

双塔食品 (002481.sz)

8000吨食用蛋白和2万吨粉丝投产成为明年新增长点

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

明年新增2万吨募投粉丝产能和8000吨食用蛋白

1) 明年新增长点: A、根据公司募投项目进展情况, 2万吨粉丝产能预计于明年二季度投产; B、超募资金8000吨食用蛋白预计今年年底全部投产, 由于前期设备处于磨合期, 今年销量不大, 且初期很多以饲料蛋白出售, 我们乐观估计明年产能利用率为60%, 则明年新增5000吨食用蛋白的销量。2) 今年3月租赁烟台君晟粉丝公司7000吨, 招远三五食品公司3000吨, 8月收购烟台松林食品2000吨粉丝出口产能, 因此, 我们预计今年全年粉丝销量为4.4万吨以上。

大规模采购豌豆: 既能节约成本, 又为食用蛋白提供原料

今年合计采购数量为12.2万吨, 金额为4625万美元, 约合人民币2.91亿元, 平均采购价格为2.39元/公斤, 采购价格同比增长6.13%。我们认为, 公司大规模采购豌豆的优势为: 第一、大规模采购可以控制原材料供应; 第二: 大规模可摊薄成本; 第三, 公司超募资金的8000吨食用蛋白项目需要蛋白原料, 公司可以将采购的豌豆分离成淀粉和蛋白, 淀粉可以出售给国内厂商, 而蛋白可以被公司利用。因此, 鉴于上述原因, 公司采购豌豆后, 部分是自用, 多余部分以豌豆形式或者淀粉形式出售的毛利率不高, 中报的毛利率仅为4.81%。

食用蛋白方面: 高毛利产品, 未来前景可期

1) 主要考虑出口, 销售由采购部门同事兼任, 预计销售价格至少在10000元/吨以上。2) 目前主要运用在凉粉和宠物食物, 未来可进一步开拓应用领域。3) 我们估计食用蛋白毛利率大概在70%以上。

盈利预测与评级: 给予“买入”评级

我们预计2011-2013年EPS为0.70元、0.99元、1.36元, 对应当前22.8元股价的PE分别为33倍、23倍和17倍, 给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全问题, 募投项目低于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	321.45	370.45	624.15	835.09	1063.68
增长率(%)	17.11%	15.24%	68.49%	33.79%	27.37%
EBITDA(百万元)	58.68	71.65	105.04	158.06	228.25
净利润(百万元)	42.95	53.74	83.81	118.46	162.99
增长率(%)	48.99%	25.11%	55.96%	41.34%	37.59%
每股收益(元)	0.95	0.90	0.70	0.99	1.36
市盈率	0.00	55.54	32.64	23.10	16.79
市净率	0.00	3.98	3.28	2.87	2.45
EV/EBITDA	1.38	37.03	23.81	16.90	12.34

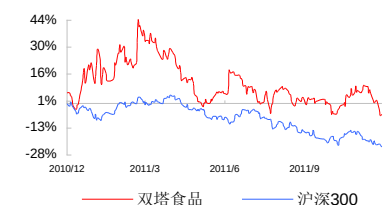
数据来源:烟台双塔食品股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	22.8
合理价值	28.00元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-13.96	-8.84	-53.42
沪深300	-14.72	-14.23	-27.92

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

120/58.19

主要股东:

