



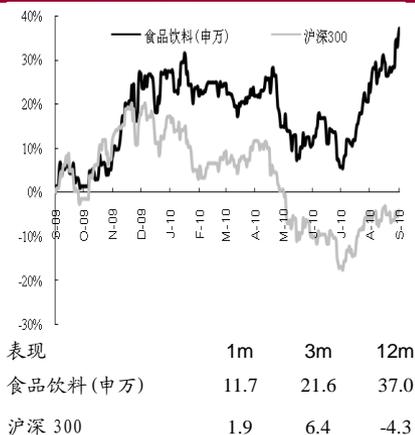
食品饮料  
Food & Drink

2010 年 9 月 3 日

发行概况

发行价格(元)	---
发行股数(万股)	1500
发行后总股本(万股)	6000
发行方式	网下收购+网上申购
主承销商	国都证券
行业	食品饮料
大股东	招远市君兴投资管理 中心
公司网址	www.shuangtafensi. com

行业一年期收益率比较



相关报告

黄黎明  
+86 755 21515595  
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:  
S0340208070036

双塔食品(002481)投资价值分析报告

——粉丝龙头优势明显,产能扩张势在必行

赢利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	321	353	417	511
主营收入增长率(%)	17.1%	9.8%	18.2%	22.4%
归母公司净利(百万元)	43	48	67	87
净利润增长率(%)	49.0%	12.8%	37.4%	31.4%
每股收益(元)	0.72	0.81	1.11	1.46
每股净资产(元)	2.39	9.96	10.41	10.99
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:金元证券研究所

- **公司背景简介。**作为粉丝产品的地域品牌,龙口粉丝已有300多年的历史,双塔式国内最大的龙口粉丝生产企业。第一大股东为君兴投资系招远市金岭镇镇办集体企业。
- **公司规模行业第一,未来受益行业整合。**粉丝行业发展具有“小生产、大市场、小规模、大群体”的特征,2008年国内销量约87万吨,出口约8万余吨,双塔目前3万吨的产能规模位居第一,主要竞争对手产能均在1万吨附近,未来行业整合不可避免。
- **产能瓶颈制约销售增长。**07-09年,公司产品销量的复合增长率约50%,09年销量约36183吨,而产能仅30000吨,09和10年上半年的产能利用率分别为117.42%和123.92%,处于超负荷状态。
- **募投项目:产能扩张势在必行。**此次IPO募投项目将用于年产2万吨粉丝项目,项目总投资21,470.38万元,将新增纯豆粉丝生产能力6000吨/年,杂粮粉丝14,000吨/年,饲料蛋白2,400吨/年。  
新增的2万吨产能可暂时缓解产能瓶颈,巩固行业地位。将有效实现产品结构升级,加大市场潜力大、附加值高的中高档粉丝产品,提升公司盈利能力。
- **盈利预测及投资建议。**预计2010~2012年的每股收益分别为0.81元、1.11元和1.46元。

公司是粉丝行业唯一的上市公司,属于食品细分小行业的龙头,我们在估值时选取跟公司所处行业和市场地位相似的公司比较。目前,这类公司对应10和11年的平均市盈率为48.29X和37.07X,而食品饮料行业平均值分别为33.49X和27.08X。我们取平均值,对应10年和11年市盈率分别为40.89X和32.08X,则公司合理价值区间为33.12元~35.61元。

**风险提示:**原材料波动、食品安全等等。

## 公司背景简介

发行人前身系1992年设立的中外合资经营企业——烟台金华粉丝有限公司。2008年4月金华粉丝整体变更为烟台双塔食品股份有限公司。主营业务为粉丝的生产和销售，是国内最大的龙口粉丝生产企业。

作为粉丝产品的地域品牌，龙口粉丝已有300多年的生产历史，最早产地是现今山东省烟台招远市，因为历史上各商户通过龙口港销往海内外，故命名为“龙口粉丝”。2002年9月，国家对龙口粉丝实施原产地域产品保护，龙口粉丝原产地域范围为招远市、蓬莱市、龙口市、莱阳市、莱州市五个行政区域。

