



2009年1月13日

中性

食品饮料行业

中金公司研究部

分析员: 袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人: 孙轶佳 sunyj@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

三全食品 (002216/29.5 元)

09 年高速增长难期

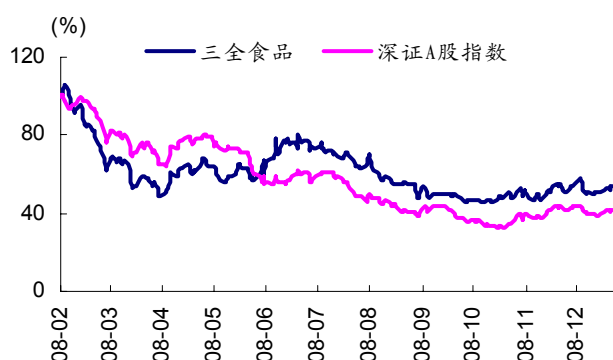
主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
主营业务收入	671.2	925.9	1,249.3	1,472.3	1,656.7	1,988.5
(+/-%)	15.8	37.9	34.9	17.9	12.5	20.0
主营业务利润	233.8	343.2	449.0	539.0	615.0	739.4
(+/-%)	62.1	46.8	30.8	20.1	14.1	20.2
净利润	56.7	67.8	71.7	84.2	98.2	118.8
(+/-%)	600.4	19.6	5.7	17.4	16.6	21.0
每股收益 (元)	0.81	0.97	1.02	0.90	1.05	1.27
(+/-%)	600.4	19.6	5.7	-12.1	16.6	21.0
每股经营现金流 (元)	1.27	0.31	1.07	1.16	1.38	1.57
市盈率 (倍)	36.4	30.4	28.8	32.7	28.1	23.2
市净率 (倍)	13.0	9.0	6.8	3.1	2.8	2.5
股价/经营现金	23.3	96.6	27.5	25.4	21.4	18.8
EV/EBITDA (倍)	25.2	24.1	23.2	18.3	14.1	11.1
净资产收益率 (%)	35.7	29.7	23.6	9.7	10.2	11.0
投入资本回报率 (%)	36.9	29.9	25.3	10.4	10.5	11.1
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

A股

股票代码	002216CH
当前股价	人民币 29.5
日成交量 (百万股)	1.08
52周最高价/最低价	人民币 58.9/21.59
总市值 (百万元)	2,758
发行股数 (百万股)	70
其中: 流通股 (百万股)	24
主要股东 (持股比例)	陈泽民(14.73%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

- ◆ **08 年业绩难达预期。**公司 08 年销售收入增速和利润增速将放缓至 20% 以下, 低于我们此前预期的 30% 的收入增长和 20% 的利润增长, 其主要源自行业增速的放缓速度高于预期、企业释放业绩动力的下降。速冻米面食产量增速自 08 年 9 月开始回落, 回落速度高于预期。同时, 2011 年遥远的解禁期以及家族成员较低的利润分红意愿, 短期上市公司释放业绩动力有限。
- ◆ **09 年收入和利润快速增长难现。**公司 09 年业绩仍将维持收入增速和利润增速放缓的态势, 主要源自较低的销售增速回升预期、有限的利润率提升空间、业绩释放动力不足。因为短期城市化进程的减缓、人均可支配收入提高速度放缓、闲暇时间的减少, 相应减弱了速冻米面食品行业增长的推动力。同时, 面粉和糯米价格上涨的预期、买增促销的增大, 将部分抵消猪肉、包材及运输成本的下降, 进而降低公司利润率回升空间。加之距离 2011 年 2 月 1.2 年的解禁期, 公司业绩释放动力依旧不足。
- ◆ **下调评级至中性。**我们下调 08-10 年公司销售收入增速至 17.9%、12.5% 和 20%, 下调 08-10 年净利润同比增速至 17.4%、16.6% 和 21%, 每股收益为 0.9 元、1.05 元和 1.27 元, 其中 10 年业绩略显亮丽主要源自公司解禁期将至, 但其仍难以达到此前预期。公司对应 08-10 年市盈率分别为 32.7 倍、28.1 倍和 23.2 倍, DCF 估值的合理价格在 23.6 元, 显示公司股价近 20% 的下调空间。尽管公司盈利稳定增长的预期仍在, 但估值吸引力的下降, 使我们下调公司投资评级至“中性”。

