

半年业绩预增130%以上

——双塔食品（002481）三季度财报点评

2014年04月29日

强烈推荐/维持

双塔食品

财报点评

焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001	
	jiaokai@dxzq.net.cn	010-66554144	
徐昊	联系人		
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017	

事件：

一季度销售收入 2.17 亿元，同比增长 84.17%，收入增长超预期。2014 年一季度归属股东净利润 2858 万元，同比增长 296.81%，业绩增长符合预期。公司预计 2014 年上半年业绩增长 130%-180%，净利润区间 5933 万元至 7222 万元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	196.3	166.08	118.19	148.04	271.17	206.91	217.67
增长率（%）	45.41%	-8.57%	-0.82%	44.02%	38.14%	24.59%	84.17%
毛利率（%）	23.77%	27.93%	19.93%	29.02%	30.61%	19.62%	25.19%
期间费用率（%）	7.02%	14.19%	13.26%	13.62%	8.88%	9.13%	10.66%
营业利润率（%）	17.01%	12.78%	6.45%	14.37%	24.37%	12.98%	14.47%
净利润（百万元）	30.24	19.32	7.20	18.59	61.24	26.00	28.58
增长率（%）	33.57%	-07.82%	-66.95%	-16.00%	102.50%	34.59%	296.81%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.09	0.03	0.09	0.14	0.06	0.07
资产负债率（%）	30.50%	38.14%	32.26%	38.99%	38.35%	43.13%	38.15%
净资产收益率（%）	3.47%	2.17%	0.80%	2.03%	6.30%	2.60%	2.78%
总资产收益率（%）	2.41%	1.34%	0.54%	1.24%	3.88%	1.48%	1.72%

观点：

- 一季度收入增长9948万元，其中主要是高端蛋白销售增长贡献。预计蛋白贡献收入增长约5000万元，我们预计粉丝收入增长约4900万，折算相当于粉丝产品一季度销量增长约5000吨，但一季度销售中包括淀粉销售，实际销量增长超过5000吨。一季度毛利率25.18%，同比提升5.26个百分点，毛利率的提升并不显著，主要是淀粉销售影响。一季度销售收入增长超预期，粉丝和淀粉产量消化的问题不必过于担心。
- 一季度末预付账款相比年初增长6849万元，主要是进口豌豆预付金额增长，按照目前进口豌豆390-400美元/吨的采购价折算，公司现在锁定的豌豆原料量约5万吨。双塔还在2月对君邦商贸增资4500万元，用于君邦商贸进行原料贸易补充流动资金。2014年是蛋白和粉丝产能释放周期，加上公司本次定增募投项目达产后，2015年后双塔对原料的需求量将大幅上升。对原料贸易的控制力将决定粉丝行业和豌豆蛋白

行业的长期盈利水平。

- 粉丝行业是重污染行业，招远市环保局在2014年已经制定了《粉丝行业综合整治工作实施方案》，方案明确了整治的标准要求及完成时限。2014年3月招远市启动了界河流域生态环境综合整治工作，按照《山东省半岛流域水污染物综合排放标准》，开展流域内企业治污设施提标改造工作，提高沿河工业项目准入门槛，逐步关闭重污染企业，对流域内新改扩建项目污染物新增量不仅要满足辖区内的污染物总量控制要求，还要满足重点流域水质达标要求。

双塔食品投资1亿元建设的污水深度处理项目已在2013年调试运行，日处理能力达到1.3万吨，年可新增COD削减量87吨，氨氮削减量10吨。双塔食品在污水处理方面的累积投入已接近3亿元，远超行业内其他企业投入。目前招远粉丝行业还是执行《山东半岛排放标准》，COD排放量是 $\leq 100\text{mg/L}$ ，但烟台已经有食品公司开始执行 $\leq 60\text{mg/L}$ 的更严排放标准，例如龙大食品。污水排放标准的提高预计将对招远粉丝行业格局产生重要影响，小企业可能将无力投入高额费用来治污，环保可能成为招远龙口粉丝行业结构变化的催化剂。

