



食品饮料/必需消费

双塔食品 (002481)

未来3年豌豆蛋白快速放量确定性仍很强

——双塔食品调研报告

胡春霞 (分析师) 闫伟 (研究助理)
021-38676186 021-38674873
huchunxia@gtjas.com yanwei@gtjas.com
证书编号 S0880511010015 S0880113090019

本报告导读:

预计年底前定增有望完成, 进度快于市场预期。Q3 蛋白销量不佳因受干旱影响, 未来3年快速放量确定性仍很强。

投资要点:

- **投资建议: 维持增持。** 因胶东干旱缺水致开工率不足, 预计完全恢复尚需时间, 下调 2014-15 年 EPS 预测至 0.36、0.59 元 (前次 0.45、0.66 元)。预计公司定增进度快于市场预期、募投项目有望于 2015Q4 达产, 上调 2016 年 EPS 预测至 0.98 元 (前次 0.91 元), 参考可比公司, 给予 2016 年 20 倍 PE, 上调目标价至 19.6 元 (前次 16.6 元)。
- **Q3 蛋白销量不佳因受干旱影响, 但未来3年快速放量确定性仍很强。** 预计 Q3 豌豆蛋白销量约 2000 吨、低于市场预期, 主因 Q2 以来胶东地区干旱缺水致开工率不足, 近期公司已在打新井, 预计年底到 2015 年初开工率将逐步恢复。全球豌豆蛋白供给有限 (预计极限 60 万吨), 非转基因特性使其替代大豆蛋白趋势明确, 预计 2013 年全球需求 5 万吨左右, 未来几年将保持快速增长, 公司作为少数几家参与者之一, 已提前布局新产能, 未来3年快速放量确定性很强。预计 2014-16 年公司高端豌豆蛋白销量达 7500、15000、25000 吨。
- **预计粉丝销量将保持平稳增长。** 预计 Q3 粉丝销量约 1 万吨、同比基本不变。预计 7 月底的订货会订单 (预计订单量为 1.2-1.3 万吨, 同比翻番增长) 仍有部分需留到 10 月份执行, 有助 Q4 粉丝销量实现平稳增长。预计全年粉丝销量增长 3-5%。
- **预计年底前定增有望完成, 进度快于市场预期。** 我们预计定向增发有望于年底前完成, 2015 年 Q4 有望投产, 进度将快于市场预期。
- **核心风险:** 豌豆蛋白销量低于预期; 食品安全问题。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.60**

上次预测: 16.60

当前价格: 15.71

2014.11.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.18-16.16
总市值 (百万元)	6,787
总股本/流通 A 股 (百万股)	432/375
流通 B 股/ 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	3.86
日均成交值 (百万元)	56.12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,091
每股净资产	2.52
市净率	6.2
净负债率	63.09%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.02	0.07
Q2	0.04	0.07
Q3	0.14	0.12
Q4	0.06	0.10
全年	0.26	0.36

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	14%	47%
相对指数	5%	11%	48%

相关报告

《粉丝快速增长趋势明确, 豌豆纤维有望由废变宝》2014.08.06

《豌豆蛋白放量确定性提升》2014.07.27

《蛋白业务放量增长, 粉丝产能将顺利消化》2014.05.15

《规模效应+OEM+循环经济拉动粉丝龙头》2010.09.03

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	584	744	1,030	1,061	1,469
(+/-)%	-2%	27%	38%	3%	38%
经营利润 (EBIT)	102	129	183	293	484
(+/-)%	25%	27%	42%	60%	65%
净利润	93	113	155	257	425
(+/-)%	33%	21%	37%	66%	65%
每股净收益 (元)	0.43	0.26	0.36	0.59	0.98
每股股利 (元)	0.02	0.05	0.10	0.15	0.15
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	17.4%	17.4%	17.8%	27.6%	33.0%
净资产收益率 (%)	10.5%	11.3%	13.9%	19.7%	25.6%
投入资本回报率 (%)	8.3%	8.4%	13.2%	14.4%	18.4%
EV/EBITDA	29.7	40.4	29.4	20.4	12.8
市盈率	36.3	60.0	43.9	26.4	16.0
股息率 (%)	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.0%