第一大股东为君兴投资（原烟台市招远龙口粉丝加工总厂）系招远市金岭镇镇办集体企业，公司实际控制人为金岭镇政府。二股东金都投资为公司38名中层管理人员、核心技术人员或业务骨干控股的投资公司，其中，董事长杨君敏控股86%。

表1：发行前后公司股权变动

	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
招远市君兴投资管理中心	2312	51.37%	2312	38.53%
招远金都投资有限公司	1038	23.08%	1038	17.30%
北京怡合财富投资顾问有限公司	320	7.11%	320	5.33%
阳江市金科投资有限公司	280	6.22%	280	4.67%
北京巨龙环球科技有限公司	240	5.33%	240	4.00%
上海裕坤合投资管理有限公司	210	4.67%	210	3.50%
冠基国际投资有限公司	100	2.22%	100	1.67%
本次发行	—	—	1500	25%
合计	4500	100%	6000	100%

资料来源：公司公告

## 主营业务分析

### ■ 产能规模行业第一，将受益行业整合

粉丝是中国传统饮食文化代表之一，是中国及亚洲各地区的传统食品，目前95%以上的粉丝生产集中在中国。2008年国内销量约87万吨，出口约8万余吨，预计2011年的内销和出口分别为112万吨和9万吨。

行业发展具有“小生产、大市场、小规模、大群体”的特征，2007年生产规模达1万吨以上企业数量不足10家，双塔目前3万吨的产能规模位居第一。竞争对手主要四山东金城、招远三嘉和山东六六顺，但产能均在1万吨附近，公司规模优势明显。

公司虽然规模行业第一，但是目前的市场份额也仅在3%左右，目前的行业特点和公司自身的规模和品牌地位，未来将受益行业整合，继续快速增长可期。

图 1: 粉丝国内销量

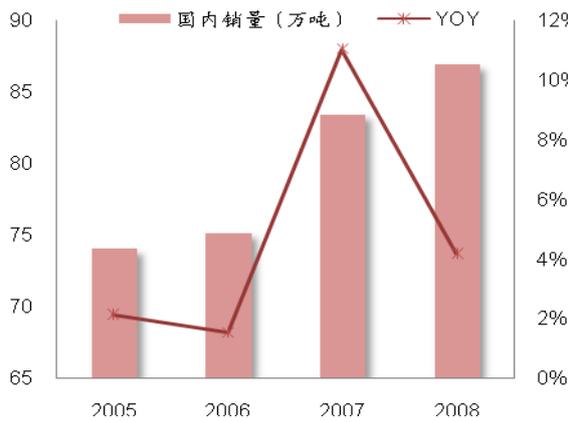
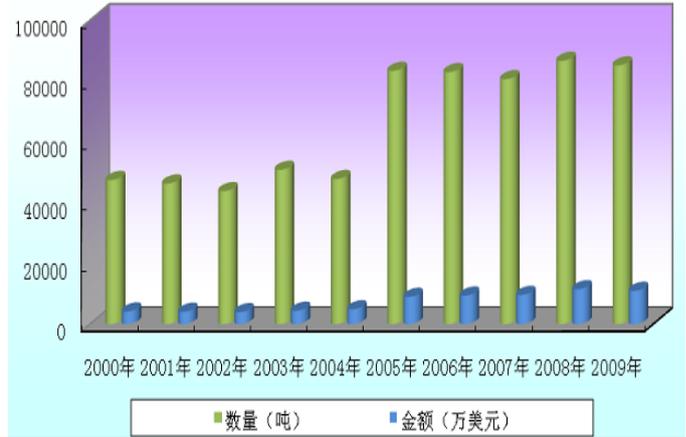


图 2 粉丝出口量



资料来源: 公司公告

■ 产能瓶颈制约销售增长

2010年上半年, 公司的粉丝收入约1.54亿元, 占收入比重超过93%。粉丝类产品可细分为纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝, 分别占收入比重为46.41%、26.28%和20.46%。另外, 公司还应客户要求要求进行食用菌类产品加工贸易, 但占收入比重已由2007年的27.81%下降至2010年上半年的0.92%; 饲料蛋白是粉丝生产过程中所产生废水处理所得到的副产品, 上半年占收入比重约3.85%。

