

业绩符合预期，布局O2O平台

——双塔食品（002481）半年报点评

2015年08月17日

强烈推荐/维持

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：

公司上半年营业收入5.41亿元，同比小幅下降2.90%，归属公司股东净利润1.08亿元，同比增长77.80%，扣非后净利润同比增长46.70%，公司上半年业绩符合预期。公司利润分配方案为，以资本公积金向股东每10股转增15股。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	206.91	217.67	339.05	264.5	243.95	245.71	294.88
增长率（%）	24.59%	84.17%	129.03%	-2.46%	17.90%	12.88%	-13.03%
毛利率（%）	19.62%	25.19%	16.85%	29.44%	30.83%	25.49%	32.31%
期间费用率（%）	9.13%	10.66%	6.64%	6.51%	14.73%	5.00%	15.41%
营业利润率（%）	12.98%	14.47%	10.65%	22.21%	16.16%	20.84%	24.01%
净利润（百万元）	26.00	28.58	32.17	51.02	37.02	46.00	62.02
增长率（%）	34.59%	296.81%	73.02%	-16.70%	42.37%	60.93%	92.78%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.07	0.07	0.12	0.09	0.09	0.12
资产负债率（%）	43.13%	38.15%	43.96%	48.14%	36.68%	36.47%	36.12%
净资产收益率（%）	2.60%	2.78%	3.09%	4.68%	1.55%	1.89%	2.48%
总资产收益率（%）	1.48%	1.72%	1.73%	2.43%	0.98%	1.20%	1.58%

观点：

- 公司上半年营业收入5.41亿元，同比下降2.90%，其中二季度收入2.95亿元，同比下降13.03%，二季度收入的下降主要是食用蛋白销售的下降所致。上半年粉丝销售2.89亿元，同比大幅增长65.40%，粉丝收入的大幅增长是公司加大了粉丝渠道销售推进力度，大幅消化淀粉原料有利于蛋白产量增长。销售材料收入1.08亿元，仅同比增长7.78%，增速比2014年同期大幅下降。
- 从销售区域来看，上半年国内销售增长11.38%，而国外销售同比增长77.20%，达到2.28亿元。上半年粉丝产品海外市场增长超过国内市场。上半年蛋白销售收入5703万元同比下降37%，我们认为蛋白销售的下降是公司调整了生产节奏，避免淀粉原料库存二季度大幅增加，我们对蛋白全年销量仍是增长判断。

- 上半年公司综合毛利率29.69%，同比增长了2.26个百分点。分产品看，粉丝毛利率25.59%，同比增长2.97个百分点，食用蛋白毛利率达到70.13%，同比提升10.63个百分点。新产品膳食纤维产品毛利率同比大幅提升31.01个百分点，达到76.19%。我们认为粉丝和蛋白业务毛利率的提升主要来自原料成本的下降。公司已经在加拿大原料产地设立创联谷物有限公司，双塔在原料端的优势将比国内同行企业更加凸显。
- 公司已经公告和磁云科技共同投资成立北京双磁信息科技有限公司，双塔持有双磁科技51%股权。双磁科技业务核心是“服务交易型平台+物流平台+金融平台”。双磁科技将成为公司O2O业务平台。公司目前的国内粉丝业务的经销商都是传统经销商，粉丝销售渠道也集中在商超和农批市场，传统零售渠道正在被电商渠道冲击，公司进入电商渠道也是顺应趋势，但放在传统粉丝行业来看又走在了行业前端。我们判断未来电商渠道产品将不局限于粉丝产品，有机蔬菜、食用菌，甚至蛋白产品都有可能投放。
- 上半年投资收益2817万，比2014年增加2134万，增长来自银行理财产品收益2513万元。前期公司的定增项目中6万吨豌豆综合利用项目和物流配送中心项目预计2016年中期可以达产，高品质功能性蛋白加工项目预计2016年底达产。

结论：

公司上半年业绩符合预期，公司预计前三季度业绩增长区间为40%-70%。上半年粉丝收入增长超预期，粉丝收入大幅增长将加速下半年蛋白业绩的释放。双磁科技平台将扩展公司现有销售体系。公司第一期员工持股计划已经通过大宗交易平台和二级市场购买了约1500万股，交易价格高于公司停牌前价格，锁定期一年。按照目前股本，我们预计公司2015年至2017年EPS分别为0.46元、0.66元和0.80元，维持公司“强烈推荐”的投资评级，6个月目标价48元。

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		6.44%	3.94%	8.37%	10.75%	11.45%
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	265.27	204.18	75.91	52.64	43.51
资本公积增加	-216	1192	0	0	0	P/B	15.02	7.33	6.87	7.30	6.65
现金净增加额	-127	1230	-1062	-275	-135	EV/EBITDA	63.95	59.72	42.94	39.04	32.82

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, 7 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。