08 年业绩难达预期

公司 08 年销售收入增速将放缓至 20% 以下，净利润增速放缓至 20% 以下，低于我们此前预期的 30% 的收入增长和 20% 的利润增长，其主要源自行业增速的放缓速度高于预期、企业释放业绩动力的下降。

自 2008 年 9 月份，河南速冻米面食品行业产量增速出现了大幅度下降，由 08 年 1-8 月的 62.7% 下降到 9-11 月份的 24.1%，11 月份销量增速仅为 4%，显示出行业销量增速放缓的态势，增速下滑速度高于我们此前预期。

河南速冻食品行业 08 年 1-8 月销售收入同比增长 26.7%。而河南速冻龙头企业——三全食品，前三季度收入增速仅为 12.58%。我们开始怀疑公司释放业绩动力。目前，公司 75% 的股权为陈氏家庭成员所有，解禁日期在 2011 年 2 月 20 日，短期股权变现动力不足，并且利润的充分释放将提高流通股东对现金分红的要求，影响家族成员利益。虽然公司 08 年实际销售收入仍保持 20%-30% 的高速增长水平，但仍低于我们此前 30% 的收入预期。

09 年收入和利润快速增长难现

公司 09 年业绩仍将维持收入增速和利润增速放缓的态势，主要源自较低的销售增速回升预期、有限的利润率提升空间、业绩释放动力不足。

首先，行业销售增速回升预期较弱。2008 年 9 月份开始，河南速冻米面食品行业产量增速出现了大幅度下降，由 08 年 1-8 月的 62.7% 下降到 9-11 月份的 24.1%，行业销量增长放缓态势已显。尽管速冻米面作为必须消费品的需求刚性仍能保证其稳定的增长，但近期增速大幅度反弹预期有限。因为短期城市化进程的减缓、人均可支配收入提高速度放缓、闲暇时间的减少，速冻米面食品行业增长的推力在减弱。

其次，利润率提升空间有限。虽然，速冻食品税前利润率由 1-8 月的 3% 提到了 9-11 月份的 4.8%。但是，短期利润率提升的空间有限。目前，糯米和面粉分别占公司总成本的 15.9% 和 9.9%，与肉类 16.3%、包装材 10.2% 的成本占比基本持平，09 年肉类、包材成本的下降将被糯米和面粉价格的上涨所部分抵消。其次，高端产品增速放缓，产品结构提升趋势降低。三全食品状元系列销量增速从 07 年同比增长 30%，回落至 08 年 5% 的水平，而思念的金牌系列在 08 年遭遇困难。第三，需求压力下，公司采取买增、促销等方式进行营销投入，将部分抵消 09 年运费成本下降。这些因素的使得公司未来利润率继续提升空间有限。

第三，09 年距离公司 2011 年 2 月的解禁期仍有一定时日，释放业绩动力依旧不足。

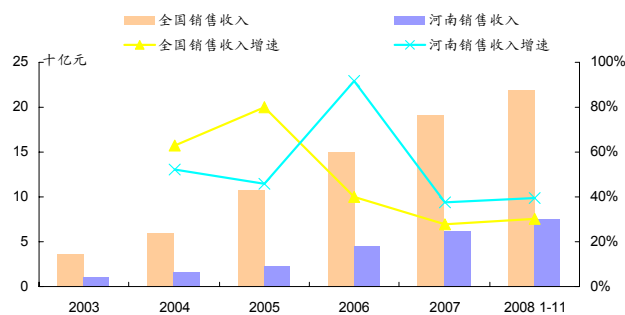
同时，在现有通货紧缩的预期下，虽然公司可以保持稳定的毛利率水平，但收入增速的放缓也将相应降低利润增速水平。

下调投资评级至“中性”

我们下调公司 08-10 年，销售收入同比增速至 17.9%、12.5% 和 20%，净利润增速至 17.4%、16.6% 和 21%，对应每股收益为 0.9 元、1.05 元和 1.27 元。其中 2010 年增速的提高，源于陈氏家族股份解禁期将至，释放业绩动力增加，但公司销售和利润增速仍难以达到此前预期水平。