按地区看, 上半年公司国内和国外收入分别占比约77%和23%。其中, 国内以华东、华南、华中和华北为主, 分别展内销收入的38.67%、15%、22.88%和10.72%, 国外以日本、韩国为主。

产品供不应求, 产能瓶颈制约增长。07-09年, 公司产品销量的复合增长率约50%, 09年销量约36183吨, 而产能仅30000吨, 09和10年上半年的产能利用率分别为117.42%和123.92%, 处于超负荷状态。

图 3: 收入结构-按品种

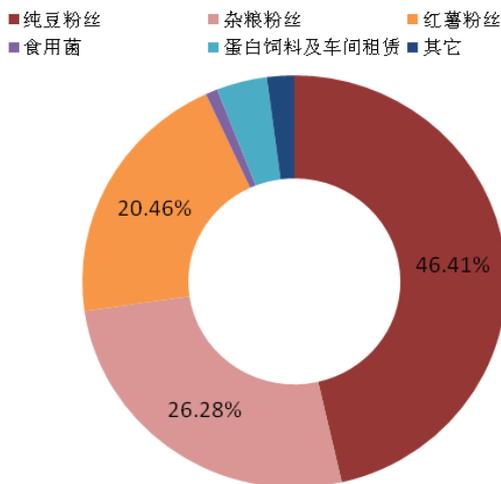
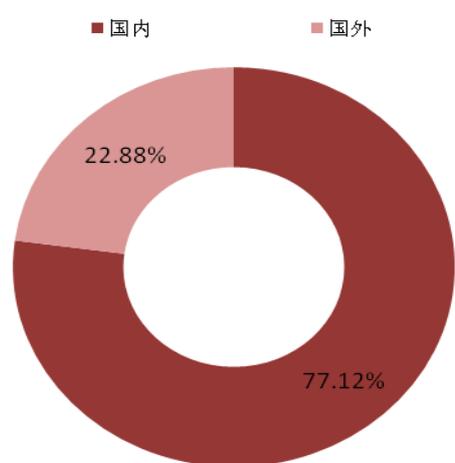
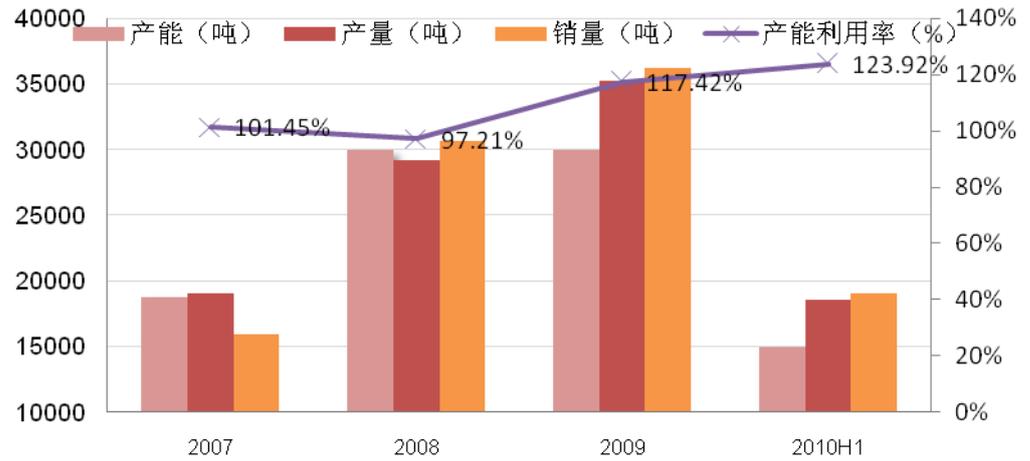


图 4: 收入结构-按地区



资料来源: 公司公告

图 5: 公司的产能、产销量及产能利用率



资料来源: 公司公告

■ 纯豆粉丝和杂粮粉丝是未来的重心

三个粉丝品种中，纯豆粉丝属于高档品种，价格在11-12元/公斤，也是出口的主要产品，出口价格更高，09年毛利率甚至高达41.45%。红薯粉丝属于大众粉丝，价格在6元/公斤；不过，由于杂粮粉丝符合营养均衡的健康消费理念，价格也适中，近几年增长较最快，也是公司重点开发的品种。

