



## 双塔食品 (002507)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-04-23

### 股价走势:



### 主要数据

总股本(百万股)	155.00
A股股本(百万股)	155.00
总市值(亿元)	50.80
A股流通比例(%)	35.90
第一大股东	重庆市涪陵国资委
第一大股东持股比例	40.45%

王俊杰

021-60951606

wjjhazq@163.com

S0010513100001

## 毛利率大幅提升, 内外生增长有空间

——2014 年一季报点评

### 主要观点:

□ 2014 年一季度, 公司营收同比增长 4.24%, 归母净利润同比增长 20.07%, EPS0.24 元, 基本符合市场预期。

2014 年一季度, 公司实现营业收入 2.03 亿元, 同比增长 4.24%, 实现归属于母公司股东净利润 3647 万元, 同比增长 20.07%, EPS0.24 元, 基本符合市场预期。此外, 公司预计 2014 年上半年归母净利润同比增速区间为 10%-35%。

□ 净利润增速显著高于收入增速显示公司具备较强的成本转嫁能力。

2014 年一季度, 公司营业收入仅增长 4.24%, 而归母净利润增长 20.07%, 主要原因为公司毛利率较去年同期大幅提升, 一季度公司综合毛利率为 42.12%, 较去年同期提升 5.33%, 公司毛利率提升的重要原因为公司产品提价效应开始体现, 2013 年第四季度, 受原材料成本大幅上涨的影响, 单季毛利率下降到 33.93%, 为此, 公司着手进行相应的提价政策, 今年一季度毛利率的恢复显示公司提价效应开始体现, 表明公司具备较强的成本转嫁能力。

□ 渠道下沉打开公司未来外生增长空间。

受金融危机导致的农民工回流等因素的影响, 榨菜行业近年来增速中枢下移, 我们认为行业增速中枢的下移为公司依托品牌优势挤占小品牌榨菜公司提供良好机遇, 公司从 2012 年底开始进行渠道下沉, 我们看好公司在渠道下沉过程的外生拓展空间。

□ 原料贮藏项目假设完成稳定公司原料成本, 提升毛利率水平。

自上市以来, 公司一直在积极建设榨菜原料贮藏项目, 公司目前榨菜生产能力为 10 万吨, 按照每一吨榨菜产品需要 1.5-2 吨原料贮藏能力计算, 公司的产能需要 15-20 万吨榨菜原料贮藏能力才能匹配, 2013 年 2 月底, 随着公司江北、华凤和华舞榨菜原料贮藏项目建设完毕, 公司原料贮藏能力合计为 15.73 万吨, 基本可以满足公司榨菜生产过程中的原料供给。我们认为, 公司原料贮藏项目的建设有利于稳定原料成本, 提升公司毛利率水平。

□ 盈利预测和估值。

预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 9.30 亿元、10.23 亿元和 11.26 亿元, 归属于母公司股东净利润分别为 1.64 亿元、1.84 亿元、2.10 亿元, EPS 分别为 1.06 元、1.19 元和 1.36 元, 对应当前股价的 PE 分别为 30.93、27.52 和 24.18, 估值相对较为合理, 给予“增持”评级。

### 盈利预测:

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	846	931	1024	1126
收入同比(%)	19%	10%	10%	10%
归属母公司净利润	141	164	185	210
净利润同比(%)	11%	17%	12%	14%
每股收益(元)	0.91	1.06	1.19	1.36
P/E	36.15	30.93	27.52	24.18
P/B	4.90	4.50	4.11	3.74
EV/EBITDA	31	22	19	17

资料来源: wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	704	807	917	1,022	<b>营业收入</b>	846	931	1,024	1,126
现金	511	597	676	739	营业成本	511	535	584	640
应收账款	15	10	11	12	营业税金及附加	10	10	10	10
其他应收款	8	5	6	6	销售费用	153	168	188	207
预付账款	22	25	34	44	管理费用	33	34	33	32
存货	114	125	136	149	财务费用	(14)	(6)	(4)	(6)
其他流动资产	35	45	55	72	资产减值损失	0	0	(0)	(0)
<b>非流动资产</b>	595	557	525	494	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	454	425	396	368	<b>营业利润</b>	154	189	213	243
无形资产	62	58	54	50	营业外收入	12	5	5	5
其他非流动资产	79	74	74	76	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	1,299	1,363	1,442	1,515	<b>利润总额</b>	165	193	217	247
<b>流动负债</b>	184	278	276	282	所得税	24	29	33	37
短期借款	0	106	102	98	<b>净利润</b>	141	164	185	210
应付账款	68	71	78	85	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	116	101	96	98	<b>归属母公司净利润</b>	141	164	185	210
<b>非流动负债</b>	76	83	94	114	EBITDA	173	217	242	270
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	1.06	1.19	1.36
其他非流动负债	76	83	94	114					
<b>负债合计</b>	260	362	370	396					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	155	155	155	155					
资本公积	557	557	557	557					
留存收益	326	417	524	646					
归属母公司股东权益	1,039	1,129	1,237	1,359					
<b>负债和股东权益</b>	1,299	1,491	1,607	1,755					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	200	176	193	224
净利润	141	164	185	210
折旧摊销	34	33	33	32
财务费用	0	(6)	(4)	(6)
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	36	(16)	(20)	(13)
其他经营现金流	(11)	0	(0)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	(132)	0	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(132)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(54)	38	(77)	(86)
短期借款	0	106	(4)	(4)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(54)	(68)	(73)	(82)
<b>现金净增加额</b>	13	214	116	138

  

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	18.74%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	6.58%	22.92%	12.67%	14.06%
归属于母公司净利润	11.22%	16.85%	12.41%	13.80%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	39.62%	42.54%	43.00%	43.20%
净利率(%)	16.62%	17.66%	18.04%	18.67%
ROE(%)	13.54%	14.55%	14.94%	15.47%
ROIC(%)	27.81%	30.23%	24.77%	26.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	20.02%	24.25%	23.05%	22.56%
净负债比率(%)	-32.73%	-29.83%	-33.98%	-34.65%
流动比率	3.82	2.90	3.32	3.63
速动比率	3.20	2.45	2.83	3.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.70	0.73	0.76
应收账款周转率	201.58	156.20	191.19	191.19
应付账款周转率	13.81	13.38	13.77	13.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.06	1.19	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.13	1.24	1.45
每股净资产(最新摊薄)	6.70	7.29	7.98	8.77
<b>估值比率</b>				
P/E	36.1	30.9	27.5	24.2
P/B	4.9	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	30.94	21.63	19.09	16.87

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。