

合理价格区间:

30.78-34.83 元

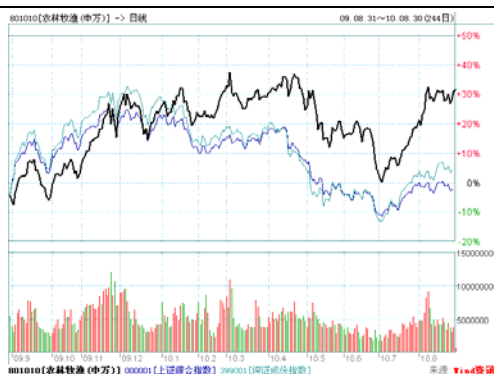
双塔食品 (002481)

——中华传统老字号“龙口粉丝”领军者

市场数据

上证综合指数	2,698.36
深证成分指数	11,682.70
农林牧渔指数(申万)	2,246.78

相对股价表现



分析师:

李项峰

执业证书编号: S0120109030554

徐伟民

执业证书编号: S0120110080027

8621-68761616-8686

Xuwu@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

IPO 概况: 公司拟发行 1500 万股, 发行后总股本为 6000 万股, 募集资金将用于年产 2 万吨粉丝项目, 项目建成后, 公司新增纯豆粉丝生产能力 6000 吨/年, 杂粮粉丝 1.4 吨/年, 饲料蛋白 2400 吨/年。

携龙口粉丝领军者头衔, 整合粉丝行业空间大。 由于粉丝行业对加工规模以及设备要求壁垒较低, 使得整个行业大型的企业较少。行业内甚至还存在大量无营业资格的小作坊, 行业集中度仍处在较低水平。而年产规模达 1 万吨以上的企业数量不足 10 家。公司作为行业内规模最大的企业, 市场占有率仅约 3%。公司是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业, 公司携中华传统老字号“龙口粉丝”领军者地位, 上市后对粉丝行业的整合将给人以无限相信。

循环经济为公司带来新效益。 公司创新科技, 提取废水中的蛋白质和沼气, 变废为宝。2010 年上半年公司蛋白饲料收入占公司总收入的 4% 左右, 生产沼气发电 176 万度, 节省电力成本 114 万元 (以电力价格 0.65 元/度计算)。公司运用改良后的生产工艺, 使纯豆粉丝的豌豆耗用量下降, 毛利率提高。单位纯豆粉丝豌豆量比行业平均水平低 6% 左右。

预计公司 10-12 年完全摊薄 EPS 为 0.81 元、0.98 元和 1.28 元。 分别增长 13.26%、21.48% 和 29.68%, 参考可比公司市盈率, 合理价格区间为 30.78-34.83 元, 对应 10PE38-43 倍。

风险提示。 原材料价格大幅波动。OEM 生产风险

盈利预测:

单位: 百万元, 元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	185	274	321	332	409	524
YOY		48.39%	17.11%	3.13%	23.46%	27.96%
净利润	20	29	43	49	59	77
YOY		41.34%	49.03%	13.26%	21.48%	29.68%
摊薄后每股收益	0.34	0.48	0.72	0.81	0.98	1.28
YOY		41.34%	49.03%	13.26%	21.48%	29.68%

烟台双塔食品股份有限公司是国内最大的龙口粉丝生产企业，主营业务为粉丝的生产和销售，同时还应客户需求从事食用菌类产品的加工贸易。公司营业收入近三年来实现稳步增长，由 2007 年的 18,496.75 万元上升至 2009 年的 32,145.26 万元，复合增长率达到了 31.8%。公司拟发行 1500 万股，发行后总股本为 6000 万股，募集资金将用于年产 2 万吨粉丝项目，项目建成后，公司新增纯豆粉丝生产能力 6000 吨/年，杂粮粉丝 1.4 吨/年，饲料蛋白 2400 吨/年。预计公司 10-12 年摊薄后 EPS 为 0.81 元、0.98 元和 1.28 元。分别增长 13.26%、21.48%和 29.68%，参考可比公司市盈率，合理价格区间为 30.78-34.83 元，对应 10PE38-43 倍。**公司主要看点：**