农产品原材料是主要成本构成，占比65-85%，主要为豌豆、甘薯以及淀粉类农产品。2010年6月底，原材料占存货的比例为72.24%，原材料价格的波动对毛利率影响较大。

图 6: 主要粉丝产品单价变动 (元/公斤)

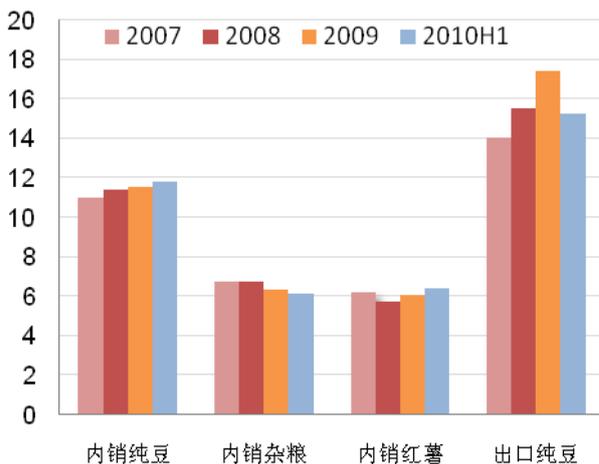
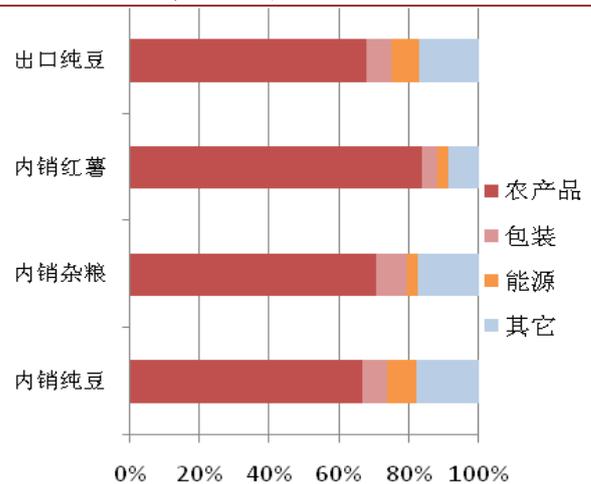
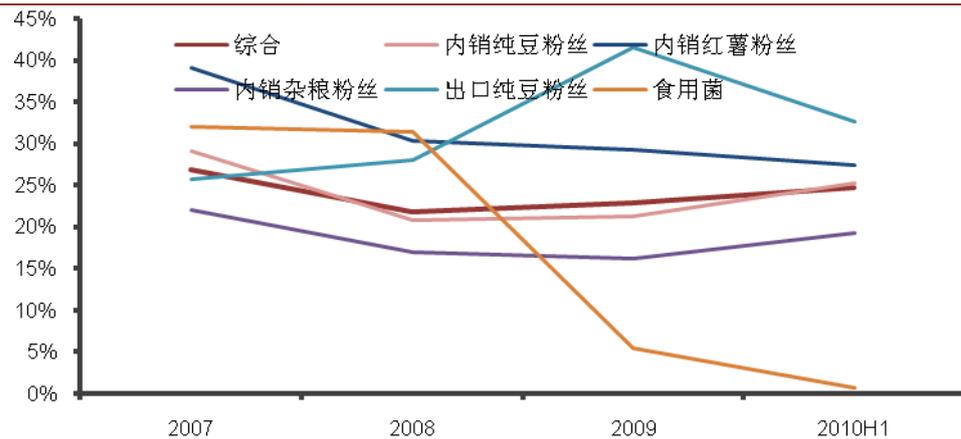


图 7: 主要粉丝产品成本构成



资料来源: 公司公告

图 8: 主要粉丝产品毛利率



资料来源: 公司公告

### 募投项目: 产能扩张势在必行

此次 IPO 募投项目将用于年产 20,000 吨粉丝项目, 项目总投资 21,470.38 万元, 其中固定资产投资 15,648.85 万元, 铺底流动资金 5,821.53 万元。项目建设期约 1.5 年, 项目建成后, 发行人新增纯豆粉丝生产能力 6000 吨/年, 杂粮粉丝 14,000 吨/年, 饲料蛋白 2,400 吨/年。

