

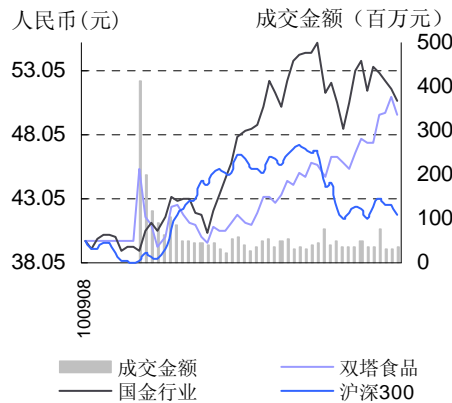
市价(人民币): 49.60元

近看豆类深加工 远看行业整合

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	12.00
总市值(百万元)	2,976.00
年内股价最高最低(元)	51.15/39.23
沪深300指数	3223.48
中小板指数	7741.90



相关报告

1. 《粉丝龙头迎来产能扩张》, 2010.9.3

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.641	0.955	0.884	1.531	1.999
每股净资产(元)	2.23	3.19	10.38	11.47	13.12
每股经营性现金流(元)	2.79	0.00	1.56	1.65	1.71
市盈率(倍)	16.94	44.97	44.22	25.53	19.55
行业优化市盈率(倍)	33.64	65.85	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	41.46%	48.99%	23.47%	73.24%	30.54%
净资产收益率(%)	28.70%	29.95%	8.52%	13.35%	15.24%
总股本(百万股)	45.00	45.00	60.00	60.00	60.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

- **粉丝行业龙头企业:** 山东烟台双塔食品有限公司是主营粉丝产品加工生产的企业, 产销量居全国首位, 目前产能 3 万吨, 09 年销售收入达到 3.21 亿。
- **投资逻辑, 近看豆类深加工, 远看行业整合:** 公司成功探索出一条基于豆类原料的产业链条。主业以豌豆和绿豆加工成粉丝为主, 副业则通过对废料废水再回收利用, 产出多种副产品(蛋白产品, 酒精乙醇, 有机肥料等)从而实现增收创收。
- **豆类深加工, 蛋白粉将成明星产品:** 目前公司豆类用量为 4 万吨, 可生产 8000 吨食用蛋白粉, 仅此一项就能创收 6000-8000 万元。目前国内成功大批量生产食用豌豆蛋白粉的厂商只有两家, 公司将凭借其自身研发技术和规模优势, 强势进入食用豌豆蛋白粉领域。
- **远看行业整合, 粉丝大王加速扩张:** 公司具有生产规模优势, 产量是其他主要竞争对手的三倍以上。通过募集资金, 12 年产能将从目前的 3 万吨扩充到 5 万吨; 考虑到剩余 1 个多亿的超募资金, 未来产能可再扩充 1 万吨以上。
- 目前全国粉丝产量约为 90 万吨, 拥有生产证书的企业不过 200 家, 超过 1 万吨产量的企业不足十家。未来公司将凭借自其采购上游原料的成本优势, 生产加工的规模优势, 加工工艺的转化效率优势, 以及副产品增收带来的额外收益, 实现全行业的逐步整合。
- **盈利预测与估值:** 10-12 年粉丝销售量分别为 3.42 万吨、3.60 万吨、5.1 万吨, 同比增加 5%、5%和 42%。蛋白粉产量 11 年和 12 年为 8000 吨和 9600 吨; 10-12 年销售收入为 3.33 亿、4.24 亿和 6.11 亿, 同比增加 3.5%、27.5%和 44%。净利润为 0.53 亿、0.92 亿和 1.2 亿, 同比增加 23.47%、73.24%和 30.53%。
- **投资建议:** 考虑到 11 年食品饮料的估值水平, 主业建议给 11 年 40 倍 PE, 副业给 30 倍 PE, 即合理价格区间为 53.3 元。
- **未来超预期的地方:** 公司正在积极调整产品结构, 目前纯豆产品仅占公司产品结构的 50%左右, 未来公司将积极提高高端纯豆产品的比例, 从而提升粉丝盈利能力, 同时有望增加蛋白粉的产量。
- **风险提示:** 原材料价格、产量波动, 下游渠道扩张风险, 品牌盗用风险

内容目录

双塔食品：粉丝行业龙头企业	4
行业第一的龙头粉丝厂家	4
双塔粉丝具有规模优势，产量是其他主要竞争对手的三倍以上	5
主副业双轮驱动，未来看点多	5
近看豆类深加工变废为宝，副产品收入为一大亮点	6
公司变废为宝实现增收，副产品有蛋白粉、燃料乙醇、有机肥等	6
豌豆蛋白粉，未来明星产品	7
延伸产业链条：燃料乙醇、沼气发电、肥料皆是增收看点	8
远看行业整合，粉丝大王加速产能扩张	8
行业呈现小生产-大市场特点，苟待龙头整合	8
扩张产能和产品升级是公司未来发展方向	8
盈利预测及投资建议	9
盈利预测主要假设	10
投资建议	11
附录	11
公司股权结构	11
龙口粉丝生产流程	11
行业呈现“小生产，大市场”特点	12
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：收入与利润（万元）	4
图表 2：销售比例	4
图表 3：公司逐渐加大对国内市场的开发	4
图表 4：公司产品国内销售以华东和华南为主	4
图表 5：粉丝行业的行业集中度很低	5
图表 6：主要竞争对手产量远低于烟台双塔	5
图表 7：主业副业双轮驱动	6
图表 8：募集资金投资项目	6
图表 9：豆类深加工，变废为宝效益可观	7
图表 10：豌豆深加工，物尽其用变废为宝	7
图表 11：豌豆蛋白粉应用领域广阔	8
图表 12：国内粉丝市场销量逐年上涨	8
图表 13：未来市场需求预测稳定增长	8
图表 14：“OEM”方式扩张产能，提升产品层级	9

