

双塔食品(002481.sz)

开源节流：财政补贴增加+原材料采购成本下降

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210070003

SAC 执业证书编号: S0260210020048

事件 1: 2010 年度业绩预增 20%-30%

1) 政府补贴并非稳定的经营性收入, 不具可预测性强。根据公司公告数据, 09 年、08 年、07 年分别获得财政补贴 961 万元、253 万元和 382 万元。公司 09 年 9 月份上市, 获得的补贴收入最多, 2010 年前三季度获得的补贴收入仅为 106 万元, 因此, 我们认为, 公司获得的补贴收入大幅增加, 超过我们此前预测的 500 万元收入。2) 公司前三季度的销售费用为 756 万元, 超过 09 年全年 718 万元的销售费用, 但是四季度销售费用受到控制, 预计全年销售费用为 930 万元。

根据补贴收入和销售费用的控制, 我们上调公司的净利润, 由 4400 万元上调至 5341 万元, 净利润同比增长 24.33%。

事件 2: 豌豆采购合同: 为公司节约费用约 600 万元

公司 2007 年、2009 年、2010 年上半年豌豆进口金额分别为 1032.37 万元、109.96 万元、532.84 万元。此次合同金额为 1493 万美元, 折合人民币约 9880 万元, 大幅超过前几年的采购金额, 高达 9 倍。因此, 大批量的采购可以为公司节约约 600 万元费用, 但是存在一定风险, 如豌豆价格下跌风险, 豌豆存货如此之大, 虽然 2011 年产能将扩大至 5 万吨, 但较前几年 3 万吨的产能, 增幅不到 1 倍, 公司原材料存在消化风险。

我们将盈利预测调整如下: 2010、2011 及 2012 年的 EPS 分别为 0.89 元、1.38 元和 1.99 元。考虑到公司行业整合空间较大, 成长性较好, 给予 2011 年 45 倍的 PE, 则公司合理估值为 62 元, 与公司当前价格已较为接近, 故给予公司“持有”评级。不排除市场炒作“高送配”行情, 即新上市的公司为考虑流动性, 存在配股或者送股的可能性以此增加流动性, 带来股价交易性机会。

风险提示: 原材料价格波动风险
预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	274.48	321.45	332.00	466.70	723.40
增长率(%)	48.39%	17.11%	3.28%	40.57%	55.00%
EBITDA(百万元)	46.40	58.68	68.66	116.68	175.78
净利润(百万元)	28.83	42.95	53.41	82.79	119.10
增长率(%)	41.46%	48.99%	24.33%	55.02%	43.85%
每股收益(元)	0.64	0.95	0.89	1.38	1.99
市盈率	0.00	0.00	54.26	35.00	24.33
市净率	0.00	0.00	3.86	3.48	3.04
EV/EBITDA	1.22	1.38	36.42	22.80	16.00

数据来源: 烟台双塔食品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元) 58.76

目标价格(元) 62.00

前次评级 买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	26.07%	40.44%	29.51%
沪深 300	-1.17%	-1.51%	-11.60%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

60.00/15.00

主要股东:

招远市君兴投资管理中心

主要股东持股比例 38.53%

财务比率

ROE 29.95%

ROA 17.55%

资产负债率 58.71%

每股净资产(元) 3.19

2009 年报数据

事件：2010年业绩预增公告及豌豆采购合同公告

事件1：2010年度业绩预增公告

公司于2010年度第三季度报告披露时预告2010年度归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长幅度在10.00%~20.00%之间，此次修正后的业绩预计为：2010年度归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长幅度在20.00%~30.00%之间。增加的原因为：四季度财政补贴增加和费用有效的控制。

点评：

- 1、政府补贴并非稳定的经营性收入，不具可预测性强。根据公司公告数据，09年、08年、07年分别获得财政补贴961万元、253万元和382万元。公司09年9月份上市，获得的补贴收入最多，2010年前三季度获得的补贴收入仅为106万元，因此，我们认为，公司获得的补贴收入大幅增加，超过我们此前预测的500万元收入。
- 2、公司前三季度的销售费用为756万元，超过09年全年718万元的销售费用，但是四季度销售费用受到控制，预计全年销售费用为930万元。
- 3、根据此前我们的盈利预测调整，我们上调公司的净利润，由4400万元上调至5341万元，净利润同比增长24.33%。