招远市君兴投资管理中心

主要股东持股比例

38.53

流通A股比例

48.49%

财务比率

ROE	7.17
ROA	8.8661
资产负债率	13.3049

2010年报数据

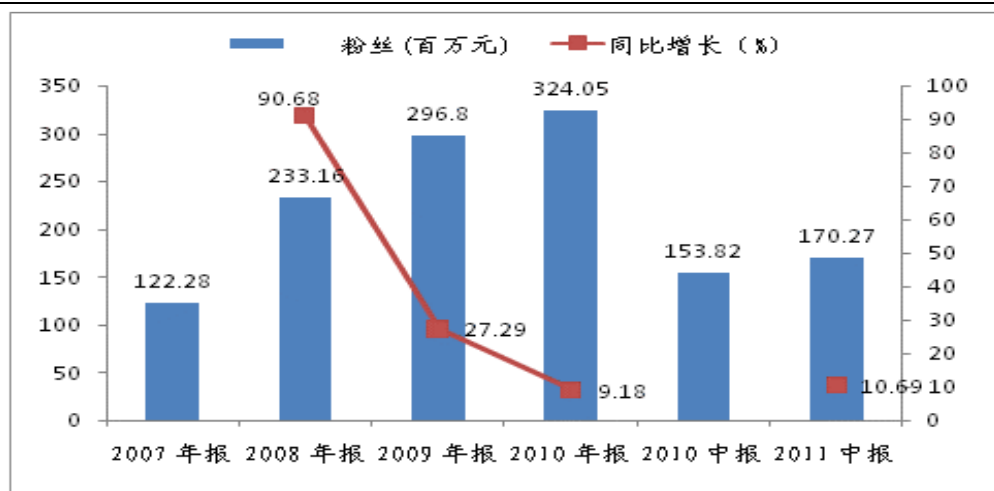
销售情况：预计今年粉丝销量可达4.4万吨以上，明年新增2万吨募投产能

1) 明年新增长点：A、根据公司募投项目进展情况，我们预计其将于明年二季度投产，届时新增2万吨粉丝产能；B、此外，根据公司公告，超募资金8000吨食用蛋白产能已实现部分投产，预计今年年底全部投产，由于前期设备处于磨合期，今年销量不大，且初期很多以饲料蛋白出售，预计明年全部投产后，我们乐观估计产能利用率为60%，则明年新增5000吨食用蛋白的销量。

2) 今年全年粉丝全销量大概4.4万吨以上。根据公司公告，公司于今年3月租赁烟台君晟粉丝公司7000吨，招远三五食品公司 3000 吨，新增1万吨产能，同时于8月收购烟台松林食品2000吨粉丝出口产能，因此，我们认为今年全年粉丝销量为4.4万吨以上。

从中报数据看，今年二季度分素销量不是很好，同比增长仅10.69%，销售收入为1.7亿元，但是公司在6月底提价后，7月份订货会情况不错，使得三季度销量上升，尤其是4季度是销售旺季。因此，综合而言，我们估计今年全年粉丝收入增速为20%以上。

图1：近年粉丝收入及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

渠道及销售区域情况：商超比例仍在提升

1) 公司主要通过商场超市和农批市场进行销售。其中，商场超市销售以纯豆粉丝为主，产品档次较高；农批市场销售以杂粮粉丝、红薯粉丝为主。目前，商超和农批比例大概1:1，未来商超比例仍将加大。

2) 公司直供的大型连锁商场超市有10余家，全国门面店合计10000多家。上市后，品牌溢价给予更多与全国大型连锁商超的合作机会。

3) 目前一线城市商超都有铺货，但是二三线城市覆盖的还不多，未来渠道有望进

一步下沉。

4) 根据公司2010年年报数据显示,公司截至2010年底,销售人员仅37多人,但我们认为,公司还有很多促销人员等临时人员未统计在内,因此,保守估计常用销售人员远超这个数。公司国内销售区域分为7大片区,每个片区会配1-3个销售经理。

5) 由于消费习惯原因,粉丝沿海一带销售比较好,比如深圳、上海、福建都是公司销量比较不错的区域。此外,北京销售也不错。

大规模采购豌豆：既能节约成本，又为公司循环经济产业链提高原料

公司分别与1月、3月、6月四次公告大规模采购豌豆,4次合计采购数量为12.2万吨,合计采购金额为4625万美元,约合人民币2.91亿元,平均采购价格为2.388元/公斤,而根据2010年年报数据,公司2010年豌豆采购价格为2.25元/公斤,采购价格同比增长6.13%。我们认为,公司大规模采购豌豆的优势为:

第一、大规模采购可以控制原材料供应,原因为:国内企业向国外进口豌豆时,需要一定规模国外豌豆商才会愿意签订合同出售,一般而言,整船出售才会有规模化,因此,小粉丝厂商对豌豆需求没有这么大,那么只能向公司采购豌豆,这样公司在粉丝原料具有控制权。目前公司是和烟台另一家公司合作采购大规模豌豆数量。

第二:大规模可摊薄成本,如公司一共分了4次采购,每次采购价格不一,综合而言,采购成本较低,同比仅增长6%;

第三,公司超募资金的8000吨食用蛋白项目需要蛋白原料,公司可以将采购的豌豆分离成淀粉和蛋白,淀粉可以出售给国内厂商,而蛋白可以被公司利用。一般而言,豌豆分离出比例为:淀粉大概45%,蛋白在15-17%,水分15%和水渣15%。

