

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 双塔食品（002481.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.07.28

#### 中小企业研究团队

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 10 63081425

邮箱：hushen@cindasc.com

#### 相关研究

《双塔食品（002481）首次覆盖报告-蛋白开拓蓝海粉丝业务护航》20140611

《双塔食品（002481）中报点评-蛋白快速增长，关注粉丝业务下半年销售情况》20140728

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 公司加速成长 未来有望多点开花

### 季报点评

2014年10月29日

**事件：**10月28日公司发布三季报：公司2014年前三季度实现营业收入8.21亿元，同比增长52.81%，归属母公司净利润1.12亿元，同比增长28.41%；稀释每股收益为0.26元。公司业绩基本符合我们预期。

#### 点评：

- **公司业绩增长呈现加速的趋势：**公司2014年前三个季度单季度的同比增速分别为10%、13%和59%，说明公司目前逐步进入快速增长的轨道；在净利润同比快速增长的同时，三季度单个季度的营业收入同比出现下滑22%，说明高毛利的蛋白业务贡献越来越大。**公司业务发展趋势符合我们推荐公司的主要逻辑：蛋白业务高速增长，粉丝业务保驾护航，存在膳食纤维等潜在增长点。**
- **蛋白业务：最明确的业绩增长点。**我们认为，未来几年蛋白业务会维持高增长，主要基于几点：第一、豌豆蛋白处于供不应求的局面，市场潜在的供给量也不能满足市场需求；第二、公司蛋白产能瓶颈打开；增长点主要来自：1、公司上市募投项目（配套7500吨）2013年下半年完全投产，2、公司原有8000吨低纯度项目技改完成，2014年产能开始完全释放，3、公司非公开增发项目，投产主要集中在2015和2016年。其次，公司豌豆蛋白的纯度处于不断提升的状态，这为公司蛋白提价提供了较大的空间；第三，公司积极寻求与终端生产商合作，绕开贸易商，豌豆蛋白的利润水平有望提高。
- **膳食纤维：潜在的爆发点。**公司膳食纤维业务上半年同样出现高增长，营业收入同比增长185.35%，目前公司膳食纤维业务的快速增长目前还是靠产能扩张带来的量的增长；我们认为，膳食纤维业务的真正的爆发时点是其价格上涨空间打开时，前期公司公告的膳食纤维添加到肉制品的研究成果预计会是打开价格上涨空间的催化剂。我们看好膳食纤维的应用前景，预计会接棒蛋白业务成为公司明显的增长点。
- **粉丝业务：关注销售情况。**受产能影响，公司过去几年粉丝业务增长较慢，预计未来几年产能瓶颈将与蛋白业务同步打开。我们认为，粉丝业务属于公司“可攻可守”的战略主业。守：消化豌豆淀粉，预计14-16年公司的粉丝业务分别能消化掉淀粉5、6.9和7.4万吨，内部消化比例为89%、81%和67%，有效缓解了直接卖淀粉盈利差的问题。攻：行业整合+品牌建设，我们认为粉丝行业目前存在行业整合的客观条件，作为行业龙头的双塔食品或将在行业洗牌中获益。
- **盈利预测与投资评级：**我们仍维持预测公司2014-2016年EPS分别为0.42、0.73和0.96元，对应动态市盈率（股价

15.45 元) 分别为 33、19 和 14 倍。维持公司“买入”投资评级。

- **股价催化剂:** 1、豌豆蛋白产能持续释放; 2、公司业绩快速增长; 3、环保压力加快粉丝行业洗牌。
- **风险因素:** 公司产能释放节奏不达预期; 豌豆的供应风险; 宏观经济低迷、消费持续不振。我们的盈利预测考虑了定增项目顺利投产的对公司的影响, 所以在此提示非公开增发能否通过审核以及建设周期能否顺利的风险。

### 公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	584.34	744.32	1,016.73	1,488.00	1,896.36
增长率 YoY %	-1.80%	27.38%	36.60%	46.35%	27.44%
归属母公司净利润(百万元)	93.49	113.04	225.88	389.89	512.14
增长率 YoY%	33.06%	20.91%	99.82%	72.61%	31.36%
毛利率%	24.94%	25.54%	34.35%	37.39%	38.47%
净资产收益率 ROE%	11.05%	11.97%	12.94%	14.50%	16.31%
每股收益 EPS(元)摊薄	0.43	0.26	0.42	0.73	0.96
市盈率 P/E(倍)	80	66	33	19	14
市净率 P/B(倍)	6.8	6.0	3.0	2.6	2.2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 10 月 28 日收盘价 股本考虑了定增

