

长期成长空间大 短期估值相对合理

——三全食品调研报告

闫亚磊

86-22-2845 1975

yanyl@bhq.com

核心观点:

- 速冻米面食品行业发展空间大
- 公司具有渠道以及产品优势
- 郑州基地产能逐步释放

投资要点:

● 我国速冻米面食品发展空间较大

我国速冻食品人均消费量仅为 9 公斤,而美国、欧洲以及日本人均消费量分别为 60 公斤、30 公斤和 20 公斤。我国速冻米面占整个速冻食品消费量不到 10%,而世界平均水平 36.8%。综合考虑速冻食品人均消费量与发达国家的差距以及结构的差异,我国速冻米面消费量成长空间超过 5 倍。随着我国居民收入的提高、生活节奏的加快、消费方式的改变,速冻食品行业将保持高速增长。

● 公司具有渠道以及产品优势 市场占有率逐步提升

强大的产品创新能力以及渠道建设能力是在速冻食品行业制胜的关键,公司多年速冻行业的从业经验使得公司在渠道以及产品技术上面拥有独特的优势:公司采用直销和经销商两种开拓市场的方式,加强了公司对渠道的掌控以及对消费终端信息的搜集;另外公司技术中心是国内速冻米面食品行业唯一一家“国家认定企业技术中心”,目前中心已累计开发新产品 400 多项,其中有 210 项处于国内领先水平,获得专利 10 项,可以保障公司产品开发走在行业前列。

● 募投项目增加公司产能 郑州基地产能逐步释放

募投项目将新增产能 18.76 万吨/年,相当于在自有产能基础上扩张 1.89 倍。目前郑州基地建设项目生产车间主体已经完工并与 2008 年 10 月开始逐步投入使用,郑州基地新建产能的释放将支撑 09、10 年公司业绩增长。目前太仓项目尚未开始建设,但是太仓分公司采用租赁的方式进行前期的生产和销售,产能释放有可能会晚于招股说明书预期。

● 投资建议

预计 08 年-10 年每股收益分别为 0.85 元、1.01 元和 1.22 元,目前股价对应市盈率分别为 34.28 倍、28.87 倍和 23.84 倍。公司未来两年的复合增长率为 20%,参考啤酒、肉制品行业目前 23 倍的估值水平,考虑到小盘股高估值的特性,给与公司 09 年 30 倍市盈率的估值水平,对应合理股价为 30.3 元。给与公司股票 30 元的目标价和“中性”投资评级。

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	925.85	1249.29	1384.06	1443.55	1910.64
EBITDA(百万元)	87.90	88.90	102.56	115.86	143.20
净利润(百万元)	67.85	71.72	79.56	94.48	114.39
摊薄 EPS(元)	0.97	1.02	0.85	1.01	1.22
PE(X)	30.10	28.47	34.28	28.87	23.84
EV/EBITDA(X)	24.91	24.89	23.82	20.91	16.76
PB(X)	8.94	6.71	3.27	3.08	2.87
ROIC	15.61%	10.81%	7.37%	7.64%	9.13%
总资产周转率	1.27	1.32	1.16	1.06	1.26

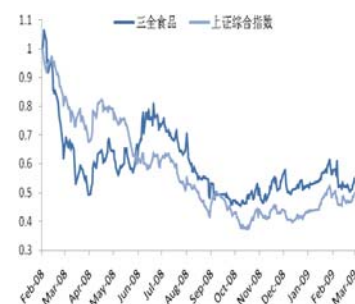
首次评级: 中性

目标价格: 30 元

当前价格: ¥ 29.17

2009.3.22

单季度业绩	元/股
4Q/2008	0.2500
1Q/2009	0.3285
2Q/2009	0.2644
3Q/2009	0.0763

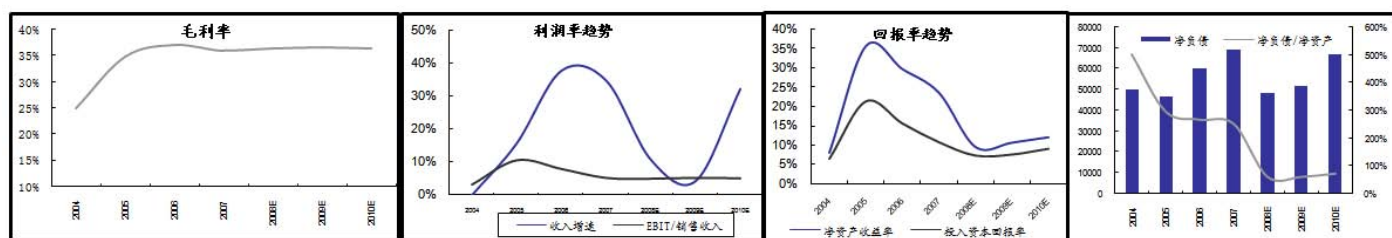


公司简介

公司是全国最大的速冻食品生产基地,主营业务为速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子以及速冻面点等速冻米面食品的生产 and 销售,产品目前已经达到近 400 个品种,市场综合占有率连续多年居行业首位。