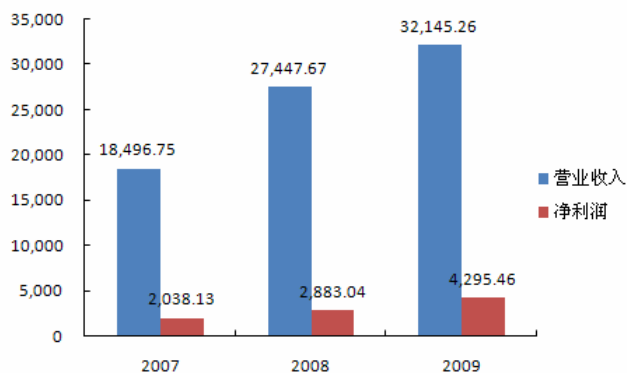
图表 15: 盈利预测	10
图表 16: 三大档次粉丝销量销售额占比情况.....	11
图表 17: 公司逐步加大中高端粉丝的产销力度.....	11
图表 18: 公司股权结构	11
图表 19: 烟台双塔食品股权结构	11
图表 20: 双塔粉丝先进的工艺流程	12
图表 21: 粉丝行业发展主要四个阶段	13
图表 22: 粉丝产区集中在山东、河北、四川三地	13
图表 23: 粉丝行业产业链较为简单, 上下游影响较大	14
图表 24: 原材料成本控制至关重要	14

双塔食品：粉丝行业龙头企业

行业第一的龙头粉丝厂家

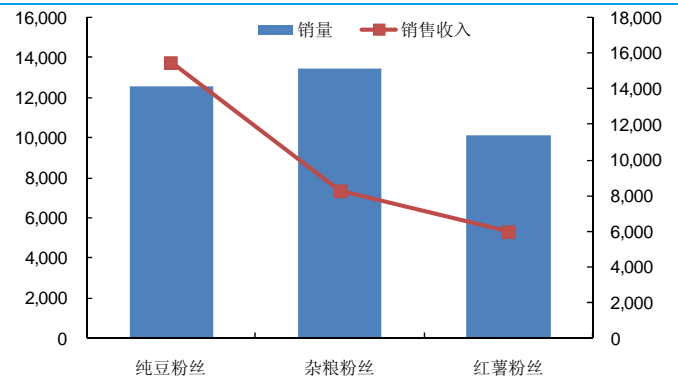
- 行业第一的粉丝生产企业。
 - 烟台双塔食品有限公司，是一家主营豆类，薯类粉丝以及食用菌等产品的厂商。其前身是成立于 1992 年的中外合资企业——烟台金华有限公司，2008 年改制为股份有限公司。董事长杨君敏先生，历任金华粉丝总经理，金岭金矿矿长等职位。
 - 双塔食品的粉丝产品产量居全国首位，目前产能 3 万吨，09 年产量达到 3.52 万吨，国外市场占比 3.14%。公司营业收入近三年来实现稳步增长，由 2007 年的 1.85 亿元上升至 2009 年的 3.21 亿元，复合增长率达到了 31.8%。盈利能力较为突出，毛利率维持在 20%-25%，净利率也达到了 10%以上，高于同行业平均水平，行业平均净利率率在 5%左右。

图表1：收入与利润（万元）



来源：国金证券研究所

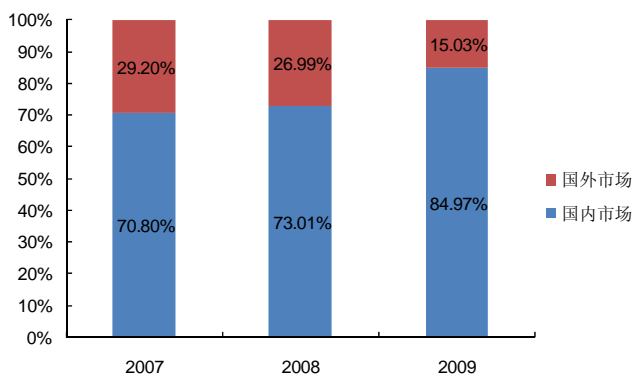
图表2：销售比例



来源：国金证券研究所，注：2010 年数据为 1-6 月半年数据

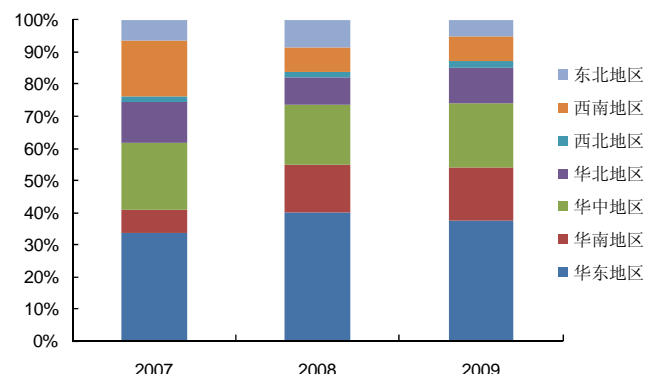
- 产品销售以国内为主，目前重点开拓中西部市场
 - 国内市场空间巨大，目前占比高达 90%：国内市场近年来发展速度会远远高于国外市场，公司经营重心从以往的出口为主，转向以国内市场为主。
 - 以往公司的产品销售区域集中度高，主要集中在华东、华中市场，两个市场占比达 64%。今后，公司将会加大渠道建设，将产品覆盖到更为深入的华南、西北等市场，这几个市场 2009 年增速达到 35%以上。

图表3：公司逐渐加大对国内市场的开发



来源：国金证券研究所

图表4：公司产品国内销售以华东和华南为主



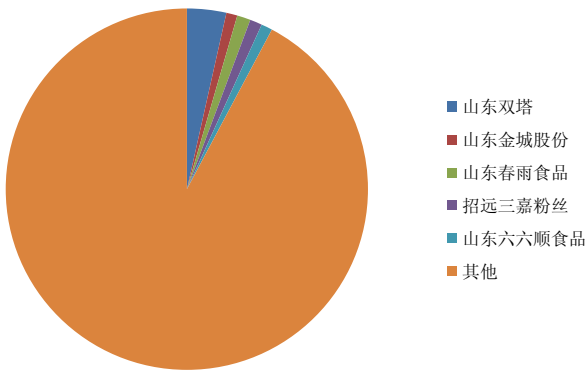
来源：国金证券研究所

- 公司十分重视与下游渠道的合作，目前公司与全国两千多家大型零售商系统合作。拥有 400 多位有多年行业精英经验并且重视的经销合作伙伴。此外，海城 10 余家直营大型超市合作，全国门面店合计 10000 多家。
- 2009 年双塔粉丝占全国商超总采购额的 34%，是在国内大型零售终端铺市率最高的粉丝企业，其中 11 家大型连锁商超的采购占比达到了总采购额的 22%。
- 针对国外市场，公司也有畅通的国际通道，目前销售网络覆盖 56 个国家和地区，拥有国外经销商 113 家，其中在韩国 5 家，日本有 32 家。为其高端产品的出口提供了便利的条件。

