

分享品牌化进程中的成长收益

估值区间：34-39.6 元

2010 年 9 月 15 日

双塔食品（002481）投资价值分析

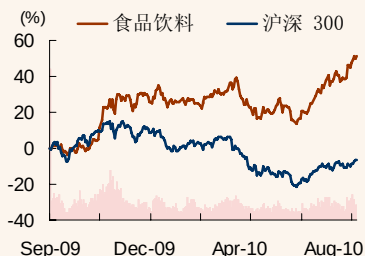
发行数据

发行前总股本(万)	4500
本次发行股数(万)	1500
发行后总股本(万)	6000
发行价(元)	39.80
发行市盈率(倍)	41.7
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
招远市君兴投资	38.53%
招远金都投资	17.30%
北京怡合富投资顾问	5.33%
阳江市金科投资	4.67%
北京巨龙环球科技	4.00%
上海裕坤合投资	3.50%
冠基国际	1.67%

行业指数



资料来源：招商证券

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

董广阳

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn
 S1090210080002

黄珺

0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn
 S1090208040189

传统粉丝行业市场规模不大，竞争格局过于分散，双塔食品作为龙口粉丝最大企业，具质量、品牌及规模优势，目前正处于不断品牌推广与开拓市场的快速成长期，值得关注。

- **双塔食品是龙口粉丝最大企业。**双塔粉丝产销量达 3.5 万吨，包括纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝等。“双塔”牌获“中国驰名商标”，双塔粉丝为“中国名牌”产品。自 07 年起重点拓展内销，早期以经销商销售为主，近期不断开发商超、餐饮等直供客户，努力实现客户渠道转型。
- **消费者尚停留在只认产地不认品牌的阶段。**传统粉丝行业目前总产量在 100 万吨，市场规模不足 100 亿元，是比较小的细分行业，近年内销和出口量均呈现平稳小幅增长态势。行业竞争格局相当分散，低端产品市场进入壁垒较低，双塔股份作为行业龙头市场份额不足 5%。消费者对粉丝停留在只认龙口产地、不认品牌的初级阶段，行业整合和品牌化是行业未来发展方向。公司作为行业第一品牌、首家上市公司，具备发展先机。
- **食品安全和品牌推广将加速行业整合与品牌化进程。**公司作为粉丝分会会长单位，组织制定粉丝行业的生产技术标准，通过对明矾含量、断条率的限制也提高准入门槛；公司在产品包装上做了升级、并引入了形象代言人，不过我们认为公司的广告支出尚少了一些；公司开拓了商超卖场的直销业务，但很多是为渠道商贴牌生产，不利于品牌传播。公司尚有很大改善空间。
- **募投项目解决产能瓶颈，推动市场销售。**募投项目为年产 2 万吨粉丝生产线，预计于 2011 年投产，可缓解公司自身产能瓶颈，满足客户日益增长的需求。公司超募资金近 4 亿元，有利于建立全国物流配送中心和销售网络建设。
- **盈利预测及投资建议：**预计 2010-2012 年 EPS 为 0.89, 1.13, 1.44 元（我们认为公司应能继续争取到 15% 的高新技术企业税收优惠）。基于食品板块和中小板整体估值水平，给予公司 11 年 30-35 倍 PE，价格区间 34-39.6 元。公司流通股本偏小，市场可能给予更高估值溢价。
- **风险因素：**原料价格大幅上涨风险；食品安全风险。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	274	321	332	403	537
同比增长	48%	17%	3%	22%	33%
营业利润(百万元)	28	43	59	75	97
同比增长	8%	54%	38%	27%	29%
净利润(百万元)	29	43	53	68	87
同比增长	41%	49%	24%	28%	28%
每股收益(元)	0.64	0.95	0.89	1.13	1.44
ROE	62.1	41.7	44.8	35.1	27.6

资料来源：招商证券

正文目录

一、传统粉丝龙头企业 治理结构良好.....	3
二、行业看点在于整合 安全与品牌是关键	3
1、市场规模相对稳定	3
2、竞争格局较为分散	4
3、食品安全和品牌推广加速行业整合	5
4、公司经营中规中矩，品牌力、渠道力有待提升	6
三、募投项目分析.....	9
四、盈利预测与投资建议	9
1、盈利预测	9
2、投资建议	11

图表目录

表 1、公司发行前后股权结构	3
表 2、2008 年粉丝行业重点企业	4
表 3、公司主要原材料采购情况	7
表 4、募集资金项目概况.....	9
表 5、收入结构预测.....	10
表 6、公司盈利预测简表.....	11
图 1、国内粉丝销量增长态势	4
图 2、出口粉丝增长态势.....	4
图 3、双塔粉丝新老包装比较	5
图 4、公司各类产品历年销量	7
图 5、公司各类产品毛利率走势	7
图 6、公司存货周转阶段构成	8
图 7、公司应收帐款周转率和存货周转率变化	8
图 8、公司为部分卖场定制的产品	8
图 9、公司分产品吨价（元/吨）	10
附：财务预测表	13