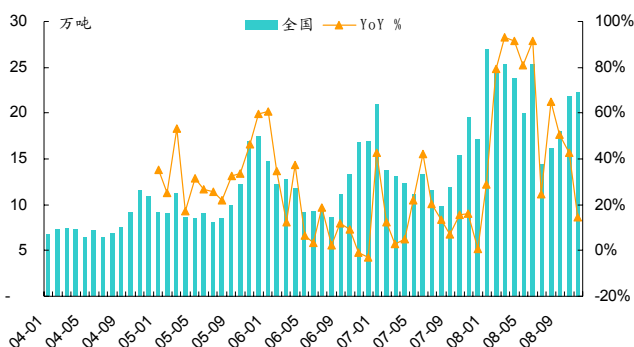
在当前股价下，公司 08-10 年市盈率分别为 32.7 倍、28.1 倍和 23.2 倍，高于大众消费品平均估值水平，DCF 估值对应每股价格在 23.6 元，显示公司股价近 20% 的下调空间。尽管公司盈利稳定增长的预期仍在，但估值吸引力的下降使我们下调投资评级至“中性”。

图 1：全国和河南速冻食品行业销售收入保持快速增长



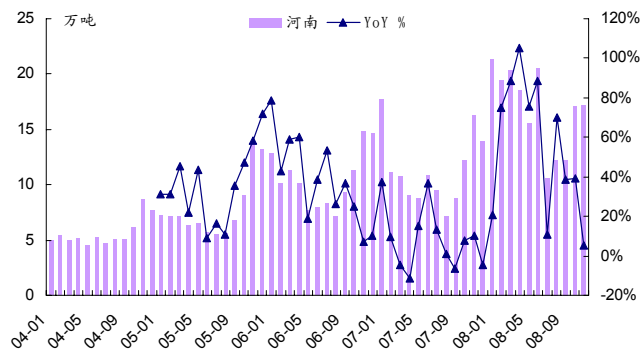
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 2：全国速冻米面企业食产量增速有所下降



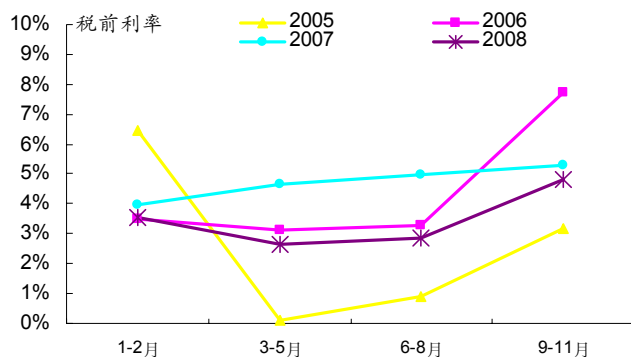
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 3：河南速冻米面食企业产量增速有所下降



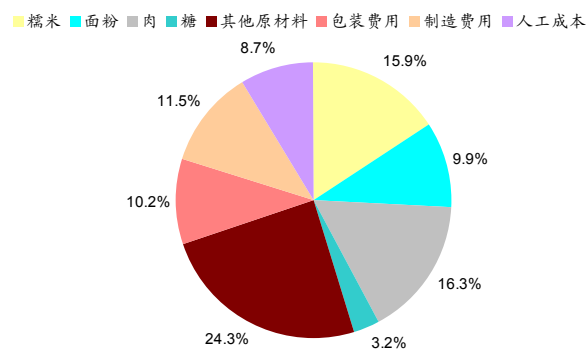
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 4：速冻食品行业税前利润率有所回升



