

双塔食品：业绩超预期，公司送大礼

双塔食品年报点评

报告关键点：

- 业绩略高于预期；
- 加大营销力度，出口大幅增长；
- 适时调整价格，转移成本压力；

报告摘要：

- 业绩高于预期：**公司2010年实现销售收入3.70亿元，同比增长15.24%，归属上市公司股东净利润0.54亿元，同比增长25.11%。实现每股收益0.90元，同比增长25%。超出我们之前的预期。公司宣布2010年以公积金每10股转增10股，每10股派发现金3元。
- 加大营销力度，出口大幅增长：**公司大力开展销售渠道、终端和网络建设，加大品牌宣传力度。主要产品杂粮和红薯粉丝销售额同比增长了27.64%和18.56%。纯豆粉丝虽然比去年销售额下降了4.31%，但产品的毛利率上升了2.75个百分点。2010年公司国内销售同比增长了11.04%，对外出口（主要为日本、韩国）同比增长了39%。作为“龙口粉丝”的代表企业和粉丝行业的龙头公司，随着公司市场的不断开拓加之行业的整合，我们认为未来几年公司国内外的市场份额都还有较大提升空间。
- 适时调整价格，转移成本压力：**2010年公司主要的原材料除豌豆的采购成本略有下降以外，其余涨幅都在20%以上，其中马铃薯淀粉涨幅更是高达87.58%。为应对成本压力，公司适时进行了直接或间接的价格调整。其中纯豆、杂粮和红薯成品的单位价格分别提高了2.69%、1.74%和6.93%。出口产品除了纯豆粉丝因中档产品的占比提高使平均售价降低了7.62%之外，杂粮粉丝、红薯粉丝的销售价格同比上升了7.84%和10.20%。我们认为随着公司品牌影响力的加强，2011年公司仍能够通过直接或间接的提价方式化解成本上涨的压力。
- 盈利预测和投资评级：**食用蛋白项目估计2011年中就可以竣工投产，第一年产能利用率预测为25%，第三年达产。2万吨粉丝产能的募投项目于2012年竣工投产。我们预计公司2011-2013年的销售收入为4.60、6.78和7.89亿元，增幅分别为24%、48%和16%，实现EPS 1.34、1.98和2.50元（未摊薄），对应41、28和22倍的动态市盈率。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，其他项目我们没有计算在内。由于公司基数较小，未来的成长空间巨大，给予公司2012年30倍PE，12个月的目标价60元，维持增持-A的投资评级。
- 风险提示：**激烈的市场竞争和食品安全

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	321.5	370.4	459.0	678.4	789.3
Growth(%)	17.1%	15.2%	23.9%	47.8%	16.4%
净利润	43.0	53.7	80.1	118.7	149.8
Growth(%)	49.0%	25.1%	49.1%	48.1%	26.2%
毛利率(%)	22.8%	24.9%	27.9%	28.3%	29.0%
净利润率(%)	13.4%	14.5%	17.5%	17.5%	19.0%
每股收益(元)	0.72	0.90	1.34	1.98	2.50
每股净资产(元)	2.39	12.50	13.83	15.80	18.29
市盈率	76.1	60.8	40.8	27.6	21.8
市净率	22.8	4.4	3.9	3.4	3.0
净资产收益率(%)	30.0%	7.2%	9.7%	12.5%	13.6%
ROIC(%)	26.9%	22.9%	17.0%	19.0%	16.6%
EV/EBITDA	44.4	42.5	31.5	22.2	19.9

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

60.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 56.00 元

现价（2011 年 01 月 26 日）： 53.52 元

报告日期：

2011-01-26

总市值(百万元)	3,270.00
流通市值(百万元)	817.50
总股本(百万股)	60.00
流通股本(百万股)	15.00
12 个月最低/最高	38.51/64.06 元
十大流通股东(%)	5.34%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.63	46.12	31.82
绝对收益	13.54	30.54	20.12

