

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 2011H1 财报点评和沟通反馈

事件描述

我们近期与双塔食品（002481）的相关领导进行了电话沟通，对公司中报基本情况、3 季度业绩增长、粉丝环节略低预期的主要原因以及横向一体化（收购）、纵向一体化（下游综合循环利用）的近期进展等问题进行了深入的交流，具体情况汇报如下。

事件评论

第一，粉丝环节表现平淡，预计下半年生产和销售将逐步恢复

公司 2011 年上半年实现主营业务收入 2.78 亿元，同比增长 68.61%；营业利润 0.31 亿元，同比增长 45.34%；归属于上市公司股东的净利润 0.26 亿元，同比增长 48.01%；上半年共实现 EPS0.22 元。

其中今年二季度实现主营业务收入 1.59 亿元，同比增长 74.29%；营业利润 0.15 亿元，同比增长 47.25%；归属母公司净利润 0.12 亿元，同比增长 39.90%；二季度 EPS 为 0.10 元。

表 1：公司主要财务数据一览

单位：亿元	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	0.74	0.91	0.99	1.06	1.19	1.59
同比增速					61.09%	74.29%
毛利率	24.70%	23.77%	25.51%	25.34%	20.37%	16.83%
三项费用率	9.83%	10.69%	6.99%	9.10%	6.58%	5.76%
利润总额	0.11	0.10	0.18	0.24	0.16	0.15
同比增速					23.08%	47.25%
所得税费用	0.02	0.02	0.03	0.04	0.02	0.02
归属于母公司净利润	0.09	0.09	0.16	0.20	0.14	0.12
同比增速					43.59%	39.90%
净利率	12.75%	9.41%	15.75%	18.95%	11.37%	11.34%

资料来源：长江证券研究部

整体的收入增速符合预期，但进一步分析上半年公司的收入和成本，可以发现粉丝环节上半年的增速仅为 15.18%；除了杂粮粉丝和薯类粉丝维持较为稳定的收入增速（30%左右）之外，纯豆粉丝的份额甚至有所下降（也即增速为负）。考虑到公司曾在 3 月中旬对部分产品提价 15%-30%，实际上半年的总销量为 1.9 万吨，其中纯豆 5400 吨、杂粮 7800 吨、薯类 5800 吨，同比增速分别为-12%、4%和 4.5%。

对于上半年粉丝环节低于预期，我们认为主要来自生产和销售两方面的原因。一方面，纯豆粉丝的生产设备上半年 5、6 两个月处于翻修改造过程中，导致淀粉供应不足，目前相关设备已经良性运转，预计下半年的生产能够恢复正常。另一方面，从往年来看公司上下半年的销售收入分布大约为 4:5，而实际情况是公司往往在 9-12 月份迎来销售旺季，但受制于产能不足而经常供不应求，因此公司特别在今年实行了备货制度，即上半年实际生产 2.9 万吨，我们预计 1 万吨的库存能够加速下半年公司的收入增长。

市场上可能会因公司 3 月份部分产品提价之后纯豆粉丝的销售下滑对下游的消化能力提出质疑，我们了解到的最新情况是 8 月份公司订货 4400 万，全是纯豆粉丝，对于下半年公司的渠道能力我们会继续密切关注。

表 2：主营业务分行业/分产品

主营业务分行业						
分产品或分行业	收入	成本	毛利率	收入同比	成本同比	毛利率同比
粉丝	17,767.77	13,739.89	22.67%	15.18%	14.75%	6.12%
主营业务分产品						
纯豆粉丝	7,529.72	5,509.33	26.83%	-1.81%	-2.19%	0.28%
杂粮粉丝	5,696.74	4,845.70	14.94%	31.16%	28.90%	1.49%
红薯粉丝	4,541.31	3,384.87	25.46%	32.98%	31.11%	1.06%

资料来源：长江证券研究部

表 3：公司半成品和产成品库存合计增加 6200 万元

项目（百万）	期初账面余额			期末账面余额		
	金额	跌价准备	账面价值	金额	跌价准备	账面价值
原材料	133.51	-	133.51	107.91	-	107.91
在产品	3.15	-	3.15	1.25	-	1.25
自制半成品	39.97	-	39.97	76.53	-	76.53
库存商品	3.64	-	3.64	29.02	-	29.02
发出商品	2.23	-	2.23	2.23	-	2.23
周转材料	7.38	0.58	6.79	12.74	0.58	12.16
合计	189.87	0.58	189.28	229.67	0.58	229.09

资料来源：长江证券研究部

第二，代采购比重上升拖累综合毛利率，粉丝放量、旧厂改造和 8 月份提价将支撑全年毛利率回升至 23%以上

公司上半年毛利率回落较为明显，Q1 为 20.37%，而 Q2 仅为 16.83%。其中粉丝环节 3 月份部分产品提价之后毛利率有所上涨，而上半年公司销售材料（加拿大进口豌豆销售及生物科技产业园部分投产销售）所得收入增长 9000 万元左右，占主营收入比重为 32.37%，而毛利仅为 4.82%，这也是造成公司综合毛利率大幅下降的主要原因。