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	701.82	831.25	2,118.65	2,310.61	2,627.39
货币资金	263.79	136.91	1,190.94	1,113.52	1,191.67
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	68.20	71.05	101.58	148.67	189.47
预付账款	108.70	52.96	124.39	173.62	217.44
存货	250.05	305.85	437.25	610.32	764.34
其他	11.10	264.48	264.48	264.48	264.48
<b>非流动资产</b>	736.42	924.48	1,220.18	1,485.65	1,740.58
长期投资	0.00	87.69	87.69	87.69	87.69
固定资产	647.73	745.34	954.60	1,225.72	1,486.38
无形资产	50.53	49.31	49.28	49.20	49.09
其他	38.17	42.14	128.61	123.04	117.41
<b>资产总计</b>	1,438.24	1,755.72	3,338.83	3,796.27	4,367.97
<b>流动负债</b>	541.61	742.63	830.66	898.21	957.77
短期借款	442.64	579.28	579.28	579.28	579.28
应付账款	56.15	48.15	109.28	152.54	191.03
其他	42.82	115.19	142.09	166.39	187.46
<b>非流动负债</b>	6.94	14.68	14.68	14.68	14.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.94	14.68	14.68	14.68	14.68
<b>负债合计</b>	548.55	757.31	845.34	912.89	972.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	889.69	998.41	2,493.49	2,883.38	3,395.52
<b>负债和股东权益</b>	1438.24	1755.72	3338.83	3796.27	4367.97

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	584.34	744.32	1,016.73	1,488.00	1,896.36
同比 (%)	-1.80%	27.38%	36.60%	46.35%	27.44%
归属母公司净利润	93.49	113.04	225.88	389.89	512.14
同比 (%)	33.06%	20.91%	99.82%	72.61%	31.36%
毛利率 (%)	24.94%	25.54%	34.35%	37.39%	38.47%
ROE (%)	11.05%	11.97%	12.94%	14.50%	16.31%
每股收益 (元) 摊薄	0.43	0.26	0.42	0.73	0.96
P/E	80	66	33	19	14
P/B	6.8	6.0	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	24.2	32.4	22.5	14.1	10.9

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	584.34	744.32	1,016.73	1,488.00	1,896.36
营业成本	438.59	554.20	667.47	931.65	1,166.76
营业税金及附加	2.64	1.87	4.12	5.50	6.49
营业费用	20.62	36.89	38.08	55.72	71.02
管理费用	20.93	22.04	34.31	50.22	64.00
财务费用	13.99	19.89	26.24	9.57	11.88
资产减值损失	0.85	-0.05	1.30	1.22	1.28
公允价值变动收益	0.00	-0.43	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	12.80	5.12	5.12	5.12
<b>营业利润</b>	86.72	121.84	250.34	439.24	580.05
营业外收入	21.12	6.81	10.49	10.49	10.49
营业外支出	0.17	0.56	0.68	0.68	0.68
<b>利润总额</b>	107.68	128.09	260.15	449.05	589.86
所得税	14.19	15.05	34.28	59.16	77.72
<b>净利润</b>	93.49	113.04	225.88	389.89	512.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	93.49	113.04	225.88	389.89	512.14
EBITDA	140.44	200.56	352.23	561.31	725.34
EPS (摊薄)	0.43	0.26	0.42	0.73	0.96

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	226.17	131.00	167.72	295.43	463.65
净利润	93.49	113.04	225.88	389.89	512.14
折旧摊销	18.66	51.59	66.03	86.22	109.43
财务费用	14.09	20.88	26.04	26.04	26.04
投资损失	0.00	-12.80	-5.12	-5.12	-5.12
营运资金变动	99.18	-40.63	-146.64	-203.05	-180.36
其它	0.74	-1.08	1.52	1.45	1.51
<b>投资活动现金流</b>	-344.23	-458.06	-356.83	-346.81	-359.46
资本支出	-344.23	-123.17	-361.95	-351.93	-364.58
长期投资	0.00	5.18	5.12	5.12	5.12
其他	0.00	-340.07	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	165.00	200.18	1,243.15	-26.04	-26.04
吸收投资	0.00	0.00	1,269.20	0.00	0.00
借款	184.51	216.88	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	21.00	26.70	26.04	26.04	26.04
<b>现金净增加额</b>	46.95	-126.88	1054.04	-77.42	78.14

## 中小企业研究团队

**谢从军**，分析师，2011年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究2年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

**单丹**，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6年行业经验。

**王镓**，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011年加入信达证券。

**杨腾**，分析师，中国人民大学数量经济学硕士，2012年7月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014年起从事中小企业研究。

**方光照**，分析师，上海财经大学金融学硕士，2012年7月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014年起从事中小企业研究。

**胡申**，分析师，北京林业大学农林经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014年起从事中小企业研究。

**王光兵**，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014年7月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

## 中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。