一、传统粉丝龙头企业 治理结构良好

公司是国内最大的龙口粉丝生产和销售企业，目前已开发和生产了多种系列的产品，形成了相对完整的生产体系。其中，粉丝类产品主要包括纯豆粉丝、杂粮粉丝、红薯粉丝。2006 年，公司生产的“双塔”牌粉丝获得“中国名牌”产品称号，“双塔”牌商标荣获“驰名商标”称号。2009 年 7 月，公司生产的红薯粉丝类产品被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品 A 级产品。

公司本次发行前总股本 4500 万股。本次拟发行人民币普通股 1500 万股，占发行后总股本的 25.00%。其第一大股东实际控制人为金岭镇政府，第二大股东为公司管理层及核心员工入股设立的企业，董事长杨君敏持股占比 86%，其他员工持股比例较小，不过杨君敏对公司起死回生贡献很大，96 年他在金岭金矿副矿长的任上转做矿企旗下濒临破产的粉丝厂厂长，并迅速把企业振兴起来。

表1、公司发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定期
	持股数	占比	持股数	占比	
招远市君兴投资管理中心	23,120,000	51.37%	23,120,000	38.53%	36 个月
招远金都投资有限公司	10,380,000	23.08%	10,380,000	17.30%	12 个月
北京怡合富投资顾问有限公司	3,200,000	7.11%	3,200,000	5.33%	12 个月
阳江市金科投资有限公司	2,800,000	6.22%	2,800,000	4.67%	
北京巨龙环球科技有限公司	2,400,000	5.33%	2,400,000	4.00%	
上海裕坤合投资管理有限公司	2,100,000	4.67%	2,100,000	3.50%	
冠基国际投资有限公司	1,000,000	2.22%	1,000,000	1.67%	
本次发行的股份	-	-	15,000,000	25.00%	-
合计:	45,000,000	100.00%	60,000,000	100.00%	

资料来源：公司招股书

二、行业看点在于整合 安全与品牌是关键

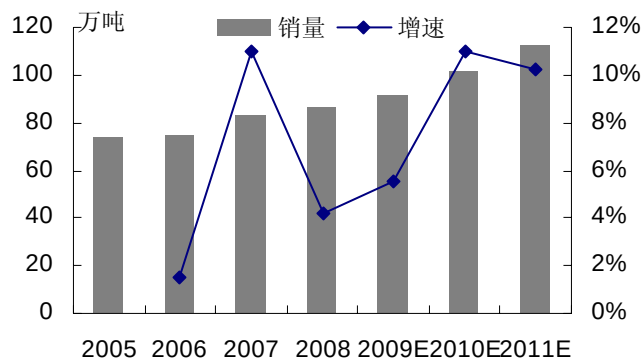
1、市场规模相对稳定

龙口粉丝拥有原产地保护、并纳入非物质文化遗产保护。粉丝行业可分为传统粉丝行业和方便粉丝行业，目前公司业务集中在传统粉丝行业，生产龙口粉丝，方便粉丝以四川的白家为代表。龙口粉丝具有 300 多年历史，在国内粉丝产品中最具口碑，并自 2002 年 9 月起获得国家原产地保护。龙口粉丝原产地域范围为龙口市、招远市、蓬莱市、莱阳市、莱州市等五个现辖行政区域，此规定有利于规范我国粉丝行业的生产状况，保护龙口粉丝传统民族品牌。尽管产量来说招远最大，但历史上因为招远几大粉庄通过设在龙口的分庄出口粉丝到香港、转销南洋、西欧等地，包装物上都标有“龙口粉丝”，百年时间大家已约定俗成，招远粉丝后来与龙口粉丝在争名分上一直失利，所以共享原产地保护。改革开放前，国家垄断外贸，公司前身招远县龙口粉丝加工总厂为外贸部门加工“塔”牌“龙口粉丝”，后因为国家评选优质产品时在奖牌归属上与外贸企业争执起来，公司于 1986 年 5 月自行注册“双塔”牌龙口粉丝。