事件2：豌豆采购合同公告

合同内容：1) 合同的标的及合同金额。公司分三批向RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED采购豌豆4,5000吨，合同金额为1,493万美元。
2) 结算方式。首份合同在签订后两个工作日付10%预付款，10个工作日内开出信用证，收到信用证后预付款返还。后期合同不需付预付款，直接在合同签订后10个工作日开出信用证即可。
3) 合同交货期：计划于2011年3月底执行完毕。
该合同履行后，按照目前市场采购豌豆的价格计算，可为公司节约原料采购费用约600万人民币。

点评：

公司2007年、2009年、2010年上半年豌豆进口金额分别为1032.37万元、109.96万元、532.84万元。此次合同金额为1493万美元，折合人民币约9880万元，大幅超过前几年的采购金额，高达9倍。因此，大批量的采购可以为公司节约约600万元费用，但是存在一定风险，如豌豆价格下跌风险，存货这么大，公司虽然2011年产能将扩大至5万吨，较前几年3万吨的产能，增幅不到1倍，公司自身难消化。还有一种情况可以是：公司将其多余豌豆卖给其它粉丝厂商，因为公司董事长是粉丝协会会长，粉丝企业联络程度较熟。

综合而言，我们将盈利预测调整如下：2010、2011及2012年的EPS分别为0.89元、1.38元和1.99元。考虑到公司行业整合空间较大，成长性较好，给予2011年45倍的PE,则公司合理估值为62元，与公司当前价格已较为接近，故给予公司“持有”评级。不排除市场炒作“高送配”行情，即新上市的公司为考虑流动性，存在配股或者送股的可能性以此增加流动性，带来股价短期交易性机会。

附：前期调研观点：

- **通过OEM方式获取市场份额有利亦有弊。**采取兼并收购可迅速扩大市场份额，但公司经验风格稳健，不轻易采取收购其它竞争对手，采取“OEM”的代工方式来增加公司产能。但是，采取此种方式，粉丝质量控制是首要，否则容易给公司带来负面影响，这也是市场人士担心的问题。
- **食用蛋白陆续达产成为公司2011年利润增长点。**公司当前有饲料蛋白业务，但公司近期公告将进行深加工，技术升级，从粉丝浆液里提取的蛋白，转化为食用蛋白，其原料成本和生产成本低，销售价格确有望达7000元-13000元之间，与饲料蛋白相比，在蛋白功能相同的情况下，具备明显的市场竞争优势，市场前景良好。若投产，预计带来5600万元的年销售收入，2100万元的营业利润。
- **公司定位具备极高的战略意义：向“生态食品公司”迈进。**公司作为传统食品粉丝行业老大，经营主业的同时，将生产过程中粉渣循环利用，朝“生态食品公司”迈进。公司公告将超募资金投向“粉丝生产中废料、粉渣综合利用”项目称：利用粉丝生产过程中的粉渣作为原料生产燃料乙醇，同时利用乙醇生产过程中产生的酒糟制取沼气，沼气用于产蒸汽燃料及发电用气。项目若在2012年达产的话，预计可带来9500万元的销售收入和2258万元的营业利润。
- **行业整合空间大。**粉丝行业早期主要为作坊式的生产，导致行业集中度较低，行业大企业少，2007年国内粉丝消费量不到90万吨，但生产规模达1万吨的企业却不足10家，且**2008年公司粉丝销量的市占率为3.14%**，则为行业老大地位，排名前十的企业市占率仅为12%。这种行业格局，给公司未来成长带来巨大空间，根据公司规划，至2015年，公司目标市占率为10%，意味着，如果行业复合增长率按5%计算的话，至2015年全行业消费量将接近115万吨，那么，公司销量则达11.5万吨，当前公司产能仅为3万吨，则意味着公司未来每年要保持约30%的增速。而公司近3年产能情况看，08年和09年同比增速110%和40%。

广发食品饮料行业研究小组

汤玮亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

双塔食品（002481.sz）_公司调研简报	胡鸿	2010-12-08
双塔食品(002481.sz)_新股发行与上市定价报告	汤玮亮	2010-09-07

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。