

粉丝行业翘楚，循环经济体系领先者

公司研究动态

◆在食品行业快速发展的背景下，我们看好粉丝行业：

人均收入提高带动社会消费总额快速增长；“十二五”扩内需进一步驱动食品行业增长。粉丝在我国具有上千年的饮食文化基础。国内近百亿规模，年增速达到 4.5%，国外市场则有可能进一步拓展；食品安全则有助于规范企业发展，品牌化企业收益。

◆龙口粉丝，行业翘楚：

龙口粉丝有超过 300 年的历史，龙口粉丝因其原料好，气候适宜，加工精细，因而产品质量优异，被称为“粉丝之冠”。02 年 9 月，为保护我国传统文化、促进地域特色产品发展，国家对龙口粉丝实施原产地域保护。

◆双塔，龙口粉丝行业中的一朵奇葩：

双塔拥有很强的品牌优势，并通过国家认证，不断优化品质，参加公益活动提升品牌价值。

通过再融资扩大产能，缔造行业龙头。目前市场占有率 3.4%，行业第一，上市募集资金，将 3 万吨产能扩大到 5 万吨，巩固行业龙头的地位。

公司的优势还在于完整的产品系列：公司旗下针对国内，国外，低、中、高端设计不同的产品，丰富产品线。

经过多年的发展，双塔在国内外市场建立了完善的销售网络。在参与市场竞争时，销售网络建设方面占据一定优势。

◆构建循环经济体系，产业链延伸上的新亮点：

双塔通过循环利用体系，从粉丝生产产生的废水中提取食用蛋白，预计增厚利润 2100 万元；提取蛋白后的废水进入沼气工程生产沼气，沼气用于发电，为生产供电；并利用粉渣生产乙醇，预计增厚利润 2558 万元，从而达到各个环节综合利用，提高产品附加值，增厚企业效益。

◆估值与评级：

看好公司循环经济模式，基于产能扩张以及产业链附加值提升，公司未来 3 年将进入收获期，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.72、1.08 和 1.40 元，参考食品类公司 12 年 30 倍左右估值，对于稳定消费公司，我们给予 12 年 25-30 倍 PE，对应目标价 27-32.4 元，买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	321	370	614	826	1,116
营业收入增长率	17.11%	15.24%	65.62%	34.70%	35.03%
净利润（百万元）	43	54	86	129	168
净利润增长率	48.99%	25.11%	59.99%	50.36%	29.59%
EPS（元）	0.36	0.45	0.72	1.08	1.40
ROE（归属母公司） （摊薄）	29.95%	7.17%	10.51%	14.03%	15.95%
P/E	71	57	36	24	18

买入（首次）

当前价/目标价：25.55/32.4 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕

（执业证书编号：S0930511010001）

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebscn.com

市场数据

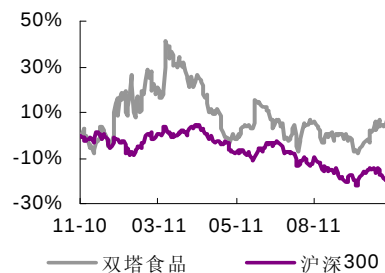
总股本(亿股)：1.20

总市值(亿元)：30.78

一年最低/最高(元)：21.85/64.38

近 3 月换手率：26.82%

股价表现(一年)

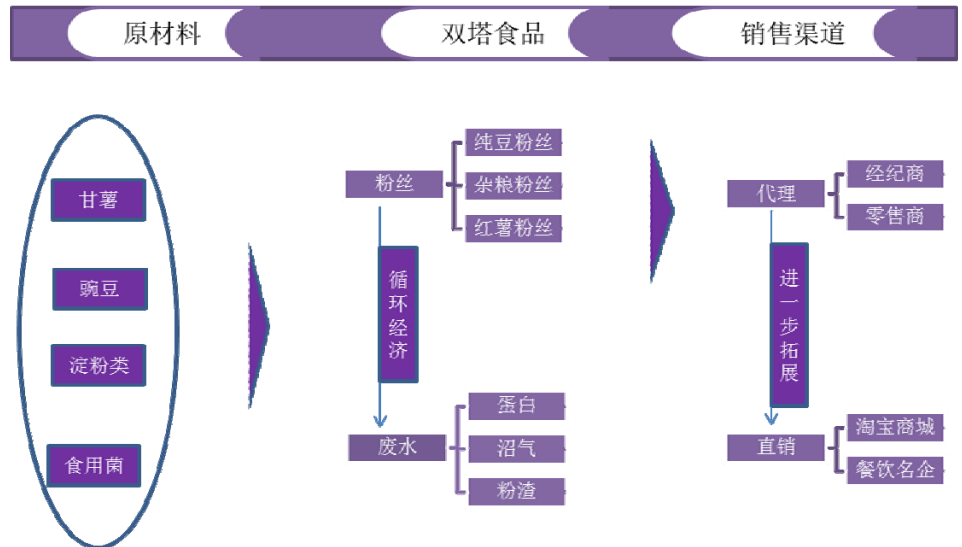


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.58	12.56	26.29
绝对	12.29	1.14	6.73

一、双塔食品业务架构流程图

图表 1：双塔食品业务架构流程图



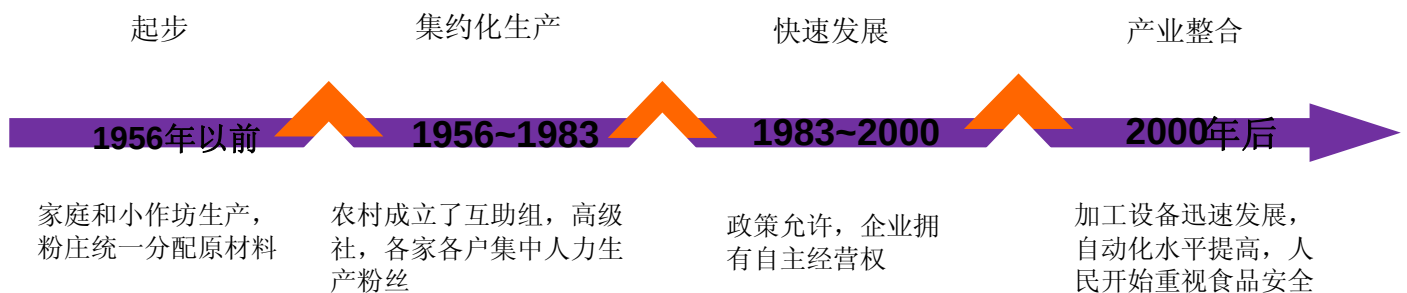
资料来源：光大证券研究所

双塔以甘薯、豌豆等为原料生产销售粉丝，并通过废液提纯蛋白发展循环经济。从主营业务来看，粉丝为主：2011 年三季报显示粉丝收入占总营业收入 94.8%，业务相对单一。但目前公司正致力开拓新产品，其中营收占比不到 5% 的饲料蛋白项目贡献 13% 的净利润；并且公司正发展循环经济，逐步拓宽收入渠道。

二、粉丝行业：内外兼修

南甜北咸，西酸东辣，国人喜好千种百样，但对于“三粉”：粉丝、粉条、粉皮食品，在 3/4 以上省份有使用习惯。粉丝的历史可以追溯到 1400 年前北魏贾思勰的《齐民要术》。上千年以来，国内对粉丝的消费基础一直存在。建国以后，更是得到质的发展。

图表 2：粉丝行业的发展

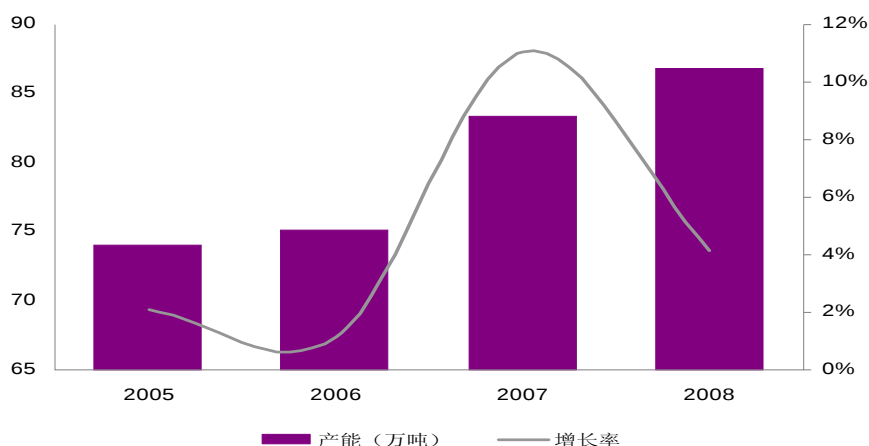


资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2.1、国内市场百亿规模可期

时至今日，粉丝流行全国，但主要消费市场分布在广东、湖北、湖南、四川、上海、重庆、北京、山东等地。其中又以广东、四川、上海等地较为突出。粉丝行业集中度相对较低，07 年全行业国内销售粉丝约 90 万吨，但年生产规模达 1 万吨以上企业数量不足 10 家。市面上粉丝品牌众多，呈现“多、杂、乱”等特点。但也不乏一些知名品牌：“双塔”、“冠珠”、“六六顺”等。行业整体年均 4.5% 的规模增长。

图表 3: 粉丝市场规模



数据来源: 中国市场调查研究中心, 光大证券研究所

对于粉丝消费增长潜力, 我们认为来自行业内外兼修: 内看需求拉力及品牌化; 外看出口增长。

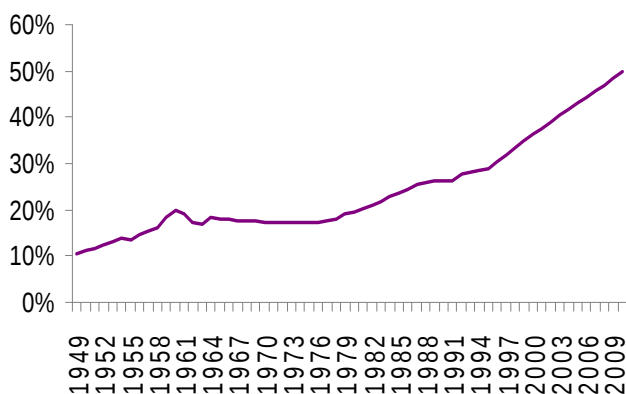
需求拉力: 横向抹平城乡差异, 纵向看人均收入提升

分析粉丝量增, 除了人口增长带来的刚性增长外, 人均消费量提升是主要关注点。横向来看, 人均消费量的提升主要来自抹平城乡人均消费差异, 即城镇化带来消费量提升。食品行业城乡差异消费量一般在 2-3 倍。我国目前不足 60% 的城镇化率仍有较大提升空间。

纵向来看, 03 年以来城镇人均食品支出呈现快速增长, 这种趋势将随着人均可支配收入提升, 将呈现加速趋势。

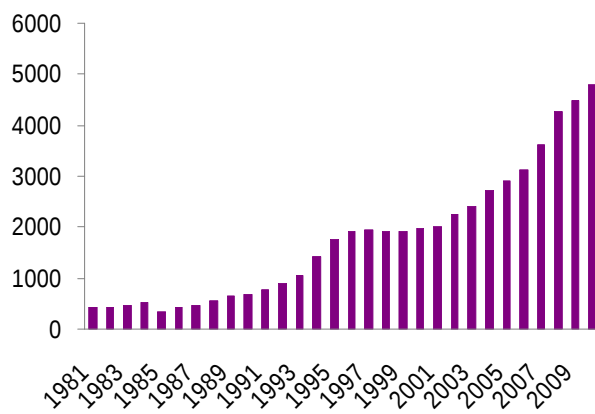
“十二五”规划中将保证民生及扩大内需提高到空前的高度, 为此出台了一些列财政、货币政策, 这些都为粉丝行业乃至食品行业的发展提供源源不断的动力。

图表 4: 城镇化率



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图表 5: 城镇人均食品支出



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

食品安全问题引导消费者转向品牌消费

食品安全事故牵动全国, 近年更是频繁发生, 在品牌弱势企业中尤为突出, 对此人们对食品安全也越来越重视。政府也逐步开始加强管理, 09 年通过的《中华人民共和国食品安全法》就是一个标志性的转折。政策力度目前不断提升, 仅从 11 年国家各部门出台的全国性食品安全法规就超过 50 部, 并且地方政府,

行业协会也相继出台众多规范食品安全的法规。政策规范及消费安全意识增强，逐步引导消费者转向品牌消费。

图表 6：2011 年发生的食品安全事故

事故时间	事故	行业
2011/2/1	可燃面条事件	生产加工
2011/2/1	皮革奶事件	生产加工
2011/3/1	瘦肉精事件	养殖
2011/3/1	毒血旺	生产加工
2011/3/1	染色毒花椒	生产加工
2011/4/1	染色馒头事件	生产加工
2011/4/1	毒生姜事件	加工
2011/4/1	牛肉膏事件	生产加工
2011/4/1	毒豆芽事件	生产加工
2011/5/1	绝育黄瓜	种植
2011/5/1	爆炸西瓜	种植
2011/5/1	染色豆瓣	生产加工
2011/6/1	塑化剂	包装
2011/10/1	思念水饺金黄色葡萄球菌事件	生产加工

资料来源：光大证券研究所

2.2、海外规模进一步扩大

亚洲其他国家对粉丝一直有较大需求。09 年我国粉丝出口数量为 8.52 万吨。随着国际化的进程的加速及市场开放，出口增速可能进一步加快。

以区域划分，国外市场可分为三类：1）日韩为代表的东亚国家。由于烟台离日韩地理位置较近，国内粉丝一直主要出口日韩。08 年日韩两国从我国进口粉丝数量占我国粉丝出口总量的 45%，进口金额占我国粉丝出口总金额的 55%。

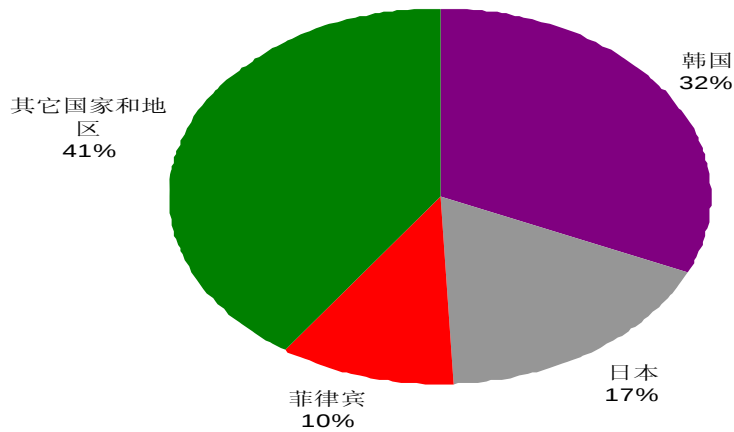
韩国是从我国进口粉丝数量最多的国家。08 年，我国对韩国出口粉丝达 2.5 万吨，占粉丝出口总量的 29%；出口金额为 2200 万美元，占我国粉丝出口总金额的 19%。出口到韩国的粉丝产品以红薯粉丝为主，主要消费场所为米肠加工厂、餐饮、商场和超市。

日本是从我国进口粉丝金额最高的国家。08 年，我国对日本出口粉丝金额达到 4211 万美元，占出口总金额的 36%；出口数量为 1.4 万吨，占我国粉丝出口总量的 16%。我国出口日本的粉丝主要以高档的纯豆粉丝和即食粉丝为主。消费渠道为餐饮、商场超市、加工工厂。

2）以菲、马、印尼为主的东南亚国家。该区域市场以价格适中的杂粮粉丝为主，主要面向消费者是侨居海外的华人群体以及受中国饮食习惯影响的当地居民。

3）受中国饮食文化影响的欧洲、美洲等地区。该部分市场主要消费产品为纯豆粉丝和杂粮粉丝，消费者大都选择拥有较强影响力的品牌，其中以能代表中国饮食文化和传统饮食文化的“龙口粉丝”为首。

图表 7：09 年我国粉丝出口市场统计



数据来源：海关数据，光大证券研究所

三、双塔，粉丝行业中的一朵奇葩

3.1 龙口粉丝历史悠久，品质优秀

龙口粉丝已有 300 多年的生产历史。因为历史上各商户以烟台龙口市为粉丝的重要集散地，然后通过龙口港销往海内外，故命名为“龙口粉丝”。龙口粉丝因其原料好，气候适宜，加工精细，因而产品质量优异，被称为“粉丝之冠”。02 年 9 月，为保护我国传统文化、促进地域特色产品发展，国家对龙口粉丝实施原产地域保护，龙口粉丝原产地域范围为招远市、蓬莱市、龙口市、莱阳市、莱州市五个行政区域。招远市粉丝生产企业数量占全国数量的 40% 以上，是龙口粉丝的主产地，其龙口粉丝年产量占全国龙口粉丝总量 80% 以上。

图表 8：龙口粉丝的特点

	普通粉丝	龙口粉丝
历史	无特定历史	300 多年的历史
原产地保护	全国生产，无国家保护	山东五个区域受国家保护
国际影响力	无特定影响力	100 年前就远销海外
标准	无特定标准	原材料，水质加工工艺都有相应标准
外观	不统一	丝条匀细，纯净光亮，整齐柔韧，洁白透明
性质	易糊化	耐煮不糊化

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

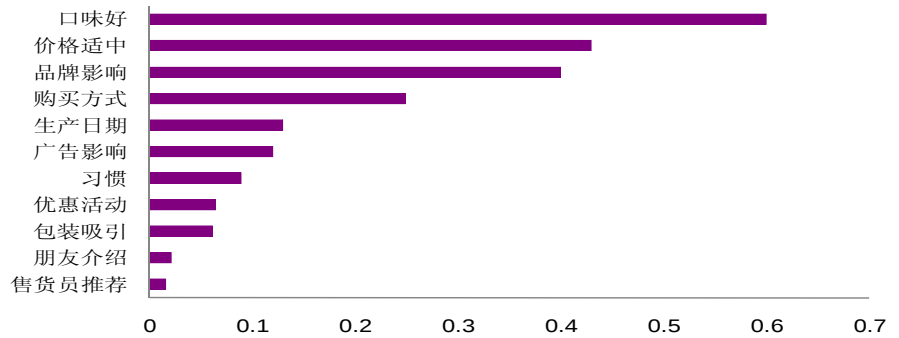
3.2 双塔，粉丝行业中的一朵奇葩

双塔食品能够在粉丝行业里胜出，除了地处粉丝之都，生产我国著名粉丝-龙口粉丝等外在自然优势外，更多还是体现在企业的自身的竞争优势。

3.2.1 双塔一直孜孜追求品牌建设

作为大众消费的食品行业，除口味、价格等直观因素外，品牌直接决定了公司的市场竞争力。人均收入的增加及频繁爆出的食品安全事故，无不推动了大家对品牌的追求。

图表 9：居民购买速食食品的动力统计



来源：白象品牌规划报告，光大证券研究所

双塔，作为粉丝行业的龙头，多年以来一直注重品牌的经营，并取得非常好的成绩。

图表 10：公司所获的荣誉

年份	所获奖项
2001 年	中国国际农业食品博览会中夺得“名牌产品”桂冠
2000 年	无公害农产品标志证书
2000 年	通过 ISO9001 国际质量体系认证
2003 年	2003 通过 ISO14001 国际环境体系认证
2003 年	2003 通过 HACCP 国际食品安全卫生体系认证
2004 年	2004 “山东名牌”产品称号
2005 年	2005 山东省“农业产业化重点龙头企业”
2006 年	2006 以行业最高分获得“中国名牌”称号
2006 年	2006 “双塔”被认定为“中国驰名商标”称号

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

3.2.2 倡导食品安全，提高产品质量

作为国内最大的粉丝行业龙头企业，双塔食品从建立绿色食品基地开始，不断探索加强食品安全的模式，从源头上控制食品安全。

作为中国粉丝行业协会的主席企业，双塔率先规范粉丝行业的发展，使得粉丝生产过程中添加明矾等化学物质现象得以改善，促进其他企业和整个行业的健康发展。

双塔检测中心是粉丝行业中唯一一家通过 CNAS 认证的检测机构，可对原材料中的水分、灰分、蛋白质、淀粉以及粉丝产成品中水分、直径、亚硝酸盐含量、菌落总数、大肠菌群以及铝的含量进行定量检测，保证原材料符合国家和行业标准，进一步确保产品质量安全。

3.2.3 从事公益事业，承担社会责任，提升企业形象

08 年 1 月份开始，公司先后在成都、重庆等全国大中城市开展了“爱心 08—双塔粉丝大型义卖中华行”公益活动，每卖出一袋产品就捐出一元钱，将义卖全部所得捐赠给中国少年儿童基金会，用于推广“春蕾计划”和“安康计划”。5 月 13 日以来，又在上海、成都等地开展义卖活动，将义卖所得通过中国少年儿童基金会捐赠给灾区。四川汶川发生地震后，公司组织近 3000 名职工为地震灾区捐款。

3.2.4 扩大产能，巩固行业龙头地位

双塔食品 09 年产能 3.54 万吨，市场占有率 3.4%，行业第一。随后利用上市

募集资金在现有的基础上,扩大到 5 万吨的产能,进一步巩固行业龙头的地位。

图表 11: 国内主要粉丝生产企业一览表

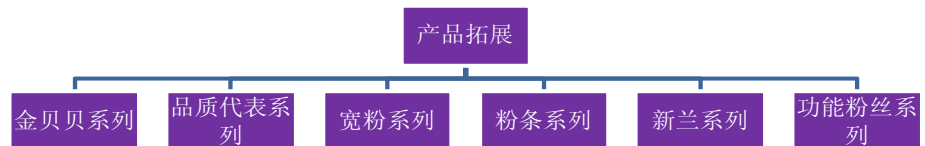
公司名称	注册资本	介绍
烟台双塔食品股份有限公司	205 万美元	国内最大的龙口粉丝生产企业,产能 30,000 吨,旗下拥有金华贝贝,新兰等系列
山东金城股份有限公司	5100 万元	主要生产龙口粉丝及淀粉、米、面制品,年产各种粉丝 10,000 余吨,旗下有“丝宝宝”牌粉丝
山东春雨食品有限公司	150 万美元	年生产龙口粉丝 12,000 吨、旗下有“春雨”牌粉丝
招远三嘉粉丝蛋白有限公司	2500 万元	年产龙口粉丝 11,000 余吨,旗下有“冠珠”牌粉丝
山东六六顺食品有限公司	55 万美元	各种粉丝的年生产能力达到万余吨,旗下有“六六顺”牌粉丝

资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

3.2.5 健全产品系列, 拓展销售网络

双塔目前的产品线上,除了传统的龙口粉丝外,针对不同的消费人群,海内,海外不同的市场,开发出了多种产品,在丰富人们的选择的基础上,扩展公司盈利渠道。

图表 12: 双塔食品产业链拓展



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

经过多年的发展,双塔在国内外市场建立了完善的销售网络。此外,通过加大资金投入、改造传统生产工艺流程、引进现代化生产设备等方式,将粉丝传统生产方式转变为自动化、机械化的工业化生产方式,在生产工艺方面占据行业领先地位。

3.3 双塔粉丝行业整合可期

作为传统的食品生产加工型企业,粉丝加工行业位于上游原材料与下游销售渠道之间,其发展严重受到上下游产业的束缚。但双塔的战略发展,为突破这一束缚带来一缕曙光。

3.3.1 上游,“企业+农民”及国际采购结合模式完善的原料供应体系

粉丝生产所需要的原材料为豌豆、绿豆、甘薯等农作物以及玉米淀粉等农业深加工产品。粉丝行业是典型的食品制造行业:原材料的采购成本在总成本中占比大,其中豆类粉丝 66%、红薯粉丝 83%、杂粮粉丝 71%,所以,控制原材料的供应就显得格外重要。

图表 13: 豌豆食品的敏感度分析

		豌豆单位成本					
		↑ 15%	↑ 10%	↑ 5%	↓ 5%	↓ 10%	↓ 15%
单位成本变动	内销纯豆粉丝	9.87%	6.58%	3.29%	-3.29%	-6.58%	-9.87%
	内销杂粮粉丝	+6.26%	+4.18%	+2.09%	-2.09%	-4.18%	-6.26%
	外销纯豆粉丝	+8.77%	+5.85%	+2.92%	-2.92%	-5.85%	-8.77%
单位毛利率变动	内销纯豆粉丝	-36.64%	-24.43%	-12.21%	+12.21%	+24.43%	+36.64%
	内销杂粮粉丝	-32.48%	-21.65%	-10.83%	+10.83%	+21.65%	+32.48%
	外销纯豆粉丝	-12.39%	-8.26%	-4.13%	4.13%	8.26%	12.39%
总毛利变动		-20.38%	-13.39%	-6.79%	+6.79%	+13.59%	+20.38%
营业利润变动		-35.09%	-23.39%	-11.70%	11.70%	23.39%	35.09%

资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

图表 14: 甘薯的敏感度分析

	甘薯价格单位成本变动					
	↑ 15%	↑ 10%	↑ 5%	↓ 5%	↓ 10%	↓ 15%
内销红薯粉丝单位成本变动	+13.02%	+8.68%	+4.34%	-4.34%	+8.68%	+13.02%
内销红薯粉丝单位毛利变动	-31.59%	-21.06%	-10.53%	+10.53%	+21.06%	+31.59%
总毛利变动	-6.85%	-4.57%	-2.28%	+2.28%	+4.57%	+6.85%
营业利润变动	-11.79%	-7.86%	-3.93%	+3.93%	+7.86%	+11.79%

资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

由以上数据可以看出, 原材料的变动对企业的利润影响是巨大的, 对于内销产品, 基本原材料变动一个单位, 单位成本同步变动, 但净利润变动 2 个单位, 海外市场受原材料价格变动的影响较小, 对此, 双塔密切与农民合作, 保障原材料供应。

豌豆方面, 加强国际合作

为了稳定原材料的供应, 公司在豌豆的采购上与加拿大大型农场保持长期稳定的合作。

图表 15: 2011 年至今公司豌豆采购订单

	订单数量	金额	时间
RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED	35000 吨	1428 万美元	计划于 2011 年 8 月底执行完毕
Viterra Asia Pte Ltd	22000 吨	886.6 万美元	计划于 2011 年 6 月底执行完毕
RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED	20000 吨	818 万美元	计划于 2011 年 5 月底执行完毕
RICHARDSON INTERNATIONAL LIMITED	45000 吨	1,493 万美元	计划于 2011 年 3 月底执行完毕

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

3.3.2 中游, 在产能上做大做强

对于一个正在逐步由粗放向精细化转型的行业来说, 通过横向整合形成整条产业链中的中坚力量尤为重要。而从公司募投项目和阶段性发展战略来看, 规模

化依然是其方向。

过于分散的行业格局为企业扩张提供历史性机遇

国内目前拥有食品生产许可证和卫生许可证的粉丝生产企业约 200 家，大部分集中在山东、河北、四川等地。大多数企业处于小规模经营，07 年全行业年销售粉丝约 90 万吨，但年生产规模达 1 万吨以上企业数量不足 10 家。资金壁垒是大部分企业发展的主要瓶颈。

而双塔通过 IPO，将募集资金用于年产 2 万吨粉丝项目：其中纯豆粉丝 6000 吨/年、杂粮粉丝 14000 吨/年。公司目前各类粉丝年生产能力 3 万吨，募集资金投资项目建成投产后，公司将达到年产 5 万吨粉丝的生产能力，继续稳固粉丝行业龙头企业的地位。

我们预计项目达产后，不排除公司进一步利用资金、品牌、技术优势，通过兼并重组或是其他方式，扩大产能，提升市场占有率的可能。

3.3.3 下游，直销与经销共拓销售渠道

目前双塔主要的销售渠道模式为经销代理与直销相结合。

1) 经销方面，企业将全国分为在 7 个大区，并实行“大区经理—省区经理—业务员—经销商”的管理制度。

2) 直销方面，广开直销网络。目前双塔已经和过数十家大型商贸公司签订供货协议，全国门面店合计 10000 多家门店，如：上海易初莲花连锁超市有限公司；山东家家悦集团有限公司；北京京客隆商业集团股份有限公司等。

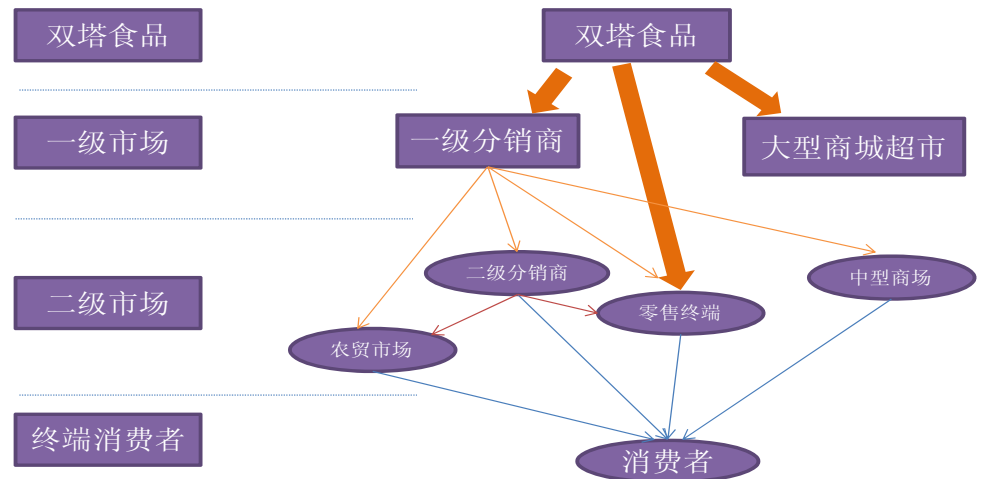
双塔也致力于开拓大众餐饮企业以及学校、企事业单位食堂等。公司主页上近期出现“淘宝商城”的链接，相信网络直销也有望在项目扩产后，成为一种新添的销售方式。

图表 16：双塔客户种类

客户种类		备注
零售商	直供零售商	公司直接供货的大型商场和连锁超市等，具体客户有沃尔玛、易初莲花、步步高、京客隆等。
	间接零售商	由区域经销商供货和管理的商场超市，具体有麦德龙、家乐福、北京欧尚、乐购等。
区域经销商	个人经销商	以个人名义与发行人签订区域经销合同，负责经营区域内的流通批发市场和商场市。
	法人经销商	以法人名义与发行人签订区域经销合同，主要面向区域内的商场超市。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

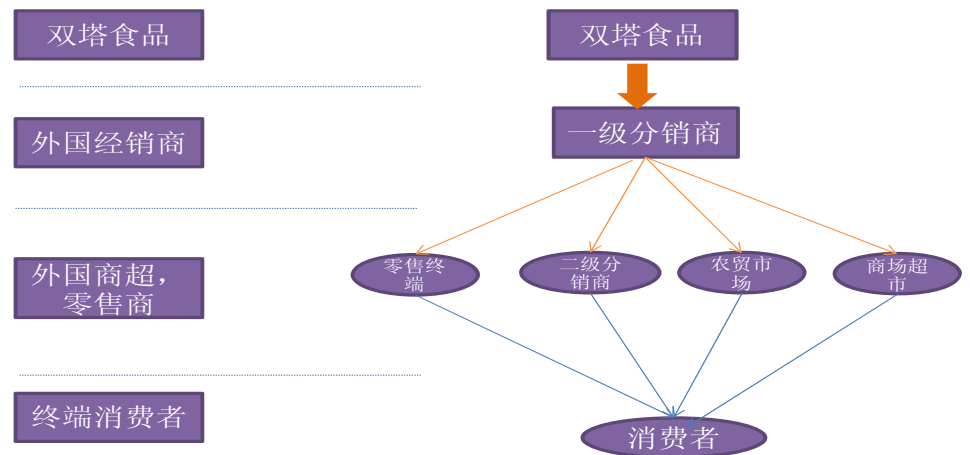
图表 17：双塔国内销售模式立体模型



资料来源：光大证券研究所

3)对于海外市场，主要通过国外经销商来运作。双塔拥有国外经销商 113 家，其中日本经销商 32 家，韩国经销商 5 家，其他国家和地区的经销商 76 家。

图表 18: 双塔海外销售模式立体模型



资料来源：光大证券研究所

图表 19: 双塔近年海外市场销售占比



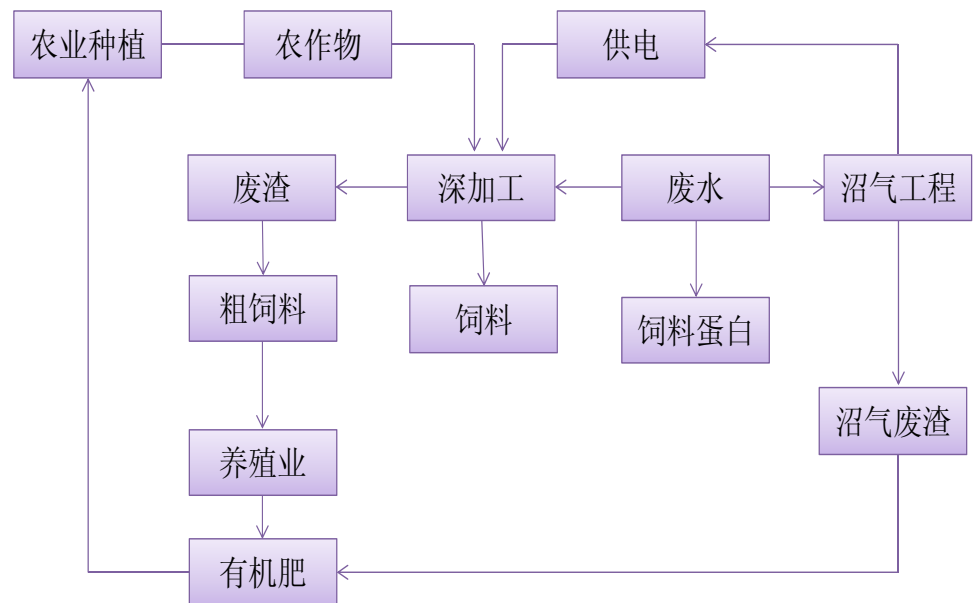
资料来源：公司公告，光大证券研究所

在双塔海外收入构成中，我们可以看出，随着公司业务的扩大，日韩所占的比重在逐年的下降，其他地区的比重的逐步增加，这也减少了公司对单一市场的过度依赖风险。

四、双塔构建循环经济体系，产业链延伸上的新亮点

双塔遵循节能减排、循环利用的原则建设，将粉丝生产产生的高浓度废水进行沉淀、分离，提取废水中的蛋白；提取蛋白后的废水进入沼气工程生产沼气；沼气用于发电，为生产供电；沼气工程产生的沼渣经处理后作为有机肥料使用，处理达标的中水经沟渠输送至附近农田作为灌溉用水使用；淀粉分离车间产生的分离废渣作为粗饲料能促进当地牛、羊养殖业的发展；养殖业能消耗大量的作物秸秆资源，增加了豌豆、甘薯等农作物的种植收益；牛羊粪便返回田间用于豆类和甘薯等农作物种植施肥；豌豆、甘薯用作公司生产原材料。从而实现增加收入，降低成本，保护环境等多重作用。

图表 20：粉丝行业循环经济产业链



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

此外，双塔利用超募资金除了用于补充流动性和归还银行贷款外，还添加了两个循环经济项目，拓展公司利润增长点。

图表 21：超募项目投资情况

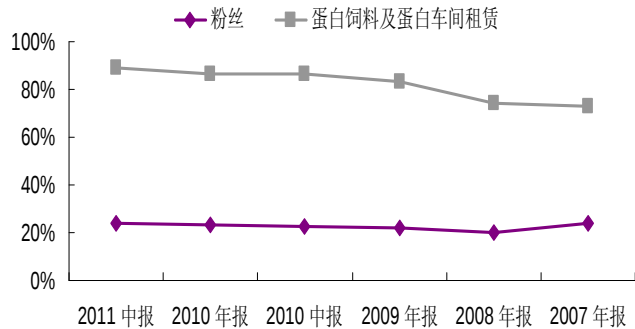
项目	金额/投资额	建设期	收入	利润	产能规模
超募项目 1：年产 8000 吨食用蛋白项目	3100 万	1 年	5600 万	2100 万	达产实现年处理 32 万吨提取淀粉后的蛋白浆液，生产加工 8000 吨食用蛋白的生产能力。
超募项目 2：粉丝生产中废料、粉渣综合利用项目	4234 万	1 年	9500 万	2558 万	年产燃料乙醇 15000 吨，沼气 500 万立方米。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.1 饲料蛋白：循环经济模式下的高利润率业务

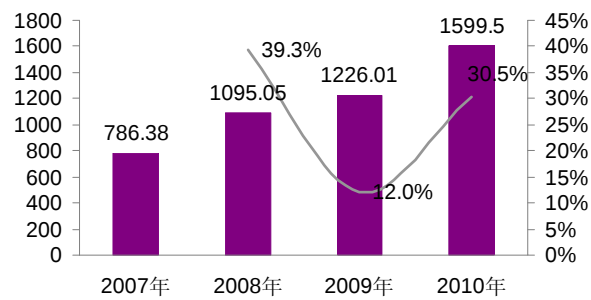
双塔将粉丝生产产生的高浓度废水进行沉淀、分离，提取废水中的蛋白，作为饲料蛋白销售，成本极低。饲料蛋白自 07 年就已开始经营，并一直是公司利润率最高的业务，毛利率高达 70%以上，11 年中报中更是高达 89%。

图表 22: 双塔食品主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图表 23: 饲料蛋白近年收入情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4.2 食用蛋白项目: 优异的品质及广泛的用途背后无限的前景

通过进一步工艺延伸, 双塔将饲料蛋白转化为食用蛋白, 提高附加值。预计项目净利润率 37.5%, 达产后贡献净利润 2100 万。

从粉丝浆液里提取的蛋白, 生产成本极低, 销售价格在 7000 元-13000 元之间, 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。并可用广泛的应用于: 食品添加剂、乳制品、糕点糖果、造肠衣、包装膜、涂层材料等领域, 经深加工还可制造肽、氨基酸等增强人体免疫力的高级保健品。

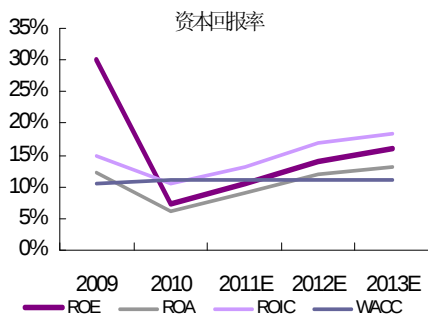
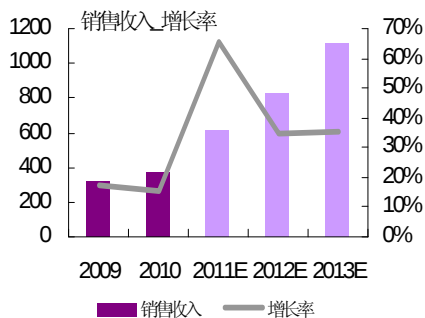
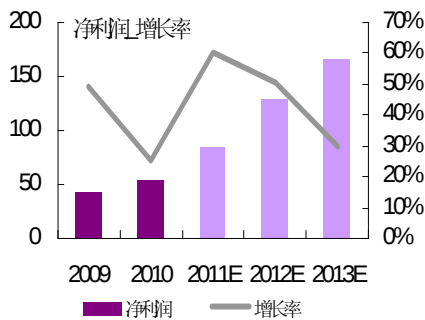
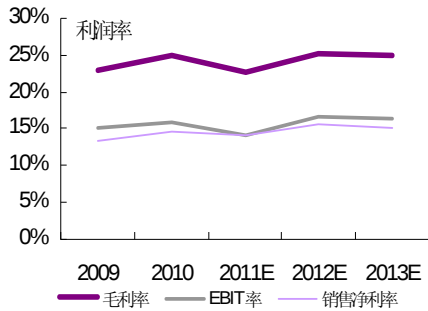
4.3 乙醇、沼气项目: 节能环保及资源重复背景下, 降低营运成本

通过引进先进的乙醇生产工艺, 双塔利用粉丝生产过程中产生的不吸水饱和原料, 分离以后绿豆、豌豆粉渣和无法食用的淀粉、粉丝作为原料生产乙醇。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。

预计项目完全达产后, 年可实现年销售收入 9500 万元, 利润总额 2558 万元, 除增厚公司净利润外, 还具有很强的社会和环境效益。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。

五、投资评级

看好公司循环经济模式, 基于产能扩张以及产业链附加值提升, 预计粉丝收入保持 15% 的年增长, 饲料蛋白盈利在现有 1300 万得基础上, 扩产有望实现翻倍, 同时食用蛋白, 乙醇, 沼气项目预计年贡献 4600 万, 公司未来 3 年将进入收获期, 我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.72、1.08 和 1.40 元, 参考食品类公司 12 年 30 倍左右估值, 对于稳定消费公司, 我们给予 12 年 25-30 倍 PE, 对应目标价 27-32.4 元, 买入评级。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	321	370	614	826	1,116
营业成本	248	278	474	618	837
折旧和摊销	9	11	19	21	23
营业税费	2	3	4	6	8
销售费用	7	12	20	26	35
管理费用	15	18	29	38	51
财务费用	6	4	-8	-9	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	55	94	146	191
利润总额	52	63	102	154	199
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	42.95	53.74	85.98	129.28	167.53

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	347	865	950	1,093	1,277
流动资产	221	673	727	841	1,019
货币资金	43	372	362	364	375
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	27	36	58	78	105
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	7	3	8	10	12
存货	138	189	284	371	502
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	107	119	148	176	185
无形资产	18	50	47	45	43
总负债	204	115	132	171	227
无息负债	80	75	132	171	227
有息负债	124	40	0	0	0
股东权益	143	750	818	921	1,050
股本	45	60	120	120	120
公积金	26	569	518	531	547
未分配利润	72	121	180	271	383
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	0	-51	90	68	72
净利润	43	54	86	129	168
折旧摊销	9	11	19	21	23
净营运资金增加	65	135	43	106	154
其他	-117	-251	-58	-188	-273
投资活动产生现金流	-18	-89	-50	-50	-30
净资本支出	18	89	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-37	-177	-100	-100	-60
融资活动现金流	37	468	-50	-17	-31
股本变化	0	15	60	0	0
债务净变化	43	-84	-40	0	0
无息负债变化	-51	-5	57	39	56
净现金流	19	329	-10	1	11

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	17.11%	15.24%	65.62%	34.70%	35.03%
净利润增长率	48.99%	25.11%	59.99%	50.36%	29.59%
EBITDA 增长率	27.09%	21.87%	48.03%	51.63%	30.72%
EBIT 增长率	31.75%	21.08%	45.25%	59.75%	33.88%
估值指标					
PE	71	57	36	24	18
PB	21	4	4	3	3
EV/EBITDA	22	18	27	18	14
EV/EBIT	26	21	33	21	16
EV/NOPLAT	31	25	39	25	19
EV/Sales	4	3	5	3	3
EV/IC	5	3	5	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.83%	24.87%	22.76%	25.17%	25.03%
EBITDA 率	18.03%	19.07%	17.04%	19.19%	18.57%
EBIT 率	15.20%	15.97%	14.01%	16.61%	16.47%
税前净利润率	16.06%	17.12%	16.68%	18.62%	17.87%
税后净利润率 (归属母公	13.36%	14.51%	14.01%	15.64%	15.01%
ROA	12.37%	6.21%	9.05%	11.83%	13.12%
ROE (归属母公司) (摊	29.95%	7.17%	10.51%	14.03%	15.95%
经营性 ROIC	14.92%	10.59%	13.18%	16.91%	18.32%
偿债能力					
流动比率	1.12	6.20	5.80	5.11	4.62
速动比率	0.42	4.46	3.53	2.85	2.34
归属母公司权益/有息债务	1.16	18.75	-	-	-
有形资产/有息债务	2.65	20.36	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.36	0.45	0.72	1.08	1.40
每股红利	0.00	0.15	0.21	0.32	0.42
每股经营现金流	0.00	-0.42	0.75	0.57	0.60
每股自由现金流(FCFF)	-0.27	-1.35	-0.01	-0.15	-0.04
每股净资产	1.20	6.25	6.82	7.68	8.75
每股销售收入	2.68	3.09	5.11	6.89	9.30

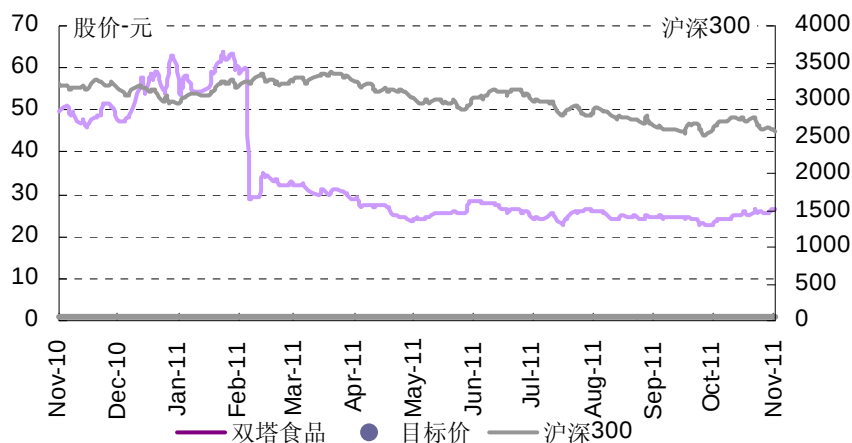
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

双塔食品（002481）



日期	股价	目标	评级
2010-09-03	45.37	0.00	无评级
买入 增持 中性 减持 卖出			

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebsecn.com