国内外粉丝市场均在平稳中小幅增长。粉丝作为大众消费品，早已进入寻常百姓家，市场规模较为稳定，近几年内销和出口量均呈现平稳增长态势，但增长空间不大，即使推

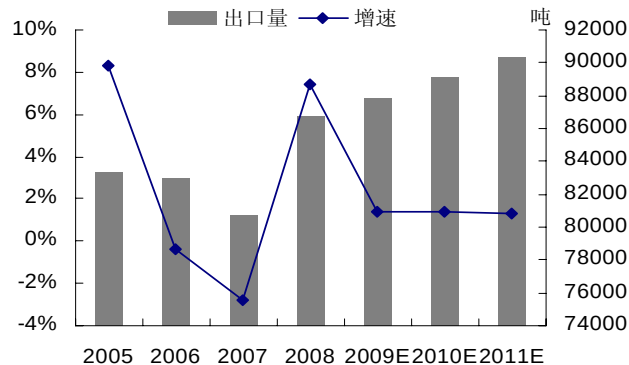
出新的产品，也更多是对老产品的替代。传统粉丝行业目前 100 万吨的产量，每吨 1 万元价格计算，整个行业的市场规模也仅有 100 亿元，算是比较小的细分行业。当然，由于无牌无证的粉丝小产能大量存在，实际市场流通的粉丝量应不止 100 万吨。

图1、国内粉丝销量增长态势



资料来源：招股书，招商证券

图2、出口粉丝增长态势



资料来源：海关总署，招商证券

2、竞争格局较为分散

池塘虽不大，也尚无大鱼，行业竞争格局较为分散。但粉丝产业存在加工规模和整体水平较小、行业技术装备水平较落后、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，整个行业大型企业较少，以中小型企业为主，产业集中度低。2007 年全行业国内销售粉丝约 90 万吨，但年生产规模达 1 万吨以上企业数量不足 10 家，市场上大多数粉丝产品来自小规模的生产厂家，其中部分厂家没有获得国家相关部门颁发的食品生产许可证和卫生许可证，实现工厂化大规模生产的企业屈指可数。由于粉丝行业产业集中度相对较低的原因，市面上粉丝品牌众多，其中以“双塔”、“冠珠”、“六六顺”等品牌为代表。随着消费者越来越注重食品安全和产品质量，有安全操作规范和规模化生产优势的品牌企业仍有望扩大市场份额。

表2、2008年粉丝行业重点企业

排名	企业名称	注册资本	自产规模
1	烟台双塔食品股份有限公司	注册资本 4500 万元	30000 吨
2	山东金城股份有限公司	注册资本 5100 万元	15000 吨
3	四川白家食品有限公司	注册资本 1000 万元	10000 吨
4	山东春雨食品有限公司	注册资本 150.6 万美元	10000 吨
5	招远三嘉粉丝蛋白有限公司	注册资本 2500 万元	10000 吨
6	烟台宏发食品有限公司	注册资本 300 万元	8000 吨
7	招远现代食品有限公司	注册资本 400 万元	8000 吨
8	山东六六顺食品有限公司	注册资本 55 万美元	8000 吨
9	烟台市金城食品有限公司	注册资本 868 万	8000 吨
10	烟台珍珠龙口粉丝有限公司	注册资本 300 万	8000 吨

资料来源：中国食品工业协会粉丝行业工作委员会

3、食品安全和品牌推广加速行业整合

食品安全与消费升级促进行业从无品牌走向品牌化阶段。2004年5月2日个别企业违法生产粉丝的行为被报道，2006年12月的“毒粉丝事件”都让整个行业大受牵连，对龙头企业经营也有冲击，毕竟消费者对传统粉丝的认识还停留在“只认产地不认品牌”的阶段，但这样的食品安全事件会让一部分高端消费者更加重视对品牌的认知。消费升级也会促进品牌企业的发展，中国市场调查研究中心认为粉丝未来销量增长仍主要来自于内需。

在国家标准中增加明矾含量与断条率的限制，以提高粉丝生产门槛。公司作为粉丝分会会长单位，有权组织制定粉丝行业的生产技术标准，尤其是强化安全生产的规范，在市场树立有机、健康、安全的品牌形象，把握消费升级的核心方向。我们查阅了粉丝的国家标准，认为有两条是非常重要的，一是**限制明矾（即硫酸铝钾，以铝含量计）不超过100mg/KG**，在粉丝传统制作工艺中，添加少量明矾可增强粉丝韧性、保证粉丝外观，减少并条、粘连现象，但长期食用该类粉丝、铝摄入过量的话，会造成痴呆症，公司通过技术创新在粉丝生产中无需添加明矾，这是公司产品的一大卖点！二是**断条率<10%**，这是粉丝经煮沸后再炖45分钟后检验的数据，断条率受原料、添加剂影响，绿豆、豌豆等豆类粉丝断条率低、玉米淀粉则高，实际会采用不同原料的混合、以及变性淀粉的方式来减少断条率。

