

蛋白放量驱动粉丝业务变革

——双塔食品（002481）一季度财报点评

2015年04月29日

强烈推荐/上调

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:

双塔食品2014年营业收入10.65亿元,同比增长43.11%,归属上市公司净利润1.48亿元,同比增长31.62%。一季度营业收入2.45亿元,同比增长12.88%,归属上市公司股东净利润4600万元,同比增长60.93%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入(百万元)	118.19	148.04	271.17	206.91	217.67	339.05	264.5
增长率(%)	-0.82%	44.02%	38.14%	24.59%	84.17%	129.03%	-2.46%
毛利率(%)	19.93%	29.02%	30.61%	19.62%	25.19%	16.85%	29.44%
期间费用率(%)	13.26%	13.62%	8.88%	9.13%	10.66%	6.64%	6.51%
营业利润率(%)	6.45%	14.37%	24.37%	12.98%	14.47%	10.65%	22.21%
净利润(百万元)	7.20	18.59	61.24	26.00	28.58	32.17	51.02
增长率(%)	-66.95%	-16.00%	102.50%	34.59%	296.81%	73.02%	-16.70%
每股盈利(季度,元)	0.03	0.09	0.14	0.06	0.07	0.07	0.12
资产负债率(%)	32.26%	38.99%	38.35%	43.13%	38.15%	43.96%	48.14%
净资产收益率(%)	0.80%	2.03%	6.30%	2.60%	2.78%	3.09%	4.68%
总资产收益率(%)	0.54%	1.24%	3.88%	1.48%	1.72%	1.73%	2.43%

观点:

- 双塔食品2014年营业收入10.65亿元,同比增长43.11%,归属上市公司净利润1.48亿元,同比增长31.62%,扣非后净利润增长35.33%。利润分配方案是,每10股派发现金红利0.30元(含税)。公司一季度营业收入2.45亿元,同比增长12.88%,归属上市公司股东净利润4600万元,同比增长60.93%,扣非后净利润同比增长59.88%。
- 2014年粉丝产品收入4.80亿元,同比增长11.28%,销售材料收入3.32亿元,同比大幅增长321.86%。2014年公司经营毛利率24.88%,同比提升幅度并不显著,主要因为公司2014年豌豆淀粉产能过剩,直接销售豌豆淀粉拉低了毛利率。粉丝业务毛利率25.71%,而销售材料毛利率为负1.24%。

- 公司今年将扩大豌豆粉丝在大型商超、餐饮渠道的销售占比，来消化豌豆淀粉产能。一季度公司针对粉丝业务也做了一些相应市场活动，粉丝业务一季度收入增速超过 20%。公司已经成为粉丝行业龙头，粉丝行业格局极度分散，我们认为未来通过整合粉丝行业将更加有效的消化淀粉产能过剩的影响。
- 2014 年公司蛋白业务收入 1.47 亿元，同比增长 10.16%，蛋白业务收入增长低于预期，主要受制于淀粉产能过剩。蛋白业务毛利率 78.34%，同比 2014 年有显著提升，但我们还原蛋白和销售材料业务可以看到，2014 年蛋白+材料销售毛利率同比 2013 年下降了 4.84 个百分点，原材料价格上涨以及 7000 吨产能在上半年改造是成本增长的原因。一季度蛋白业务销售正常，我们预计全年蛋白销量有望接近 1.5 万吨。
- 公司一季度营业毛利率 25.49%，同比 2014 年一季度小幅增长。但一季度销售净利率达到 18.72%，同比提高了 5.59 个百分点。净利率的提升来自期间费用的下降。一季度三项费用占比 5%，同比下降 5.66 个百分点。
- 公司 4 月 20 日发布了第一期员工持股计划，本次员工持股计划规模上限为不超过 2100 万股，其中控股股东无偿赠与部分不超过 600 万股，二级市场购买部分不超过 500 万股，公司股东石河子金都投资有限合伙企业向员工持股计划定向转让不超过 1000 万股。本次员工持股计划覆盖包括董监高，以及中层管理人员、核心骨干，人数不超过 325 人。员工持股计划推出后公司激励机制完善，看好利益机制统一后公司业绩持续增长。

