

双塔食品：行业整合、循环经济双增长

双塔食品调研快报

报告关键点：

- 行业整合空间大；
- 循环经济为未来几年又添利润增长点；
- 目标价56元，给予增持-A的投资评级

报告摘要：

- 行业整合空间大：**我国粉丝行业发展具有“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，甚至还存在部分家庭式生产作坊，产业集中度低。全行业年销量预计400万吨，但统计内的仅有100万吨。公司作为龙口粉丝的代表生产企业、行业的龙头公司，产能在募投项目达产后也仅有5万吨。因此，即使不考虑粉丝行业自身增长的情况下，仅公司整合行业中小型企业就能够保证公司未来巨大的成长空间。
- 循环经济为未来几年又添利润增长点：**公司近期公告的8000吨食用蛋白项目是利用生产粉丝过程中提取淀粉后的蛋白浆液加工生产而成。食用蛋白主要作为食品添加剂，广泛应用于保健食品、火腿肠、香肠、饼干、面包、花生奶等大众快速消费品，预计明年年初项目就可以竣工。按照现在市场价格的低线7000/吨计算，达产后全年可为公司增加营业收入5600万元。我们预计2011年能够为公司带来2800万元的销售收入。除蛋白项目外，我们了解到：作为粉丝生产的循环经济还可以利用粉丝生产的废渣生产燃料乙醇。按照国家当前的政策，一吨燃料乙醇可以获得补贴1300元。食用蛋白、燃料乙醇项目使公司在粉丝生产的整个环节中基本没有浪费，除去粉丝生产外基本不再需要原材料的投入，在生产粉丝后就完全是“变废为宝”的生产过程了。
- 盈利预测和投资评级：**食用蛋白项目明年年初就可以竣工投产，预计明年的产能利用率为50%，第二年达产。2万吨粉丝生产能力的募投项目于2012年竣工投产。我们预计公司2010-2012的销售收入为3.5、4.6和6.8亿元，增幅分别为9.2%、31.3%和48%，实现EPS 0.78、1.15和1.79元。公司在未来几年行业快速发展和整合过程中很有可能通过并购或租赁等方式迅速扩充产能以突破产能瓶颈，循环经济为公司增添的业绩除食用蛋白项目外，其他项目我们暂时还没有考虑在内。由于公司基数较小，未来的成长空间巨大，给予公司12个月的目标价56元，首次给予增持-A的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格： 56.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

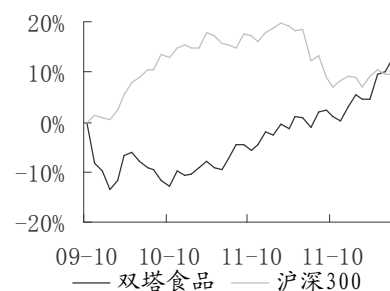
现价： 48.95 元

报告日期： 2010-12-02

市场数据

总市值(百万元)	3,069.00
流通市值(百万元)	613.80
总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	12.00
12 个月最高/最低	38.51/52.80 元
十大流通股东(%)	6.67%
股东户数	11,680

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.83	3.30	21.90
绝对收益	18.21	12.74	12.74

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	274.5	321.5	350.9	460.6	681.5
Growth(%)	48.4%	17.1%	9.2%	31.3%	48.0%
净利润	28.8	43.0	46.9	69.1	107.5
Growth(%)	41.5%	49.0%	9.2%	47.4%	55.4%
毛利率(%)	21.6%	22.8%	24.9%	25.4%	24.5%
净利润率(%)	10.5%	13.4%	13.4%	15.0%	15.8%
每股收益(元)	0.48	0.72	0.78	1.15	1.79
每股净资产(元)	1.67	2.39	3.42	4.57	6.37
市盈率	106.5	71.4	65.4	44.4	28.6
市净率	30.6	21.4	14.9	11.2	8.0
净资产收益率(%)	28.7%	30.0%	22.9%	25.2%	28.1%
ROIC(%)	28.7%	26.9%	20.7%	28.0%	34.4%
EV/EBITDA	52.3	41.8	45.1	34.0	24.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

