大幅增长，我们预计高端蛋白一季度发货量接近 3000 吨，销售收入 6000 万以上。一季度业绩增长符合我们预期，全年业绩高增长确定。

2. 非公开发行股票，募集资金投向高端蛋白、高端粉丝

本次非公开发行股票募集资金将投向高品质功能性蛋白深加工项目、年处理 6 万吨豌豆综合利用项目以及物流配送中心建设项目。三个项目合计投资资金需要 13.39 亿元。

高品质功能性蛋白项目将形成年产 85%以上纯度的豌豆蛋白 0.68 万吨，豌豆淀粉产能 2.25 万吨，豌豆粗纤维产能 7000 吨。项目完全达产后预计销售收入 3.55 亿元，净利润预计 1.03 亿元。

年处理 6 万吨豌豆综合利用项目将形成 80%以上纯度的豌豆蛋白 8460 吨，纯豆粉丝产能 2.4 万吨，次级淀粉产能 4200 吨，豌豆纤维粉产能 8400 吨。预计项目完全达产后销售收入 5.62 亿元，净利润 1.72 亿元。

两个生产项目建设周期均为一年，项目完全达产后，公司将拥有高纯度豌豆蛋白产能 3.03 万吨，纯豆粉丝产能约 5 万吨，豌豆淀

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

徐昊

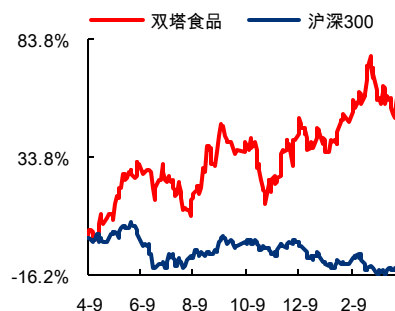
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.83-17.03
总市值 (亿元)	59.75
流通市值 (亿元)	51.99
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	1.09

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）：蛋白+粉丝“双引擎”驱动增长》2014-03-07
- 2、《双塔食品（002481）：海外需求扩张，新订单驱动业绩增长》2013-12-12
- 3、《双塔食品（002481）：蛋白产能释放、盈利模式改变》2013-11-21
- 4、《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

粉产能 2.67 万吨，豌豆纤维产能 1.54 万吨。豌豆蛋白产能将比 2014 年增长 100%，纯豆粉丝产能将翻倍增长。预计两个项目完全达产后将贡献收入约 9.17 亿元，增厚 EPS 约 0.51 元。

3、豌豆蛋白需求强劲增长，高利润有三个壁垒

市场对双塔豌豆蛋白业务比较关注的是两个问题：1、豌豆蛋白市场需求情况；2、豌豆蛋白业务高利润的壁垒。需求方面，豌豆蛋白对大豆蛋白的替代需求强劲。全球植物蛋白消费量中大豆蛋白的消费占比超过 50%，剔除饲料大豆蛋白的消费量后，大豆分离蛋白和大豆组织蛋白两类食用蛋白的占比也达到了 29%，豌豆食用蛋白的可替代空间巨大。欧美市场豌豆蛋白替代效应已经开始释放。双塔豌豆蛋白的需求增长还将来自两个方面：1) 豌豆蛋白产业链的延伸，目前公司豌豆蛋白还是做为食品添加基料销售，豌豆蛋白终端产品还有待开拓。2) 豌豆蛋白现在要满足国外需求，国内市场还未开启，国内豌豆蛋白市场还是一片蓝海。

豌豆蛋白业务的高利润壁垒有三个：1) 技术；2) 资金；3) 原料供应。

技术方面，纯度 80% 左右的豌豆蛋白采用酸浆法生产，使用物理方法将蛋白和淀粉分离，生产过程中不使用任何化学助剂。高品质功能性蛋白（纯度大于 85% 的豌豆蛋白）经过提纯、精制工艺处理，蛋白含量较纯度 80% 左右的豌豆蛋白更高。蛋白生产有一定技术含量，小企业研发能力无法达到。并且只有采取“循环经济模式”生产的豌豆蛋白才能做到低成本高毛利，使用豌豆原料生产豌豆淀粉、豌豆蛋白和豌豆纤维的模式成本效应难以体现。

资金方面，本次募集资金投向产能建设的资金合计 12.1 亿元，达产后产能将包括 1.52 万吨豌豆蛋白产能，按豌豆蛋白折算，吨产能投资规模接近 8 亿元。产能项目包括豌豆原料分离、豌豆淀粉、粉丝产能以及蛋白分离产能。产能投资门槛较高，阻碍了行业竞争对手的进入。粉丝行业销售收入超过 10 亿的公司很少，利润率不高，大规模融资投建豌豆蛋白产能将更加困难。