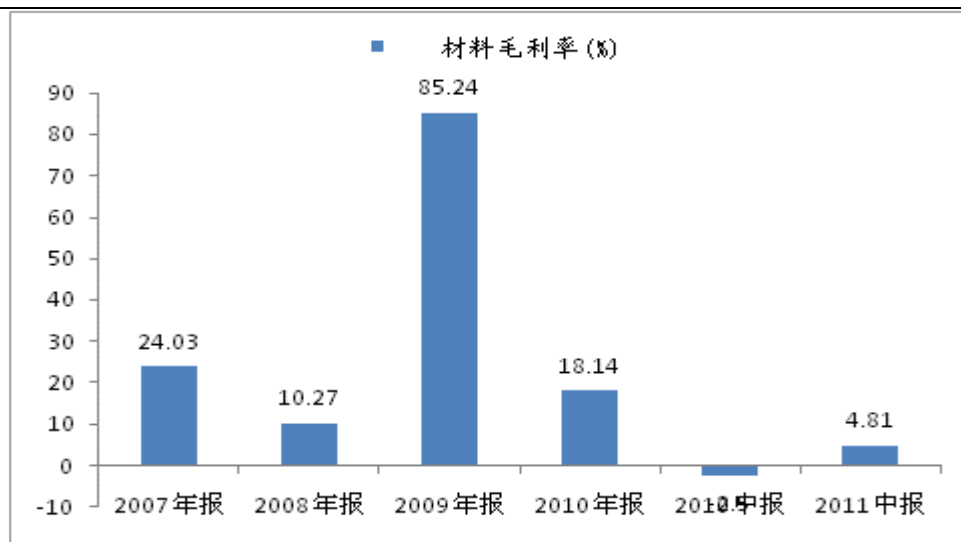
因此,鉴于上述原因,公司采购豌豆后,部分是自用,多余部分以豌豆形式或者淀粉形式出售的毛利率不高,如中报数据显示,材料的毛利率仅为4.81%,并不是以大规模盈利为目的。

表1: 2011年公司公告豌豆采购数量及金额

公告时间	合同采购商	采购金额	采购数量
2011-1-12	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL	1493 万美元	4.5 万吨
2011-3-3	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL	818 万美元	2 万吨
2011-3-18	加拿大 Viterro Asia Pte Ltd	886.6 万美元	2.2 万吨
2011-6-9	加拿大 RICHARDSON INTERNATIONAL	1428 万美元	3.5 万吨

数据来源: 公司公告

图2：近年材料毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

食用蛋白方面：未来前景可期

公司在粉丝生产过程中产生的废水，经过提浆、沉淀、压滤、蒸煮消毒、烘干等多道工序将得到饲料蛋白，饲料蛋白经过加工技术处理后，可作为食用蛋白。

此前公司直接将饲料蛋白生产车间外包，自身并不直接经营饲料蛋白的生产和销售业务，超募资金项目投产后，饲料蛋白升级成食用蛋白后，公司公告称，预计市场销售价格在7000-13000元/吨，而国内当前饲料蛋白的价格仅为3500元/吨。

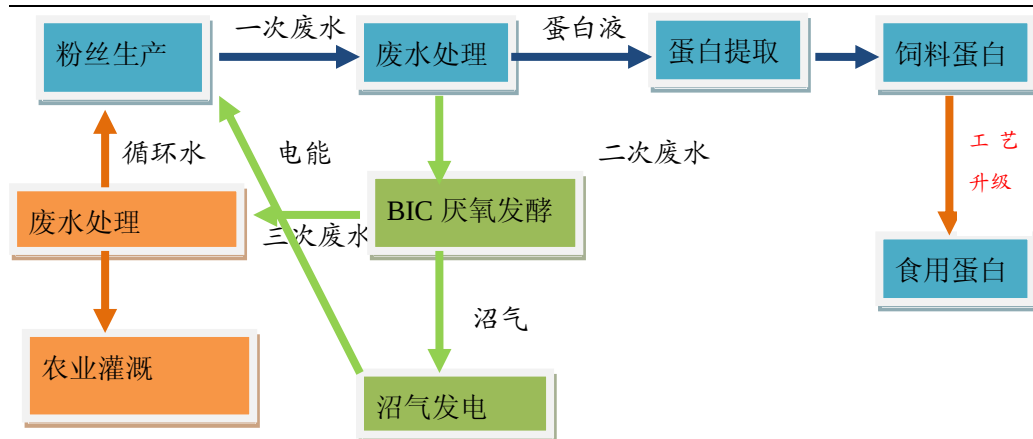
按照公司年产8000万吨食用蛋白超募资金公告，预计项目完全达产后，年可实现年销售收入5600.00万元，净利润2100.08万元，这给公司带来较大的利润空间。目前该项目情况为：