行业品牌化进程中品牌宣传非常重要。需求方，消费者对食品安全要求快速提高，品牌消费意识加强。供应方，规模化生产企业的崛起，对零售终端渠道尤其是大型商超的供应增加，要求企业做好产品品牌形象。我们认为双塔食品借上市之机，应大力进行品牌营销，包括空中广告和地面推广，率先成为家喻户晓的粉丝行业第一品牌。我们注意到公司引入了形象代言人张凯丽，张凯丽是电视剧《渴望》的女主角刘慧芳的扮演者，曾经红遍中国，但近年她担纲的影视作品不多，影响力不知道相较蒋雯丽、倪萍谁更高？公司产品包装做了调整，把代言人的形象印了上去，这是非常正确的，不过感觉公司的“双塔粉丝”字样绿白配，仍不够醒目，或者有时为了突出“龙口粉丝”，双塔LOGO就不好找了，我们认为在目前阶段“双塔”、“龙口”字样宜并重。此外，公司在营销费用方面的投入实在太少，年花费不足千万元，不利于品牌的传播。

图 3、双塔粉丝新老包装比较





纯豆粉丝（旧包装）



纯豆粉丝（旧包装）



红薯粉丝（旧包装）

资料来源：公司资料

类“OEM”模式整合产业？我们认为并不可取。OEM模式是一种在纺织服装行业、电子类行业广泛采用的模式，通过专业化分工实现产业链各环节效率最优化。粉丝工艺中具备规模效应的环节在于前端精制淀粉生产，而中端淀粉制成粉条的环节，公司通过向小企业提供精制淀粉，由其制成粉丝后再购回的类“OEM”模式生产约5000吨低端粉丝。但从食品安全的角度，即使生产的是价格低端的产品，即使派驻了质量管理人员监督，小企业的生产条件也难以纳入GMP、HACCP等安全操作规范体系。还有公司招股书中称，为了缓解销售旺季公司内部晒粉、包装能力不足给生产带来的压力，公司一般会在生产旺季利用农闲雇佣当地农民从事露天晒粉和大件包装等技术含量较低的工作，另外公司根据生产经营的实际需要，有时也采用包装工序外包方式，组织部分产品包装。这些模式都存在较大的食品安全风险，希冀公司在产能扩充后能完全自行生产。

4、公司经营中规中矩，品牌力、渠道力有待提升

产品体系比较简单，定价能力还需强化。公司的产品体系包括纯豆粉丝，杂粮粉丝，红薯粉丝三种，纯豆粉丝定位高端，成为出口粉丝主力品种，红薯粉丝相对低端，主走二三线市场，杂粮粉丝为新兴产品，适应消费者营养和健康需求，定位全面。公司目前以纯豆粉丝和杂粮粉丝为发展重点，占领粉丝行业中高端地位。由于受农产品原料价格上涨冲击，及公司新产能投产需要开拓市场，公司08年毛利率下降较为明显，09年全年毛利率仍然不高，10年上半年才有回升，说明公司定价能力仍然不强，存货周期较长导致毛利率反应有时滞。

原料价格波动不易把握，公司尽可能转嫁下游。原料成本占公司产品成本七成左右，公司在宣传中说原料以豌豆为主、绿豆很少。公司称，豌豆采购有国产、进口两种渠道，视价格而定，进口豌豆主要从加拿大、美国，公司向大公司采购，备3个月的原料，如果进口价格上涨，公司会提前2个月跟超市提价，把成本转嫁出去。但我们认为公司有点刻意回避绿豆涨价这一敏感话题，事实上，绿豆是做粉丝的最佳材料，出口日本的中高档产品中绿豆粉丝肯定占较大比重，在国内的产品包装上，公司用“纯豆粉丝”来回避豆种问题。表3的公司原材料采购表中，几项原料比重加总不足100%，我们认为剩余部分应该是绿豆，今年上半年以来绿豆价格被爆炒，公司没有采购。目前绿豆价格已经高位回落，尽管尚未回到去年水平，待11月份新豆上市后价格有望进一步回落。其

