

双塔食品(002481.sz)

新增1万吨租赁产能，公司步入快速增长期

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: S0260511010017

SAC 执业证书编号: S0260511020009

事件: 公司新增1万吨租赁产能

1、3月份开始增加粉丝产量1万吨，其中，烟台君晟粉丝有限公司7000吨，招远三五食品有限公司3000吨；2、租赁烟台君晟粉丝公司时间为1年，租赁招远三五食品公司时间为10年；3、租赁期总租金为175万元。

点评: 缓解产能受限，步入快速增长期

1、假设新增1万吨产能产品收入结构为：50%纯豆粉丝，30%的杂粮粉丝，20%的红薯粉丝，且2011年产品提价10%，则租赁1万吨产能的收入为9900万元。假设净利率稍低于公司本部，即净利率为10-12%，则新增利润1000万元左右。2、公司存在再通过租赁或其他方式扩大产能的可能。理由为：首先，前期公司公告大批量的豌豆采购；其次，公司最近一次豌豆采购价格约为2.69元/千克，高于08年公司豌豆采购均价2.66元/千克，高位购买豌豆做贸易存在一定风险。3、看好公司上游大规模采购降低原材料成本、下游产业链延伸的清晰战略定位，公司将迎来近2-3年的快速成长期。

盈利预测与估值: 一年内目标价36元

预计2011年和2012年EPS分别为0.68元、0.96元，公司股价相当于2011年的48倍PE，2012年34倍PE，给予公司“持有”评级，考虑到公司高成长性，建议关注股价回调后的买入机会，一年内目标价36元。

风险提示: 产能消化问题；租赁方式产生的食品安全问题。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	321.45	370.45	542.18	786.34	1022.24
增长率(%)	17.11%	15.24%	46.36%	45.03%	30.00%
EBITDA(百万元)	66.95	79.09	102.98	154.56	211.15
净利润(百万元)	42.95	53.74	81.75	115.42	148.30
增长率(%)	48.99%	25.11%	52.12%	41.18%	28.49%
每股收益(元)	0.955	0.896	0.68	0.96	1.24
市盈率	0.00	55.54	48.36	34.26	26.66
市净率	0.00	3.98	4.75	4.17	3.61
EV/EBITDA	0.00	33.54	35.59	24.97	19.10

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)	32.95
目标价格(元)	36.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	7.35%	36.71%	45.96%
沪深300	1.36%	-0.20%	0.92%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

120.00/30.00

主要股东:

招远市君兴投资管理中心

主要股东持股比例

19.27%

财务比率

ROE	7.17%
ROA	11.16%
资产负债率	13.30%
每股净资产(元)	12.50

2010 年报数据

事件：公司公告新增1万吨租赁产能

公司与烟台君晟粉丝有限公司和招远三五食品有限公司签订了《厂房及机器设备租赁合同》，用于扩大公司产能，具体内容如下：

- 1、每年可为公司增加粉丝产量**10000吨**，其中，烟台君晟粉丝有限公司7000吨，招远三五食品有限公司3000吨；
- 2、租赁烟台君晟粉丝公司时间为**1年**，从2011年3月1日至2012年2月28日；租赁招远三五食品公司时间为**10年**，从2011年3月1日至2021年2月28日；
- 3、租赁期总租金为**175万元**。其中租赁烟台君晟粉丝有限公司租金为50万元（于2011年3月20日前一次性付清）；租赁招远三五食品有限公司租金为125万元（分10年支付，于每年3月20日前支付）。

点评：缓解产能受限，步入快速增长长期

1、公司现有产能3万吨（募投项目新增2万吨产能预计明年达产），新增租赁产能1万吨，产能同比增加33%，可以解决公司目前产能不足的现状，有利于公司持续稳定增长。

2、**新增租赁1万吨产能的收入为9900万元**。由于公司并没有具体公告新增产能将生产哪种类的粉丝，但是考虑到食品质量安全，且出口粉丝要求质量更高，我们认为公司新增产能主要用于生产内销粉丝。内销纯豆粉丝、红薯粉丝和杂粮粉丝的销售价格和毛利率不同，我们不好判断新增1万吨产能将给公司带来多少收入和利润。但是我们根据公司近几年产品收入结构来做预测判断，公司2010年纯豆粉丝占比为46%，杂粮粉丝占比为32.5%，红薯粉丝占比为21%，且杂粮粉丝2010年占比上升明显，从09年的23%上升至32.5%。因此，我们假设新增1万吨产能产品收入结构为：**50%纯豆粉丝，30%的杂粮粉丝，20%的红薯粉丝，且2011年产品提价10%（理由为：公司于3月7号公告部分产品提价15%到30%，而公司采购的原材料价格看，根据公告，2011年公司总采购4.5（1493万美元）万吨+2万吨（818万美元）=约15000万元人民币，交易均价为2.33元/千克，而2010年豌豆均价为2.25元，价格同比上涨3.6%，幅度并不大），则新增租赁1万吨产能的收入为9900万元**。假设净利率稍低于公司本部，即净利率为10-12%，则**新增利润1000万元左右**。

3、**公司存在再通过租赁或其他方式扩大产能的可能**。理由为：首先，前期公司公告大批量的豌豆采购，而07年至2010年1-6月，豌豆的采购金额分别为4919.06万元、9484.00万元、11015.42万元和4306.00万元，远小于2011年豌豆采购金额约1.5亿元，而公司总产能扩张增速仅为3万吨变成4万吨，产能扩张速度为33%，小于豌豆采购金额增速。其次，公司最近一次豌豆采购2万吨花掉818万美元，折合人民币豌豆价格约为2.69元/千克，高于2008年公司豌豆采购均价2.66元/千克，高位购买豌豆做贸易存在一定风险，故我们认为，公司有继续采取租赁或者其他方法扩大产能消耗豌豆的需要。此外，当然如果公司不再继续扩大产能，将多余的豌豆卖给淀粉类工厂，也是有利可图，第一次采购均价仅约**2.18元/千克**。