双塔粉丝具有规模优势，产量是其他主要竞争对手的三倍以上

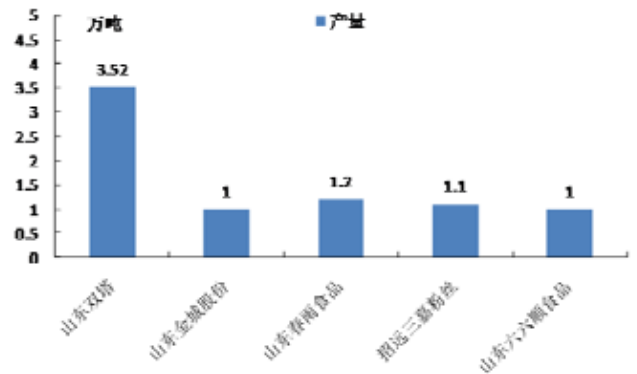
- 双塔粉丝产能遥遥领先，机械化、规模化优势明显。
 - 目前全国产量超过一万吨的粉丝企业不超过 5 家，主要集中在山东地区，其产能也大都在 1 万吨到 2 万吨之间，没有像烟台双塔一样达到 3 万吨的企业，这五家万吨以上的厂家的销量占比仅约 10%，行业集中度很低。
 - 这些规模企业产品基本相似，渠道的铺设主要集中在华东，华中和华南地区，渠道的铺设距离较近，辐射范围不大。
 - 双塔粉丝在这些厂商中产量处于绝对领先地位，因此有较大的规模优势。同时，双塔粉丝引入了机械化生产设备，加上自主研发以及工艺改造，产品技术以及机械成本上都处于绝对领先地位。
- 主要竞争对手集中在山东的龙口粉丝原产地。
 - 处于龙口粉丝原产地的大规模企业都会得益于龙口粉丝的地域品牌优势，在这几家企业的竞争中龙口粉丝的品牌优势将成为次要条件。重要竞争范围将集中在成本控制，渠道铺设以及产品线组合上。
 - 目前，产品线较为丰富的企业主要为山东金城股份，兼营淀粉、米、面制品；招远三嘉粉丝蛋白有限公司，兼做各种方便粉丝。其他企业以基本的粉丝产品为主。

图表5: 粉丝行业的行业集中度很低



来源: 国金证券研究所

图表6: 主要竞争对手产量远低于烟台双塔



来源: 国金证券研究所

主副业双轮驱动，未来看点多

- 主业粉丝做大做强，副产品成增收亮点。
 - 公司成功探索出一条基于豆类原料的产业链条。主业以豌豆和绿豆加工成粉丝为主，副业则增强生产中废水废渣的循环利用，从而实现增收创收。

图表7: 主业副业双轮驱动



来源: 国金证券研究所

- 募投项目紧紧围绕豆类深加工为主线, 延长产业链条

图表8: 募集资金投资项目

项目	万元	项目预计达产期	项目内容
募集资金	59700.00		
扣除发行费用	4420.73		
2万吨粉丝项目	21470.38	2011年年末	
偿还银行贷款	13671.43		
废料废渣综合使用项目	4234.00	2011年	年产燃料乙醇15000吨, 沼气500万立方米
年产8000吨食用蛋白项目	3100.00	2011年年初	实现年处理32万吨提取淀粉后的蛋白浆液
剩余募集资金	12803.46		

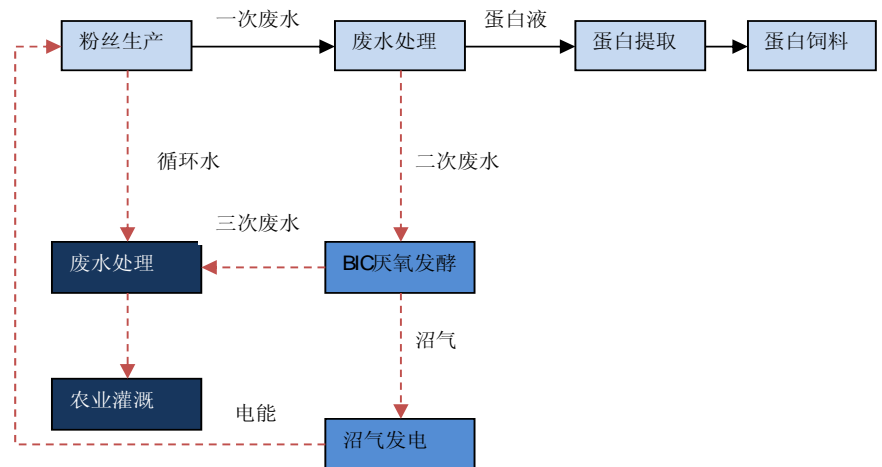
来源: 国金证券研究所

近看豆类深加工变废为宝, 副产品收入为一大亮点

公司变废为宝实现增收, 副产品有蛋白粉、燃料乙醇、有机肥等

- 传统龙口粉丝生产, 以豌豆和绿豆为主要原料。行业的生产工艺决定, 废料废水较多, 这些废料废水富含蛋白质, 污染较大。公司由于产能较大, 同时实现工业化生产, 率先在行业内探索出了变废为宝的技术路径: 通过不断的深加工豆子等原材料, 多次回收废水废渣, 获取多种副产品(包括饲料或食用蛋白, 原料乙醇, 沼气发电等)。
- 目前公司的三大核心技术中有两项都是关于粉丝废水的循环利用, 这些联合造就了一个循环利用体系, 节约了大量成本, 提高了资源利用效率。

