

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

双塔食品收购案点评——跨出横向整合第一步

事件描述

双塔食品（002481）今日发布收购资产意向公告，其主要内容为：

- 本次披露的资产收购交易是指烟台双塔食品股份有限公司（以下简称“双塔食品”）收购烟台宋家松林食品有限公司（以下简称“松林食品”）全部资产的意向；两者暂时并未就收购签署资产转让框架协议或正式协议。
- 拟被收购公司注册资本为 124.5 万美元；经营范围为生产粉丝、蛋白及豆制品，并销售公司自产产品。
- 收购意向以松林食品的全部资产为标的。该公司财务报告的帐面净资产未经审议，须经具有证券从业资格的评估机构进行评估，而债务及或有负债的对价将按审计和评估结果来核定。预计总价款不超过 1000 万元。

事件评论

第一，收购符合公司战略的总体布局，拟收购对象资产品质优良，预计成功后可年增加出口能力 2000 吨

公司本次拟收购的对象烟台宋家松林食品有限公司属外商独资企业，企业注册资本达 124.50 万美元。主要经营粉丝的生产加工。

该公司创建于 1999 年，位于山东省招远市宋家镇政府驻地，毗邻龙口、烟台、青岛等几个大的港口。公司占地面积约 2 万平方米，拥有职工 180 人。年可生产加工绿豆粉丝 1200 吨，产品主要出口日本等国。

作为山东省 2008 年第一批食品卫生等级 A 级单位，公司生产车间实行现代化全封闭式无菌管理，同时产区内有先进的生产设置，宽敞明亮的生产加工车间和完善的管理设施，完全符合卫生质量标准，并被颁发了中华人民共和国卫生登记证书。至今为止，未发生任何卫生质量方面的问题，深受客户的信赖与好评。

本次收购，符合本公司战略的总体布局。若收购成功，可增强公司的生产能力，进一步扩大公司在日本市场的份额，年可为公司增加出口生产能力 2000 吨；若收购失败，对本公司经营状况没有影响。

第二，拟收购计划将会进一步提升公司的产品结构

对于本次收购计划，我们的观点如下：

- ✚ 由于松林食品以加工高端的绿豆粉丝为主，产品出口日本，因此若成功收购将进一步提升公司在高端产品上的产能占比进而有利于公司产品结构的升级；从本质上说收购的方向与募投的思路一致（都是针对中高端产品），但前者在资本开支上显然要比后者节约很多。

表 1：新增固定资产和产能关系

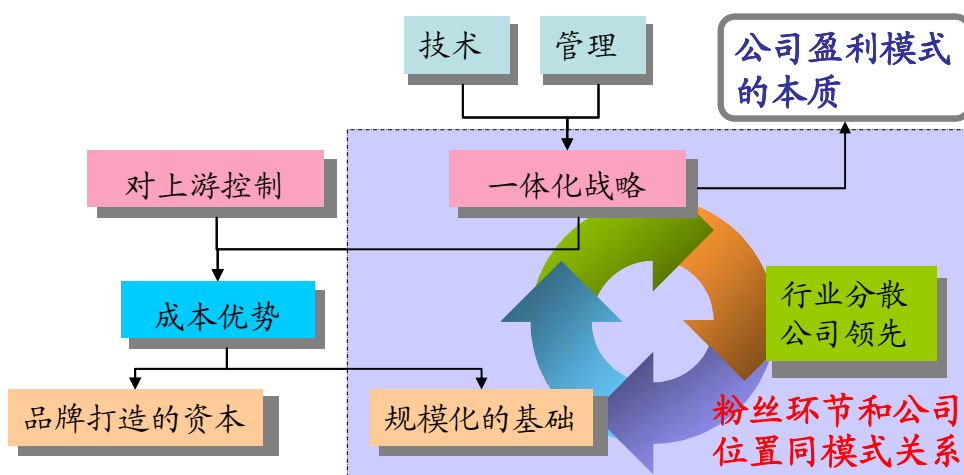
	2007	2008	2009	2010
固定资产原值本期增加数（万元）	3296.02	258.59	785.86	2220.3792
产能增加数（吨）	6750	11250	0	15000
单位产能耗用固定资产（元/吨）	4882.99	229.86	-	1048.25

资料来源：长江证券研究部

本次收购意向实际上标志着公司横向整合的开始，这也在侧面印证了我们之前推荐公司的大逻辑，即从整个粉丝行业的生态来看，来自需求端的拉力持续且稳定，而供给端“区域性强+集中度低”的特征则注入了强烈的整合预期；我们认为集中度提升和规模化竞争是未来产业化发展的必然趋势，而具备先进技术、注重品牌建设、业已积累良好口碑的行业领军者将执牛耳。公司本身品牌、规模和机械化程度领先同行，从而具备在一个原始分散的行业中横向拓展的可能性。（请详见我们的深度报告《管理和技术支撑龙口粉丝整合者》）