李铁

010-66581633

执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn

S1450210010314

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-1-25		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	321.5	370.4	459.0	678.4	789.3	营业收入增长率	17.1%	15.2%	23.9%	47.8%	16.4%
减: 营业成本	248.1	278.3	330.8	486.1	560.1	营业利润增长率	53.7%	28.9%	70.2%	41.1%	17.9%
营业税费	1.7	2.6	3.2	4.7	5.4	净利润增长率	49.0%	25.1%	49.1%	48.1%	26.2%
销售费用	7.2	11.7	14.7	21.7	25.3	EBITDA 增长率	26.5%	21.3%	39.4%	50.5%	20.9%
管理费用	14.9	17.7	21.9	32.4	37.7	EBIT 增长率	31.8%	21.1%	49.5%	50.9%	20.5%
财务费用	6.2	4.2	-5.1	1.4	5.1	NOPLAT 增长率	26.1%	19.0%	32.3%	58.1%	28.5%
资产减值损失	0.7	1.0	-	-	-	投资资本增长率	39.7%	78.8%	40.9%	47.4%	25.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	42.8%	423.0%	10.7%	14.3%	15.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	42.6	55.0	93.6	132.0	155.7	利润率					
加: 营业外净收支	9.0	8.5	1.0	8.0	21.0	毛利率	22.8%	24.9%	27.9%	28.3%	29.0%
利润总额	51.6	63.4	94.6	140.0	176.7	营业利润率	13.3%	14.8%	20.4%	19.5%	19.7%
减: 所得税	8.7	9.7	14.4	21.4	27.0	净利润率	13.4%	14.5%	17.5%	17.5%	19.0%
净利润	43.0	53.7	80.1	118.7	149.8	EBITDA/营业收入	17.9%	18.9%	21.2%	21.6%	22.4%
						EBIT/营业收入	15.2%	16.0%	19.3%	19.7%	20.4%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	120	52	30	56	69
交易性金融资产	43.0	372.1	535.2	370.1	293.2	流动营业资本周转天数	111	190	267	295	365
应收帐款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	232	434	642	535	509
应收票据	33.3	38.6	47.8	70.6	82.1	应收帐款周转天数	30	31	31	29	32
预付帐款	-	-	-	-	-	存货周转天数	155	159	162	147	162
存货	5.8	72.7	152.2	269.1	403.8	总资产周转天数	369	589	803	658	625
其他流动资产	138.4	189.3	224.7	330.3	380.6	投资资本周转天数	240	339	422	413	477
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	30.0%	7.2%	9.7%	12.5%	13.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	6.2%	6.8%	9.1%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	26.9%	22.9%	17.0%	19.0%	16.6%
固定资产	107.3	-	77.0	132.6	171.6	费用率					
在建工程	0.3	118.9	71.9	43.7	26.8	销售费用率	2.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
无形资产	18.5	49.8	49.9	50.0	50.1	管理费用率	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
其他非流动资产	0.6	23.6	21.0	18.3	16.4	财务费用率	1.9%	1.1%	-1.1%	0.2%	0.6%
资产总额	347.3	865.0	1,183.5	1,297.8	1,442.6	三费/营业收入	8.8%	9.1%	6.9%	8.2%	8.6%
短期债务	117.0	40.0	300.0	300.0	300.0	偿债能力					
应付帐款	33.3	35.2	20.2	29.6	34.1	资产负债率	58.7%	13.3%	29.9%	26.9%	23.9%
应付票据	2.5	-	-	-	-	资产负债权益比	142.2%	15.3%	42.6%	36.9%	31.4%
其他流动负债	44.4	33.3	27.1	14.0	5.1	流动比率	1.12	6.20	2.78	3.06	3.47
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.42	4.46	2.13	2.10	2.35
其他非流动负债	6.7	6.6	6.4	5.9	5.7	利息保障倍数	7.82	14.04	-17.31	93.96	31.84
负债总额	203.9	115.1	353.7	349.6	345.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	0.00	0.01	0.01
股本	45.0	60.0	60.0	60.0	60.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
留存收益	98.4	689.9	769.9	888.2	1,037.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	143.4	749.9	829.9	948.2	1,097.6						
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.72	0.90	1.34	1.98	2.50
加: 折旧和摊销	43.0	53.7	80.1	118.7	149.8	BVPS(元)	2.39	12.50	13.83	15.80	18.29
资产减值准备	9.1	11.5	8.9	13.0	16.3	PE(X)	76.1	60.8	40.8	27.6	21.8
公允价值变动损失	0.7	0.4	-	-	-	PB(X)	22.8	4.4	3.9	3.4	3.0
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-14.4	20.8	-18.2	-38.9
投资收益	8.5	6.2	5.5	-5.1	1.4	P/S	10.2	8.8	7.1	4.8	4.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	44.4	42.5	31.5	22.2	18.8
营运资金的变动	-	-	-	-	-	CAGR(%)	40.3%	40.7%	28.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-63.6	-126.8	-150.2	-261.1	-207.1	PEG	1.9	1.5	1.5	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	0.2	-50.8	-66.3	-128.0	-35.9	ROIC/WACC	2.9	2.5	1.8	2.0	1.8
融资活动产生现金流量	-18.4	-88.5	-32.1	-32.1	-32.1	REP	3.6	2.7	2.7	1.7	1.6
融资产活动产生现金流量	36.9	468.3	264.9	-1.7	-5.5						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
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