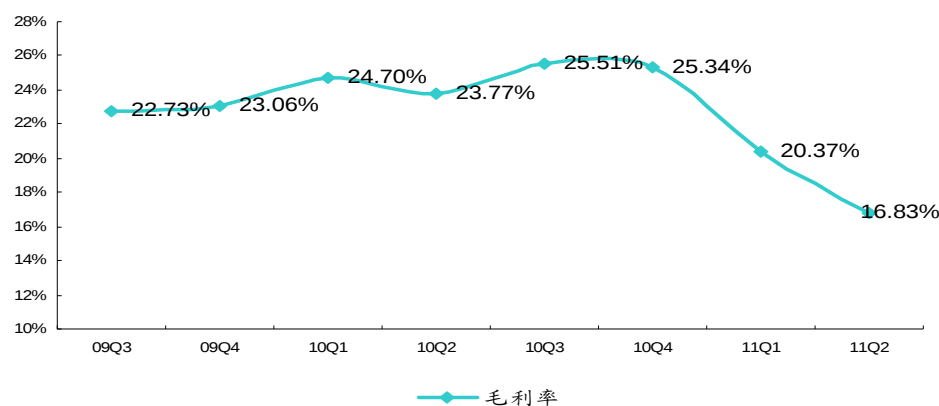
表 4：公司分产品收入/毛利率分拆

产品名称	上年同期			本期发生额		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
粉丝	15382.01	11866.30	22.86%	17026.93	12994.95	23.68%
香菇	132.81	130.94	1.41%	-	-	-
木耳	19.49	20.39	-4.60%	-	-	-
蛋白饲料及蛋白车间	635.80	87.94	86.17%	767.41	83.59	89.11%
租赁收入						
大粉	44.49	106.95	-140.41%	744.36	773.91	-3.97%

销售材料	298.28	305.75	-2.50%	9303.60	8855.52	4.82%
合计	16512.89	12518.27	24.19%	27842.30	22707.97	18.44%

资料来源：长江证券研究部

图 1：公司综合二季度毛利率降到 16.83%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 5：公司进口豌豆采购合约

公告日期	采购数量	采购金额	供货方	合同执行时间
2011/1/12	45,000 吨	1,493 万美元	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LTD 公司	已于 2011 年 3 月底执行完毕
2011/3/3	20,000 吨	818 万美元	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LTD 公司	已于 2011 年 5 月执行完毕
2011/3/18	22,000 吨	886.6 万美元	加拿大 Viterra Asia Pte Ltd 公司	已于 2011 年 6 月底执行完毕
2011/6/8	35,000 吨	1428 万美元	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL LTD 公司	将于 2011 年 8 月底执行完毕

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为下半年除了高毛利粉丝环节放量导致公司综合毛利率的自然修复之外，还有两个因素会对毛利率形成正面的促进作用。

- 一方面公司将在下个月新建一个淀粉处理厂，要求 2 个月之内可以投产，预计新厂日处理能力 200 吨豆子/天。而公司对旧厂进行改造之后处理一批豆子的时间由原来的 48 小时缩短为 24 小时，也即单产的效率提高一倍。
- 另一方面，公司计划于 8 月份对所有产品提价 20%，尽管一季度销售遭到影响，但从粉丝环节毛利率提升 6 个百分点来看提价确实能够对公司的毛利率产生显著的正面影响，但接下来我们仍需对公司的定价能力予以进一步的考察。

第三，上半年公司期间费用率有所下滑

公司本期销售费用较上年同期增幅较大，但销售费用率则有所下降，费用的增长主要来自公司本年加大市场开拓力度，产品销量增加，出口收入增长，产品运费、差旅费、进场条码费相应增加所致。

表 6：公司上半年期间费用率有所下降

总费用	总费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
-----	------	-------	-------	-------

09Q3	0.17	7.80%	2.14%	3.85%	1.81%
09Q4	0.11	11.16%	2.46%	6.46%	2.24%
10Q1	0.07	9.83%	2.98%	4.78%	2.07%
10Q2	0.10	10.69%	3.76%	4.92%	2.01%
10Q3	0.07	6.99%	1.95%	3.61%	1.43%
10Q4	0.10	9.10%	3.90%	5.73%	-0.53%
11Q1	0.08	6.58%	2.93%	4.01%	-0.36%
11Q2	0.09	5.76%	2.84%	3.92%	-0.99%

资料来源：长江证券研究部

第四，收购松林食品——迈出横向整合第一步

公司本次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。本次收购，符合本公司战略的总体布局，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。

对于本次收购，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，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 7：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》）

第五，纵向一体化预计明年全面到位

对于公司的纵向一体化，我们跟踪的情况如下：

- 蛋白：募投 2800 吨饲用蛋白+超募 8000 吨食用蛋白。食用蛋白已经有一条线投产（4000 吨规模），另一条还在建，预计明年 8000 吨都能够到位。
- 有机肥：食用菌和气候密切相关，一般上半年的 1-3 月份和下半年的 9-12 月份能够生产，预计今年贡献收入 1000 万；蔬菜全年都可以生产，也可以贡献收入 1000 万。
- 酒精：已经初具规模，生产食用酒精并非燃料乙醇。食用酒精比燃料乙醇的工序还多一步，售价接近 7000 元/吨，目前由于还在走程序因此对销量不好把握。