图表9: 豆类深加工, 变废为宝效益可观



来源: 国金证券研究所

- 以豌豆为例, 每 100g 含 65.8%的碳水化合物, 20.3%的蛋白质, 10.4%的膳食纤维。公司通过多道深加工手续, 成功从中提取 42%的淀粉, 20%的蛋白粉和 15%的废渣。

图表10: 豌豆深加工, 物尽其用变废为宝

	营养成分		提取成品		备注
豌豆	碳水化合物	65.80%	淀粉	42%	转化率为2.45: 1 蛋白含量58-60%
	蛋白质	20.30%	蛋白粉	20%	
	膳食纤维	10.40%	废渣	15%	酒精转化率18-20%
	脂肪	1.10%			
	灰分	2.40%			

来源: 国金证券研究所

豌豆蛋白粉, 未来明星产品

- 蛋白粉主要分为两大类植物蛋白和动物蛋白, 前者主要从豆类、五谷、坚果、花生等食物中提取; 后者主要从乳蛋肉鱼禽等食物中提取; 豌豆蛋白粉作为一种植物蛋白, 因为其优质的营养性, 被认为是优质植物蛋白质。
- 豌豆蛋白质, 其氨基酸比例较平衡, 同时还具有许多优良功能特性, 如凝胶性、溶解性、乳化性、吸水保油性、起泡性等。豌豆蛋白经过提取、分离、精制加工成不同含量的豌豆蛋白粉。
- 豌豆蛋白粉应用领域广泛: 作为一种优质廉价的蛋白添加剂, 可用于面食、肉制品、清凉食品、宠物食品等食品加工行业, 起到增加蛋白质含量的作用, 同时改善食品色泽、口感, 弹性和膨松度等物理属性。
- 豌豆蛋白粉盈利空间非常大。因产品的纯度及功能性的不同, 价格差异巨大。纯度较低的蛋白粉主要作为饲料蛋白销售, 售价在 2000-3000 元/吨, 纯度较高的蛋白粉可应用于食用蛋白领域, 售价超过 7000 元/吨。以食用蛋白为例, 纯度 65-70%的豌豆蛋白粉价格为 0.7-1 万元/吨。豌豆蛋白粉对大豆蛋白粉有一定替代性, 目前同档次的大豆蛋白粉的市场售价在 1.3 万元/吨。
- 豌豆蛋白粉将成 11 年明星产品。目前公司豆类用量为 4 万吨, 可生产 8000 吨食用蛋白粉, 仅此一项就能创收 6000-8000 万元。目前国内成功大批量生产食用豌豆蛋白粉的厂商只有两家, 公司将凭借其自身研发技术和规模优势, 强势进入食用豌豆蛋白粉领域。

图表11: 豌豆蛋白粉应用领域广阔

应用领域	具体分析
应用于面食	将豌豆蛋白质与面粉混合，可制做馒头、面包、饼干、蛋糕、米饼、小薄甜饼等食品，不仅增加了蛋白质含量，而且可以改善色泽、口感，增加弹性和膨松度。
应用于肉制品	可以在香肠、肉丸子等制品中代替淀粉做黏合剂和添加剂，可以改善口感，增强弹性，增加产品吸水量。
应用于清凉食品和糖果	以豌豆蛋白质部分代替牛奶或奶粉，制作冰淇淋等清凉食品。
豌豆改性及应用	改性蛋白可以使用在更广泛的领域，包括婴儿食品、保健食品、降压食品、抗氧化食品，以及火腿、肉丸子、肉馅、罐头、豆粉、营养麦片、营养蛋白粉等；

来源：国金证券研究所

延伸产业链条：燃料乙醇、沼气发电、肥料皆是增收看点

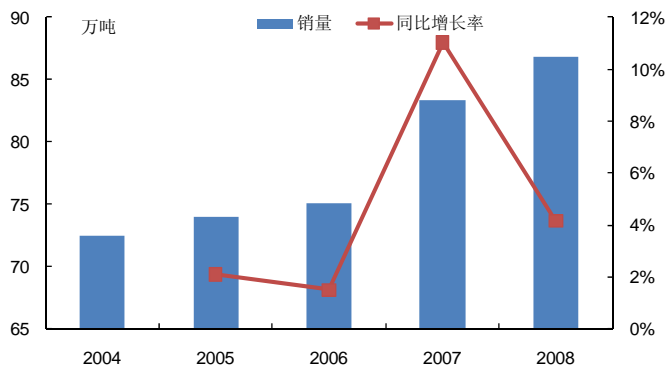
- 变废为宝，废渣同样收益可观：废水沼化发电，提炼燃料乙醇等工艺，每年可为公司创收 700 余万。一体化的循环技术，将进一步提升资源利用效率和企业盈利空间。
- 提炼燃料乙醇后，废渣能二次利用，作为优质有机肥生产高级有机食品，未来也有望成为新的增收亮点。

远看行业整合，粉丝大王加速产能扩张

行业呈现小生产-大市场特点，苟待龙头整合

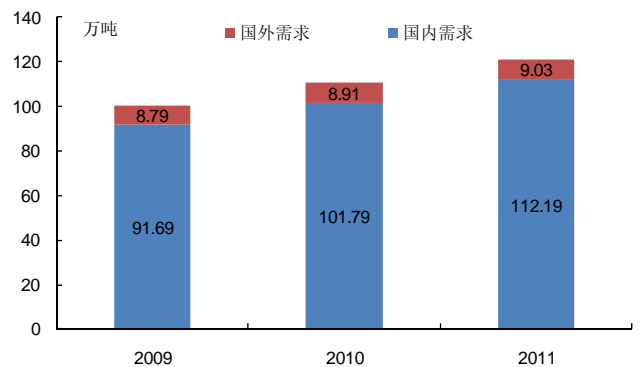
- 市场规模为 300-400 亿，产量在 400 万吨，小作坊经营为主。中国是粉丝大国，产销都是世界第一。目前中国粉丝产量占世界产量的 95%，处于绝对领先地位。目前国内有证经营的企业每年粉丝产量为 100 万吨左右，考虑全国存在的大量小作坊产量，市场规模在 400 万吨左右。
- 粉丝市场增长趋势稳定，长期增速在 10-15%。粉丝作为一个大众基础食材，有中国千百年的饮食传统作基础，消费呈现刚性需求特征。考虑到中国消费市场巨大，未来人均收入和饮食支出不断提升，长期来看增速在 10-15%。

