



# 业绩符合预期，蛋白盈利持续提升

——双塔食品（002481）三季度财报点评

2014年07月26日

强烈推荐/维持

双塔食品

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

## 事件：

2014年上半年公司财务报表情况：上半年收入5.57亿元，同比增长109.11%，归属上市公司股东净利润6075万元，同比增长135.51%，每股收益0.1406元。预计2014年1-9月净利润1.09-1.44亿元，同比增长25%-65%。

## 公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	166.08	118.19	148.04	271.17	206.91	217.67	339.05
增长率（%）	-8.57%	-0.82%	44.02%	38.14%	24.59%	84.17%	129.03%
毛利率（%）	27.93%	19.93%	29.02%	30.61%	19.62%	25.19%	16.85%
期间费用率（%）	14.19%	13.26%	13.62%	8.88%	9.13%	10.66%	6.64%
营业利润率（%）	12.78%	6.45%	14.37%	24.37%	12.98%	14.47%	10.65%
净利润（百万元）	19.32	7.20	18.59	61.24	26.00	28.58	32.17
增长率（%）	-07.82%	-66.95%	-16.00%	102.50%	34.59%	296.81%	73.02%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.03	0.09	0.14	0.06	0.07	0.07
资产负债率（%）	38.14%	32.26%	38.99%	38.35%	43.13%	38.15%	43.96%
净资产收益率（%）	2.17%	0.80%	2.03%	6.30%	2.60%	2.78%	3.09%
总资产收益率（%）	1.34%	0.54%	1.24%	3.88%	1.48%	1.72%	1.73%

## 观点：

- 双塔食品上半年收入5.57亿元，同比增长109.11%，二季度单季度收入3.39亿元，同比增长129.03%。上半年，粉丝产品收入1.75亿元，同比增长3.02%，粉丝收入增速比2013年有放缓。大粉销售同比下降31.36%，收入下降至80.09万元。食用蛋白收入9052.64元，同比大幅增长158.44%。销售材料收入同比大幅增长236.06%，达到1000.36万元，主要是淀粉产品销售。公司近期刚发布了豌豆纤维的新产品，导入肉制品行业，上半年销售收入382.43万元，预计下半年膳食纤维订单将继续增长。有机蔬菜、食用菌收入2507.42万元，同比增长76.14%。
- 公司目前蛋白销售符合预期，有机蔬菜、食用菌收入超预期，但主业粉丝业务收入低于预期。我们认为随着7月粉丝订货会的召开，公司今年推进的粉丝产品结构调整以及商超渠道市场份额提升方案都将得

- 到落实, 预计三、四季度粉丝收入增速有望恢复。
- 公司上半年蛋白收入增长主要是高端蛋白销量增长和吨产品均价大幅提升, 我们推测公司上半年高端蛋白销量约5000吨。2013年下半年改造的低端生产线已经在5月下旬达产, 预计下半年食品蛋白产量约9000吨, 全年蛋白产量预计约1.4万吨。现有蛋白产能已经达到满产状态, 2015年食用蛋白收入增长将来自新产能释放, 我们预计2015年上半年将会有一条新增蛋白生产线达产。
- 上半年公司销售毛利率20.11%, 同比下降了4.88个百分点。粉丝毛利率22.62%, 同比下降2.33个百分点, 食用蛋白毛利率59.50%, 同比提升6.94个百分点, 有机蔬菜、食用菌毛利率48.84%, 同比大幅提升20.33个百分点, 销售材料毛利率2.98%, 同比也提升了6.45个百分点, 膳食纤维新品毛利率45.18%。公司综合毛利率下降主要受两个因素影响: 1) 粉丝业务毛利率消费下降; 2) 大粉业务毛利率大幅下降。预计下半年大粉业务亏损将会收窄。

### 结论:

公司预计2014年前三季度利润增长区间是25%-65%, 考虑到上半年粉丝盈利利润小幅下降以及大粉业务亏损影响, 下半年公司业绩有望上调。公司近期会召开产品订货会, 粉丝销售将比上半年有显著改善。蛋白改造产能5月下旬达产, 下半年食用蛋白产量将继续增长, 新产能有望在2015年上半年达产。预计公司2014年至2016年净利润分别为2.16亿、3.37亿和4.69亿, 对应现在股本EPS分别为0.50元、0.78元和1.09元, 对应PE分别为27.9倍、17.9倍和12.9倍, 继续维持公司“强烈推荐”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
<b>流动资产合计</b>	702	831	789	978	1160	<b>营业收入</b>	584	744	916	1292	1666
货币资金	264	137	46	65	83	<b>营业成本</b>	439	554	584	803	1007
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	61	75
预付款项	109	53	59	67	77	管理费用	21	22	27	36	44
存货	250	306	320	440	552	财务费用	14	20	28	19	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
<b>非流动资产合计</b>	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	11.00	10.00	10.00
固定资产	648	745	841	1064	1288	<b>营业利润</b>	87	122	240	379	531
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
<b>资产总计</b>	1438	1756	1755	2552	3170	<b>利润总额</b>	108	128	249	387	539
<b>流动负债合计</b>	542	743	501	440	433	所得税	14	15	33	50	70
短期借款	443	579	379	279	229	<b>净利润</b>	93	113	216	337	469
应付账款	56	48	48	66	83	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	216	337	469
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	169	241	367	540	709
<b>非流动负债合计</b>	7	15	15	15	15	<b>BPS (元)</b>	0.22	0.13	0.50	0.78	1.09
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	549	757	516	454	448	<b>成长能力</b>					
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%	97.34%	57.79%	39.92%
资本公积	399	183	183	183	183	归属于母公司净利润	91.34%	55.82%	91.34%	55.82%	39.10%
未分配利润	244	341	439	590	801	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	890	998	1150	1489	1817	毛利率(%)	24.94%	25.54%	36.28%	37.87%	39.56%
<b>负债和所有者权</b>	1438	1756	1666	1943	2265	净利率(%)	16.00%	15.19%	23.61%	26.09%	28.14%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	6.50%	6.44%	12.32%	13.21%	14.79%	
<b>经营活动现金流</b>	226	131	320	357	517	<b>偿债能力</b>					
净利润	93	113	216	337	469	资产负债率(%)	38%	43%	31%	23%	20%
折旧摊销	67.97	99.66	0.00	141.63	164.67	流动比率	1.30	1.12	1.57	2.22	2.68
财务费用	14	20	28	19	14	速动比率	0.83	0.71	0.94	1.22	1.40
应收账款减少	0	0	-29	-41	-41	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	9	13	17	总资产周转率	0.45	0.47	0.54	0.72	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-344	-458	-189	-740	-590	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	19.06	22.67	22.40
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	13	11	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.13	0.50	0.78	1.09
<b>筹资活动现金流</b>	165	200	-372	-117	-204	每股净现金流(最新)	0.22	-0.29	-0.56	-0.94	-0.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.12	2.31	2.66	2.78	3.40
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	96	216	0	103	0	P/E	64.51	106.69	27.88	17.89	12.86
资本公积增加	-96	-216	0	0	0	P/B	3.39	6.04	5.24	5.02	4.11
<b>现金净增加额</b>	47	-127	-241	-500	-277	EV/EBITDA	18.94	26.82	17.46	14.22	10.74

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 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，6 年食品饮料行业研究经验。

### 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

---

## 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。