首次报告

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E	
货币资金	78.4	161.0	292.0	309.2	326.8	营业收入	925.8	1249.3	1384.1	1443.6	1910.6
应收票据	4.7	4.6	5.1	5.4	7.1	营业成本	582.6	800.3	880.9	914.8	1217.3
应收账款	175.0	232.0	257.0	268.0	354.7		3.4	4.3	4.8	5.0	6.6
预付款项	58.9	28.5	-4.9	-39.7	-85.9	销售费用	221.4	325.7	360.8	376.3	496.8
其他应收款	20.6	12.3	13.6	14.2	18.7	管理费用	45.8	54.3	69.2	72.2	93.6
存货	250.3	255.0	280.7	291.5	387.9	财务费用	8.0	19.2	5.9	-4.1	-4.3
其他流动资产	29.8	29.6	29.4	29.4	29.0	资产减值损失	1.9	-0.3	-0.8	0.0	0.0
长期股权投资	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	187.1	225.5	291.8	364.9	428.4	投资收益	-1.3	0.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	5.6	37.4	93.7	106.8	103.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	61.8	45.8	63.3	79.3	100.6
无形资产	21.0	68.8	61.9	55.0	48.1	营业外收支净额	9.6	22.1	22.1	22.1	22.1
长期待摊费用	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3	税前利润	71.4	67.9	85.4	101.4	122.8
资产总计	833.5	1065.0	1320.8	1405.2	1618.8	减：所得税	2.4	-3.4	8.5	10.1	12.3
短期借款	221.0	282.0	0.0	0.0	0.0	净利润	69.0	71.3	76.8	91.3	110.5
应付票据	32.1	60.1	66.1	68.7	91.4	归属于母公司的净利润	67.8	71.7	79.6	94.5	114.4
应付账款	259.5	249.8	271.2	281.6	374.7	少数股东损益	1.1	-0.4	-2.7	-3.2	-3.9
预收款项	24.8	41.0	59.0	77.7	102.5	基本每股收益	0.97	1.02	0.85	1.01	1.22
应付职工薪酬	24.6	15.6	15.6	15.6	15.6	稀释每股收益	0.97	1.02	0.85	1.01	1.22
应交税费	10.4	17.4	17.4	17.4	17.4	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	29.9	47.0	47.0	47.0	47.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	37.9%	34.9%	10.8%	4.3%	32.4%
长期借款	0.0	40.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	3.9%	-11.0%	5.8%	10.1%	28.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	19.6%	5.7%	10.9%	18.8%	21.1%
负债合计	605.0	760.6	486.8	519.8	670.1	盈利性					
股东权益合计	228.4	304.4	834.0	885.4	948.7	销售毛利率	37.1%	35.9%	36.4%	36.6%	36.3%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	7.3%	5.7%	5.7%	6.5%	6.0%
净利润	69	71	77	91	110	ROE	29.7%	23.6%	9.5%	10.7%	12.1%
折旧与摊销	15	24	34	41	47	ROIC	15.61%	10.81%	7.37%	7.64%	9.13%
经营活动现金流	21	75	156	173	161	估值倍数					
投资活动现金流	-69	-115	-150	-120	-100	PE	30.1	28.5	34.3	28.9	23.8
融资活动现金流	39	102	125	-36	-43	P/S	2.2	1.6	2.0	1.9	1.4
现金净变动	-9	61	131	17	18	P/B	8.9	6.7	3.3	3.1	2.9
期初现金余额	83	78	161	292	309	股息收益率	24.6%	0.2%	1.3%	1.5%	1.7%
期末现金余额	74	140	292	309	327	EV/EBITDA	24.9	24.9	23.8	20.9	16.8



目 录

1 公司介绍	5
1.1 速冻米面食品行业龙头	5
1.2 家族式企业 股权结构集中	5
1.3 限售股解禁压力短期较小 长期较大	6
2 公司盈利路线	7
3 速冻食品行业发展空间较大	7
3.1 符合社会发展趋势	7
3.2 人均消费量低 发展空间大	7
3.3 零售商的发展为速冻行业发展提供便利	8
3.4 业务市场——未来发展蓝海	8
3.5 高速发展 成本压力减轻	8
4 公司主营业务发展分析	9
4.1 饺子、汤圆占主导 生产销售具有季节性	9
4.2 主要产品发展趋势及盈利能力	10
4.3 募投项目增加公司产能 产能释放推动公司业绩增长	12
4.4 销售体系建设、品牌和产品优势提高公司市场占有率	13
5 盈利预测	14
5.1 盈利预测假设	14
5.2 盈利预测表	14
6 估值与投资建议	15
7 风险因素	15

图 目 录

图 1: 公司架构	5
图 2: 三全食品股权结构	6
图 3: 公司限售股解禁压力	6
图 4: 公司盈利路线	7
图 5: 各国速冻食品人均消费量	8
图 6: 速冻食品行业收入和利润增长情况	9
图 7: 速冻食品行业盈利能力和费用率趋势图	9
图 8: 饺子汤圆占收入和利润的 73%	10
图 9: 二、四季度为销售旺季	10
图 10: 速冻汤圆收入增速趋缓 毛利率稳定	10
图 11: 速冻水饺高速增长 毛利率有所下降	11
图 12: 速冻粽子快速增长 毛利率逐步上升	11
图 13: 速冻面点及其它收入增速有所下降 毛利率稳步提升	12
图 14: 零售市场销售体系的搭建	13