模型更新时间: 2014.11.05

股票研究

必需消费
食品饮料

双塔食品 (002481)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.60**

上次预测: 16.60

当前价格: 15.71

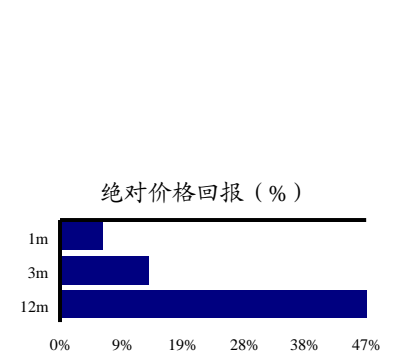
公司网址

www.shuangtafensi.com

公司简介

公司是国内粉丝行业内的龙头企业, 国家级重点高新技术企业, 拥有粉丝行业首个国家认可实验室, 自主研发的“粉丝污水沼气发电项目”填补了国内行业空白。

公司主要从事杂豆、薯类粉丝(条)及淀粉、面条、花生制品、食用菌、蔬菜、水果的生产和销售。

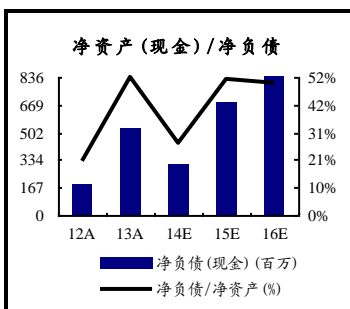
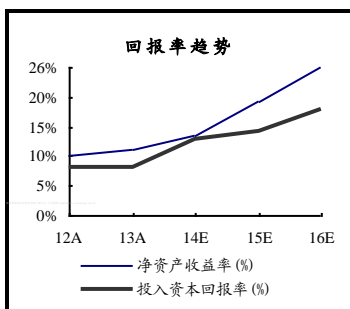
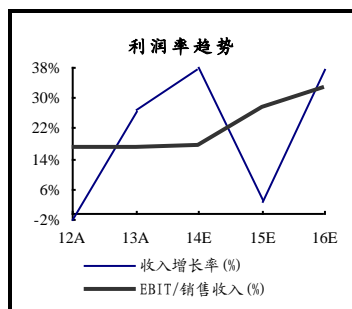


52 周价格范围 10.18-16.16

市值 (百万) 6,787

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	584	744	1,030	1,061	1,469
营业成本	439	554	777	693	897
税金及附加	3	2	6	5	7
销售费用	21	37	33	35	40
管理费用	21	22	30	34	41
EBIT	102	129	183	293	484
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	13	15	15	15
财务费用	14	20	31	25	20
营业利润	87	122	168	283	479
所得税	14	15	23	38	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	93	113	155	257	425
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	264	137	50	100	100
其他流动资产	10	264	0	0	0
长期投资	0	88	88	88	88
固定资产合计	684	784	927	1,655	1,843
无形及其他资产	51	50	50	50	50
资产合计	1,438	1,756	1,653	2,219	2,864
流动负债	542	743	542	914	1,196
非流动负债	7	15	1	3	6
股东权益	890	998	1,110	1,302	1,662
投入资本(IC)	1,069	1,353	1,206	1,767	2,291
现金流量表					
NOPLAT	88	114	160	255	421
折旧与摊销	19	52	58	72	112
流动资金增量	45	-18	-44	145	-335
资本支出	-344	-123	-190	-788	-291
自由现金流	-192	24	-17	-316	-93
经营现金流	226	131	439	473	199
投资现金流	-344	-458	-175	-773	-276
融资现金流	165	200	-351	349	76
现金流净增加额	47	-127	-87	50	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	-1.8%	27.4%	38.4%	3.0%	38.4%
EBIT 增长率	24.8%	27.3%	41.9%	59.8%	65.1%
净利润增长率	33.1%	20.9%	36.8%	66.3%	65.3%
利润率					
毛利率	24.9%	25.5%	24.6%	34.7%	39.0%
EBIT 率	17.4%	17.4%	17.8%	27.6%	33.0%
净利润率	16.0%	15.2%	15.0%	24.2%	28.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.5%	11.3%	13.9%	19.7%	25.6%
总资产收益率(ROA)	6.5%	6.4%	9.4%	11.6%	14.8%
投入资本回报率(ROIC)	8.3%	8.4%	13.2%	14.4%	18.4%
运营能力					
存货周转天数	270	183	160	150	150
应收账款周转天数	38	34	30	30	30
总资产周转天数	820	783	604	666	632
净利润现金含量	2.42	1.16	2.84	1.84	0.47
资本支出/收入	59%	17%	18%	74%	20%
偿债能力					
资产负债率	38.1%	43.1%	32.8%	41.3%	42.0%
净负债率	20.1%	52.2%	27.4%	51.7%	50.3%
估值比率					
PE	36.3	60.0	43.9	26.4	16.0
PB	3.8	6.8	6.1	5.2	4.1
EV/EBITDA	29.7	40.4	29.4	20.4	12.8
P/S	5.8	9.1	6.6	6.4	4.6
股息率	0.1%	0.3%	0.6%	1.0%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		