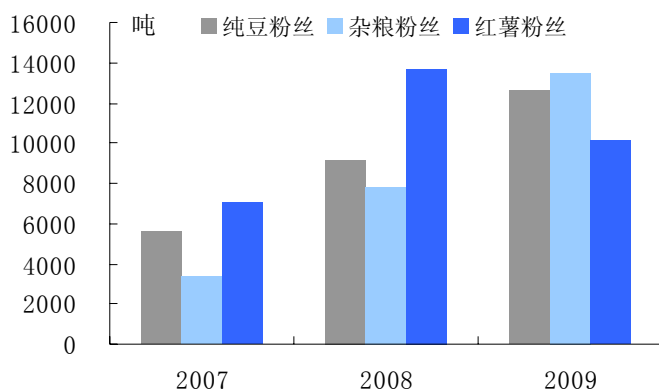
实只要公司熬过这一关，我们也不会去计较。

表3、公司主要原材料采购情况

名称	占主营产品主要原材料采购比例				年度采购次数	备货周期	存储方法与保质期
	07 年	08 年	09 年	2010H1			
甘薯	48.87%	25.79%	26.97%	0.00%	季节性集中采购，采购时间集中在 9-12 月份，今年尚未到采购期，故未采购。	全年采购次数：1 年 1 次；备货周期：210-250 天左右	采购后磨碎成湿淀粉，在池中用水浸泡；保质期：18 个月以上
豌豆	42.79%	61.18%	58.96%	69.18%	根据公司对市场价格走势的判断备料，分为国外进口与国内采购两种形式，根据价格情况分次批量采购，采购期一般为三个月左右。全年采购次数大致在 3-6 次左右。	全年采购次数：3-6 次；备货周期：60-120 天左右	豌豆：在钢板仓中密封低氧环境保存；保质期：12 个月以上
淀粉类	5.68%	6.79%	3.71%	30.82%	市场供应来源较广、价格波动不明显	按照公司产品生产需求量年度均匀采购	仓库保存。市场供应充足，公司一般随买随用，不会进行大量保存

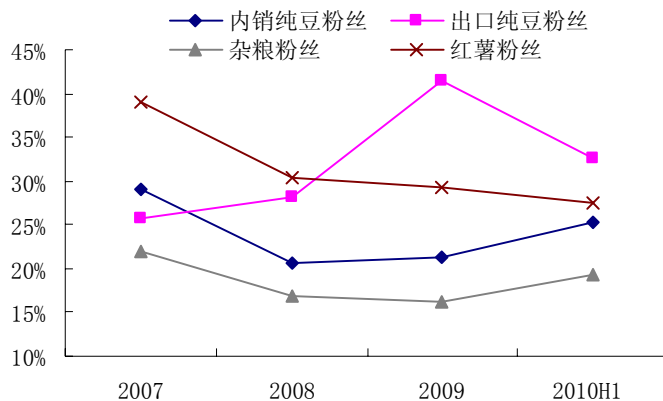
资料来源：招股书，招商证券

图4、公司各类产品历年销量



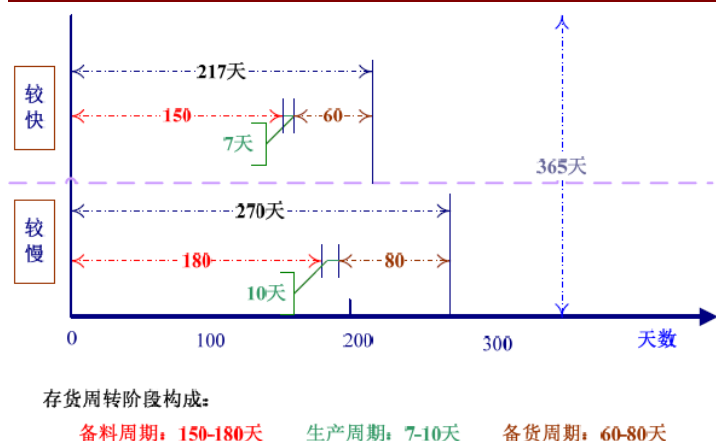
资料来源：招股书，招商证券

图5、公司各类产品毛利率走势



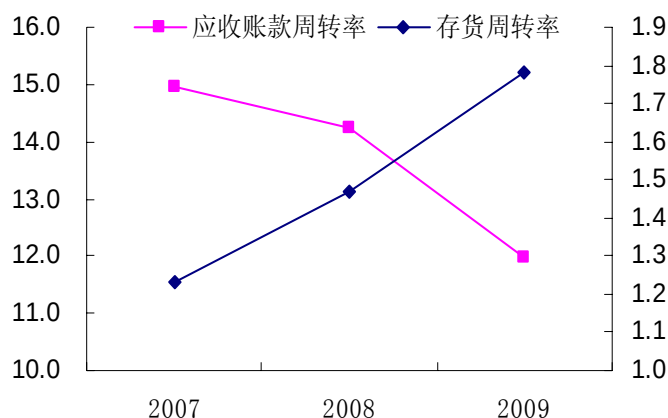
资料来源：招股书，招商证券

图6、公司存货周转阶段构成



资料来源：招股书，招商证券

图7、公司应收账款周转率和存货周转率变化



资料来源：招股书，招商证券

客户结构正在由外而内转型，可惜直销客户可能以定制贴牌为主。公司07年起将经营重点从出口转为内销，起步期较多依赖于经销商。公司与经销商之间基本都采取现款现货的结算方式，仅对部分关系较好的大客户采取一定的赊销。公司自08年起开发了11家大型商超直供渠道，未来计划继续加大商超直供比例，并尝试推行餐饮行业直销模式。不过目前公司直供比例仍然较低，预计未来公司的客户结构中直供渠道占比继续增加。我们在网上看到公司为京客隆、易初莲花、沃尔玛山姆会员店定制了一些粉丝产品，鉴于公司产品毛利率低、应收账款余额小、营销费用低的特点，我们认为定制产品可能是公司直销的主模式（目前我们没有到上述卖场超市实地调研公司产品以确认此判断），定制模式有利于公司扩大产能，降低运营成本，但对公司品牌传播没有多大帮助。