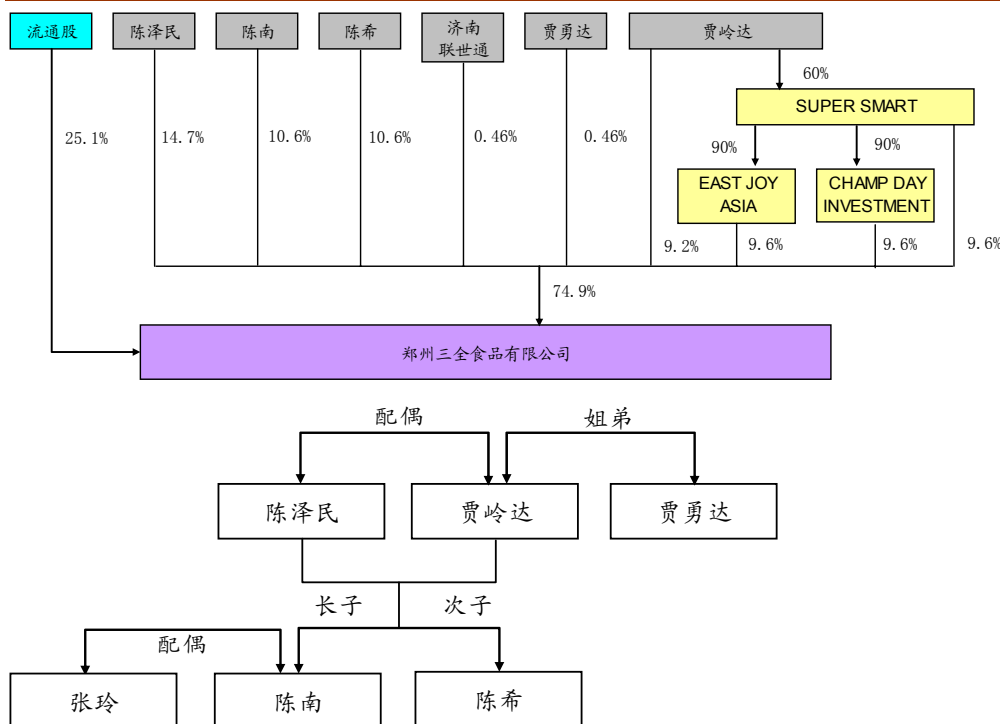
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 5：三全食品成本结构



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图 6：公司股权结构



资料来源：中金公司研究部

表 1：公司产能扩张计划

	2006	2007	2008	2009	2010
基地					
现有产能	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
华东基地建设				4.9	7
郑州基地建设			8.232	11.76	11.76
总产能			18.132	26.56	28.66

资料来源：公司数据，中金公司研究部

附表 1：盈利预测调整表

(人民币：百万元)	2008E			2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1689	1472	-12.8%	2230	1657	-25.7%	2795	1988	-28.8%
毛利率	35.7%	36.6%	0.9%	36.9%	37.1%	0.2%	38.2%	37.2%	-1.0%
主营业务税金	595	534	-10.2%	812	609	-25.0%	1052	732	-30.4%
营销费用	422	387	-8.3%	569	432	-24.0%	727	515	-29.1%
营销费用/销售收入	25.0%	26.3%	1.3%	25.5%	26.1%	0.6%	26.0%	25.9%	-0.1%
管理费用	68	68	0.2%	100	75	-25.7%	143	87	-38.6%
管理费用/销售收入	4.0%	4.6%	0.6%	4.5%	4.5%	0.0%	5.1%	4.4%	-0.7%
息税前利润	104	79	-24.6%	143	102	-28.4%	183	130	-29.0%
息税前利润率	6.2%	5.3%	-0.8%	6.4%	6.2%	-0.2%	6.5%	6.5%	0.0%
净利润	87	84	-2.7%	112	98	-12.5%	142	119	-16.6%
净利润率	5.1%	5.7%	0.6%	5.0%	5.9%	0.9%	5.1%	6.0%	0.9%
每股收益 (人民币元)	0.93	0.90	-2.7%	1.20	1.05	-12.5%	1.52	1.27	-16.6%