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of

图 15: 业务市场销售体系的搭建	14
-------------------------	----

表目录

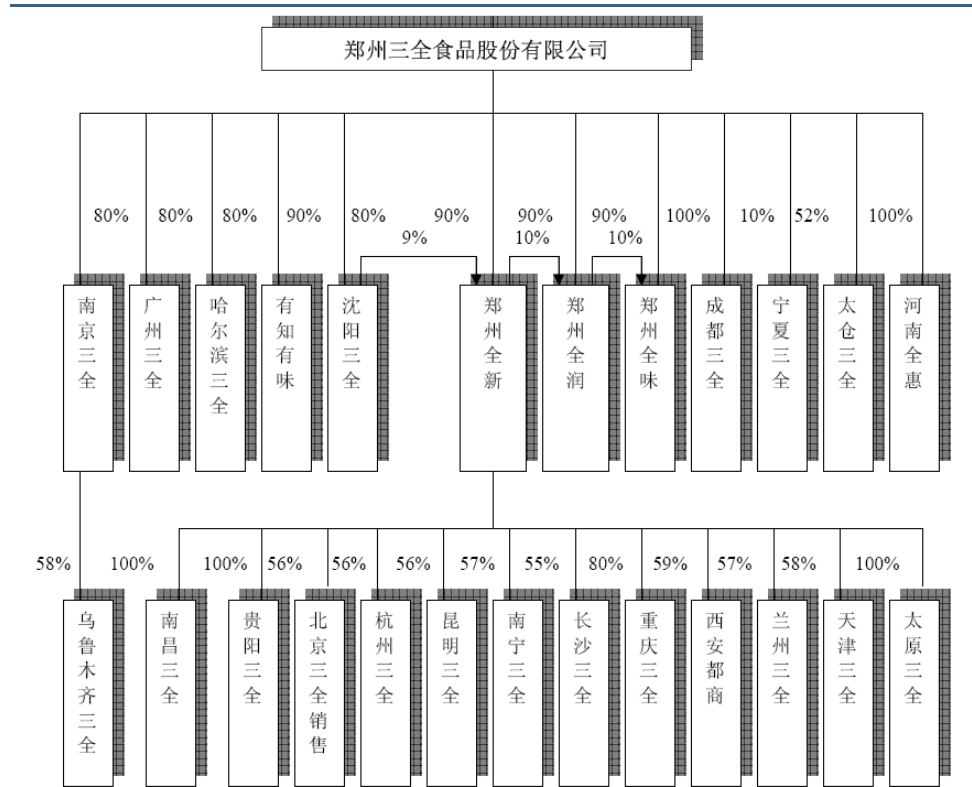
表 1: 公司外资股东的股权结构及关联关系	6
表 2: 公司未来几年产能增长情况	12
表 3: 主营业务收入预测基本表	14
表 4: 相对估值表	15

1 公司介绍

1.1 速冻米面食品行业龙头

郑州三全食品股份有限公司前身是郑州三全食品厂，始创于 1993 年，后经改制变更为股份有限公司。公司于 2008 年 2 月在深交所向社会公众公开发行 2350 万股并上市交易。公司是全国最大的速冻食品生产基地，农业产业化国家重点龙头企业，主营业务为速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子以及速冻面点等速冻米面食品的生产及销售，产品目前已经达到近 400 个品种。

图 1：公司架构



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

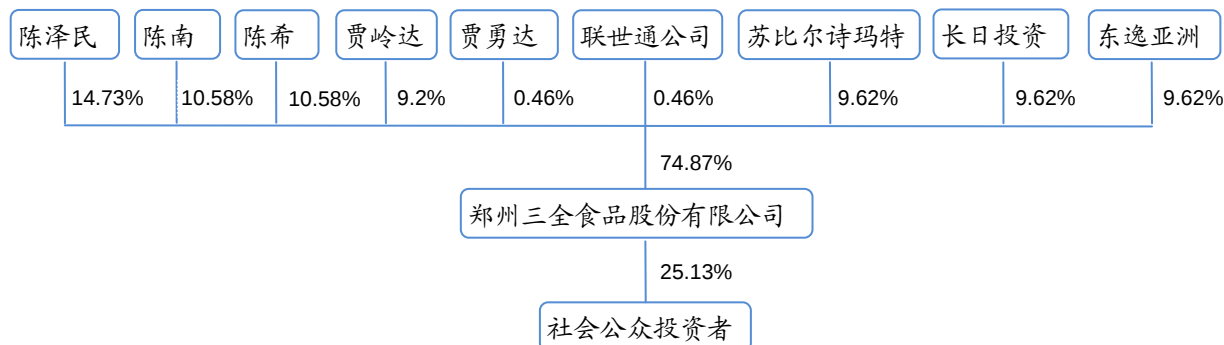
公司上市前自有产能 9.9 万吨，外协产能 4.7 万吨，募投项目建成后将新增公司自有产能 18.76 万吨，使自有产能扩张 1.89 倍至 28.66 万吨。公司目前是速冻米面行业的龙头企业，综合市场占有率连续多年位居行业第一，其中在河南、西北四省和云贵地区的市场占有率均超过 50%。

1.2 家族式企业 股权结构集中

目前公司总股本为 9350 万股，其中流通股本为 2393 万股，占总股本比例为 35.59%。公司实际控制人为陈泽民、陈南、陈希、贾岭达，其中陈泽民和贾岭达为夫妻，陈南和陈希为陈泽民和贾岭达的长子和次子，张玲为陈南的配偶，贾勇达为贾岭达德的弟弟。实际控制人通过直接、间接方式合计持有公司 73.94%的股权，

对公司经营决策具有重大影响。具体股权结构如下所示：

图 2：三全食品股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 1：公司外资股东的股权结构及关联关系

