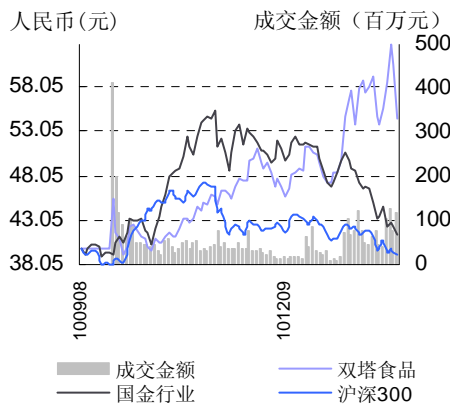


市价(人民币): 54.50元  
目标(人民币): 43.30-53.30元

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)	15.00
总市值(百万元)	3,270.00
年内股价最高最低(元)	62.80/39.23
沪深300指数	2938.65
中小板指数	6416.46



### 相关报告

- 《近看豆类深加工 远看行业整合》，2010.12.1
- 《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

肖喆

联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

## 粉丝主业开源节流, 副业方露尖尖角

### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.955	0.896	1.541	1.982	2.305
每股净资产(元)	3.19	12.50	14.04	15.49	17.44
每股经营性现金流(元)	0.00	-0.85	3.47	1.48	2.27
市盈率(倍)	N/A	55.54	35.37	27.49	23.64
行业优化市盈率(倍)	115.21	115.21	115.21	115.21	115.21
净利润增长率(%)	48.99%	25.11%	72.01%	28.67%	16.28%
净资产收益率(%)	29.95%	7.17%	10.97%	12.80%	13.21%
总股本(百万股)	45.00	60.00	60.00	60.00	60.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评: 年报符合预期

- 双塔食品公布10年年报: 营业收入同比增长15.2%, 为3.7亿; 净利润同比增长25.11%, 为0.54亿, 摊薄后EPS为0.896元。

### 经营分析: 粉丝主业开源节流, 副业方露尖尖角

#### 粉丝主业开源节流:

- 粉丝主业同比增长9.18%, 收入达到3.24亿, 其中纯豆粉丝1.48亿, 杂粮粉丝1.06亿, 红薯粉丝0.7亿; 受益于豌豆成本的良好控制(整体较09年下降4.66%), 粉丝业务整体毛利率提升1.27个百分点, 为23.24%。近期公司已签订11年豌豆采购合同, 提前锁定成本。尽管其他淀粉类材料价格提升较快, 但我们认为得益于主要材料豌豆价格的稳定, 11年毛利率水平应能维持稳定。

- 国内销售进展稍缓, 出口业务呈现高增长。公司出口业务同比增长39%, 实现6700万销售; 出口快速增长的主要原因还是来自于日本市场的强劲需求。我们认为随着公司加大国内市场的开拓, 国内增长势头将逐步加速。

#### 副业方露尖尖角:

- 蛋白饲料业务10年实现1600万, 由于生产原料为副产品, 此业务毛利率高达86.73%。
- 目前公司豆类用量为4万吨, 积极致力于将蛋白饲料提升为食用蛋白, 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。

### 盈利调整:

- 10-12年粉丝销售量分别为3.76万吨、3.95万吨、5.1万吨, 同比增加3.98%、5%和29%。蛋白粉产量11年和12年为8000吨和9600吨; 11-12年销售收入为4.24亿和6.11亿, 同比增加23.6%和33.3%。净利润为0.92亿和1.2亿, 同比增加72%和20%。
- 我们将视募投项目进展情况适时调整。

### 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(假设11年产量为4000-8000吨), 即合理价格区间为43.3-53.3元。

### 风险提示

- 食用蛋白募投项目进展不达预期;

