

投资评级：推荐（首次）

分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

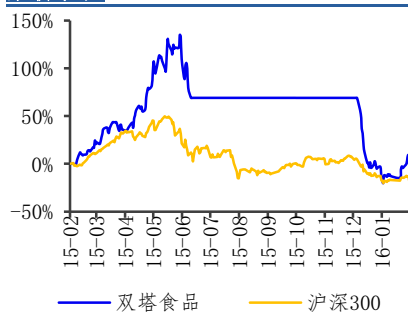
执业证书编号:S1070514080006

市场数据

目前股价	8.06
总市值（亿元）	101.83
流通市值（亿元）	90.25
总股本（万股）	126,339
流通股本（万股）	111,977
12个月最高/最低	19.96/6.48

盈利预测

百万元	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,225	1,764	2,117
(+/-%)	15%	44%	20%
净利润	184	285	371
(+/-%)	24%	55%	30%
摊薄 EPS	0.15	0.23	0.29
PE	55.25	35.73	27.44

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

预计豌豆蛋白放量、粉丝加强营销

——双塔食品（002481）调研简报

投资建议

公司特有的循环经济模式能较大降低生产成本、增强企业的综合竞争力。粉丝业务和豌豆蛋白业务为两大利润来源。未来粉丝业务主要是挤压式增长，公司 5% 不到的市场份额有较大提升空间；豌豆蛋白市场空间巨大，利润率高，目前仍处于拓展期，将成为公司主要利润来源。预计公司 2015-2017 年 eps 分别为 0.15/0.23/0.29 元，对应 PE 分别为 55/36/27X，首次覆盖给予”推荐”评级。