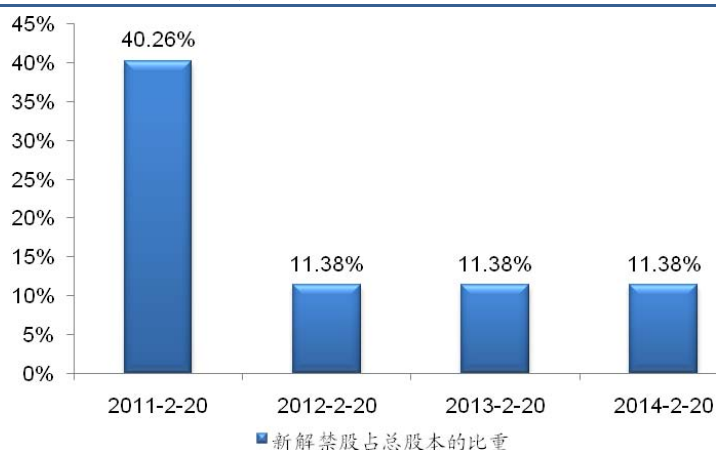
股东名称	股权结构
苏比尔诗玛特	贾岭达持股 60%，张玲持股 40%
长日投资	苏比尔诗玛特持股 90%，东逸亚洲持股 10%
东逸亚洲	苏比尔诗玛特持股 90%，长日投资持股 10%

数据来源：公司公告，渤海证券研究所

1.3 限售股解禁压力短期较小 长期较大

股东联世通公司所持有的 43 万股公司股票已经与 2009 年 2 月 20 日解禁，目前公司的限售股主要为其余股东的 IPO 限售股，主要是由股东陈泽民、贾岭达、陈南、陈希、苏比尔诗玛特、东逸亚洲、长日投资、贾勇达所持有。上述持有人承诺 2011 年 2 月 20 日之前不转让或者委托他人管理其持有的发行人股份，也不由发行人回购该部分股份；并且陈泽民、贾岭达、贾勇达、陈南、陈希承诺锁定期后在其任职期间每年转让的股份不超过其所持本公司股份总数的 25%，离职后半年内不转让其所持有的股份。下图显示，限售股解禁压力集中在 2011 年 2 月份。

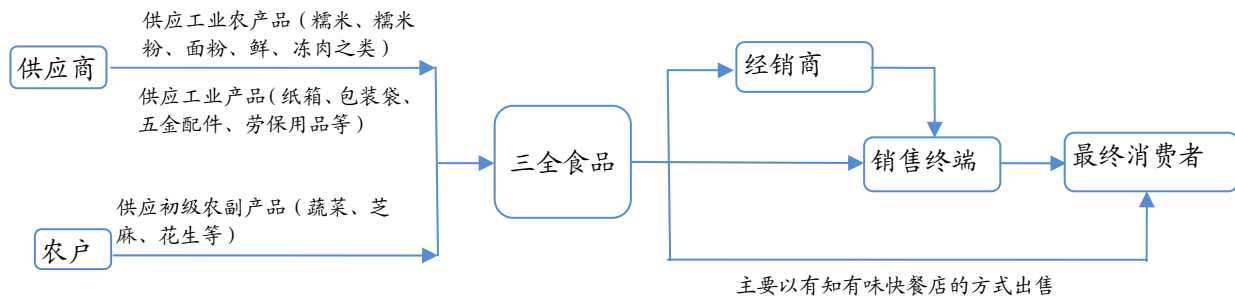
图 3：公司限售股解禁压力



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

2 公司盈利路线

图 4: 公司盈利路线



数据来源：渤海证券研究所

3 速冻食品行业发展空间较大

3.1 符合社会发展趋势

速冻食品能够最大限度保持食品本身的色泽风味及营养成分、抑制微生物的活动、保证食用安全，具有安全卫生、食用方便快捷的特点，能适应快节奏、高效率的城市化生活。近年来速冻食品贸易量以每年 10%-30% 的速度递增。全球速冻食品总产量已超过 6000 万吨，品种 3500 种左右。专家预测未来 10 年中世界速冻食品消费量将占全部食品的 60%，并且国外发达国家人均消费量以每年 5%-10% 的速度增加。

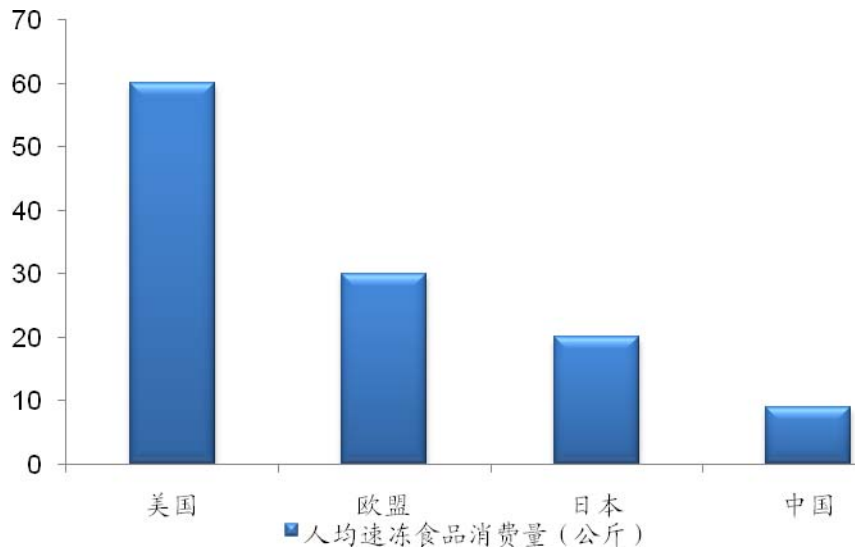
随着我国居民收入水平提高、城市化率的上升、生活节奏的加快以及消费习惯的转变，速冻食品的消费需求量将会呈现出持续快速发展的态势。