图表12: 国内粉丝市场销量逐年上涨



来源：国金证券研究所

图表13: 未来市场需求预测稳定增长



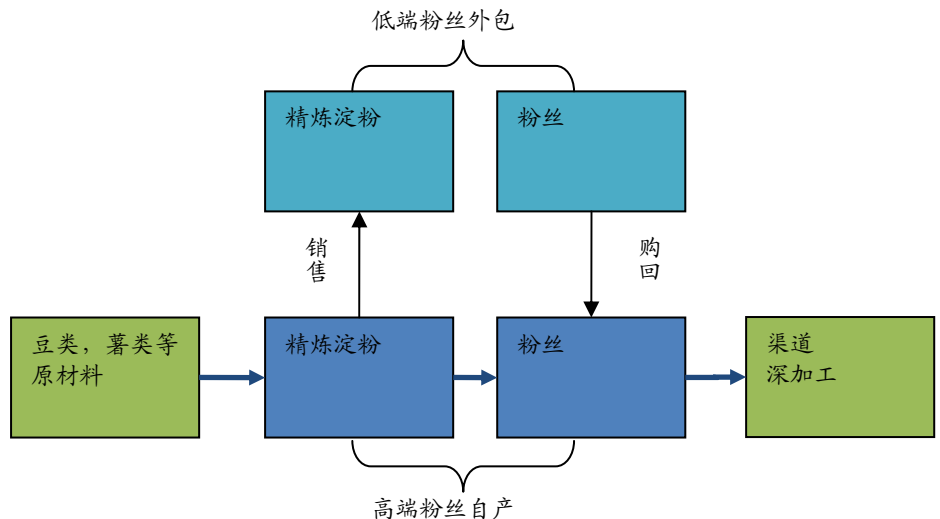
来源：国金证券研究所

扩张产能和产品升级是公司未来发展方向

- “OEM”方式可能是整合产业链，快速扩张产能，提升盈利能力的一个路径。

- 粉丝产业产前，产中，产后三个阶段利润率不同，呈现 U 型，利润率最低的是产中即把原材料提炼出来的淀粉制作成粉丝，利润率最高的是农产品收购并提炼出淀粉，以及产后的渠道销售和深加工。
- 一般产能小，规模小的企业会购买淀粉加工成粉丝，省去了前面的技术要求较高的淀粉提炼，有的小厂商甚至将下游的渠道销售也放弃，直接销售给实力较强的渠道商，或是深加工厂商。而大规模企业，则直接购入豌豆等原料，以较高的淀粉提取率提炼淀粉，在进行后续生产，达到三个环节的综合利润率。
- 大企业的这种模式不利于快速扩张，因为自有资金的有限，即便融资，进行收购兼并方式扩张产能也是速度有限，而类似 OEM 的方式则可以解决这个问题，这种合作模式操作起来就是把利润率低的中间环节外包给小厂商，这样企业就可以享有较高的毛利率，同时也可以专注于产品升级和深加工业务。
- 但是这种方式也有弊端，就是外包之后，产品的质量难以保证，视食品安全为生命线的食品业，不得不考虑这一风险问题。如果能够掌控产品质量，这种生产方式将会是最为快捷的产能扩张方式。

图表14: “OEM”方式扩张产能，提升产品层级



来源：国金证券研究所

- 产能内生扩建及收购同行业公司也将是作为实现行业整合的有效途径
 - 工厂扩建的方式较为缓慢，需要资金的慢慢积累，在市场需求增势很快时，难以把握先机，但是却能对产品质量做到最大程度的掌控。收购兼并是一个居中的方式，虽然对产品控制能力不如内生扩建的方式，但是扩能速度上也比较快。
 - 目前看来，双塔粉丝最有可能采取融资自扩产能结合外包的方式。这样可以把握好自己的核心高端产品的质量，也为满足高涨的需求提供较强的应变能力。同时，还能够有效地提高产品利润率。
- 公司未来将凭借其自身成本优势和规模优势实现行业的逐步整合。
 - 公司成本优势，主要来自其采购上游原料的成本优势，生产加工的规模优势，加工工艺的转化效率优势，以及副产品增收带来的额外收益。公司未来将首先通过快速扩张产能进一步奠定龙头地位，再凭借其成本和质量优势实现全行业的逐步整合。

盈利预测及投资建议

盈利预测主要假设

- 10-12 年粉丝销售量分别为 3.42 万吨、3.60 万吨、5.1 万吨，同比增加 5%、5%和 42%。毛利率为 24%；
- 蛋白粉产量 11 年和 12 年为 8000 吨和 9600 吨，单价为 8500 元/吨；
- 其他副产品 11 年和 12 年收入贡献为 1000 万和 1420 万元。
- 10-12 年销售收入为 3.33 亿、4.24 亿和 6.11 亿，同比增加 3.5%、27.5%和 44%。净利润为 0.53 亿、0.92 亿和 1.2 亿，同比增加 23.47%、73.24%和 30.53%。

