

买入 维持

双塔食品（002481）

2014 年 12 月 31 日

增发巩固全球竞争力，建设进度预计加快

2014 年 12 月 30 日收盘价：17.66 元

6 个月目标价：23.80 元

食品饮料行业核心分析师：闻宏伟
SAC 执业证书编号：S0850514030001
whw9587@htsec.com
010-58067941食品饮料行业高级分析师：马浩博
SAC 执业证书编号：S0850513090003
mhb6614@htsec.com
021-23219822联系人：成珊
cs9703@htsec.com
021-23212207

事件：

公司发布《非公开发行人民币普通股（A 股）认购资金总额的验证报告》，截至 2014 年 12 月 26 日 14:20 时止，共有 5 家认购对象所管理的 16 个基金产品认购双塔食品本次非公开发行的 A 股股票，发行价格为 17.50 元/股，发行总股数为 7335.6 万股，募集资金总额约为 12.84 亿元，扣除发行费用后将全部投入高品质功能性蛋白深加工项目、年处理 6 万吨豌豆综合利用项目和物流配送中心建设项目。

点评：

本次非公开发行募投项目合计投资额为 13.39 亿元，拟使用募集资金投入额为 12.84 亿元，其中高品质功能性蛋白深加工项目投资占比 42.1%，年处理 6 万吨豌豆综合利用项目投资占比 48.6%，物流配送中心建设项目投资占比 9.3%。

- （1）高品质功能性蛋白深加工项目投产后将形成年产高品质功能性豌豆蛋白粉（纯度 85%以上的豌豆蛋白）0.68 万吨、豌豆淀粉 2.25 万吨和粗纤维 7000 吨。1）高品质功能性豌豆蛋白脂肪含量一般低于 1%，且具有可迅速溶解、分散性好、稳定性强、无豌豆的苦涩味等特性，市场价格高于高端豌豆蛋白（蛋白质纯度 80%左右），一般特定用于保健和健美的用途；2）该项目生产的豌豆淀粉不能达到生产龙口粉丝的品质要求，将直接作为原料对外销售，用于凉粉及其他食品生产领域；3）粗纤维主要作为食品添加剂添加至粗粮饼干、面包中等。
- （2）年处理 6 万吨豌豆综合利用项目投产后将形成纯豆粉丝 2.4 万吨、年产豌豆蛋白（纯度 80%左右）8460 吨、次级淀粉 4200 吨、豌豆纤维粉 8400 吨，另外配套的沼气工程年产生沼气 1200 万立方米，该项目可进一步发展公司的循环经济模式。1）该项目生产的豌豆蛋白纯度在 80%左右，主要作为食品添加剂和膳食补充剂，应用范围广泛，但因脂肪含量相对较高等特点不适宜用于保健、健美用途；2）次级淀粉的品质一般不能用于食品加工，多应用于涂料生产、造纸等工业用途；3）豌豆纤维粉较粗纤维口感更细腻，更易消化，可直接冲调食用，也可作为添加剂补充到肉类制品（如火腿肠）、果酱等终端产品；4）副产品沼气可供其他生产环节所需的动力燃料使用，既可降低公司生产成本，又符合国家环保要求。
- （3）物流配送中心项目将新建现代化立体仓库 3 座，仓储能力 6 万吨；购进厂内外运输车辆 27 辆，年配送产品 8.46 万吨（含包装物）。

表 1 定增募投项目介绍

项目名称	产品品种	产能 (万吨)	投资额 (亿元)	募集资金投入额 (亿元)	达产后收入 (亿元)	达产后利润总额 (亿元)	产品应用领域
高品质功能性蛋白深加工项目	高品质功能性蛋白粉	0.68	5.52	5.40	3.55	1.03	主要用于保健、健美
	豌豆淀粉	2.25					用于凉粉及其他食品生产领域
	粗纤维	0.70					作为食品添加剂
年处理 6 万吨豌豆综合利用项目	纯豆粉丝	2.40	6.58	6.24	5.62	1.73	食用
	豌豆蛋白	0.85					主要作为食品添加剂和膳食补充剂
	次级淀粉	0.42					应用于涂料生产、造纸等工业用途
	豌豆纤维粉	0.84					可直接冲调食用, 也可作添加剂
	沼气	1200 万立方米					供公司其他生产环节所需的动力燃料使用
物流配送中心建设项目	现代化立体仓库 3 座	6.00	1.30	1.19	0.56	0.17	仓储
	购进运输车辆 27 辆	8.46 (含包装物)					配送产品