图8、公司为部分卖场定制的产品



资料来源：公司资料

工艺改良和循环经济体现领先优势。粉丝生产只利用了豌豆等原料中的淀粉，却浪费了豌豆所含的25%左右的蛋白质，且生产工艺前端豌豆浸泡、磨碎、发酵、漏粉等环节耗用大量的水，由此形成一次污染。公司通过改良工艺，采取循环经济路线，一是节约了原料用粮，豌豆：粉丝用量比有2.5:1下降为2.35:1，从而提升毛利率。二是通过对污水分离提取蛋白，加工成饲用蛋白或食用蛋白出售，对废渣进行发酵生产染料乙醇；三是二次废水生产沼气供公司生产使用。循环经济项目受到政府鼓励和政策支持，公司的污水处理问题由此从成本投入变为收益项目，这也是一般小企业难以办到的。

三、募投项目分析

公司公开发行股票募集资金将用于年产 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。项目建成后，发行人新增纯豆粉丝生产能力 6,000 吨/年，杂粮粉丝 14,000 吨/年，饲料蛋白 2,400 吨/年。相当于 09 年销量基础上，纯豆粉丝销量增长 50%，杂粮粉丝销量翻倍。

表4、募集资金项目概况

项目名称	总额	本次募集资金投入（万元）				项目建设期
			第一年	第二年	第三年	第四年
年产 2 万吨粉丝项目	21,470.38	建设投资	10,000.00	5,648.85		
		铺底流动资金			4,657.22	1,164.31

资料来源：公司招股书

本项目实施完成后，可实现生产期正常年销售收入为 20,688.4 万元（2 万吨粉丝收入约 2 亿元，吨价基于目前水平有小幅上涨，预计基本合理），年平均总成本费用为 14,960.13 万元，生产期正常年份利润总额为 4,719.05 万元，税后利润为 3,539.29 万元；项目投资利润率为 22%，投资利税率为 26.70%；项目所得税前全部投资财务内部收益率为 22.50%，大于行业基准收益率经验值 12%，投资回收期为 4.6 年（不含建设期）。

公司此次超募资金近 3.8 亿元，预计将投入于销售网络的铺设和 Company 管理效率的提升。公司在招股书中表示计划在未来的三年内，建立起以公司为核心，重庆、长沙、浙江为辅助的全国性产品配送中心，使得公司产品可以辐射全国市场，加快产品供应能力，为市场扩张奠定基础；重点巩固山东、广州等市场，加大湖南、湖北等区域的销售力度，同时开发北京、上海等区域的消费潜力。

在市场网络建设方面，公司将以省会城市为中心、以地级城市为纽带，巩固现有销售渠道，重点开发市、县、镇市场，同时通过加强与国内大型商业零售企业及区域性连锁零售企业的合作关系，借助这些企业在全国及区域市场的扩张达到公司销售网络延伸的目标。同时公司将尝试推行餐饮行业直销模式，直接与全国各地知名连锁酒店餐饮企业合作，不断推出以公司粉丝产品为主的新菜肴，改变以前粉丝菜肴品种单调的局面（我们认为，这一点想法很好，但对于公司目前的状况来说太超前了）。另外公司拟改变传统针对经销商进货进行奖励的促销方式，加大对零售终端和消费者的优惠力度，进一步吸引消费者。

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

盈利预测关键假设：

1) 公司 08 年以来产销率一直高于 100%，我们认为公司上市后通过品牌推广、渠道开拓及促销等政策，销量有效增长并不是困难，我们预计 10-12 年粉丝销量 36900 吨、

42500 吨、55700 吨。

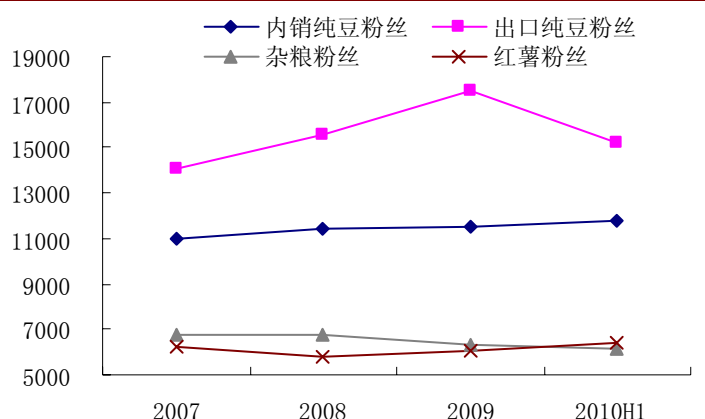
2) 粉丝行业依然存在低价竞争的问题, 公司近年来产品吨价都只能微幅上涨, 公司未来产能还将进一步提升, 我们认为每年高于 5% 的价格涨幅并不现实, 更多是通过产品结构调整实现总体毛利率的提升。由于存货采购周期长, 公司的毛利率存在一定滞后性, 10 年上半年以来公司的毛利率有明显回升, 成本下降有较大贡献, 但 10 年中期以来农产品价格持续上涨, 可能对 11 年的成本形成一定压力。我们认为公司 10 年的盈利增长将主要来自毛利率的提升, 而 11 年公司的毛利率提升空间不大, 增长主要要依靠销售的增加。当然, 如果公司的工艺改良发挥作用, 毛利率有望继续提升。