图表15: 盈利预测

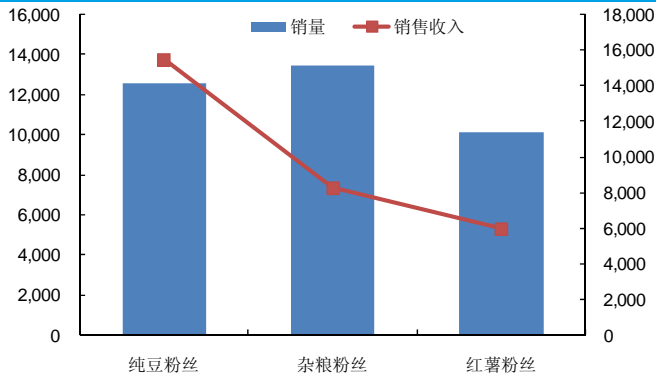
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
粉丝产品						
平均售价 (万元/吨)	0.91	0.85	0.85	0.90	0.95	1.00
增长率 (YOY)	N/A	-6.41%	0.41%	5.00%	5.92%	5.26%
销售数量 (吨)	11,463.49	23,732.53	32,578.74	34,207.68	35,918.06	51,000.00
增长率 (YOY)	N/A	107.03%	37.27%	5.00%	5.00%	41.99%
销售收入 (百万元)	104.20	201.91	278.29	306.82	341.22	510.00
增长率 (YOY)	N/A	93.76%	37.83%	10.25%	11.21%	49.46%
毛利率	28.79%	23.11%	23.52%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	74.21	155.24	212.84	233.18	259.33	387.60
增长率 (YOY)	N/A	109.20%	37.10%	9.56%	11.21%	49.46%
毛利 (百万元)	30.00	46.67	65.45	73.64	81.89	122.40
增长率 (YOY)	N/A	55.57%	40.26%	12.50%	11.21%	49.46%
占总销售额比重	62.43%	83.02%	91.86%	92.19%	80.44%	83.47%
占主营业务利润比重	62.06%	79.31%	89.26%	87.48%	56.64%	61.40%
蛋白副产品						
平均售价 (元/吨)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.85	0.85
增长率 (YOY)	N/A	0.00%	0.00%	0.00%	325.00%	0.00%
销售数量 (吨)	3,931.90	5,475.25	6,130.00	5,640.00	8,000.00	9,600.00
增长率 (YOY)	N/A	39.25%	11.96%	-7.99%	41.84%	20.00%
销售收入 (百万元)	7.86	10.95	12.26	11.28	68.00	81.60
增长率 (YOY)	N/A	39.25%	11.96%	-7.99%	502.84%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	7.86	10.95	9.81	9.02	13.60	16.32
增长率 (YOY)	N/A	39.25%	-10.43%	-7.99%	50.71%	20.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	2.45	2.26	54.40	65.28
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	-7.99%	2311.35%	20.00%
占总销售额比重	4.71%	4.50%	4.05%	3.39%	16.03%	13.36%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	3.34%	2.68%	37.62%	32.75%
其他副产品						
销售收入 (百万元)	3.39	13.38	7.91	10.00	10.00	14.20
增长率 (YOY)	N/A	295.03%	-40.91%	26.46%	0.00%	41.99%
毛利率	55.50%	51.10%	65.50%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	1.51	6.54	2.73	2.00	2.00	2.84
增长率 (YOY)	N/A	334.09%	-58.31%	-26.69%	0.00%	41.99%
毛利 (百万元)	1.88	6.84	5.18	8.00	8.00	11.36
增长率 (YOY)	N/A	263.71%	-24.26%	54.46%	0.00%	41.99%
占总销售额比重	2.03%	5.50%	2.61%	3.00%	2.36%	2.32%
占主营业务利润比重	3.89%	11.62%	7.06%	9.50%	5.53%	5.70%
销售总收入 (百万元)	166.91	243.21	302.95	332.81	424.17	610.99
销售总成本 (百万元)	118.57	184.38	229.62	248.64	279.58	411.64
毛利 (百万元)	48.34	58.84	73.33	84.18	144.59	199.35
平均毛利率	28.96%	24.19%	24.21%	25.29%	34.09%	32.63%

来源: 国金证券研究所

投资建议

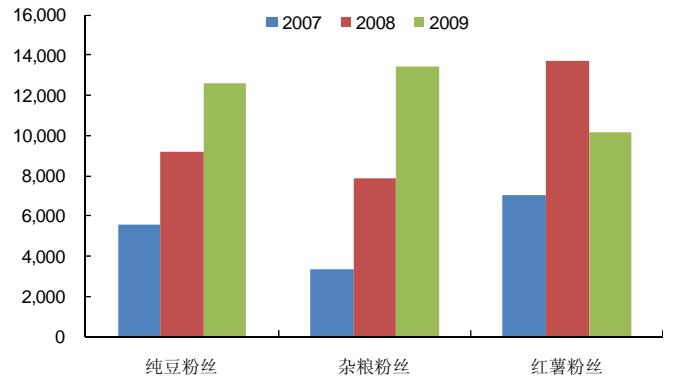
- 10-12 年，粉丝主业贡献利润为 0.40 亿、0.44 亿和 0.66 亿，对应每股 EPS 为 0.66、0.74 和 1.10 元；副产品利润贡献为 0.13 亿、0.48 亿和 0.54 亿，对应每股收益为 0.22、0.79 和 0.90 元。考虑到 11 年食品饮料的估值水平，主业建议给 11 年 40 倍 PE，副业给 30 倍 PE，即合理价格区间为 53.3 元。
- 未来超预期的地方：公司正在积极调整产品结构，目前纯豆产品仅占公司产品结构的 50%左右，未来公司将积极提高高端纯豆产品的比例，从而提升粉丝盈利能力，同时有望增加蛋白粉的产量。

图表16: 三大档次粉丝销量销售额占比情况



来源: 国金证券研究所

图表17: 公司逐步加大中高端粉丝的产销力度



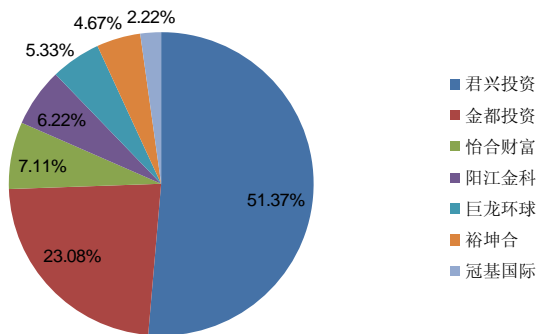
来源: 国金证券研究所

附录

公司股权结构

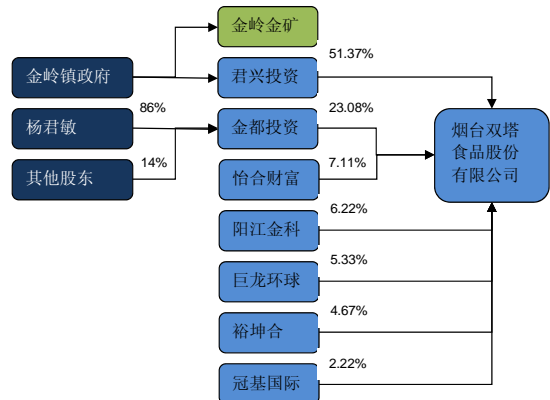
- 招远市君兴投资管理中心持有本次发行前 51.37%的股份，为公司控股股东，杨君敏及其 15 名公司中高层通过金都投资间接持股，其中杨君敏一人占金都投资 86%的股份。