一、携龙口粉丝领军者头衔，整合粉丝行业想象空间大。

公司是粉丝行业当之无愧的龙头企业。公司是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业。截止 2009 年底，公司粉丝产量约 35000 吨，排名行业第一，且与第二名拉开了一定差距。

国家对龙口粉丝采用原产地域保护。公司地处烟台招远市，属于龙口粉丝原产地域范围内，所生产的“双塔”牌龙口粉丝于 2003 年 8 月第一批获得国家质检总局的龙口粉丝原产地域产品专用标志认可。同年，公司主持制定的《原产地域产品龙口粉丝》（GB19048-2003）标准发布。2008 年 1 月，龙口粉丝被列入全国 10 个与欧盟互认的地理标志产品之一，龙口粉丝成为了粉丝产品在国际和国内市场上的代名词。

公司所在的区域、地理环境为公司的粉丝生产提供了得天独厚的条件。山东省发达的农业、丰富的农产品资源保证了公司生产所用原材料来源稳定、价格稳定。山东省内主要作物有小麦、玉米、甘薯等。2007 年山东省粮食总产 4105.7 万吨，增长 1.4%，是我国种植业的发源地之一。此外，公司所在烟台地区暖温带季风区大陆性半湿润气候也满足了粉丝生产工艺中环境温度、湿度、水质、日照强度以及自然风力等苛刻的环境要求。

但另一方面，由于粉丝行业对加工规模以及设备要求壁垒较低，使得整个行业大型的企业较少。行业内甚至还存在大量无营业资格的小作坊，行业集中度仍处在较低水平。而年产规模达 1 万吨以上的企业数量不足 10 家。公司作为行业内规模最大的企业，市场占有率也仅约 3%。公司是行业内首家既拥有“驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业，公司携中华传统老字号“龙口粉丝”领军者地位，上市后对粉丝行业的整合将给人以无限相信。

二、循环经济为公司带来新效益。

公司创新科技，提取废水中的蛋白质和沼气，变废为宝。粉丝行业的生产工艺决定了生产过程中会有大量的含有蛋白质、多糖等有机物的高浓度废水排出，对环境的影响较大，直接给农作物灌溉将造成粮食减产，对群众饮水也造成危害，但是直接作为废水排放也会造成资源浪费。公司利用“豌豆粉丝废水中提取分离蛋白”的技术，从粉丝生产一次废水中回收并生产植物蛋白，同时将回收蛋白后的二次废水，生产沼气，用于内燃机组带动发

电机发电，供公司生产使用。2010 年上半年公司蛋白饲料收入占公司总收入的 4%左右，生产沼气发电 1,765,895.00 度，节省电力成本 1,143,063.83 元（以电力价格 0.65 元/度计算）。在公司近年来受产能制约，收入无法快速增长时，蛋白饲料和沼气发电的循环利用为公司起到了开源节流的效果。

另外，随着募投项目上马之后，这方面的效果会更加显现。

风险提示：

材料价格波动风险

公司生产粉丝的主要原材料为豌豆、甘薯等农产品，公司原材料占存货比例较大，2010 年 6 月底生产所用原材料占存货的比例为 72.24%。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测，因此主要原材料价格的波动可能会影响公司的盈利水平。

OEM 生产风险。

公司推进的 OEM 外协生产模式能够在一定程度上缓解公司产能不足问题，但如果外协生产规模过大，容易造成产品质量不稳定，并带来一定的管理费用增加，对公司盈利造成影响。