结论：

公司预计2015年上半年业绩增长幅度60%-80%。2014年公司业绩受到淀粉产能过剩影响，目前公司正在通过努力开拓粉丝市场加速消化过剩产能。募集资金建设项目在年内也会陆续达产，继续看好蛋白业务对业绩提升的贡献。预计公司2015年至2017年EPS分别为0.46元、0.66元和0.80元，给予公司“强烈推荐”的投资评级。

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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	831	2509	1450	1187	1177	营业收入	744	1065	1264	1627	1926
货币资金	137	1783	640	234	96	营业成本	554	800	881	1104	1302
应收账款	71	95	139	178	211	营业税金及附加	2	7	4	5	6
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	37	37	46	72	81
预付款项	53	73	82	93	106	管理费用	22	34	37	52	55
存货	306	327	362	454	535	财务费用	20	28	25	4	9
其他流动资产	263	227	227	227	227	资产减值损失	-0.05	2.32	3.00	0.00	0.00
非流动资产合计	924	1271	1311	1914	2344	公允价值变动收益	-0.43	0.43	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	88	28	28	28	28	投资净收益	12.80	8.61	6.00	3.00	2.00
固定资产	745.34	762.14	883.88	1101.8	1320.6	营业利润	122	166	269	391	473
无形资产	49	48	43	38	34	营业外收入	6.81	5.02	4.00	3.00	3.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.56	0.09	1.60	2.00	2.00
资产总计	1756	3779	2761	3101	3521	利润总额	128	171	272	392	474
流动负债合计	743	1265	228	313	403	所得税	15	22	41	59	71
短期借款	579	1181	81	131	181	净利润	113	149	231	333	403
应付账款	48	43	48	60	71	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	15	12	25	41	61	归属母公司净利润	113	149	231	333	403
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	241	285	398	542	652
非流动负债合计	15	122	96	146	196	BPS (元)	0.13	0.17	0.46	0.66	0.80
长期借款	0	96	96	146	196	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	757	1386	324	459	599	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	27.38%	43.11%	18.68%	28.72%	18.35%
实收资本(或股本)	432	505	505	608	608	营业利润增长	40.50%	36.04%	62.56%	45.13%	21.02%
资本公积	183	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	55.30%	44.22%	55.30%	44.22%	20.97%
未分配利润	341	456	560	710	892	获利能力					
归属母公司股东权	998	2393	2555	2891	3173	毛利率(%)	25.54%	24.88%	30.34%	32.18%	32.40%
负债和所有者权	1756	3779	2879	3350	3772	净利率(%)	15.19%	13.97%	18.28%	20.48%	20.93%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	131	-75	335	373	492	偿债能力					
净利润	113	149	231	333	403	资产负债率(%)	43%	37%	11%	14%	16%
折旧摊销	99.66	91.60	0.00	146.89	169.93	流动比率	1.12	1.98	6.36	3.80	2.92
财务费用	20	28	25	4	9	速动比率	0.71	1.72	4.77	2.35	1.59
应收账款减少	0	0	-43	-40	-33	营运能力					
预收帐款增加	0	0	13	16	19	总资产周转率	0.47	0.38	0.38	0.52	0.54
投资活动现金流	-458	-371	-195	-747	-598	应收账款周转率	11	13	11	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.27	23.31	27.63	29.93	29.22
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	13	9	6	3	2	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.17	0.46	0.66	0.80
筹资活动现金流	200	1676	-1203	99	-30	每股净现金流(最新)	-0.29	2.43	-2.10	-0.45	-0.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.31	4.74	5.06	4.75	5.22
长期借款增加	0	0	0	50	50	估值比率					
普通股增加	216	73	0	103	0	P/E	200.31	154.18	57.32	39.75	32.86
资本公积增加	-216	1192	0	0	0	P/B	11.34	5.54	5.18	5.52	5.02
现金净增加额	-127	1230	-1062	-275	-135	EV/EBITDA	48.74	44.66	34.15	29.50	24.89

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法律责任。

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。