结论：

预计公司2014年内将完成定向增幅，募投项目建设进度可能提前。预计2014年全面摊薄后的EPS0.43元、2015年EPS0.69元、2016年EPS0.94元，对应PE分别为29.5倍、18.3倍和13.4倍，维持公司“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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	702	831	1352	967	1150	营业收入	584	744	916	1292	1666
货币资金	264	137	613	65	83	营业成本	439	554	575	784	990
应收账款	68	71	100	142	183	营业税金及附加	3	2	3	4	5
其他应收款	1	1	1	2	2	营业费用	21	37	45	55	64
预付款项	109	53	59	67	76	管理费用	21	22	28	33	41
存货	250	306	315	429	543	财务费用	14	20	25	16	14
其他流动资产	10	263	263	263	263	资产减值损失	0.85	-0.05	0.50	0.00	0.00
非流动资产合计	736	924	966	1574	2010	公允价值变动收益	0.00	-0.43	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	28	28	28	28	投资净收益	0.00	12.80	12.00	15.00	20.00
固定资产	647.73	745.34	840.93	1064.2	1288.5	营业利润	87	122	252	415	573
无形资产	51	49	44	39	35	营业外收入	21.12	6.81	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.17	0.56	1.60	2.00	2.00
资产总计	1438	1756	2318	2541	3160	利润总额	108	128	260	423	581
流动负债合计	542	743	500	437	431	所得税	14	15	31	55	75
短期借款	443	579	379	279	229	净利润	93	113	229	368	505
应付账款	56	48	47	64	81	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	22	15	25	37	54	归属母公司净利润	93	113	229	368	505
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	169	241	375	573	751
非流动负债合计	7	15	15	15	15	BPS (元)	0.22	0.13	0.43	0.69	0.94
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	549	757	515	452	446	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-1.80%	27.38%	23.10%	41.01%	28.95%
实收资本(或股本)	216	432	432	535	535	营业利润增长	8.33%	40.50%	106.72	64.80%	37.99%
资本公积	399	183	1267	1267	1267	归属于母公司净利润	102.43	60.85%	102.43	60.85%	37.27%
未分配利润	244	341	444	610	837	获利能力					
归属母公司股东权	890	998	2242	2603	2957	毛利率(%)	24.94%	25.54%	37.19%	39.35%	40.57%
负债和所有者权	1438	1756	2757	3055	3402	净利率(%)	16.00%	15.19%	24.97%	28.49%	30.33%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.50%	6.44%	9.87%	14.48%	15.99%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	10.51%	11.32%	10.20%	14.14%	17.09%
经营活动现金流	226	131	333	385	543	偿债能力					
净利润	93	113	229	368	505	资产负债率(%)	38%	43%	19%	15%	13%
折旧摊销	67.97	99.66	0.00	141.63	164.67	流动比率	1.30	1.12	2.70	2.21	2.67
财务费用	14	20	25	16	14	速动比率	0.83	0.71	2.07	1.23	1.41
应收账款减少	0	0	-29	-41	-41	营运能力					
预收帐款增加	0	0	9	13	17	总资产周转率	0.45	0.47	0.41	0.44	0.52
投资活动现金流	-344	-458	-188	-735	-580	应收账款周转率	10	11	11	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.26	14.27	19.20	23.13	22.86
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	13	12	15	20	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.13	0.53	0.69	0.94
筹资活动现金流	165	200	711	-124	-215	每股净现金流(最新)	0.22	-0.29	1.98	-0.89	-0.47
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.12	2.31	5.19	4.87	5.53
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	96	216	0	103	0	P/E	58.32	96.45	29.51	18.34	13.36
资本公积增加	-96	-216	1084	0	0	P/B	3.06	5.46	2.43	2.59	2.28
现金净增加额	47	-127	855	-474	-252	EV/EBITDA	17.22	24.42	13.65	12.16	9.18

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。