## 销售附录

**图表1: 销售分拆**

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>粉丝产品</b>						
平均售价 (万元/吨)	0.76	0.82	0.86	0.95	1.00	1.05
增长率 (YOY)	-6.41%	7.87%	5.00%	5.92%	5.26%	5.00%
销售数量 (吨)	30,662.82	36,183.64	37,625.24	39,506.50	51,000.00	58,650.00
增长率 (YOY)	107.03%	37.27%	3.98%	5.00%	29.09%	15.00%
毛利率	93.76%	37.83%	10.25%	11.21%	49.46%	20.75%
毛利率	19.99%	21.97%	23.24%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	155.24	231.59	233.18	285.24	387.60	468.03
增长率 (YOY)	109.20%	37.10%	9.56%	11.21%	49.46%	20.75%
毛利 (百万元)	46.61	65.21	73.64	81.89	122.40	147.80
增长率 (YOY)	55.57%	40.26%	12.50%	11.21%	49.46%	20.75%
占总销售额比重	83.02%	92.33%	87.48%	81.94%	83.47%	84.22%
占主营业务利润比重	79.31%	88.84%	79.91%	53.61%	61.40%	62.56%
<b>蛋白副产品</b>						
平均售价 (元/吨)	0.20	0.20	0.25	0.85	0.85	0.85
增长率 (YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	240.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (吨)	5,475.25	6,130.00	6,398.00	8,000.00	9,600.00	11,520.00
增长率 (YOY)	39.25%	11.96%	4.37%	25.04%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	10.95	12.26	16.00	68.00	81.60	97.92
增长率 (YOY)	39.25%	11.96%	-7.99%	325.13%	20.00%	20.00%
毛利率	0.00%	83.15%	86.73%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	10.95	2.07	2.12	13.60	16.32	19.58
增长率 (YOY)	39.25%	-10.43%	-7.99%	540.90%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	0.00	10.19	13.87	54.40	65.28	78.34
增长率 (YOY)	N/A	N/A	-7.99%	292.13%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	4.50%	3.81%	4.32%	14.85%	13.36%	13.32%
占主营业务利润比重	0.00%	13.89%	15.06%	35.61%	32.75%	32.71%
<b>其他副产品</b>						
销售收入 (百万元)	30.36	12.40	30.40	10.00	14.20	16.33
增长率 (YOY)	295.03%	-40.91%	26.46%	0.00%	41.99%	15.00%
销售成本 (百万元)	49.05	14.40	43.00	2.00	2.84	3.27
增长率 (YOY)	334.09%	-58.31%	-26.69%	0.00%	41.99%	15.00%
毛利 (百万元)	6.84	-2.01	4.64	8.00	11.36	13.06
增长率 (YOY)	263.71%	-24.26%	54.46%	0.00%	41.99%	15.00%
占总销售额比重	11.06%	3.86%	8.21%	2.18%	2.32%	2.22%
占主营业务利润比重	3.18%	-0.81%	1.67%	2.62%	5.70%	5.45%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>274.48</b>	<b>321.45</b>	<b>370.45</b>	<b>458.02</b>	<b>610.75</b>	<b>735.27</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>215.24</b>	<b>248.06</b>	<b>278.30</b>	<b>305.27</b>	<b>411.41</b>	<b>495.76</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>59.24</b>	<b>73.39</b>	<b>92.15</b>	<b>152.76</b>	<b>199.34</b>	<b>239.51</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>21.58%</b>	<b>22.83%</b>	<b>24.87%</b>	<b>33.35%</b>	<b>32.64%</b>	<b>32.57%</b>

来源: 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	2	2
买入	0	0	2	2	2
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.20	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-01	买入	48.95	53.50 ~ 53.50

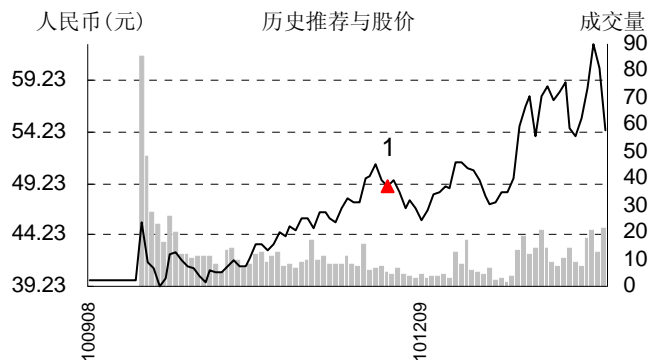
来源：国金证券研究所

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