公司估算, 项目实施完成后, 可实现生产期正常年销售收入为 2.0688 亿元, 税后利润为 3,539.29 万元; 项目投资利润率为 22%。

前面我们曾提到, 2008 年以来, 公司的产能利用率均超过 100%, 处于超负荷状态, 新增的 2 万吨产能可暂时缓解产能瓶颈, 巩固行业地位。

另外, 消费档次较高的纯豆粉丝和杂粮粉丝占公司粉丝收入的 79.93%, 募投项目将有效实现产品结构升级, 加大市场潜力大、附加值高的中高档粉丝产品, 提升公司盈利能力。

### 盈利预测及投资建议

#### ■ 盈利预测假设

公司发展最大的制约因素是产能。公司目前生产能力 3 万吨, 通过募集资金, 2012 年将实现 5 万吨粉丝产能, 计划在 2015 年实现 10 万吨产能。面对目前产能不足的状况, 公司还将部分低端产品外包; 另外, 预计公司将利用大股东的背景, 进行并购, 以满足公司快速发展的需要。

募投新增 2 万吨产能中, 纯豆和杂粮分别为 6000 吨和 14000 吨, 显示公司未来的重心, 预计未来二者呈现加速增长态势, 红薯粉丝增速平稳; 而蛋白饲料的销量与粉丝销量基本同步变化。

公司凭借较强的品牌影响、质量保障和渠道优势, 在定价上有一定的话语权, 可以基本保证毛利率稳定。随着产品结构的高端化, 综合毛利率稳中有升。

2008-2010 年, 公司的优惠所得税税率 (高新技术企业) 为 15%, 我们假设未来享受高新技术企业所得税优惠。

表 2: 主要盈利预测假设

产品分类	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>内销纯豆粉丝</b>						
销售收入(百万)	46.59	86.03	127.31	138.99	161.90	198.68
YOY (%)		84.66%	47.98%	9.18%	16.48%	22.72%
销售成本(百万)	33.06	68.20	100.29	104.18	119.02	143.25
销售量(吨)	4239.08	7526.54	11031.78	11693.69	13096.93	15454.38
毛利率 (%)	29.04%	20.72%	21.22%	25.04%	26.49%	27.90%
<b>外销纯豆粉丝</b>						
销售收入(百万)	19.05	25.30	27.25	28.86	36.44	46.79
YOY (%)		32.85%	7.69%	5.91%	26.26%	28.40%
销售成本(百万)	14.15	18.20	15.95	19.18	23.53	29.37
销售量(吨)	1353.68	1629.33	1560.69	1857.22	2191.52	2629.83
毛利率 (%)	25.73%	28.07%	41.45%	33.56%	35.42%	37.23%
<b>内销杂粮粉丝</b>						
销售收入(百万)	19.48	55.84	69.71	69.68	85.51	111.17
YOY (%)		186.71%	24.84%	-0.04%	22.72%	30.00%
销售成本(百万)	15.18	46.36	58.44	56.63	68.82	88.61
销售量(吨)	2868.33	8272.65	10995.02	11214.92	13233.61	16542.01
毛利率 (%)	22.06%	16.97%	16.17%	18.74%	19.52%	20.29%
<b>内销红薯粉丝</b>						
销售收入(百万)	18.77	36.37	54.49	69.96	83.67	97.46
YOY (%)		93.84%	49.80%	28.40%	19.60%	16.48%
销售成本(百万)	11.45	25.36	38.58	49.08	58.98	69.03
销售量(吨)	3002.40	6304.01	8991.25	10789.50	12407.93	13896.88
毛利率 (%)	38.96%	30.27%	29.19%	29.85%	29.51%	29.18%

资料来源: 金元证券研究所

### ■ 盈利预测及估值

根据以上假设, 预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.81 元、1.11 元和 1.46 元。