资料来源: 公司定增公告, 海通证券研究所

旺盛需求有望带动公司募投项目加速建设, 进而提前贡献盈利。此次非公开发行募投项目建设期均为 1 年, 公司已开始项目初期建设, 我们预计明年三季度之前大概率投产运营, 全部达产后可贡献销售收入合计 9.74 亿元、利润总额 2.92 亿元, 其中高品质功能性蛋白深加工项目和年处理 6 万吨豌豆综合利用项目投产后第一年达产负荷 80%, 投产第二年开始, 正常年的达产负荷为 100%。假设公司募投项目于明年年中投产, 将使 15-16 年 EPS 增厚 0.20、0.44 元 (摊薄后)。

表 2 募投项目不同时间达产对公司 15-16 年 EPS 增厚测算

达产时间	1Q15 末	2Q15 末	3Q15 末
2015 贡献收入 (亿元)	5.93	3.95	1.98
2015 贡献利润总额 (亿元)	1.78	1.19	0.59
2015 贡献净利润 (亿元)	1.57	1.05	0.52
2015 EPS 增厚 (元, 摊薄后)	0.29	0.20	0.10
2016 贡献收入 (亿元)	9.28	8.82	8.36
2016 贡献利润总额 (亿元)	2.79	2.65	2.51
2016 贡献净利润 (亿元)	2.46	2.34	2.21
2016 EPS 增厚 (元, 摊薄后)	0.46	0.44	0.41

资料来源: 公司定增公告, 海通证券研究所

增发巩固公司在豌豆产业链的全球竞争力。1) 随着定增募投项目的达产, 公司粉丝、豌豆蛋白以及豌豆淀粉、豌豆纤维等产能将会大幅度提高, 未来健康食品在公司收入中的占比将会进一步提升。公司前期已逐步完成对豌豆全产业链的布局, 加之旺盛的市场需求作保障, 预计公司新增产能可顺利消化, 实现公司未来收入的快速增长。2) 公司此次募投项目在扩大生产规模的同时, 增加了产品层次, 可以满足不同市场的消费需求, 进一步扩大公司的产品线优势。此外, 高品质功能性蛋白等高附加值产品可有效提高公司未来的盈利能力。3) 年产 6 万吨豌豆综合利用项目有利于进一步发展公司的循环经济模式, 强化公司成本优势和协同效应。此外, 物流配送中心建设项目有利于提高公司的仓储配送效率、节约成本, 保障公司盈利能力的提升。

盈利预测与投资建议。未来我们将根据增发项目建设进度对业绩进行修正, 暂时维持目前预测, 14/15/16 年 EPS0.36/0.68/0.94 元 (摊薄后)。公司估值水平有望提升: 一是公司主营业务从成长能力较弱的传统粉丝业务进入到景气度持续向好的健康食品领域; 二是公司未来有望推出自有品牌的保健食品, 从原料生产向下游产品延伸。高定价显示了投资者对公司的信心, 我们给予公司 2015 年 PE35x, 6 个月目标价 23.80 元, “买入”评级。

主要不确定因素。原材料价格波动、汇率变动和募投项目建设进度不达预期。

相关报告:

双塔食品跟踪报告: 增发过会有望成为股价走强动力 20141201

双塔食品三季报点评: 上下游业务持续推进, 明年高增长可期 20141029

双塔食品跟踪报告: 有望打造全球领先的豌豆深加工产业链 20140825

双塔食品公告点评: 与华源农业战略合作预计带来三大利好 20140729

双塔食品中报点评: 健康食品业务快速增长, 豌豆纤维成为新增亮点 20140728

双塔食品公告点评: 科技成果化解产能过剩风险、提高盈利能力 20140701

双塔食品深度报告: 转型健康食品, 构建独特模式 (买入, 首次) 20140623

信息披露

分析师声明

闻宏伟、马浩博：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：贵州茅台、五粮液、水井坊、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌舍得、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、光明乳业、双汇发展、三全食品、思念食品、涪陵榨菜、酒鬼酒、金达威、双塔食品、保龄宝。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级		
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;		
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
减持		个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间;	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。