资料来源：中金公司研究部

附表 2：历史财务数据及未来预测

(单位：人民币百万元)	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表							
主营业务收入	580	671	926	1,249	1,472	1,657	1,988
主营业务利润	144	234	343	449	539	615	739
营业费用	-103	-131	-221	-326	-387	-432	-515
管理费用	-20	-30	-46	-54	-68	-75	-87
营业利润	6	48	62	46	70	96	124
财务费用	-11	-9	-8	-19	-9	-6	-6
税前利润	10	61	71	68	92	118	146
净利润	8	57	68	72	84	98	119
每股盈利 (元)	0.12	0.81	0.97	1.02	0.90	1.05	1.27
每股股利 (元)	-	-	-	-	-	-	-
现金流量表							
经营活动现金流净额	4	89	21	75	109	129	147
投资活动现金流净额	-34	-11	-69	-115	-265	-217	0
融资活动现金流净额	14	-28	39	102	242	-6	-6
货币资金增加额	-16	49	-9	61	86	-95	141
货币资金期初余额	0	26	75	66	161	247	152
货币资金期末余额	0	75	66	127	247	152	293
资产负债表							
货币资金	73	83	78	161	247	152	293
应收账款	151	178	260	250	291	325	390
存货	235	185	250	255	297	332	398
固定资产合计	152	152	193	263	502	684	637
资产合计	604	627	833	1,065	1,473	1,630	1,861
短期借款	167	150	221	282	85	85	85
应付账款	151	178	260	250	291	325	390
应交税金	6	9	10	17	20	23	27
长期借款	20	-	-	40	-	-	-
股本	70	70	70	70	94	94	94
储备和未分配利润	16	72	140	211	295	393	512
负债和所有者权益合计	604	627	833	1,065	1,473	1,630	1,861

资料来源：公司数据，中金公司研究部

附表 3：盈利预测的主要假设

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入 (百万人民币)							
饺子汤圆	189	229	356	536	611	653	766
汤圆	260	278	319	379	434	495	591
粽子	57	65	88	106	152	184	230
面点和其他	70	98	161	229	275	325	402
总计	576	670	924	1,249	1,472	1,657	1,988
销量 (吨)							
饺子汤圆	34,226	39,648	56,711	66,000	71,484	77,517	89,704
汤圆	42,721	40,352	49,257	50,000	55,516	61,714	71,632
粽子	7,932	8,444	12,969	13,000	15,340	17,794	21,353
面点和其他	7,807	10,957	18,924	24,000	28,080	32,292	38,750
总计	92,686	99,401	137,861	153,000	170,420	189,318	221,440
单价 (元/吨)							
饺子汤圆	5,529	5,771	6,279	8,118	8,542	8,428	8,544
汤圆	6,084	6,900	6,474	7,577	7,820	8,017	8,249
粽子	7,192	7,675	6,791	8,148	9,940	10,338	10,751
面点和其他	8,945	8,907	8,515	9,531	9,798	10,052	10,364
总计	6,215	6,737	6,704	8,165	8,639	8,751	8,980

资料来源：中金公司研究部

附表 4: 行业可比公司估值表

公司 (截至于2009-1-12)	代码	投资评级	收入 复合增长率 (08-10 %)	每股收益 复合增长率 (08-10 %)	PEG 2008 PER/08-10 CAGR	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
						2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	审慎推荐	12.3%	14.4%	1.39	20.1	17.0	15.4	7.8	5.7	4.4	40.0	34.8	29.9	0.8	1.4	1.6	13.2	11.3	10.3
五粮液	000856.SZ	审慎推荐	11.5%	38.3%	0.77	29.4	18.2	15.4	4.7	3.7	3.0	16.1	20.6	19.7	0.0	0.0	0.0	12.9	8.1	6.9
张裕A	000869.SZ	中性	13.5%	18.6%	1.30	24.2	19.9	17.2	8.9	8.0	7.3	36.9	40.4	42.5	3.8	4.6	5.3	16.9	13.8	12.0
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	0.3%	n.m.	20.4	21.9	20.3	4.5	4.0	3.5	22.1	18.2	17.4	1.7	1.7	1.7	15.1	13.6	12.9
古越龙山	600059.SH	中性	13.4%	8.6%	3.55	30.5	26.2	25.9	2.3	2.2	2.1	7.7	8.6	8.3	2.6	3.1	3.1	12.4	10.9	10.7
可选消费类平均			12.7%	16.0%	1.55	24.9	20.6	18.8	5.7	4.7	4.1	24.6	24.5	23.5	1.8	2.1	2.3	14.1	11.5	10.5
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.74	32.7	28.1	23.2	3.1	2.8	2.5	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	18.3	14.1	11.1
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	7.6%	32.7%	0.75	24.5	18.6	13.9	4.8	4.3	3.8	20.9	24.8	29.2	2.6	3.2	4.3	13.4	10.8	8.5
青岛啤酒	600600.SH	中性	12.3%	28.3%	1.40	39.6	30.3	24.0	4.2	3.9	3.6	10.7	12.9	14.6	1.3	1.7	2.1	12.4	10.2	8.9
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.64	30.7	26.2	21.8	2.6	1.9	1.7	6.0	6.5	7.4	1.3	1.5	1.8	11.5	9.6	8.6
双汇发展	000865.SZ	中性	8.8%	19.0%	1.50	28.6	21.7	20.2	8.3	7.3	6.8	29.0	33.8	33.9	3.0	4.0	4.3	16.3	12.5	11.6
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	18.8	14.7	2.8	2.5	2.2	n.m.	13.2	15.0	0.0	1.2	1.7	n.m.	6.8	5.6
光明乳业	600597.SH	回避	0.1%	n.m.	n.m.	n.m.	55.9	36.9	2.3	2.3	2.2	n.m.	4.1	5.9	0.0	0.4	1.1	n.m.	10.1	8.3
低价快消类平均			9.5%	23.5%	1.33	31.2	28.5	22.1	4.0	3.6	3.3	15.3	15.0	16.7	1.2	1.7	2.2	14.4	10.6	8.9
A股覆盖总体平均			10.6%	19.8%	1.42	28.1	25.2	20.7	4.7	4.1	3.6	19.9	19.0	19.6	1.4	1.9	2.3	14.2	11.0	9.6

