

投资评级：推荐（维持）
分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgs.com

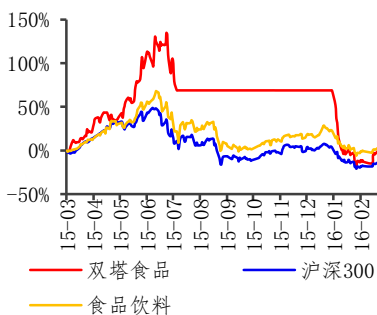
执业证书编号:S1070514080006

市场数据

目前股价	7.78
总市值（亿元）	98.29
流通市值（亿元）	87.12
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

	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,152	1,613	1,936
(+/-%)	8%	40%	20%
净利润	176	266	340
(+/-%)	19%	51%	28%
摊薄 EPS	0.14	0.21	0.27
PE	50.11	33.24	25.99

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩基本符合预期，16年值得期待

——双塔食品（002481）公司动态点评

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 0.14/0.21/0.27 元，对应 PE 分别为 50/33/26X，维持“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布业绩快报，2015 年实现营业收入 11.52 亿，同比增长 8.19%，实现归母净利润 1.76 亿，同比增长 18.93%。基本符合预期。
- **豌豆蛋白价格下降影响全年业绩增速：**豌豆蛋白作为公司新增主要利润来源，2015 年售价有所下降，导致公司收入和利润增速较低，降价原因主要是下游需求结构变化以及行业竞争加剧所致。预计粉丝业务保持平稳增长。
- **2016 年二次创业，预计增长加速：**2016 年将加大对渠道终端的掌控力度，将全国划为 5 大战区，加强对区域销售经理的考核激励。下游三文鱼饲料和保健品对豌豆蛋白需求旺盛，预计 2016 年豌豆蛋白销售均价平稳，销量增长翻倍。预计粉丝收入增长 30% 左右。剩余豌豆淀粉成本价卖出，加上豌豆贸易带来的收入，收入规模将大大增长。利润将在豌豆蛋白增长的带动下加快增长。
- **员工持股价较高，具有一定安全边际：**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	1,152.42	1,613.38	1,936.06	成长性	27.38%	43.11%	8.19%	40.00%	20.00%
营业成本	554.20	800.15	859.70	1,151.95	1,370.73	营业收入增长	26.36%	44.38%	7.44%	33.99%	18.99%
销售费用	36.89	37.04	39.18	54.85	65.83	营业成本增长	40.50%	36.04%	19.16%	52.03%	28.33%
管理费用	22.04	33.95	36.73	51.42	61.70	营业利润增长	18.96%	33.25%	18.61%	50.77%	27.88%
财务费用	19.89	27.90	46.03	55.81	51.76	利润总额增长	20.91%	31.62%	18.61%	50.77%	27.88%
投资净收益	12.80	8.61	32.50	9.00	9.00	净利润增长					
营业利润	121.84	165.75	197.51	300.28	385.36	盈利能力	25.54%	24.88%	25.40%	28.60%	29.20%
营业外收支	6.25	4.93	4.93	4.93	4.93	毛利率	15.19%	13.97%	15.31%	16.49%	17.57%
利润总额	128.09	170.68	202.44	305.21	390.29	销售净利率	11.32%	6.22%	5.30%	7.40%	8.65%
所得税	15.05	21.89	25.96	39.14	50.05	ROE	9.34%	9.97%	9.71%	14.75%	16.52%
少数股东损益	-	-	-	-	-	ROIC					
净利润	113.04	148.79	176.48	266.07	340.24	营运效率	4.96%	3.48%	3.40%	3.40%	3.40%
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	2.96%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
流动资产	831.25	2,508.71	3,473.56	3,819.28	4,236.29	管理费用/营业收入	2.67%	2.62%	3.99%	3.46%	2.67%
货币资金	136.91	1,783.23	2,691.65	2,750.42	2,959.47	财务费用/营业收入	10.50%	5.20%	16.45%	3.00%	2.34%
应收账款	71.05	95.17	102.97	144.15	172.98	投资收益/营业利润	11.75%	12.82%	12.82%	12.82%	12.82%
应收票据	-	-	-	-	-	所得税/利润总额	-	-	-	-	-
存货	305.85	327.30	351.66	471.20	560.69	应收账款周转率	1.75	2.36	2.09	2.23	2.33
非流动资产	924.48	1,270.54	1,246.53	1,198.33	1,144.85	存货周转率	0.45	0.36	0.32	0.40	0.43
固定资产	784.43	832.76	809.96	762.97	710.70	流动资产周转率	0.27	0.25	0.24	0.31	0.35
资产总计	1,755.72	3,779.25	4,720.09	5,017.61	5,381.14	总资产周转率					
流动负债	742.63	1,264.74	1,271.08	1,302.53	1,325.82	偿债能力	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	资产负债率	1.12	1.98	2.73	2.93	3.20
应付款项	49.53	43.25	46.46	62.26	74.08	流动比率	0.71	1.72	2.46	2.57	2.77
非流动负债	14.68	121.50	121.50	121.50	121.50	速动比率					
长期借款	-	96.47	96.47	96.47	96.47	每股指标 (元)	0.26	0.29	0.14	0.21	0.27
负债合计	757.31	1,386.25	1,392.58	1,424.03	1,447.32	EPS	2.31	4.74	2.63	2.84	3.11
股东权益	998.41	2,393.01	3,327.52	3,593.58	3,933.82	每股净资产	0.30	-0.15	0.14	0.05	0.17
股本	432.00	505.36	1,263.39	1,263.39	1,263.39	每股经营现金流	1.16	-0.50	1.00	0.26	0.64
留存收益	566.41	1,887.65	2,064.13	2,330.19	2,670.43	每股经营现金/EPS	27.38%	43.11%	8.19%	40.00%	20.00%
少数股东权益	-	-	-	-	-	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	1,755.72	3,779.25	4,720.09	5,017.61	5,381.14	PE	26.75	23.78	50.11	33.24	25.99
现金流量表	(百万)					PEG	0.84	0.75	1.29	1.19	-
经营活动现金流	131.00	-74.77	177.19	68.02	216.97	PB	3.03	1.48	2.66	2.46	2.25
其中营运资本减少	-191.93	-110.66	-50.10	-255.49	-184.68	EV/EBITDA	19.33	20.46	38.03	24.78	20.52
投资活动现金流	-458.06	-371.22	-26.81	-9.25	-7.93	EV/SALES	4.86	4.54	8.80	6.29	5.24
其中资本支出	-123.17	-116.09	-26.81	-9.25	-7.93	EV/IC	2.52	2.52	5.19	4.60	4.29
融资活动现金流	200.18	1,676.29	758.03	-	-	ROIC/WACC	1.22	1.30	1.26	1.92	2.15
净现金总变化	-126.88	1,230.30	908.42	58.77	209.05	REP	2.07	1.94	4.10	2.40	1.99

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, wanqy@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>