3) 公司的费用率水平本身较低, 但正处于市场快速开拓期, 且商超、餐饮等直供客户在增加, 因此我们预计费用率水平近几年保持 8% 左右的水平。

4) 2008 年公司被认定为山东省 2008 年第一批高新技术企业, 从 2008 年至 2010 年公司将减按 15% 税率征收企业所得税, 公司应会努力争取继续享受高新技术企业的税收优惠, 因此我们假设未来所得税率仍为 15%。2009 年 6 月起, 公司粉丝出口享受 15% 的出口退税率。公司将粉丝生产作为循环经济项目, 也可以争取到更多的政策优惠。

公司 IPO 路演中称, 产品供不应求, 产能要用最短时间来补充上, 而且副产品也要形成效益, 争取 2011 年达到 7、8000 万元利润, 2012 年达到 1 个亿利润。而我们的预测要相对保守些。

图9、公司分产品吨价 (元/吨)



资料来源: 招股书, 招商证券

表5、收入结构预测

吨价 (元/吨)	2007	2008	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
内销纯豆粉丝	10990	11430	11540	11820	11820	12352	12969
出口纯豆粉丝	14070	15530	17460	15250	15250	16165	16973
杂粮粉丝	6790	6750	6340	6170	6170	6479	6802
红薯粉丝	6250	5770	6060	6420	6420	6613	6811
销量 (吨)							
内销纯豆粉丝	4239	7527	11032	5296	11000	13500	16500
出口纯豆粉丝	1354	1629	1561	919	1900	2000	2200
杂粮粉丝	3335	7826	13453	5000	11000	13000	21000
红薯粉丝	7007	13681	10138	6000	13000	14000	16000
收入 (万元)							
内销纯豆粉丝	4659	8603	12731	6260	13002	16675	21400
出口纯豆粉丝	1905	2530	2725	1402	2898	3233	3734

杂粮粉丝	2230	5122	8270	4339	6787	8422	14285
红薯粉丝	3432	7059	5958	3379	8346	9258	10898
毛利率							
内销纯豆粉丝	29.0%	20.7%	21.2%	25.2%	25.2%	25.6%	26.3%
出口纯豆粉丝	25.7%	28.1%	41.5%	32.5%	32.5%	33.8%	34.4%
杂粮粉丝	22.1%	17.0%	16.2%	19.3%	19.3%	19.7%	20.4%
红薯粉丝	39.0%	30.3%	29.2%	27.4%	26.8%	26.8%	26.8%
其他收入 (万元)	6269	4131	2466	1131	2126	2739	3352
毛利率	20.4%	10.2%	17.6%	17.1%	31.3%	28.7%	26.2%
总收入 (万元)	18497	27448	32145	16513	33159	40327	53668
增速		48.4%	17.1%		3.2%	21.6%	33.1%
毛利 (万元)	4951	5924	7339	3995	8431	10279	13626
增速		19.6%	23.9%		14.9%	21.9%	32.6%
毛利率	26.8%	21.6%	22.8%	24.2%	25.4%	25.5%	25.4%

资料来源：公司招股书，招商证券

表6、公司盈利预测简表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	274	321	332	403	537
二、营业总成本	247	279	273	328	440
其中：营业成本	215	248	247	300	400
营业税金及附加	2	2	2	2	3
营业费用	9	7	11	13	18
管理费用	10	15	15	17	23
财务费用	9	6	-3	-5	-5
资产减值损失	1	1	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	28	43	59	75	97
加：营业外收入	3	10	5	5	5
减：营业外支出	1	1	0	0	0
五、利润总额	29	52	64	80	102
减：所得税	0	9	11	12	15
六、净利润	29	43	53	68	87
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	29	43	53	68	87
股本	45	45	60	60	60
每股收益	0.64	0.95	0.89	1.13	1.44