3.2 人均消费量低 发展空间大

目前我国速冻食品的人均消费量仅为 9 公斤，与发达国家存在巨大的差距，美国人均年消费量为 60 公斤，欧盟为 30 公斤。根据亚洲国家发展速冻食品的经验，人均年收入 1500 美元时消费速冻食品的临界点，即当收入达到这个水平时国民才会对速冻食品有更多的需求。2007 年我国城镇居民人均可支配收入为 13786 元，折合成美元已经超过 1500 美元，到达加快消费速冻食品的临界点。伴随着国民经济的增长，主要消费群体阶层的发展壮大，我国消费者消费速冻食品的能力将大大加强。

另外从速冻食品的消费结构来看，我国米年速冻食品消费仅占整个速冻食品消费量的 10%，而国外平均水平达到 36.8%。综合考虑我国速冻食品人均消费量与世界平均消费量的差异以及速冻食品消费结构的差异，保守估计我国米面食品消费量仍有超过 5 倍的成长空间。

图 5: 各国速冻食品人均消费量



数据来源：公司资料，渤海证券研究所

3.3 零售商的发展为速冻行业发展提供便利

速冻食品对冷链的要求相对较高，大型商超具有完备的冷藏设施，是目前冷冻食品的主要销售终端。家乐福、沃尔玛等大型商超在一线城市布局初步完成，已经开始向二线城市拓展，同时随着城市社区大型化的发展，连锁超市和社区便利店取得长足发展。随着这些零售商覆盖区域的拓展，速冻食品的销售区域也逐渐扩大。

另外，为扩大农村消费，提高农村流通商品质量，更好地为“三农”服务，商务部决定从 2005 年起在全国开展“万村千乡”市场工程建设。这将利于农村市场冷冻链的延伸，开拓农村市场，尤其是速冻汤圆和速冻粽子这类节假日消费品。

3.4 业务市场——未来发展蓝海

统计数据表明国际市场上 60% 以上的冷冻冷藏食品用于餐饮业，日本 70% 的速冻食品用于快餐与团体伙食。但是在我国，速冻食品目前大部分供应超市零售，业务市场比例尚不到 5%。未来随着厨师等人力成本的上升、翻牌率的提高导致的后厨的面积缩小、中式快餐业的发展，速冻食品在业务市场发展空间巨大。

3.5 高速发展 成本压力减轻

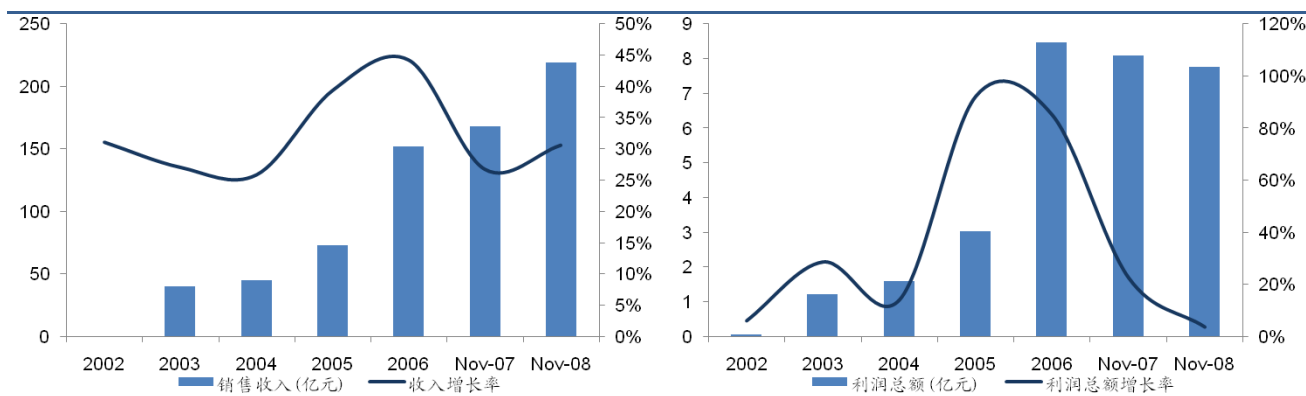
近几年我国城市化率不断提高、居民收入水平提高很快、生活节奏不断加快，消费习惯也不断转变，速冻米面食品消费量快速增长，中高档产品发展势头迅猛，高端产品增长速度在 100% 以上。自 2002 年以来我国速冻食品行业收入增速基本上维持了 30% 以上的增速。