第三，再次强化我们看好公司的逻辑：一体化战略+规模化基础+行业分散公司领先

图 1：公司盈利模式逻辑图



资料来源：长江证券研究部

❖ 公司粉丝业务的两个方向——低成本扩张和品牌塑造

现阶段公司粉丝业务的两个方向是低成本扩张和品牌塑造：规模经济、议价能力和食品安全三方面的要求为规模化和工业化提供了依据；而“龙口泛化、双塔凸显”的概念转型以及公司所做的渠道变革则带来了定价能力的提升；同时产品结构方面红薯占位，杂粮中档，纯豆拉动的金字塔体系雏形初现。

❖ 完善的循环经济体系

和一般专注于粉丝制造的企业相比，公司的产业链更长，通过对于污水的处理提炼出蛋白、沼气和酒精等副产品能够进一步增厚其在粉丝环节的毛利。

粉丝行业的生产工艺决定了生产过程中排除的废水对环境有加大的负面影响。公司向粉丝加工制造的产业链下游延伸，遵循节能减排、循环利用的原则，从粉丝生产废水中提取并回收蛋白，通过厌氧发酵生产沼气，所得沼气用于内燃机组带动发电机发电，供公司生产使用；生产沼气后排放后的三次进一步通过曝气和好氧处理，达到国家排放标准后灌溉农田或作为部分生产水的再循环利用。

❖ 公司竞争模式探讨

我们认为公司竞争模式的本质就是一体化，而从公司一体化的流程来看，主要包括生产环节和下游循环利用两个方面。前者进一步细分出粉丝（淀粉）和食用菌（蔬菜）两大产品品类，后者则通过污水处理衍生出蛋白分离、沼气发电和酒精生产三大方向。更重要的是，作为淀粉加工成粉丝流程的直接下游，蛋白业务、沼气业务和酒精业务部分的利润

也会被计算在粉丝环节里。因此我们认为，和传统专注于粉丝制造环节的企业相比，一体化能够极大地降低公司的生产成本，进一步积累规模化的基础和品牌打造的资本。

换一个角度，隐藏在公司一体化战略背后的实际上是公司对于技术的严格要求和在管理上的孜孜不倦。衔接生产环节到循环利用的关键即在于《乳酸杆菌剥离淀粉颗粒表面蛋白包膜生产改性淀粉的研究与应用技术》、《粉丝废水中提取豌豆分离蛋白及综合利用的研究与应用》和《粉丝废水沼化发电节能技术改造》等三大技术创新，同时公司董事长对于技术改造的投入（例如坚定不移与高校合作）又显示出其严谨精进的管理风格。

和行业联系起来，作为一个原始行业里的翘楚，行业分散，公司领先带来粉丝规模扩大可能性；而粉丝规模扩大，一体化效能持续；进一步，一体化效能反过来促进公司竞争力。这也正是一体化的触发原动力在粉丝行业本身的原因。

第四，分环节的盈利预测和投资建议

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.64 元、1.28 元和 1.58 元，2012 年公司的目标价为 37.64 元，维持“推荐”。

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	370	549	728	978	货币资金	372	205	278	351
营业成本	278	414	493	681	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	92	135	235	296	应收账款	39	57	76	102
% 营业收入	24.9%	24.6%	32.3%	30.3%	存货	189	282	335	463
营业税金及附加	3	4	5	7	预付账款	73	108	129	178
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	12	17	17	23	流动资产合计	673	653	818	1094
% 营业收入	3.2%	3.2%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	25	33	45	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	163	255	277	238
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	50	47	45	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	56	89	180	222	其他非流动资产	-21	-21	-21	-21
% 营业收入	15.0%	16.2%	24.7%	22.7%	资产总计	865	934	1119	1355
营业外收支	8	1	1	1	短期贷款	40	0	0	0
利润总额	63	90	180	223	应付款项	15	22	26	36
% 营业收入	17.1%	16.3%	24.8%	22.8%	预收账款	19	28	37	50
所得税费用	10	13	27	33	应付职工薪酬	4	6	7	10
净利润	54	76	153	189	应交税费	10	14	25	32
归属于母公司所有者					其他流动负债	21	31	37	51
的净利润	53.7	76.3	153.3	189.3	流动负债合计	108	101	133	179
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.90	0.64	1.28	1.58	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	7	7	7	7
经营活动现金流净额	-51	-21	135	82	负债合计	115	108	140	186
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	750	826	979	1169
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	750	826	979	1169
固定资产投资	-89	-105	-64	-10	负债及股东权益	865	934	1119	1355
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-89	-105	-64	-10		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.896	0.636	1.277	1.578
股权融资	563	0	0	0	BVPS	12.50	13.77	8.16	9.74
银行贷款增加（减少）	-84	-40	0	0	PE	32.96	46.45	23.11	18.71
筹资成本	6	0	1	1	PEG	0.63	0.89	0.44	0.36
其他	-16	0	0	0	PB	2.36	2.14	3.62	3.03
筹资活动现金流净额	468	-40	1	1	EV/EBITDA	45.08	31.67	14.68	11.74
现金净流量	329	-167	72	73	ROE	7.2%	9.2%	15.6%	16.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。