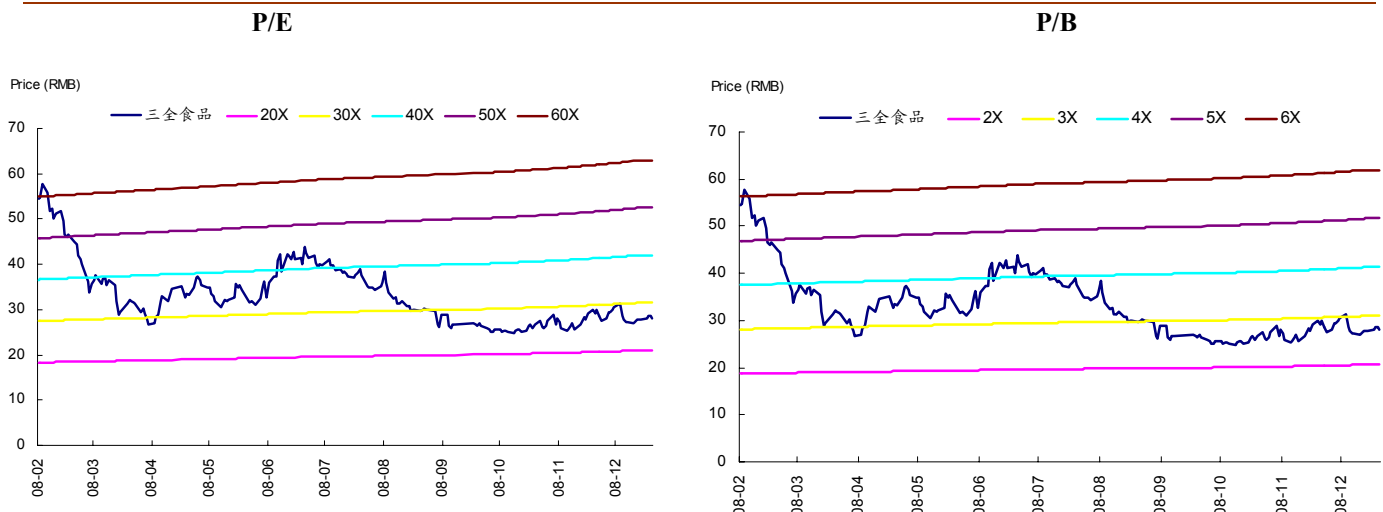
资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

附表 5: DCF 估值及假设

人民币: 百万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
息税前利润	79	102	130	145	163	182	204	229	256	287
同比变化 (%)		29.6%	27.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
自由现金流	-179	-111	124	139	156	175	196	219	246	275
同比变化 (%)		-38.0%	-212.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
期末增长率		5.0%								
加权资本成本		11.7%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.5%								
无风险回报率		4.5%								
风险补偿率		8.0%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		10.0%								
自由现金流贴现值										610
期末价值折现金额										1,592
企业价值										2,202
净现金(债务)										0
权益价值										2,202
每股价值(元)										23.55

资料来源: 中金公司研究部

附图 1: 历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。