进一步，我们依据纯豆粉丝下游环节的生产配套工艺，计算每 10 吨豌豆所可能产生的利润增厚，如下表所示：

表 8：每 10 吨豌豆产生的下游利润增厚分情景模拟（单位：元）

	最低产量	最高产量	价格	最低增厚	最高增厚
蛋白（吨）	1.8	2	2000/6000	3600	12000
粉渣（吨）	1.5	1.8	400	600	720
酒精（吨）	0.27	0.36	6000	1620	2160
天然气(方)	806.4		3	2419.2	2419.2
合计				8239.2	17299.2

资料来源：长江证券研究部

第六，盈利预测与投资建议

这里我们依据公司的生产流程的分环节给出 PE，即粉丝 30X，蛋白和食用菌 25X，酒精和沼气 15X，则依据 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71 元、1.38 元和 1.87 元，2012 年公司的目标价为 34.30 元，维持“推荐”评级。

表 9：粉丝环节收入/毛利推演

粉丝环节	2010A	2011H	2011E	2012E
分产品销量（吨）	33000	19000	48000	56000
纯豆粉丝	15000	5400	20000	21000
--内销	12000	3400	13000	14000
--出口	3000	2000	7000	7000
杂粮粉丝	11000	7800	18000	24000
--内销	7000	5000	12000	15000
--出口	4000	2800	6000	9000
薯类粉丝	7000	5800	10000	11000
--内销	6800	5600	9600	10500
--出口	200	200	400	500
分产品价格（元/公斤）	9.82	9.76	10.14	10.10
纯豆粉丝	12.75	13.94	13.69	13.88
--内销	11.85		12.09	12.33
--出口	16.33		16.66	16.99
杂粮粉丝	7.90	8.14	8.11	8.27
--内销	8.59		8.76	9.02
--出口	6.68		6.81	7.02
薯类粉丝	6.57	7.81	6.69	6.88
--内销	6.60		6.73	6.93
--出口	5.56		5.67	5.84
分产品收入（万元）	32403	17760	48665	56579
纯豆粉丝	19119	7530	27373	29153
--内销	14220		15713	17260
--出口	4899		11660	11893
杂粮粉丝	8685	5700	14602	19853
--内销	6013		10514	13537
--出口	2672		4088	6316
薯类粉丝	4599	4530	6690	7573
--内销	4488		6463	7281
--出口	111		227	292

YOY	9.18%	15.18%	50.18%	16.26%
粉丝毛利率	23.24%	22.67%	23.61%	23.76%
纯豆粉丝	27.53%	26.83%	27.80%	28.20%
杂粮粉丝	15.46%	14.94%	15.80%	16.20%
红薯粉丝	25.89%	25.46%	26.00%	26.40%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

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	556	647	842	货币资金	372	207	306	525
营业成本	278	425	493	553	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	92	131	154	290	应收账款	39	58	67	88
% 营业收入	24.9%	23.6%	23.8%	34.4%	存货	189	289	335	375
营业税金及附加	3	4	4	6	预付账款	73	111	129	144
% 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	19	23	29	流动资产合计	673	665	838	1133
% 营业收入	3.2%	3.4%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	28	32	42	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	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%	-0.2%	固定资产合计	163	255	276	236
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	81	95	214	其他非流动资产	-21	-21	-21	-21
% 营业收入	15.0%	14.5%	14.7%	25.4%	资产总计	865	947	1139	1391
营业外收支	8	20	100	50	短期贷款	40	0	0	0
利润总额	63	101	195	264	应付款项	15	22	26	29
% 营业收入	17.1%	18.1%	30.2%	31.3%	预收账款	19	29	33	43
所得税费用	10	15	29	40	应付职工薪酬	4	6	7	8
净利润	54	86	166	224	应交税费	10	15	27	36
归属于母公司所有者					其他流动负债	21	32	37	42
的净利润	53.7	85.8	165.9	224.1	流动负债合计	108	104	131	159
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.90	0.71	1.38	1.87	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	-19	161	226	负债合计	115	111	137	166
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	750	836	1002	1226
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	836	1002	1226
固定资产投资	-89	-106	-63	-8	负债及股东权益	865	947	1139	1391
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-89	-106	-63	-8		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.896	0.715	1.382	1.867
股权融资	563	0	0	0	BVPS	12.50	13.93	8.35	10.21
银行贷款增加（减少）	-84	-40	0	0	PE	32.96	41.30	21.36	15.81
筹资成本	6	0	1	1	PEG	0.54	0.68	0.35	0.26
其他	-16	0	0	0	PB	2.36	2.12	3.54	2.89
筹资活动现金流净额	468	-40	1	1	EV/EBITDA	45.08	34.34	23.50	11.48
现金净流量	329	-165	99	219	ROE	7.2%	10.3%	16.6%	18.3%

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。