另外，07 年新行业标准的颁布实施提高了对产品品质的要求，市场更加规范，行业集中度也不断提升。目前行业前四位公司（三全、思念、龙凤、湾仔码头）市场

占有率超过 40%。

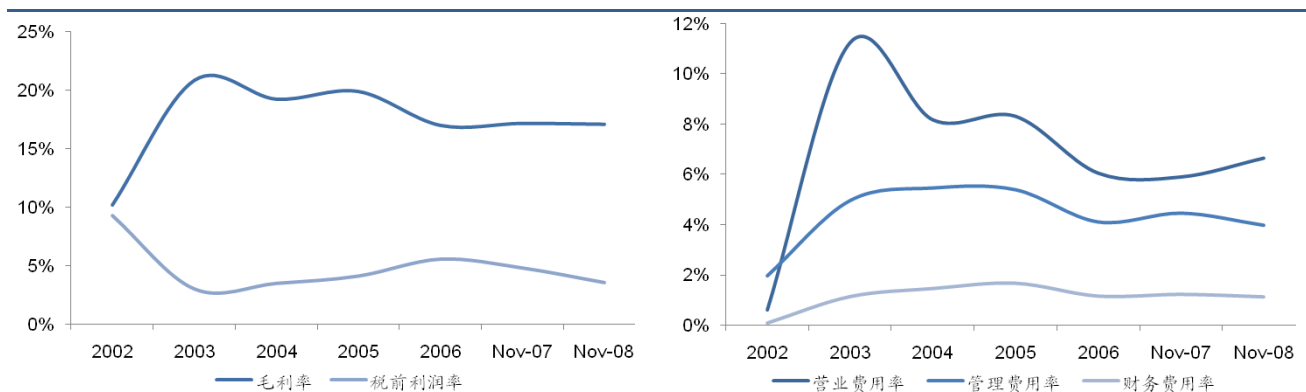
07 年以来，以猪肉为代表的农产品价格经历了由上涨到下降的转变，速冻食品行业的成本压力与 07 年底 08 年初时已经大大减缓，预计行业毛利率未来将会有所改善。

图 6：速冻食品行业收入和利润增长情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 7：速冻食品行业盈利能力和费用率趋势图



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

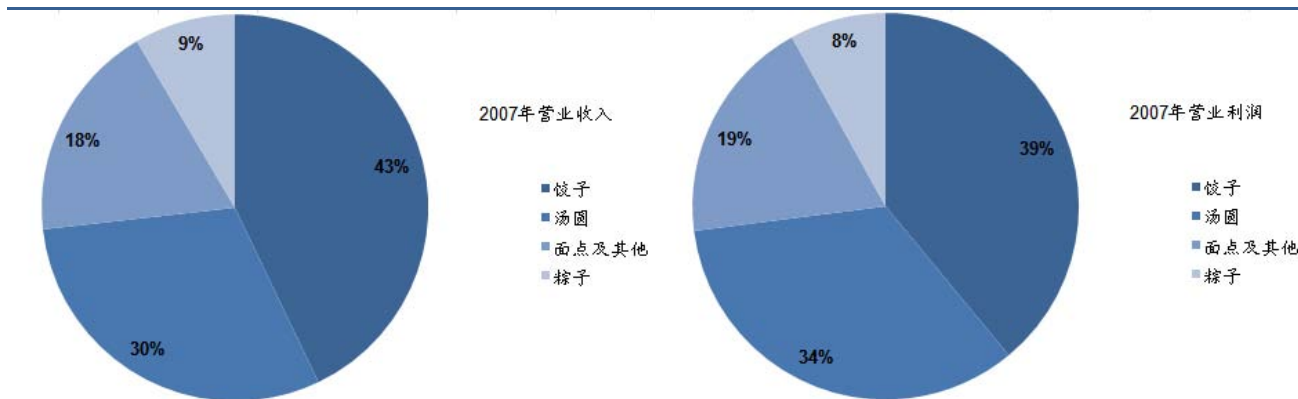
4 公司主营业务发展分析

4.1 饺子、汤圆占主导 生产销售具有季节性

饺子和汤圆为公司收入和利润的主要来源，构成营业收入和利润的 73%。

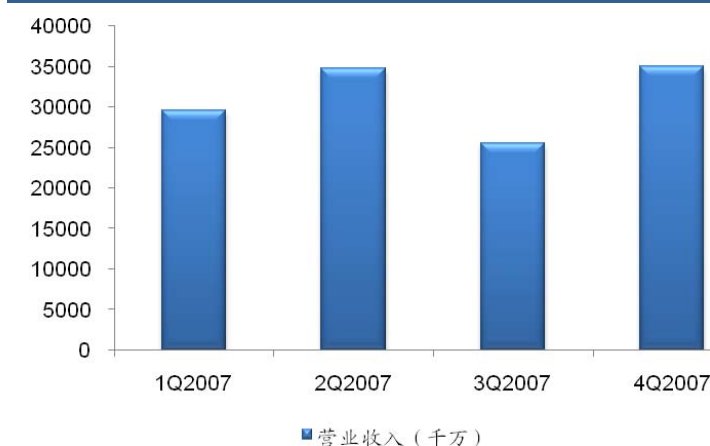
由于气候和我国传统民俗的影响，速冻汤圆、粽子等产品存在着加工和销售的淡旺季之分。每年的 3-8 月为汤圆产品的生产淡季，10 月至次年 3、4 月为汤圆的销售旺季，销售比例占全年销售的 60%左右；每年的 6-10 月为粽子产品的生产淡季，端午节前后为销售旺季。其他面点如饺子、包子、春卷、芝麻球、南瓜饼等不存在淡旺季之分。汤圆和粽子消费的季节性特征导致公司主营业务收入高峰在二、四季度，三季度相对淡季。