图表18: 公司股权结构



来源: 国金证券研究所

图表19: 烟台双塔食品股权结构



来源: 国金证券研究所

龙口粉丝生产流程

图表20: 双塔粉丝先进的工艺流程

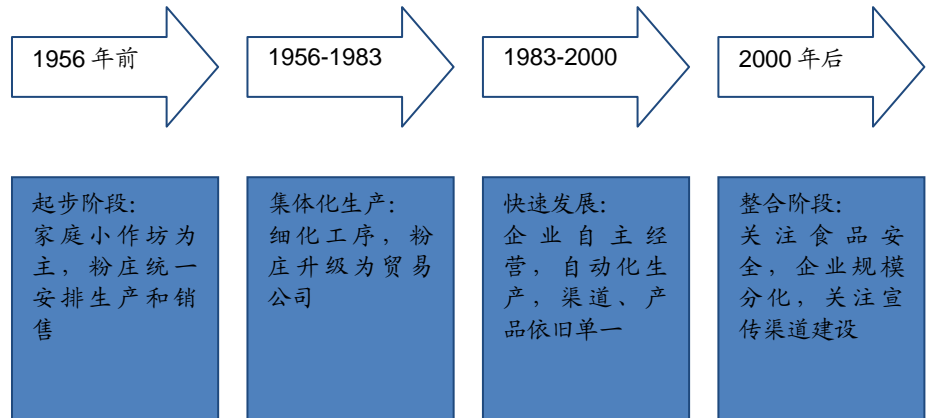


来源: 国金证券研究所

行业呈现“小生产，大市场”特点

- 行业无序竞争严重，亟待整合。
 - 粉丝行业存在整体加工规模较小、技术装备落后、产品标准和质量控制体系不完善等不足。
 - 行业发展具有小生产、大市场、小规模、大群体的特征。行业内大型企业较少，以中小型企业为主，全国目前约 90 万吨的粉丝销量，年产 1 万吨以上的企业仅为 5 家，最大的是本公司，目前年销量 3.6 万吨，市场占有率不足 4%。
 - 整体行业集中度很低，目前，我国取得生产许可证的粉丝生产企业有 200 多家，市场上大部分产品是由小厂家生产的，这些小厂家大部分都没有获得国家相关部门颁发的许可证书，行业实现工厂化生产的企业屈指可数。

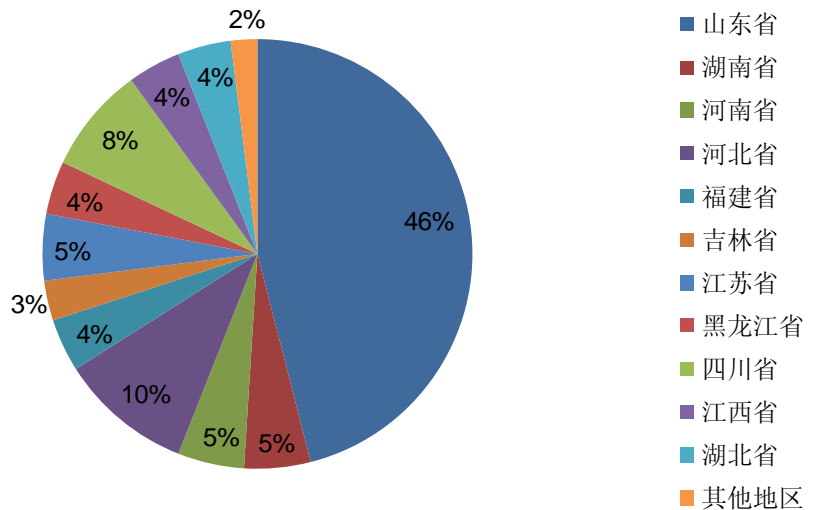
图表21: 粉丝行业发展主要四个阶段



来源: 国金证券研究所

- 粉丝行业区域集中度高, 主要产区竞争激烈。
 - 世界 95%的粉丝从中国进口, 而中国粉丝的生产 70%集中在山东、河北、四川三省, 2008 年数据显示, 仅山东一省独占 46%的产量。
 - 在山东地区, 大规模的企业主要集中在龙口粉丝的原产地: 招远市、龙口市、蓬莱市、莱阳市、莱州市。这些地区的竞争愈加激烈, 除了烟台双塔食品外, 其他几个大厂商的实力水平基本相当。

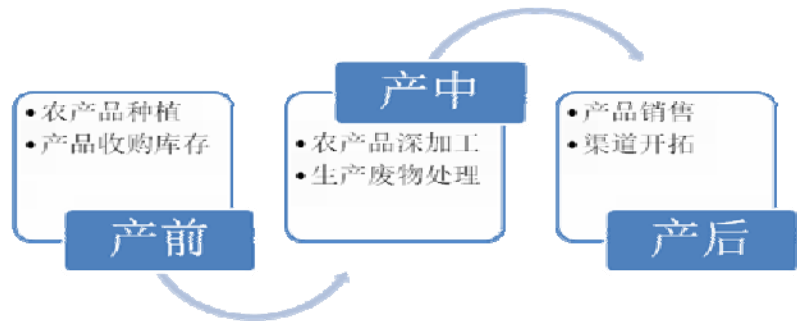
图表22: 粉丝产区集中在山东、河北、四川三地



来源: 国金证券研究所

- 粉丝产业链较为简单, 主要为产前、产中和产后三个环节, 其中对原材料成本控制和下游渠道尤为重要。
 - 粉丝产品的主要原材料成本为豆类, 薯类, 杂粮等的购买, 库存费用, 受农产品产季的影响, 各时间段的收购成本不同, 会受到农产品价格波动的影响, 目前粉丝企业的成本 70%集中在上游。一般粉丝企业为了应对农产品产季、产量波动的影响, 会保证一定的库存。目前, 企业的流动资产中很大一部分是原材料, 以及未包装半成品。