双塔食品：百年精品缔结百年情思

2010-09-06

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-02

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	274.5	321.5	350.9	460.6	681.5	成长性					
减: 营业成本	215.2	248.1	263.5	343.8	514.6	营业收入增长率	48.4%	17.1%	9.2%	31.3%	48.0%
营业税费	2.4	1.7	1.9	2.4	3.6	营业利润增长率	7.7%	53.7%	29.9%	35.6%	44.0%
销售费用	9.2	7.2	7.8	10.3	15.2	净利润增长率	41.5%	49.0%	9.2%	47.4%	55.4%
管理费用	9.8	14.9	16.3	21.4	31.7	EBITDA 增长率	2.7%	26.5%	20.4%	32.5%	37.7%
财务费用	9.4	6.2	5.7	6.5	6.1	EBIT 增长率	2.4%	31.8%	24.9%	33.7%	40.0%
资产减值损失	0.8	0.7	0.3	1.1	2.2	NOPLAT 增长率	37.9%	26.1%	7.2%	44.4%	50.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.5%	39.7%	6.7%	22.7%	34.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	40.3%	42.8%	43.2%	33.7%	39.2%
营业利润	27.7	42.6	55.4	75.1	108.1	利润率					
加: 营业外净收支	1.1	9.0	1.0	8.0	21.0	毛利率	21.6%	22.8%	24.9%	25.4%	24.5%
利润总额	28.8	51.6	56.4	83.1	129.1	营业利润率	10.1%	13.3%	15.8%	16.3%	15.9%
减: 所得税	0.0	8.7	9.5	13.9	21.7	净利润率	10.5%	13.4%	13.4%	15.0%	15.8%
净利润	28.8	43.0	46.9	69.1	107.5	EBITDA/营业收入	16.6%	17.9%	19.8%	20.0%	18.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	13.5%	15.2%	17.4%	17.7%	16.8%
货币资金	24.3	43.0	273.5	290.8	302.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	141	120	120	107	84
应收帐款	25.7	33.3	37.0	48.5	71.8	流动营业资本周转天数	60	111	129	109	108
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	229	232	349	387	313
预付帐款	6.1	5.8	5.4	4.9	4.2	应收帐款周转天数	25	30	31	29	27
存货	138.2	138.4	146.8	191.6	286.8	存货周转天数	180	156	147	133	127
其他流动资产	0.0	-	-3.6	-5.3	-8.6	总资产周转天数	379	369	491	514	411
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	205	240	265	232	203
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	28.7%	30.0%	22.9%	25.2%	28.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	12.4%	7.7%	9.8%	12.6%
固定资产	107.4	107.3	126.2	148.5	169.1	ROIC	28.7%	26.9%	20.7%	28.0%	34.4%
在建工程	3.8	0.3	0.8	1.1	1.2	费用率					
无形资产	4.9	18.5	18.6	18.7	18.8	销售费用率	3.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	1.6	0.6	6.2	6.6	6.8	管理费用率	3.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
资产总额	312.1	347.3	610.8	705.3	852.1	财务费用率	3.4%	1.9%	1.6%	1.4%	0.9%
短期债务	72.0	117.0	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	10.3%	8.8%	8.5%	8.3%	7.8%
应付帐款	70.8	33.3	36.0	47.0	70.3	偿债能力					
应付票据	28.0	2.5	2.9	3.8	5.6	资产负债率	67.8%	58.7%	66.4%	61.1%	55.2%
其他流动负债	26.7	44.4	60.2	74.5	90.6	负债权益比	210.7%	142.2%	197.5%	157.0%	123.1%
长期借款	7.0	-	-	-	-	流动比率	0.98	1.12	1.15	1.25	1.41
其他非流动负债	7.1	6.7	6.4	5.5	3.6	速动比率	0.28	0.41	0.78	0.79	0.79
负债总额	211.6	203.9	405.5	430.8	470.2	利息保障倍数	3.96	7.82	10.75	12.49	18.71
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	45.0	45.0	60.0	60.0	60.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	55.4	98.4	145.3	214.4	321.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	100.4	143.4	205.3	274.4	381.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	28.8	43.0	46.9	69.1	107.5	EPS(元)	0.48	0.72	0.78	1.15	1.79
加: 折旧和摊销	8.5	9.1	8.3	10.3	12.3	BVPS(元)	1.67	2.39	3.42	4.57	6.37
资产减值准备	0.8	0.7	0.3	1.1	2.2	PE(X)	106.5	71.4	65.4	44.4	28.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.6	21.4	14.9	11.2	8.0
财务费用	9.9	8.5	6.2	5.7	6.5	P/FCF	-	205.5	14.4	362.7	-490.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.2	9.5	8.7	6.7	4.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	52.3	41.8	45.1	34.0	24.7
营运资金的变动	99.9	-63.1	7.1	-29.9	-77.2	CAGR(%)	33.8%	35.8%	38.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	125.6	0.2	68.3	57.1	50.9	PEG	3.1	2.0	1.7	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-14.5	-18.4	-32.1	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	3.1	2.9	2.2	3.0	3.7
融资活动产生现金流量	-88.2	36.9	192.3	-6.5	-6.1	REP	4.3	3.3	5.3	3.2	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034