图 8: 饺子汤圆占收入和利润的 73%



数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 9: 二、四季度为销售旺季

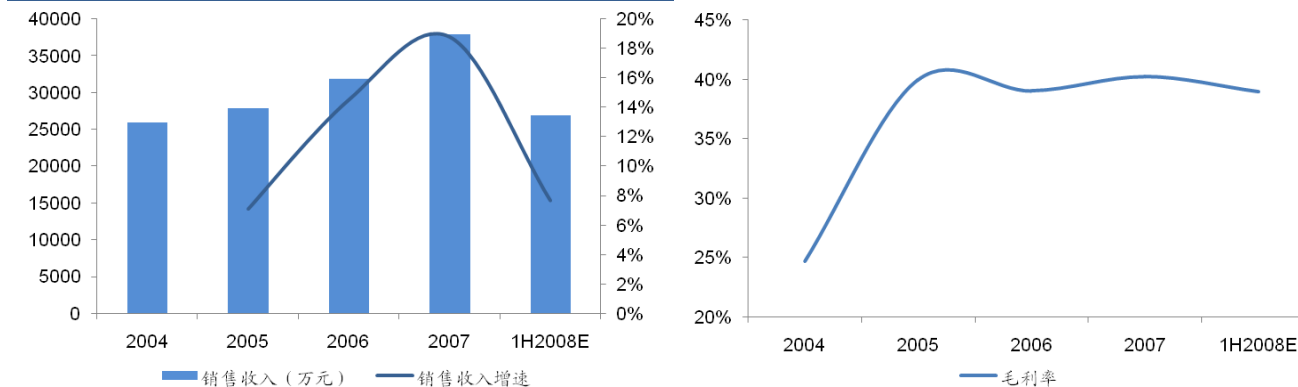


数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

4.2 主要产品发展趋势及盈利能力

速冻汤圆是主要的收入和利润来源之一, 公司在速冻汤圆市场占有率在 30%左右, 多年居于行业首位。作为发展较早的速冻食品种类, 公司速冻汤圆的增长以及盈利能力逐步趋于稳定, 收入平均增速在 10%-20%之间。未来刺激公司汤圆业务增长的动力一是产能的释放, 二是汤圆消费升级的提升 (如状元汤圆的发展)。

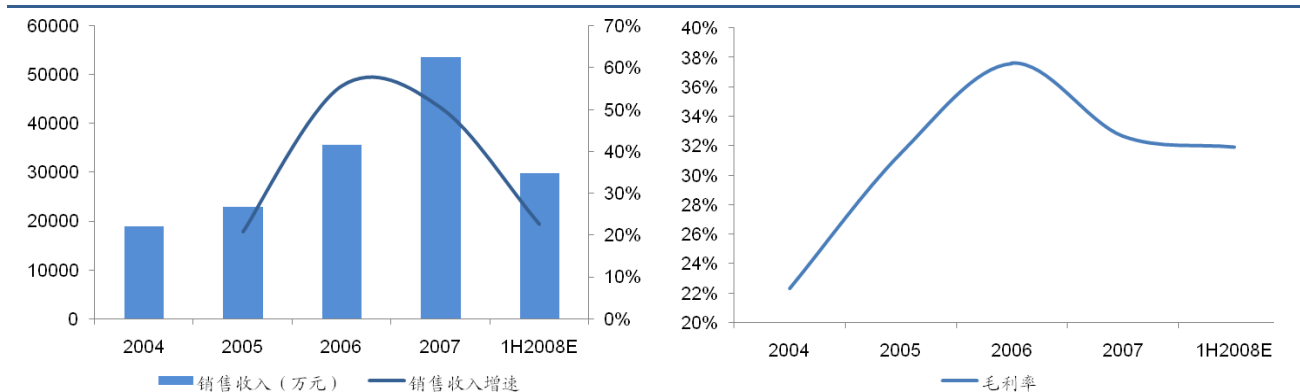
图 10: 速冻汤圆收入增速趋缓 毛利率稳定



数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

速冻水饺发展相对晚于汤圆，但是增长速度却高于汤圆，近几年公司的速冻水饺业务均维持在 20% 以上的增长，目前公司在速冻水饺市场的市场占有率在 25% 左右。2007 年以来，受猪肉等原材料价格大幅上涨的负面影响，公司速冻水饺业务毛利率有所下降。未来公司速冻水饺有望维持目前较快发展速冻，并且随着产品结构的升级以及原料价格的回落毛利率有望稳步回升。