豌豆是全球小众农作物，全球贸易量主要来自加拿大，控制一定原料贸易将对成本控制有显著影响，目前双塔对原料进口贸易掌控也领先国内其他公司。

结论：

公司通过定增将保证未来 3 年业绩持续增长，豌豆蛋白和高端纯豆粉丝将形成业绩增长的双引擎。新增豌豆蛋白产能释放后公司将可能成为全球豌豆蛋白主要供应商，我们认为产能增加还将带来大客户订单。公司粉丝产能尤其高端粉丝产能，2015 年后将远远领先行业竞争对手，粉丝渠道和销售模式在 2014 年将发生积极转变，双塔也是未来粉丝行业的主要整合者。

我们预计公司 2014 年-2016 年的营业收入分别为 9.41 亿元、12.60 亿元和 15.47 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2.43 亿元、3.64 亿元和 4.74 亿元，全面摊薄后的每股收益分别为 0.45 元、0.68 元和 0.89 元，对应 PE 分别为 31.38X、20.94X、16.09X，维持“强烈推荐”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	1441	1943	1489	营业收入	595	584	744	941	1260
货币资金	217	264	953	1408	806	营业成本	473	439	513	549	740
应收账款	52	68	82	103	138	营业税金及附加	3	3	4	5	7
其他应收款	2	1	2	2	3	营业费用	16	21	42	60	76
预付款项	102	109	114	119	127	管理费用	21	21	39	49	52
存货	399	250	281	301	406	财务费用	0	14	31	21	7
其他流动资产	12	10	10	10	10	资产减值损失	1.38	0.85	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	404	736	875	1493	1938	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	7.00	12.00	30.00
固定资产	158.06	647.73	750.38	983.26	1217.09	营业利润	80	87	122	269	408
无形资产	52	51	45	40	35	营业外收入	3.54	21.12	10.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.31	0.17	3.60	5.00	4.00
资产总计	1188	1438	2316	3436	3426	利润总额	82	108	128	279	419
流动负债合计	379	542	482	434	411	所得税	12	14	16	36	54
短期借款	198	443	363	303	243	净利润	70	93	112	243	364
应付账款	131	56	42	45	61	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	29	22	29	38	51	归属母公司净利润	70	93	112	243	364
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	144	169	242	423	570
非流动负债合计	6	7	107	207	207	BPS (元)	0.29	0.22	0.26	0.45	0.68
长期借款	0	0	100	200	200	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	589	641	618	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%	27.38%	26.48%	33.86%
实收资本 (或股	120	216	432	535	535	营业利润增长	45.66%	8.33%	40.74%	120.73%	51.37%
资本公积	495	399	1277	2375	2375	归属于母公司净利	20.11%	116.47%	20.11%	116.47%	49.89%
未分配利润	166	244	295	404	568	获利能力					
归属母公司股东	802	890	2062	3433	3688	毛利率 (%)	20.52%	24.94%	31.11%	41.73%	41.26%
负债和所有者权	1188	1438	2651	4074	4307	净利率 (%)	11.81%	16.00%	15.09%	25.82%	28.91%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	5.92%	6.50%	4.85%	7.07%	10.63%
						ROE (%)	8.76%	10.51%	5.45%	7.08%	9.88%
经营活动现金流	-21	226	197	349	386	资产负债率 (%)	32%	38%	22%	16%	14%
净利润	70	93	112	243	364	流动比率	2.07	1.30	2.99	4.48	3.62
折旧摊销	63.63	67.97	0.00	132.18	155.22	速动比率	1.02	0.83	2.41	3.79	2.63
财务费用	0	14	31	21	7	营运能力					
应收账款减少	0	0	-13	-22	-35	总资产周转率	0.58	0.45	0.36	0.28	0.30
预收帐款增加	0	0	7	9	13	应收账款周转率	14	10	10	10	10
投资活动现金流	-271	-344	-194	-739	-571	应付账款周转率	8.19	6.26	15.14	21.58	23.79
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.29	0.22	0.26	0.45	0.68
投资收益	0	0	7	12	30	每股净现金流 (最新	-1.29	0.22	2.44	1.42	-0.67
筹资活动现金流	137	165	1049	1147	-176	每股净资产 (最新摊	6.68	4.12	4.77	6.42	6.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	100	100	0	P/E	48.71	65.90	54.86	31.38	20.94
普通股增加	60	96	216	103	0	P/B	2.13	3.46	2.99	2.22	2.07
资本公积增加	-60	-96	878	1098	0	EV/EBITDA	11.78	19.32	23.41	15.90	12.76
现金净增加额	-155	47	1052	757	-360						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

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。