

豌豆蛋白、纤维切入国内肉制品市场

——双塔食品（002481）事件点评

2014年07月02日

强烈推荐/维持

双塔食品 事件点评

事件：

与中国肉类食品综合研究中心共同完成的“豌豆蛋白与纤维营养价值分析及其在肉制品加工中的创新应用研究”项目科技成果鉴定会在山东省招远市召开。

本次鉴定的科技成果，将充分挖掘出豌豆蛋白与纤维的健康、营养价值，开发豌豆蛋白与纤维在肉制品等领域的应用，有利于进一步提高豌豆蛋白与纤维等产品的附加值，为公司未来的发展提供新的利润增长点；有利于发挥公司技术创新优势，提高公司核心竞争力。

主要观点：

1. 豌豆纤维导入肉制品行业只是开端

从国外豌豆产业的产品结构来看，包括法国罗盖特、加拿大 Burcon 公司，主要生产三类产品：豌豆淀粉、豌豆蛋白和豌豆纤维。双塔的产品结构是：豌豆粉丝、蛋白、纤维。原料成本主要分摊在豌豆粉丝生产环节，造成豌豆蛋白和纤维生产成本低廉，产品价格优势明显。

豌豆纤维是膳食纤维一种，具有持水性、乳化性、悬浮性以及增稠性、能提高食品保水性和保形性，提高冷冻、融化稳定性。添加后可以改善产品组织结构、提高脆度、成型稳定性和产出率，延长保质期、减少脱水收缩。豌豆纤维可以应用于肉制品、馅料、速冻食品、烘焙食品、糖果、饮料、米面制品和调味酱等。豌豆纤维还有多项生理功能性。豌豆纤维应用范围很广，进入肉制品行业仅仅是开端，未来有望向更多食品产品进入。

2. 蛋白国内市场有望启动

公司蛋白产品主要是出口销售，国内市场还未启动，本次通过鉴定会可以打开豌豆蛋白的国内市场。选择进入肉制品市场也是因为大豆蛋白已经成为肉制品行业的主要原料，客户容

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

徐昊

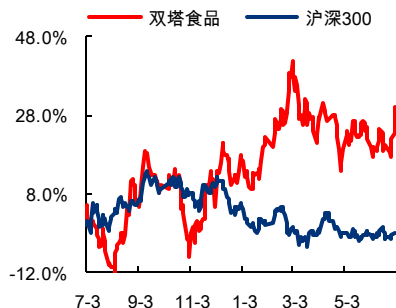
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	14.1-21.71
总市值(亿元)	60.91
流通市值(亿元)	53.01
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	0.84

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）：半年业绩预增130%以上》2014-04-29
- 2、《双塔食品（002481）：Q1业绩大幅增长，定增保证持续增长》2014-04-08
- 3、《双塔食品（002481）：蛋白+粉丝“双引擎”驱动增长》2014-03-07
- 4、《双塔食品（002481）：海外需求扩张，新订单驱动业绩增长》2013-12-12

易接受。本次参加鉴定会的有肉制品公司代表，但取得订单还需要一定时间，持有乐观预期。蛋白产品国外终端客户除食品公司外，还有保健品公司。国外保健品厂商已经开启蛋白粉原料全植物化，尤其在恒天然乳清蛋白乌龙事件后。我们认为下一阶段国内保健品厂商原料全植物化的趋势也不可避免，但保健品新配方需要取得相关审批文件后才能生产。

3、食品原料向终端产品转化

目前公司除粉丝外，豌豆蛋白和豌豆纤维直接客户还是食品饮料或保健品公司，产品作为食品原料销售。我们判断公司未来会延伸产业链，将豌豆蛋白和豌豆纤维延伸到终端产品。下游产品技术壁垒不高，主要障碍在渠道和品牌方面，目前时机还未成熟。豌豆蛋白和豌豆纤维都可以做成健康食品或功能性食品，产品增长前景看好。

结论：

2014 年公司增长主要来自豌豆蛋白的量价起升，2014 年蛋白产能会达到饱和状态，预计本次定增项目会在 2015 年上半年开始释放业绩，保障公司业绩增长持续性。公司产品符合现在健康食品消费的新趋势。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 19.81 亿元、22.19 亿元和 28.84 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 9.16 亿元、12.92 亿元和 16.66 亿元，全面摊薄后的每股收益分别为 0.43 元、0.69 元和 0.94 元，对应 PE 分别 32.6X、20.3X、14.8X，继续给予“强烈推荐”的评级。

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	648	745	841	1064	1288	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	0	0	0	0	0	EBITDA	169	241	375	573	751
非流动负债合计	7	15	15	15	15	EPS (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	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	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	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						总资产净利润(%)	6.50%	6.44%	9.87%	14.48%	15.99%
						ROE(%)	10.51%	11.32%	10.20%	14.14%	17.09%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	226	131	333	385	543	资产负债率(%)	38%	43%	19%	15%	13%
净利润	93	113	229	368	505	流动比率	1.30	1.12	2.70	2.21	2.67
折旧摊销	67.97	99.66	0.00	141.63	164.67	速动比率	0.83	0.71	2.07	1.23	1.41
财务费用	14	20	25	16	14	营运能力					
应收账款减少	0	0	-29	-41	-41	总资产周转率	0.45	0.47	0.41	0.44	0.52
预收帐款增加	0	0	9	13	17	应收账款周转率	10	11	11	11	10
投资活动现金流	-344	-458	-188	-735	-580	应付账款周转率	6.26	14.27	19.20	23.13	22.86
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	0.22	0.13	0.53	0.69	0.94
投资收益	0	13	12	15	20	每股净现金流(最新	0.22	-0.29	1.98	-0.89	-0.47
筹资活动现金流	165	200	711	-124	-215	每股净资产(最新摊	4.12	2.31	5.19	4.87	5.53
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	64.51	106.69	32.64	20.29	14.78
普通股增加	96	216	0	103	0	P/B	3.39	6.04	2.69	2.87	2.53
资本公积增加	-96	-216	1084	0	0	EV/EBITDA	18.94	26.82	15.61	13.41	10.14
现金净增加额	47	-127	855	-474	-252						

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。