

双塔食品 (002481)

强烈推荐

行业：食品综合

2015年业绩将加速增长，关注机制改善和整合

2月26日公司公告业绩快报，实现营业收入10.8亿元(+44.42%)，净利润1.5亿元(+32.57%)。摊薄后每股收益0.30元，基本符合预期。

◇ **2014年Q4收入增长22.63%，净利润增长46.5%，基本符合预期。**预计2014年粉丝收入保持个位数增长，出于抢份额的战略，毛利率可能略有下降；预计实现80%以上高纯度蛋白销量8000吨，80%以下低纯度蛋白销量约3000吨，因新建设污水处理厂投产，摊销增加，预计蛋白毛利率小幅下降，但高毛利的高纯度蛋白收入占比提升，预计蛋白整体毛利率仍在提升。

◇ **高纯度蛋白增长将带动未来两年业绩增长60%+。**目前豌豆蛋白的高毛利已经吸引了十余家企业进入行业，但因技术、环保等制约，多数并没有真正实现生产。双塔在设备和工艺流程具备较大优势，能够生产纯度85%甚至90%的蛋白，70%、80%、85%纯度蛋白价格各为8000元、21000元、26500元。2015年的新订单80%以上高纯度蛋白售价依然维持在20000元以上。预计未来两年80%以上高纯度蛋白至少实现翻倍增长，募投项目2015年年中投产进入调试，若募投项目能有所贡献，增长将超预期。

◇ **国内市场已经打开，目前已与国内高端乳制品企业展开合作。**公司也在与国际大客户建立直销联系，雀巢对双塔的验厂已于2013年结束，验厂已经通过，前期已经有发货。

◇ **关注整合和机制改善带来的超预期。**募投项目将在未来两年新增2.4万吨粉丝和2.7万吨淀粉，龙口粉丝年产量30万吨，并且豌豆淀粉正替代其他淀粉生产凉粉，淀粉消化问题不大。公司作为全国粉丝行业龙头也将积极参与行业整合，助力淀粉和粉丝的消化，实现粉丝的加速增长；此外，公司未来可能通过控股、参股、合作等方式向下游保健食品延伸，开发新的高附加值产品，将有助于提升估值。此外，公司控股股东为招远市金岭镇政府，不排除公司进一步推出股权激励或者引入战略投资者的可能，粉丝销售的潜力将被充分挖掘。

◇ **预计14-16年EPS为0.30/0.50/0.80元，目标价25元，维持强烈推荐。**

◇ **风险提示：**募投项目投产速度不达预期；粉丝或淀粉消化产能不达预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	744	1074	1124	1656
收入同比(%)	27%	44%	5%	47%
归属母公司净利润	113	150	251	403
净利润同比(%)	21%	33%	67%	61%
毛利率(%)	25.5%	25.6%	35.0%	36.4%
ROE(%)	11.3%	12.5%	17.6%	22.7%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.50	0.80
P/E	90.31	68.08	40.69	25.32
P/B	10.22	8.49	7.17	5.75
EV/EBITDA	55	35	23	16

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价：25

当前股价：20.20

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	505
流通股本(百万股)	375
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	76
成交量(百万股)	2.21
成交额(百万元)	44.62

股价表现



相关报告

《双塔食品-高纯度豌豆蛋白带动业绩高速增长，关注改制和整合》2015-01-20

附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	831	1085	1045	1312
现金	137	200	200	200
应收账款	71	100	105	154
其它应收款	1	9	9	13
预付账款	53	80	73	105
存货	306	440	402	580
其他	264	256	257	260
<b>非流动资产</b>	924	1082	1227	1345
长期投资	88	0	0	0
固定资产	745	952	1109	1223
无形资产	49	56	63	70
其他	42	74	55	52
<b>资产总计</b>	1756	2167	2273	2657
<b>流动负债</b>	743	950	835	866
短期借款	579	786	703	681
应付账款	48	80	73	105
其他	115	83	59	80
<b>非流动负债</b>	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	757	965	850	881
少数股东权益	0	0	0	0
股本	432	505	505	505
资本公积	183	183	183	183
留存收益	383	514	735	1088
归属母公司股东权益	998	1202	1423	1776
<b>负债和股东权益</b>	1756	2167	2273	2657

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	131	124	445	401
净利润	113	150	251	403
折旧摊销	52	116	155	194
财务费用	20	21	22	19
投资损失	-13	0	0	0
营运资金变动	-41	-115	7	-218
其它	-0	-47	10	3
<b>投资活动现金流</b>	-458	-222	-310	-310
资本支出	123	300	300	300
长期投资	-340	-88	0	0
其他	-675	-10	-10	-10
<b>筹资活动现金流</b>	200	161	-135	-91
短期借款	137	207	-83	-22
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	216	73	0	0
资本公积增加	-216	0	0	0
其他	64	-119	-51	-69
<b>现金净增加额</b>	-127	63	0	0

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	744	1074	1124	1656
营业成本	554	800	731	1054
营业税金及附加	2	5	6	8
营业费用	37	48	47	65
管理费用	22	32	34	50
财务费用	20	21	22	19
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
<b>营业利润</b>	122	168	285	461
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	128	173	290	466
所得税	15	23	39	63
<b>净利润</b>	113	150	251	403
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	113	150	251	403
EBITDA	193	305	462	674
EPS (元)	0.26	0.30	0.50	0.80

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.4%	44.4%	4.6%	47.4%
营业利润	40.5%	38.2%	69.3%	61.7%
归属于母公司净利润	20.9%	32.6%	67.3%	60.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.5%	25.6%	35.0%	36.4%
净利率	15.2%	14.0%	22.3%	24.3%
ROE	11.3%	12.5%	17.6%	22.7%
ROIC	8.7%	9.3%	14.0%	18.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.1%	44.5%	37.4%	33.2%
净负债比率	76.49%	81.51%	82.73%	77.28%
流动比率	1.12	1.14	1.25	1.52
速动比率	0.71	0.68	0.77	0.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.55	0.51	0.67
应收账款周转率	10	12	10	12
应付账款周转率	10.63	12.48	9.55	11.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.30	0.50	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.25	0.88	0.79
每股净资产(最新摊薄)	1.98	2.38	2.82	3.51
<b>估值比率</b>				
P/E	90.31	68.08	40.69	25.32
P/B	10.22	8.49	7.17	5.75
EV/EBITDA	55	35	23	16

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

蒋鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、洋河股份、海天味业、双塔食品、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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。

本报告基于中国中投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。中国中投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。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434