

双塔食品（002481）半年报点评： 业绩高速增长，豌豆蛋白前景仍旧可期

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

研究助理：李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年7月28日

www.lxzq.com.cn

事件：

2014年1-6月，公司实现营业收入5.57亿元，同比增长109.11%；归属于上市公司股东的净利润6075.29万元，同比增长135.51%；基本每股收益0.14元。

点评：

1、传统粉丝收入增长缓慢。公司是国内最大的粉丝生产商，目前具有5万吨的年产能。近年来，随着粉丝市场增长空间的限制，公司的粉丝业务增长放缓。今年上半年公司粉丝实现营业收入1.75亿元，同比仅增长3.02%，粉丝在营业收入中的占比从去年上半年的63.84%，下降到今年上半年的31.45%。同时，粉丝毛利率为22.62%，同比下滑2.33个百分点。

2、豌豆淀粉、豌豆蛋白、贵金属交易业务实现高速增长。

今年上半年，公司豌豆淀粉、豌豆蛋白销售量增加、豌豆蛋白售价提高以及子公司贵金属交易增长是公司业绩增长的主要原因。其中，公司的豌豆蛋白实现营业收入9052.6万元，同比增长158.44%；毛利率为59.5%，同比上升6.94个百分点。豌豆淀粉实现营业收入1亿元，同比增长221.58%；毛利率为17.07%，同比上升6.28个百分点。其他业务营业收入1.6亿元，同比增长10.96倍，主要是子公司贵金属交易增长所致，毛利率仅为0.94%，同比下滑12.2个百分点。

3、三项费用率大幅下降，净利率提升

今年上半年，公司的三项费用率为8.22%，比同期下降5.25个百分点。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率为2.81%、2.58%、2.83%，分别同比下降2.52、1.80、0.93个百分点。三项费用率的下降使公司的净利率从9.69%提升到10.91%，增加1.22个百分点。

4、豌豆蛋白前景仍旧可期

豌豆蛋白作为新兴的植物蛋白，市场发展潜力巨大。公司凭借高品质的进口原料，行业领先的生产工艺，无过敏原，氨基酸平衡性更好，蛋白含量高，脂类含量低，可广泛应用于宠物

食品、肉制品、医药、保健食品领域等诸多优势，在行业内具有较强的市场竞争力。公司的豌豆蛋白从2012年上市以来，销售额呈现爆发增长的态势，在公司整个收入中的占比不断提升，今年上半年已经达到16.26%。豌豆蛋白在公司各类产品中的毛利率也最高，今年上半年达到59.5%。目前，公司的豌豆蛋白产能达到1.55万吨，随着今年年底对年产8000吨的豌豆蛋白生产线的改造完成，公司的豌豆蛋白产能将不断释放。

同时，今年6月27日，公司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”项目科技成果顺利通过鉴定，公司将在行业内首次利用豌豆蛋白和豌豆纤维开发腊肠、熏煮香肠、熏煮火腿和高温火腿肠等高附加值的营养产品，实现豌豆蛋白等产品的持续升级换代，为未来的发展提供新的利润增长点。

5、盈利预测及评级。预计公司2014-2016年净利润增速分别为117.6%、77.4%和48.6%，EPS分别为0.57、1.01和1.50元，上一交易日收盘股价对应PE分别为24、14和9倍。本研究报告为首次覆盖，给予公司“增持”评级。

6、风险提示：1) 豌豆蛋白销售低于预期；2) 原材料价格大幅上涨；3) 行业竞争加剧风险。

图表1 盈利预测表

万元（人民币）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	92,008	74,432	130,147	179,255	259,138
增速	54.6%	-19.1%	74.9%	37.7%	44.6%
营业成本	43,859	55,420	92,627	116,515	165,417
毛利率	52.3%	25.5%	28.8%	35.0%	36.2%
销售费用	3,246	3,689	3,904	5,736	8,811
管理费用	3,296	2,204	3,449	5,019	7,774
财务费用	2,203	1,989	3,774	5,288	7,645
营业利润	38,855	12,184	27,448	48,150	71,593
利润总额	42,155	12,809	27,917	49,513	73,563
归属母公司净利润	2,936	11,304	24,593	43,618	64,804
增速	420.9%	-69.1%	117.6%	77.4%	48.6%
EPS	0.43	0.26	0.57	1.01	1.50

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

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，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。