投资要点

- 业务围绕“大农业、大健康、大贸易、大金融”：**公司为全国各八家循环经济示范基地，粉丝、蛋白、纤维、菌菇、沼气产业链运行良好，生产成本大大降低。大农业是指公司将利用粮人网的线上渠道，将山东特色农产品如大豆、花生、木耳、银耳等在 B2B 层面运营起来；大健康是指公司继续做大豌豆蛋白业务；大贸易是指公司将控制可流通的 300 多万吨豌豆的 1/3，掌握豌豆市场价格；大金融是指公司已经成立小额贷款公司和相关基金，做产业链金融和供应链金融。
- 整合源头，控制终端，2016 年加快粉丝业务增长：**公司 2015 年消化 12 万吨豌豆，预计 16 年消化 30 万吨豌豆，公司搞大贸易有利于控制成本价格。同时 2016 年将加大对渠道终端的掌控力度，将全国划为 5 大战区，加强对销售经理的考核激励。16 年粉丝业务目标是同比增长 30%。其中一部分是行业自然增长，另一部分是 15 年许多小企业退出腾出部分市场空间。
- 豌豆蛋白拓展顺利，预计 2016 年销量翻倍：**全球豌豆蛋白需求旺盛，下游需求主要是动物饲料和保健食品。全球产量大约是 10 万吨，双塔为全国最大的豌豆蛋白生产企业。公司 2015 年豌豆蛋白销量约 2 万吨，平均售价约 1 万多/吨，2016 年已经收到接近 2 万吨的订单，预计全年销量翻倍。增长较快的市场主要是挪威三文鱼生产企业对纯度为 70% 的豌豆蛋白的需求。
- 员工持股价位 14.96 元/股，安全边际较高：**公司 2015 年 6 月完成员工持股计划，购买均价为 14.96 元/股，购买金额为 1.9 亿元，现价仅为 8 块钱，安全边际较高；同时公司 7 名董监高拟增持 1100-8500 万股，此外大股东承诺为双塔食品及子分孙公司员工在 2016/1/19-2/29 买入并持有上市公司股票兜底，彰显了公司高管对公司未来基本面的信心。
- 风险提示：**豌豆蛋白竞争激烈导致价格下降等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	744.32	1,065.18	1,224.95	1,763.93	2,116.72	成长性					
营业成本	554.20	800.15	894.22	1,270.03	1,502.87	营业收入增长	27.38%	43.11%	15.00%	44.00%	20.00%
销售费用	36.89	37.04	41.65	59.97	71.97	营业成本增长	26.36%	44.38%	11.76%	42.03%	18.33%
管理费用	22.04	33.95	39.04	56.22	67.46	营业利润增长	40.50%	36.04%	24.59%	55.94%	30.67%
财务费用	19.89	27.90	46.03	55.87	52.04	利润总额增长	18.96%	33.25%	23.88%	54.64%	30.21%
投资净收益	12.80	8.61	8.61	9.00	9.00	净利润增长	20.91%	31.62%	23.88%	54.64%	30.21%
营业利润	121.84	165.75	206.51	322.03	420.80	盈利能力					
营业外收支	6.25	4.93	4.93	4.93	4.93	毛利率	25.54%	24.88%	27.00%	28.00%	29.00%
利润总额	128.09	170.68	211.43	326.95	425.73	销售净利率	15.19%	13.97%	15.05%	16.16%	17.53%
所得税	15.05	21.89	27.11	41.93	54.60	ROE	11.32%	6.22%	5.53%	7.87%	9.30%
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROIC	9.34%	9.97%	11.10%	15.22%	17.12%
净利润	113.04	148.79	184.32	285.02	371.13	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.96%	3.48%	3.40%	3.40%	3.40%
					(百万)	管理费用/营业收入	2.96%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
流动资产	831.25	2,508.71	3,498.84	3,871.62	4,320.75	财务费用/营业收入	2.67%	2.62%	3.76%	3.17%	2.46%
货币资金	136.91	1,783.23	2,677.51	2,697.73	2,922.67	投资收益/营业利润	10.50%	5.20%	4.17%	2.79%	2.14%
应收账款	71.05	95.17	109.45	157.60	189.12	所得税/利润总额	11.75%	12.82%	12.82%	12.82%	12.82%
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货	305.85	327.30	365.78	519.50	614.75	存货周转率	1.75	2.31	2.02	2.24	2.33
非流动资产	924.48	1,270.54	1,233.02	1,185.09	1,131.98	流动资产周转率	0.45	0.35	0.33	0.43	0.46
固定资产	784.43	832.76	796.45	749.73	697.83	总资产周转率	0.27	0.25	0.25	0.34	0.37
资产总计	1,755.72	3,779.25	4,731.86	5,056.70	5,452.73	偿债能力					
流动负债	742.63	1,264.74	1,275.00	1,314.82	1,339.71	资产负债率	0.43	0.37	0.30	0.28	0.27
短期借款	579.28	1,180.92	1,180.92	1,180.92	1,180.92	流动比率	1.12	1.98	2.74	2.94	3.23
应付款项	49.53	43.25	48.33	68.64	81.23	速动比率	0.71	1.72	2.46	2.55	2.77
非流动负债	14.68	121.50	121.50	121.50	121.50	每股指标 (元)					
长期借款	-	96.47	96.47	96.47	96.47	EPS	0.26	0.29	0.15	0.23	0.29
负债合计	757.31	1,386.25	1,396.50	1,436.32	1,461.22	每股净资产	2.31	4.74	2.64	2.87	3.16
股东权益	998.41	2,393.01	3,335.36	3,620.38	3,991.51	每股经营现金流	0.30	-0.15	0.12	0.02	0.18
股本	432.00	505.36	1,263.39	1,263.39	1,263.39	每股经营现金/EPS	1.16	-0.50	0.81	0.10	0.63
留存收益	566.41	1,887.65	2,071.97	2,356.99	2,728.12	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	-	-	-	-	-	PE	30.80	27.38	55.25	35.73	27.44
负债和权益总计	1,755.72	3,779.25	4,731.86	5,056.70	5,452.73	PEG	0.89	0.77	1.32	1.18	-
现金流量表					(百万)	PB	3.49	1.70	3.05	2.81	2.55
经营活动现金流	131.00	-74.77	149.54	29.73	232.87	EV/EBITDA	21.78	22.72	38.33	26.63	21.68
其中营运资本减少	-191.93	-110.66	-85.59	-312.74	-199.30	EV/SALES	5.48	5.05	9.38	6.51	5.43
投资活动现金流	-458.06	-371.22	-13.30	-9.51	-7.93	EV/IC	2.84	2.80	5.79	5.00	4.64
其中资本支出	-123.17	-116.09	-13.30	-9.51	-7.93	ROIC/WACC	1.22	1.30	1.45	1.98	2.23
融资活动现金流	200.18	1,676.29	758.03	-	-	REP	2.34	2.16	4.00	2.52	2.08
净现金总变化	-126.88	1,230.30	894.28	20.22	224.94						

研究员介绍及承诺

张威威: 华中科技大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cqws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cqws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cqws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cqws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cqws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cqws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cqws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cqws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cqws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cqws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cqws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cqws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cqws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cqws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cqws.com>