资料来源：公司招股书，招商证券

2、投资建议

池塘虽小，也无大鱼，是粉丝行业市场规模和竞争格局的写照。我们认为双塔食品具备规模和生产管理经验的基础，有成长为粉丝行业大鱼的潜力，但需要公司进一步加强品牌推广、健全销售网络，实现如公司预期的两步走目标：第一步成为龙口粉丝的金牌，第二步，成为粉丝行业的金牌。基于中小板和食品饮料行业中食品板块整体估值水平，我们给与公司 11 年 30-35 倍 PE，合理价格区间 34-39.6 元。但公司流通股本偏小，市场可能给予股票更高溢价。

基本面风险主要在于：1) 原料价格大幅波动导致业绩波动；2) 食品安全风险。

参考报告:

1. 《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》 2010/9/2
2. 《双汇发展 (000895) - 上游业务值得期待》 2010/8/30
3. 《伊利股份 (600887) - 二季度业绩超预期, 上调评级》 2010/8/30
4. 《洋河股份 (002304) - 提升双沟运营水平 夯实协调发展基础》 2010/8/20
5. 《泸州老窖 (000568) - 调整转型基础年》 2010/8/19
6. 《贵州茅台 (600519) - 良好基本面终将反映于股价》 2010/8/12
7. 《五粮液 (000858) - 淡季销售较旺 注入效应释放》 2010/8/11
8. 《珠江啤酒 (002461) IPO 询价报告 - 江山多变幻 盛名焉可还》 2010/7/29
9. 《安琪酵母 (600298) - 稳健前行 取胜长远》 2010/7/25
10. 《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》 2010/7/6
11. 《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期, 食品新阶段》 2010/6/10

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	194	221	615	604	622
现金	24	43	446	403	351
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	24	27	20	25	33
其它应收款	2	7	7	9	11
存货	138	138	137	160	217
其他	6	6	6	7	9
非流动资产	118	127	235	306	370
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	107	107	218	290	356
无形资产	5	18	17	15	13
其他	5	1	0	0	0
资产总计	312	347	850	909	992
流动负债	198	197	72	84	106
短期借款	72	117	0	0	0
应付账款	68	29	29	35	46
预收账款	4	21	21	25	34
其他	54	30	23	24	26
长期负债	14	7	0	0	0
长期借款	7	0	0	0	0
其他	7	7	0	0	0
负债合计	212	204	72	84	106
股本	45	45	60	60	60
资本公积金	17	17	599	599	599
留存收益	38	81	118	166	227
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	100	143	778	825	886
负债及权益合计	312	347	850	909	992

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	126	0	69	73	69
净利润			53	68	87
折旧摊销			19	28	34
财务费用			(3)	(5)	(5)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			10	(23)	(57)
其它			(10)	6	10
投资活动现金流	(14)	(18)	(120)	(100)	(100)
资本支出			(120)	(100)	(100)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(88)	37	453	(15)	(21)
借款变动			(124)	0	0
普通股增加			15	0	0
资本公积增加			582	0	0
股利分配			(16)	(20)	(26)
其他			(4)	5	5
现金净增加额	23	19	403	(42)	(52)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	274	321	332	403	537
营业成本	215	248	247	300	400
营业税金及附加	2	2	2	2	3
营业费用	9	7	11	13	18
管理费用	10	15	15	17	23
财务费用	9	6	(3)	(5)	(5)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	28	43	59	75	97
营业外收入	3	10	5	5	5
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	29	52	64	80	102
所得税	0	9	11	12	15
净利润	29	43	53	68	87
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	29	43	53	68	87
EPS (元)	0.64	0.95	0.89	1.13	1.44

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	48%	17%	3%	22%	33%
营业利润	8%	54%	38%	27%	29%
净利润	41%	49%	24%	28%	28%
获利能力					
毛利率	21.6%	22.8%	25.4%	25.5%	25.4%
净利率	10.5%	13.4%	16.1%	16.8%	16.1%
ROE	28.7%	30.0%	6.8%	8.2%	9.8%
ROIC	20.4%	15.2%	6.0%	7.2%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	58.7%	8.5%	9.3%	10.7%
净负债比率	26.0%	35.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	1.1	8.5	7.2	5.9
速动比率	0.3	0.4	6.6	5.3	3.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1
应收帐款周转率	15.3	12.8	14.1	17.8	18.5
应付帐款周转率	5.3	5.1	8.6	9.5	9.8
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.95	0.89	1.13	1.44
每股经营现金	2.79	0.00	1.15	1.22	1.16
每股净资产	2.23	3.19	12.96	13.75	14.76
每股股利	0.00	0.00	0.27	0.34	0.43
估值比率					
PE	62.1	41.7	44.8	35.1	27.6
PB	17.8	12.5	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	10.2	8.0	8.2	6.3	4.9

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，本报告清晰、准确地反映了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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，拥有证券执业资格，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。