附表 1：收入拆分

项目		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
内销纯豆粉丝	销售数量（吨）	4239	7527	11032	11032	13134	16432
	销售均价（元/吨）	10.99	11.43	11.54	12	12.24	12.79
	销售收入(万元)	4659	8603	12731	13240	16079	21020
	YOY		84.65%	47.98%	4.00%	21.44%	30.73%
	毛利率	29.06%	20.73%	21.22%	24.24%	23.50%	22.77%
内销杂粮粉丝	销售数量（吨）	2868	8273	10995	10995	16595	23595
	销售均价（元/吨）	6.79	6.75	6.34	6.59	6.73	7.03
	销售收入(万元)	1948	5584	6971	7250	11161	16583
	YOY		186.65%	24.84%	4.00%	53.94%	48.58%
	毛利率	35.88%	25.88%	22.82%	36.92%	36.30%	36.00%
内销红薯粉丝	销售数量（吨）	3002	6304	8991	8991	8991	8991
	销售均价（元/吨）	6.25	5.77	6.06	6.42	6.62	6.88
	销售收入(万元)	1877	3637	5449	5776	5949	6187
	YOY		93.77%	49.82%	6.00%	3.00%	4.00%
	毛利率	23.97%	19.85%	20.70%	13.95%	13.95%	13.95%
出口纯豆粉丝	销售数量（吨）	1354	1629	1561	1561	1858	2156
	销售均价（元/吨）	14.07	15.53	17.46	15.71	16.5	16.99
	销售收入(万元)	1905	2530	2725	2452	3066	3663
	YOY		32.81%	7.71%	-10.02%	25.04%	19.47%
	毛利率	25.72%	28.06%	41.47%	34.95%	30.63%	29.27%
粉丝小计	销售数量（吨）	11463	23733	32579	32579	40579	51174
	销售均价（元/吨）	9.06	8.58	8.56	8.81	8.93	9.27
	销售收入(万元)	10387	20355	27875	28718	36254	47453
	YOY		95.97%	36.94%	3.02%	26.24%	30.89%
	毛利率	28.80%	22.90%	23.49%	26.29%	26.48%	26.74%
食用菌	销售数量（吨）	436	123	47	49	51	53
	销售均价（元/吨）	118.06	138.03	94.89	85.4	89.67	92.36
	销售收入(万元)	5143	1698	449	420	459	491
	YOY		-66.98%	-73.56%	-6.46%	9.29%	6.97%
	毛利率	31.99%	31.45%	5.57%	5.48%	4.58%	2.65%
其他	销售收入(万元)	2966	5395	3821	4012	4213	4424
	YOY		81.89%	-29.18%	5.00%	5.01%	5.01%
	毛利率	10.59%	13.51%	20.05%	20.04%	20.06%	20.07%
营业收入	收入合计（万元）	18497	27448	32145	33150	40926	52368
	YOY		48.39%	17.11%	3.13%	23.46%	27.96%
	综合毛利率	26.77%	21.58%	22.83%	25.27%	25.57%	25.95%

资料来源：公司招股意向书，德邦研究所

附表2：利润表

单位：百万元，元，万股

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	185	274	321	332	409	524
营业成本	135	215	248	250	304	382
营业税金及附加	0	2.38	1.69	1.88	2.28	2.87
销售费用	4.97	9.18	7.18	10	13	18
管理费用	7.45	9.79	15	16	19	23
财务费用	10	9.37	6.25	0	2.14	2.84
资产减值损失	0.87	0.8	0.71	0.8	0.8	0.8
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	26	28	43	53	68	94
营业外收入	3.82	2.53	9.61	6	6	6
营业外支出	0.4	1.42	0.62	0.5	0.5	0.5
利润总额	29	29	52	58	73	99
所得税费用	8.79	0.01	8.66	9.4	14	23
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	20	29	43	49	59	77
摊薄后每股收益	0.34	0.48	0.72	0.81	0.98	1.28
发行后总股本	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000

资料来源：公司招股意向书，德邦研究所

表3：相近上市公司估值水平

单位：元，倍

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002387.SZ	黑牛食品	0.67	0.67	1.01	67.01	66.94	44.60
600298.SH	安琪酵母	0.77	1.04	1.37	49.84	37.13	28.15
000848.SZ	承德露露	0.73	0.75	0.96	39.58	38.63	30.08
600300.SH	维维股份	0.13	0.11	0.20	47.92	54.41	31.93
600305.SH	恒顺醋业	0.24	0.39	0.51	70.54	43.60	33.18
	平均值				54.98	48.14	33.59

资料来源：德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。