1) 主要考虑出口，销售由采购部门同事兼任，根据公告，销售价格在7000-13000元/吨，我们取中间值，预计销售价格约10000元/吨以上。

2) 国内接触的客户主要运用在凉粉中，国外主要销售对象为宠物食物，应用领域比较多，未来可进一步开拓。

3) 我们粗略估算，80%的蛋白比例的食用蛋白的成本大概在2000元/吨，而销售价格为7000元/吨以上，因此，我们保守估计食用蛋白毛利率大概在70%以上。

图3：食用蛋白生产工艺流程图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

其它方面：产品结构需丰富，品牌广告定位中

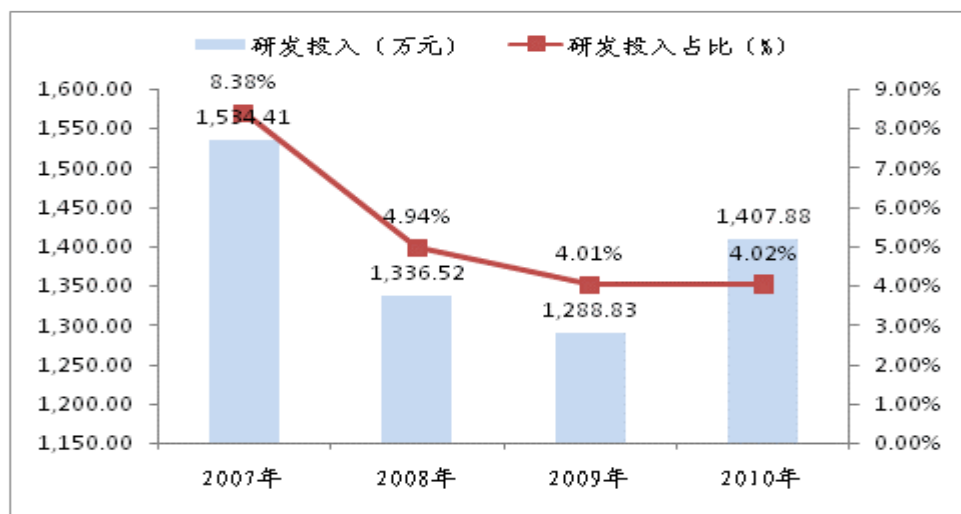
1、品牌推广方面：1）此前有拍过广告，但是诉求点不强，使得现在我们没有看到公司大规模的广告投放，只在小部分地区的地方台有投放，如山东地方电视台。我们认为，公司在品牌推广方面，需要跳出龙口粉丝，重点突出双塔，因此，品牌推广方面目前仍在探寻。2）不排除公司找推广公司合作，共同寻找广告的诉求点。

2、公司也正在加大新产品研发，突破粉丝传统食用，如开发方便粉丝等，进一步丰富产品结构。一直以来，公司比较注重研发，根据2010年年报显示，公司研发及技术人员31人，占公司总人数5.82%，且研发费用占收入比重为4.02%，远高于其他传统食品企业。

3、根据了解，食用菌项目预计明年不能实现大规模放量，预计到2013年开始逐渐贡献业绩，不排除与国内食用菌公司共同合作开发。

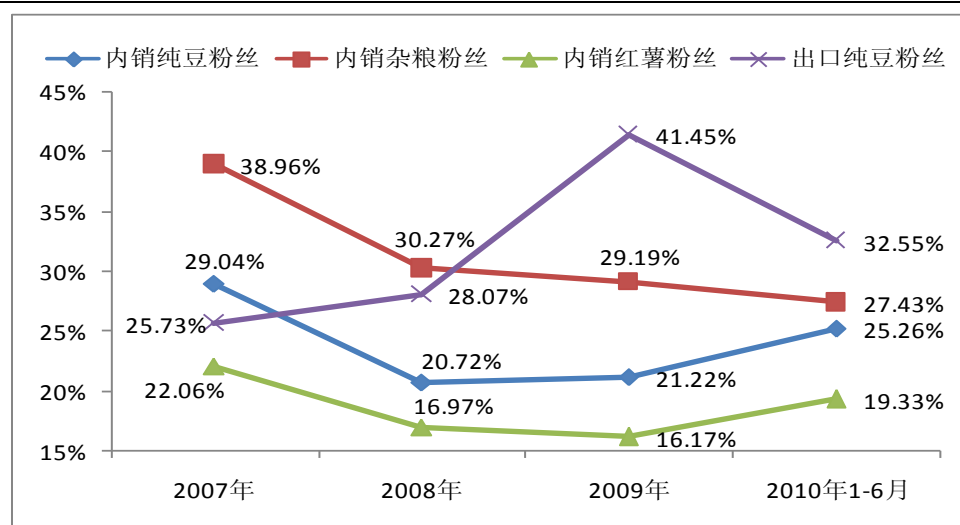
4、募投项目的2万吨粉丝中，杂粮和纯豆粉丝占比根据市场需求可能会做调整，募投项目预计在二季度投产。此前，根据公司安排，新增的2万吨产能中主要为6000吨纯豆粉丝，主要用于出口，继续扩大日本市场份额，牢牢守住日本市场，14000吨杂粮粉丝用来内销或者东南亚国家，此两种粉丝的毛利率都比较高。