公司是粉丝行业唯一的上市公司, 属于食品饮料细分子行业的龙头, 我们在估值时选取跟公司所处行业和市场地位相似的公司比较。目前, 这类公司对应 10 和 11 年的平均市盈率为 48.29X 和 37.07X, 而食品饮料行业平均值分别为 33.49X 和 27.08X。我们取平均值, 对应 10 年和 11 年市盈率分别为 40.89X 和 32.08X, 则公司合理价值区间为 33.12 元~35.61 元。

**风险提示:** 原材料波动、食品安全等等。

表 4: 重点公司及食品饮料行业估值比较

股票代码	股票名称	股价	每股收益(元)			市盈率		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000848	承德露露	29.44	0.46	0.80	1.00	64.56	36.80	29.44
600298	安琪酵母	39.81	0.69	1.05	1.40	57.96	37.91	28.44
002216	三全食品	35.90	0.47	0.65	0.80	75.63	55.23	44.88
002387	黑牛食品	45.52	0.50	0.72	1.00	90.35	63.22	45.52

平均	72.13	48.29	37.07
食品平均	45.46	33.49	27.08

资料来源: WIND 资讯, 金元证券研究所; 注: 露露和黑牛及行业估值取自 WIND 均值

### 附表: 盈利预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	321	353	417	511	净利润	43	48	67	87
营业成本	248	267	311	377	折旧与摊销	10	8	8	12
营业税金及附加	2	2	3	3	财务支出	6	3	0	0
销售费用	7	9	10	13	投资损失	0	0	0	0
管理费用	15	16	18	20	净营运资本变动	-59	-6	-15	-13
财务费用	6	2	-4	-6	经营性现金流	0	53	60	87
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-18	-87	-60	-30
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	43	58	79	104	投资性现金流	-18	-87	-60	-30
利润总额	52	58	79	104	股权融资	0	435	0	0
减 所得税	9	9	13	17	债券融资	147	-117	0	0
净利润	43	48	67	87	股利分配及其它	-6	-32	-40	-52
少数股东损益	0	0	0	0	筹资性现金流	141	286	-40	-52
归母公司净利润	43	48	67	87	货币资金变动	122	253	-40	4
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	43	296	255	259	成长能力				
应收账款	27	25	29	36	(YOY)				
预付账款	6	7	8	9	营业收入	17.1%	9.8%	18.2%	22.4%
存货	138	160	187	226	营业利润	54%	35.4%	37.4%	31.4%
其它	7	4	4	5	归母公司净利润	49.0%	12.8%	37.4%	31.4%
流动资产合计	221	491	483	536	盈利能力				
长期股权投资	0	0	0	0	销售毛利率	22.8%	24.4%	25.4%	26.3%
固定资产合计	107	100	93	161	销售净利率	13.4%	13.7%	15.9%	17.1%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROE	30.0%	8.1%	10.7%	13.3%
其它	19	99	158	108	ROIC	21.1%	19.0%	9.9%	12.1%
非流动资产合计	127	199	251	269	偿债能力				
资产总计	347	690	734	805	资产负债率	58.7%	13.3%	15.0%	18.1%
短期借款	117	0	0	0	流动比率	1.12	5.34	4.39	3.68
应付账款	29	51	59	72	速动比率	0.42	3.60	2.70	2.13
预收款项	21	11	13	26	营运能力(次)				
其它	30	31	38	48	资产周转率	0.98	0.68	0.59	0.66
流动负债合计	197	92	110	145	存货周转率	1.79	1.79	1.80	1.82
长期借款	0	0	0	0	应收账款周转率	12.81	13.78	15.48	15.73
其它	14	7	0	0	每股指标(元)				
非流动负债合计	14	7	0	0	每股收益	0.72	0.81	1.11	1.46
负债合计	204	92	110	145	每股经营现金流	0.00	0.89	0.99	1.44
					每股净资产	2.39	9.96	10.41	10.99

实收资本	45	60	60	60	每股股利	0.00	0.48	0.67	0.87
资本公积	17	437	437	437	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	81	100	127	162	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>所有者权益合计</b>	<b>143</b>	<b>598</b>	<b>624</b>	<b>659</b>	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和权益总计</b>	<b>347</b>	<b>690</b>	<b>734</b>	<b>805</b>	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 金元证券研究所

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.