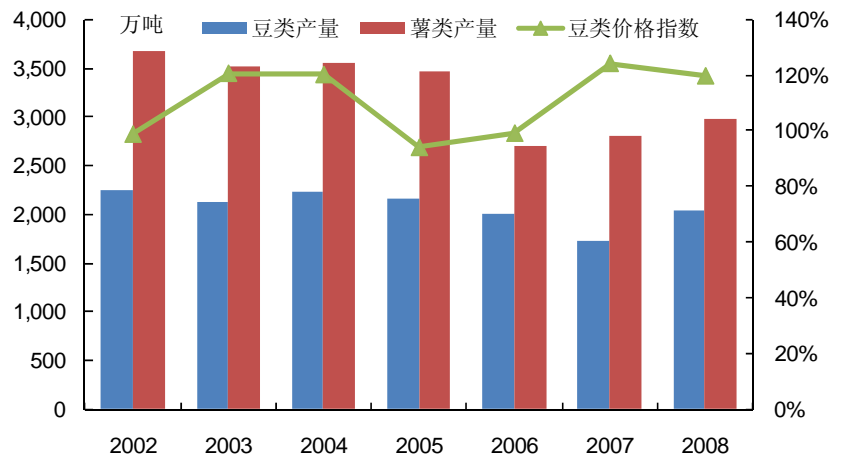
图表23: 粉丝行业产业链较为简单, 上下游影响较大



来源: 国金证券研究所

- 在产业上游整合的过程中, 大部分企业采用的是和农产品产区签订协议的方式降低原材料风险, 较为强势的企业, 还会采用赊销的方式, 以提升其流动资金控制能力。

图表24: 原材料成本控制至关重要



来源: 国金证券研究所

- 粉丝行业下游主要是渠道的铺设和产品的销售。
 - 粉丝渠道分为两大类: 餐饮和家庭消费。针对餐饮业, 粉丝企业一般会通过商超渠道, 或者直接与餐饮企业合作, 进行直接供货, 省掉了中间环节。
 - 而针对家庭消费, 主要通过大型商超, 以及农贸市场到达消费者手中。商超主要针对大中城市市场, 三线城市及农村市场主要是通过覆盖面较广的农贸市场到达终端。随着经济发展, 城市化进程加快, 未来商超渠道将会成为主流。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	185	274	321	343	418	578	货币资金	1	24	43	342	295	309
增长率		48.4%	17.1%	6.6%	21.8%	38.4%	应收款项	13	26	33	25	27	38
主营业务成本	-135	-215	-248	-257	-303	-419	存货	135	138	138	151	179	247
%销售收入	73.2%	78.4%	77.2%	74.9%	72.6%	72.5%	其他流动资产	5	6	6	8	10	12
毛利	50	59	73	86	114	159	流动资产	155	194	221	527	510	606
%销售收入	26.8%	21.6%	22.8%	25.1%	27.4%	27.5%	%总资产	58.4%	62.3%	63.5%	70.3%	62.6%	64.5%
营业税金及附加	0	-2	-2	-2	-2	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	110	111	108	196	275	299
营业费用	-5	-9	-7	-10	-15	-20	%总资产	41.5%	35.6%	31.0%	26.2%	33.8%	31.8%
%销售收入	2.7%	3.3%	2.2%	3.0%	3.5%	3.5%	无形资产	0	5	19	23	28	33
管理费用	-7	-10	-15	-16	-21	-29	非流动资产	111	118	127	222	305	334
%销售收入	4.0%	3.6%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	%总资产	41.6%	37.7%	36.5%	29.7%	37.4%	35.5%
息税前利润 (EBIT)	37	38	50	58	77	107	资产总计	266	312	347	749	816	941
%销售收入	20.1%	13.8%	15.4%	16.8%	18.4%	18.5%	短期借款	39	74	124	0	0	0
财务费用	-10	-9	-6	-3	7	6	应付款项	139	103	57	91	108	149
%销售收入	5.7%	3.4%	1.9%	0.9%	-1.7%	-1.1%	其他流动负债	7	21	16	34	41	53
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	185	198	197	125	149	202
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	9	7	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	7	7	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	194	212	204	125	149	203
营业利润	26	28	43	55	84	113	普通股股东权益	72	100	143	624	667	737
营业利润率	13.9%	10.1%	13.3%	15.9%	20.1%	19.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	1	9	9	9	9	负债股东权益合计	266	312	347	749	816	941
税前利润	29	29	52	64	93	122	比率分析						
利润率	15.8%	10.5%	16.1%	18.5%	22.3%	21.1%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-9	0	-9	-10	-23	-30	每股指标						
所得税率	30.1%	0.0%	16.8%	15.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.453	0.641	0.955	0.900	1.162	1.524
净利润	20	29	43	54	70	91	每股净资产	1.620	2.232	3.187	10.395	11.114	12.288
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.410	2.791	0.005	1.541	1.197	1.304
归属于母公司的净利润	20	29	43	54	70	91	每股股利	0.200	0.450	0.160	0.250	0.300	0.350
净利率	11.0%	10.5%	13.4%	15.8%	16.7%	15.8%	回报率						
							净资产收益率	28.46%	28.70%	29.95%	8.66%	10.46%	12.40%
							总资产收益率	7.67%	9.24%	12.37%	7.22%	8.55%	9.72%
							投入资本收益率	21.67%	20.88%	15.43%	7.87%	8.65%	10.87%
							增长率						
							主营业务收入增长率	N/A	48.39%	17.11%	6.64%	21.82%	38.44%
							EBIT增长率	N/A	2.13%	30.86%	16.41%	33.23%	39.08%
							净利润增长率	N/A	41.46%	48.99%	25.77%	29.07%	31.16%
							总资产增长率	N/A	17.43%	11.27%	115.61%	8.97%	15.28%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	#REF!	23.9	28.5	22.5	20.0	20.0
							存货周转天数	#REF!	232.1	203.5	215.0	215.0	215.0
							应付账款周转天数	#REF!	68.2	71.1	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	213.0	142.8	121.9	207.3	239.6	187.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	65.09%	56.41%	56.46%	-54.89%	-44.25%	-41.80%
							EBIT利息保障倍数	3.5	4.0	7.9	19.6	-10.9	-17.6
							资产负债率	73.05%	67.81%	58.71%	16.70%	18.27%	21.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室