图4：近年公司研发投入及占收入比重



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：公司产品毛利率变动情况



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

盈利预测与评级：给予“买入”评级

盈利预测假设条件：1）公司每年小幅提价来消化原材料价格上涨，保证毛利率稳定；2）乙醇和食用蛋白项目今年业绩贡献不明显，明年开始逐渐贡献；3）食用菌项目2013年开始逐渐贡献业绩；4）募投项目2万吨粉丝预计明年2季度开始投产；5）管理费用率保持不变，而销售费率小幅提升。

综合而言，我们预计2011-2013年销售收入分别为6.243亿元、8.35亿元和10.64亿元，对应的EPS为0.70元、0.99元、1.36元，对应当前23元股价的PE分别为33倍、23倍和17倍，给予“买入”评级。

风险提示

食品安全问题，募投项目低于预期。

资产负债表

单位：百万元

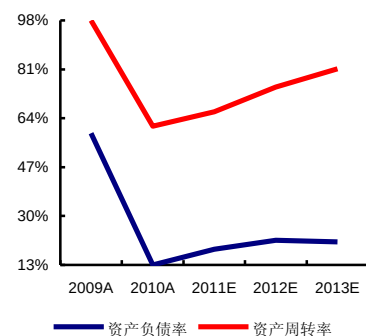
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	221	673	798	814	854
货币资金	43	372	274	105	-39
应收及预付	39	111	236	341	428
存货	138	189	287	368	466
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	127	192	228	403	560
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	107	119	156	332	490
在建工程	0	23	23	23	23
无形资产	19	50	49	48	47
其他长期资产	0	1	0	0	0
资产总计	347	865	1,026	1,217	1,415
流动负债	197	108	192	265	299
短期借款	117	40	40	40	40
应付及预收	73	68	152	225	259
其他流动负债	7	1	0	0	0
非流动负债	7	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	0	0	0
负债合计	204	115	192	265	299
股本	45	60	120	120	120
资本公积	17	555	495	495	495
留存收益	81	135	219	337	500
归属母公司股东权益	143	750	834	952	1,115
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	347	865	1,026	1,217	1,415

利润表

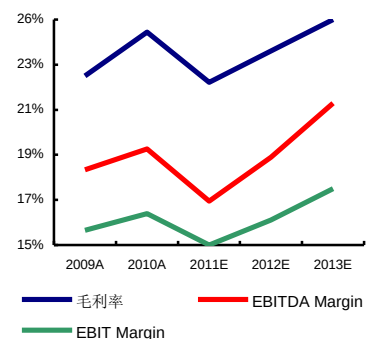
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	321	370	624	835	1064
营业成本	248	278	484	635	793
营业税金及附加	2	3	4	5	7
销售费用	7	12	19	27	34
管理费用	15	18	26	35	45
财务费用	6	4	1	2	2
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	43	55	90	131	184
营业外收入	10	9	9	9	9
营业外支出	1	0	1	0	0
利润总额	52	63	99	140	192
所得税	9	10	15	21	29
净利润	43	54	84	118	163
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	43	54	84	118	163
EBITDA	59	72	105	158	228
EPS (元)	0.95	0.90	0.70	0.99	1.36

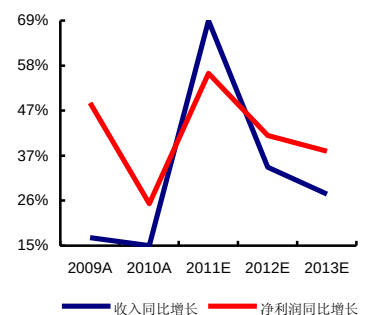
资产负债率趋势



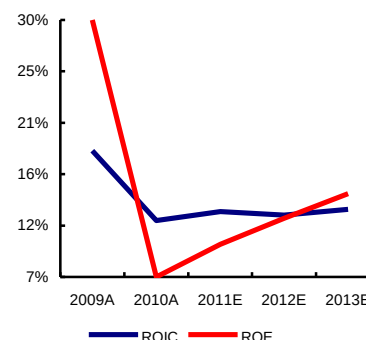
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

