

双塔食品(002481)2014年中报点评

# 食用蛋白保持快速增长

## 投资要点

- 2014年上半年公司实现营业收入5.57亿元,同比增长109%;营业利润6761万元,同比增长134%;归属于上市公司股东的净利润6075万元,同比增长136%;每股收益0.14元。同时,公司预计前三季度净利润增长25%—65%。
- 豌豆淀粉及食用蛋白销售量增加、食用蛋白售价提高以及子公司贵金属交易增长,促进收入及利润快速增长。(1)上半年公司实现营收5.57亿元,毛利率20.11%,较去年同期下降4.88pct。其中农副食品加工业实现收入3.95亿元,同比增长57.20%,毛利率27.43%,提升1.96pct。其他业务收入1.61亿元,增长9倍以上,主要是公司增加贵金属交易,毛利率较低,仅为2.18%。(2)食用蛋白受益于销量增长和价格提升,实现收入9053万元,增长158.44%,毛利率59.50%,提升6.94pct;豌豆淀粉等材料销量增加,收入达到1亿元,增长230.06%,毛利率2.98%,提升6.45pct;有机蔬菜及食用菌实现收入2507万元,增长76.14%,毛利率48.81%,提升20.33pct;膳食纤维实现收入382万元,增长185.35%,毛利率45.18%,提升2.08pct。(3)粉丝业务依然较稳定,实现收入1.75亿元,同比增长3.02%,毛利率22.62%,下降2.33pct。大粉业务亏损将近200万元。
- 三费率大幅下降,毛利率、净利率提升。(1)上半年三费率8.22%,较去年同期下降5.25pct,其中销售费用率下降2.52pct,管理费用率下降1.79pct,财务费用率下降0.93pct。财务费用同比增长57.22%,主因是公司增加黄金租赁业务等融资手续费、利息支出及人民币贬值造成的汇兑损失增加。(2)整体毛利率20.11%,较去年同期下降4.88pct,净利率10.91%,提升1.22pct。
- 食用蛋白业务快速增长,未来发展空间巨大。食用蛋白已从2013H1贡献产品收入的13.93%、毛利的28.74%提升至2014H1的22.90%、49.67%,快速增长。目前,公司豌豆蛋白产能预计在1.5万吨左右,下游需求旺盛,随着非公开增发的8460吨产能的投产,进一步夯实公司在国内豌豆蛋白及龙口粉丝的龙头地位。同时,今年6月底,公司公告与中国肉类食品综合研究中心共同完成了“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”,下游产业化产品值得期待,市场空间大幅增加。
- 盈利预测及评级:预计公司2014-2016年EPS分别为0.42元、0.59元、0.83元,对应动态PE分别为34.37倍、24.09倍、17.17倍,给予公司“增持”评级。
- 风险提示:原材料可控性较差;豌豆蛋白价格大幅下滑。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	744.32	1299.59	1819.42	2365.25
增长率	27.38%	74.60%	40.00%	30.00%
归属母公司净利润(百万元)	113.04	179.34	255.90	358.98
增长率	20.91%	58.65%	42.69%	40.28%
每股收益EPS(元)	0.26	0.42	0.59	0.83
净资产收益率ROE	11.32%	15.51%	9.58%	12.02%
PE	54.53	34.37	24.09	17.17
PB	6.17	5.33	2.31	2.06

数据来源:西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师:梁从勇  
执业证号:S1250511110003  
电话:010-57631180  
邮箱:lcyong@swsc.com.cn

分析师:朱会振  
执业证号:S1250513110001  
电话:023-63786049  
邮箱:zhz@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源:西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	4.32
流通A股(亿股)	3.76
52周内股价区间(元)	9.06-15.5
总市值(亿元)	61.65
总资产(亿元)	18.55
每股净资产(元)	2.41

## 相关研究

**附：财务预测表 (单位：百万元)**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	125.42	271.50	682.56	1119.52	营业收入	744.32	1299.59	1819.42	2365.25
应收和预付款项	124.89	132.41	487.81	247.68	减:营业成本	554.20	979.70	1400.95	1821.24
存货	305.85	347.29	353.19	456.25	营业税金及附加	1.87	3.27	4.57	5.95
其他流动资产	263.29	263.29	263.29	263.29	营业费用	36.89	37.69	50.94	65.04
长期股权投资	87.69	87.69	87.69	87.69	管理费用	22.04	38.99	54.58	70.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	19.89	28.95	7.30	-20.27
固定资产和在建工程	784.43	778.84	856.64	887.95	资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	49.31	68.22	81.74	91.96	加:投资收益	12.80	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.43	0.21	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.43	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1741.30</b>	<b>1949.46</b>	<b>2812.94</b>	<b>3154.34</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	579.28	679.28	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>121.84</b>	<b>210.99</b>	<b>301.06</b>	<b>422.33</b>
应付和预收款项	68.56	97.38	126.29	151.62	加:其他非经营损益	6.25	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>128.09</b>	<b>210.99</b>	<b>301.06</b>	<b>422.33</b>
其他负债	95.05	16.48	16.48	16.48	减:所得税	15.05	31.65	45.16	63.35
<b>负债合计</b>	<b>742.89</b>	<b>793.14</b>	<b>142.77</b>	<b>168.10</b>	净利润	113.04	179.34	255.90	358.98
股本	432.00	432.00	535.00	535.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	183.14	183.14	1368.67	1368.67	归属母公司股东净利润	113.04	179.34	255.90	358.98
留存收益	383.27	541.18	766.50	1082.58	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	998.41	1156.32	2670.17	2986.25	经营性现金净流量	131.31	237.05	-13.30	561.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-458.0	-140.57	-147.00	-102.00
<b>股东权益合计</b>	<b>998.41</b>	<b>1156.32</b>	<b>2670.17</b>	<b>2986.25</b>	筹资性现金净流量	200.18	49.61	571.36	-22.63
负债和股东权益合计	1741.30	1949.46	2812.94	3154.34	<b>现金流量净额</b>	<b>-126.5</b>	<b>146.09</b>	<b>411.06</b>	<b>436.96</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn