



东兴证券
DONGXING SECURITIES

2015年业绩持续高增长

——双塔食品（002481）事件点评

2015年04月01日

推荐/维持

双塔食品 | 事件点评

事件:

公司发布 2015 年一季度业绩预增公告，预计一季度归属上市公司股东净利润 4573.38 万元至 5145.05 万元，同比增长 60%-80%。

主要观点:

1. 一季度业绩大幅增长，粉丝业务业绩超预期

公司一季度业绩大幅增长的原因有两方面。一季度蛋白整体销量我们估计有 2500 吨以上，相比去年同期量的增长并不显著，但因为 2015 年一季度蛋白产品中 80%以上纯度产品占比提升，吨产品价格提升带来盈利增长。另一方面原因是公司粉丝产品销售一季度超预期，估计一季度粉丝收入同比增长达到 30%以上。粉丝业务收入增长的原因是公司针对春节销售旺季做了一些针对性活动，并且改善了销售人员激励机制，一线粉丝销售人员士气提升。我们认为公司粉丝业务将在 2015 年二次发力收入增长将继续超预期。

2. 2014 年业绩略低于预期，但 2015 年业绩高增长仍确定

公司之前也发布了 2014 年业绩预告，2014 年归属上市公司股东净利润 1.73 亿元，同比增长 35.31%。公司 2014 年业绩略低于我们之前的预期，我们判断业绩没完全释放的原因可能是在粉丝销售环节，粉丝销量的增速低于蛋白产量的增速，会造成淀粉原料过剩。淀粉作为大宗商品销售会带来业绩流失。一季度粉丝销售收入的增长显著，2015 年剩余的淀粉将会转化为盈利的粉丝产品销售。公司 2015 年业绩高增长将不仅来自蛋白业务的持续放量，粉丝业务综合盈利水平的提升也会带来业绩增长。

3. 定增已经完成，2015 年蛋白和粉丝产能继续提升

公司之前已经使用自有资金 8197 万元投入本次建定增蛋白和粉丝产能项目，预计 2015 年内定增的产能将陆续达产。公司目前核心问题已经不是豌豆蛋白的海外销售，而是淀粉产量的消化，也就是国内市场粉丝销售的增长。我们认为公司 2015 年将继续对粉丝销售模式改进，提升双塔粉丝的渠道竞争力，对 2015 年粉丝业务收入增长我们持乐观预期。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

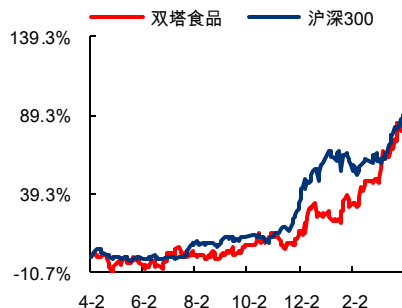
执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间 (元)	26.21-13.39
总市值 (亿元)	132.45
流通市值 (亿元)	98.54
总股本/流通 A 股 (万股)	50536/37595
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.78

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《双塔食品（002481）：业绩低于预期，不改长期逻辑》2014-10-29
- 《双塔食品（002481）：业绩符合预期，蛋白盈利持续提升》2014-07-28
- 《双塔食品（002481）：豌豆蛋白、纤维切入国内肉制品市场》2014-07-02
- 《双塔食品（002481）：半年业绩预增 130% 以上》2014-04-29

结论:

公司一季度业绩大幅增长，奠定了全年业绩增长的基础。公司现在已经形成粉丝和蛋白两个盈利核心，看好海外豌豆蛋白市场的增长，国内粉丝业绩增长将是公司未来 3 年蛋白业绩释放的关键。公司目前已经是粉丝行业绝对龙头公司，粉丝行业作为传统行业市场集中度非常分散，公司未来必将作为粉丝行业整合者的角色出现。预计公司 2015 年至 2017 年 EPS 分别为每股收益分别为 0.43 元、0.59 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 61.00X、41.58X、34.95X。维持公司“推荐”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
流动资产合计	702	831	919	1092	1332	营业收入	584	744	1075	1377	1778
货币资金	264	137	54	69	89	营业成本	439	554	771	979	1276
应收账款	68	71	118	151	195	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	52	63	78
预付款项	109	53	61	70	83	管理费用	21	22	31	36	42
存货	250	306	422	536	699	财务费用	14	20	41	40	29
其他流动资产	10	263	263	263	263	资产减值损失	0.85	-0.05	3.00	0.00	0.00
非流动资产合计	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	1.00	1.50	2.00
固定资产	647.73	745.34	840.93	1064.23	1288.50	营业利润	87	122	173	254	349
无形资产	51	49	44	39	35	营业外收入	21.12	6.81	4.00	3.00	3.00
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
资产总计	1438	1756	1885	2666	3342	利润总额	108	128	175	255	350
流动负债合计	542	743	978	715	722	所得税	14	15	26	38	52
短期借款	443	579	829	529	479	净利润	93	113	149	217	297
应付账款	56	48	63	80	105	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	22	15	26	40	58	归属母公司净利润	93	113	149	217	297
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	169	241	313	436	542
非流动负债合计	7	15	15	15	15	BPS (元)	0.22	0.13	0.30	0.43	0.59
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	549	757	993	730	737	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-1.80%	27.38%	44.38%	28.14%	29.14%
实收资本(或股	216	432	505	608	608	营业利润增长	8.33%	40.50%	42.01%	47.06%	36.99%
资本公积	399	183	183	183	183	归属于母公司净利	31.91%	45.61%	31.91%	45.61%	36.85%
未分配利润	244	341	409	506	640	获利能力					
归属母公司股东	890	998	1176	1431	1639	毛利率(%)	24.94%	25.54%	28.26%	28.90%	28.23%
负债和所有者权	1438	1756	2169	2161	2376	净利率(%)	16.00%	15.19%	13.88%	15.77%	16.71%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	6.50%	6.44%	7.91%	8.14%	8.89%	
经营活动现金流	226	131	184	277	325	偿债能力					
净利润	93	113	149	217	297	资产负债率(%)	38%	43%	46%	34%	31%
折旧摊销	67.97	99.66	0.00	141.63	164.67	流动比率	1.30	1.12	0.94	1.53	1.84
财务费用	14	20	41	40	29	速动比率	0.83	0.71	0.51	0.78	0.88
应收账款减少	0	0	-47	-33	-44	营运能力					
预收帐款增加	0	0	11	14	18	总资产周转率	0.45	0.47	0.55	0.64	0.78
投资活动现金流	-344	-458	-202	-749	-598	应收账款周转率	10	11	11	10	10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.26	14.27	19.27	19.15	19.19
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	13	1	2	2	每股收益(最新摊	0.22	0.13	0.30	0.43	0.59
筹资活动现金流	165	200	158	-302	-168	每股净现金流(最新	0.22	-0.29	0.28	-1.27	-0.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.12	2.31	2.33	2.35	2.69
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	96	216	73	103	0	P/E	121.12	200.31	88.83	61.00	44.58
资本公积增加	-96	-216	0	0	0	P/B	6.36	11.34	11.26	11.14	9.73
现金净增加额	47	-127	141	-774	-441	EV/EBITDA	34.62	48.74	43.31	37.61	30.14

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

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3 年食品饮料行业研究经验。

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。