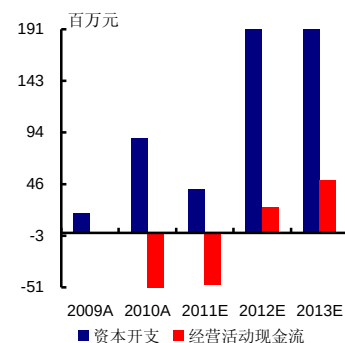
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	0	-51	-48	24	49
净利润	43	54	84	118	163
折旧摊销	9	11	13	25	43
营运资金变动	-60	-122	-139	-113	-150
其它	8	6	-6	-6	-7
投资活动现金流	-18	-89	-41	-191	-191
资本支出	-18	-89	-41	-191	-191
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	37	468	-9	-2	-2
银行借款	147	115	0	0	0
债券融资	-104	-199	-7	0	0
股权融资	0	563	0	0	0
其他	-6	-11	-2	-2	-2
现金净增加额	19	329	-98	-169	-145
期初现金余额	24	43	372	274	105
期末现金余额	43	372	274	105	-39

主要财务比率

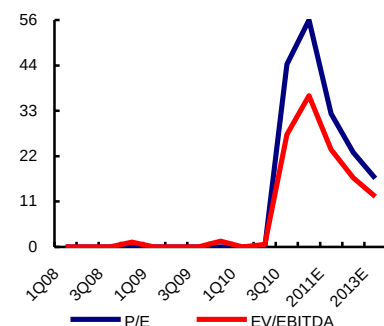
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.1%	15.2%	68.5%	33.8%	27.4%
营业利润	53.7%	28.9%	64.1%	45.5%	40.0%
归属于母公司净利润	49.0%	25.1%	56.0%	41.3%	37.6%
获利能力					
毛利率	22.8%	24.9%	22.5%	24.0%	25.5%
净利率	13.4%	14.5%	13.4%	14.2%	15.3%
ROE	30.0%	7.2%	10.1%	12.4%	14.6%
ROIC	18.4%	12.2%	13.0%	12.7%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	13.3%	18.7%	21.8%	21.2%
净负债比率	56.5%	-44.3%	-28.1%	-6.8%	7.1%
流动比率	1.12	6.20	4.15	3.07	2.85
速动比率	0.39	3.79	1.61	0.69	0.20
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.61	0.66	0.74	0.81
应收账款周转率	12.81	11.92	13.19	12.62	12.55
存货周转率	1.79	1.70	1.68	1.72	1.70
每股指标 (元)					
每股收益	0.95	0.90	0.70	0.99	1.36
每股经营现金流	0.00	-0.85	-0.40	0.20	0.41
每股净资产	3.19	12.50	6.95	7.94	9.29
估值比率					
P/E	0.0	55.5	32.6	23.1	16.8
P/B	0.0	4.0	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	1.4	37.0	23.8	16.9	12.3

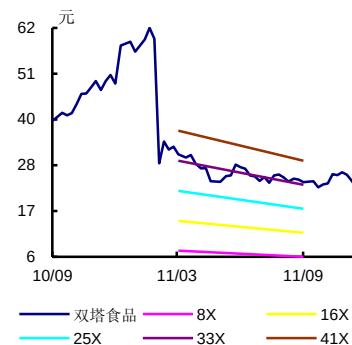
资本支出与经营活动现金流



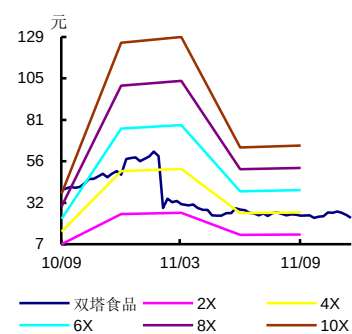
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

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	2011-03-15
双塔食品（002481）年报点评：盈利稍高于预期，行业整合提供公司快速扩张的机会	胡鸿	2011-01-26
双塔食品(002481.sz): 开源节流：财政补贴增加+原材料采购成本下降	胡鸿	2011-01-12

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。