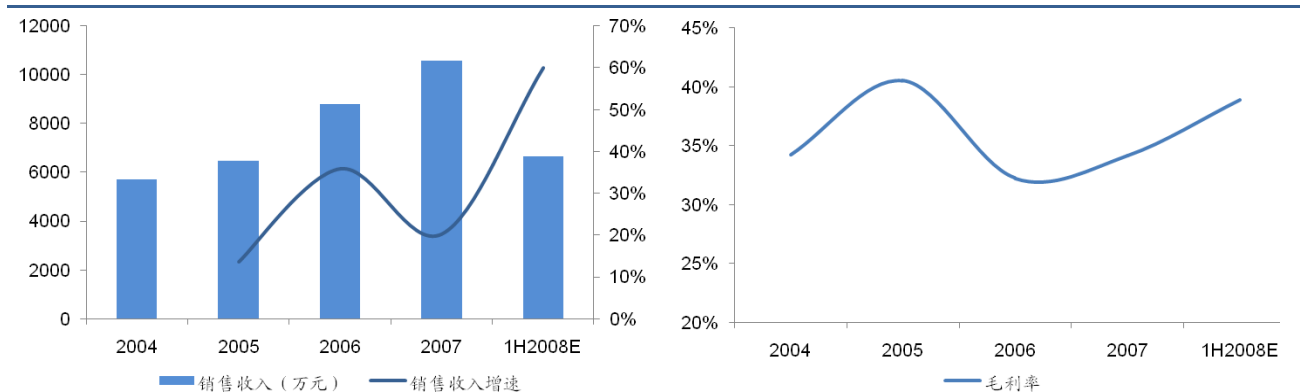
图 11: 速冻水饺高速增长 毛利率有所下降



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

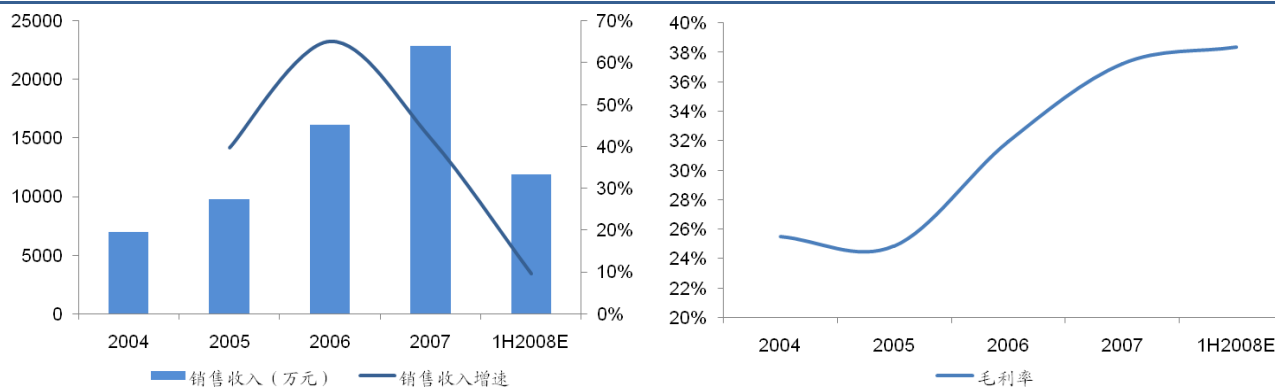
相对于其他速冻产品，速冻粽子的季节性消费更为明显，目前公司将速冻粽子定位于节日消费、早餐以及点心消费，近几年速冻粽子的销售量以及销售收入保持持续快速增长的态势。目前速冻粽子占速冻米面食品比重不足 10%，公司在速冻粽子市场占有率将近 20%。未来公司速冻粽子的发展一方面来源于产能的释放，另一方面来自于粽子消费的日常化。

图 12: 速冻粽子快速增长 毛利率逐步上升



数据来源：公司公告，渤海证券研究所

面点等产品加工制作工艺相对简单、保存要求相对较低，目前多以广式点心和区域性特色产品为主。公司该类产品主要定位主食（早餐和正餐消费），主要消费区域为南方市场。根据中国商业联合会的统计，该类产品销售量已经超过速冻水饺成为速冻食品的第一大类，占比高于 36%，公司在该类产品市场占有率不足 15%。未来公司在该项业务发展的空间来自于：一是，市场占有率的提高；二是，完善产品系列，开发针对北方市场的咸味产品。

图 13: 速冻面点及其它收入增速有所下降 毛利率稳步提升


数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所

总之, 公司 03 年-06 年在速冻食品行业的市场占有率分别为 13.85%、15.5%、16.65%和 19.79%, 逐步提升。未来, 速冻饺子和速冻面点及其他将会继续高速增长, 成为推动公司主营业务收入增长的主要动力。

4.3 募投项目增加公司产能 产能释放推动公司业绩增长

募投项目增加公司产能

公司在 IPO 之前拥有产能 9.9 万吨/年 (不含外协), 07 年外协产能为 4.7 万吨。募投项目将新增产能 18.76 万吨/年, 在招股说明书中公司预计到 2010 年公司总的生产能力将达到 28.66 万吨/年。按照公司在招股说明书中的计划, 公司郑州基地建设项目 2008 年达产 70%、2009 年达产 100%, 华东基地建设工程项目 2008 年达产 70%、2009 年达产 100%, 那么公司的产能在 2008 年、2009 年以及 2010 年的产能将分别达到 18.13 万吨、26.56 万吨和 28.66 万吨。如果分品种具体如下表所示:

表 2: 公司未来几年产能增长情况

产品	2007 年产能	2008 年	2009 年	2010 年
汤圆	2.8	5.15	7.63	8.26
水饺	4.4	7.93	12.8	14.24
面点及其它	1.3	2.81	4.69	5.21
粽子	1.4	2.24	2.85	2.95
合计	9.9	18.13	26.56	28.66

数据来源: 公司公告, 渤海证券研究所 单位: 万吨

宏观经济不景气给公司产能释放带来压力

目前公司郑州基地建设项目生产车间已经基本完工, 据我们了解, 从 08 年 10 月份已经投入生产, 配套冷库以及技术中心正在建设。从行业以及公司正常的发展状况来看, 公司产能并未过剩, 但是宏观经济不景气为新建产能的释放带来一定的压力, 可能会导致公司阶段性产能释放不足, 影响公司业绩。另外据我们了解, 公司太仓基地并未开始建设, 因此关于太仓基地产能能否在 09 年、10 年如期释放仍然存在一定的不确定性。(公司的经营目标到 2010 年速冻食品销量超过 29 万吨, 常

温食品销量达 4 万吨，中式餐饮预制品供应量达 5 万吨)

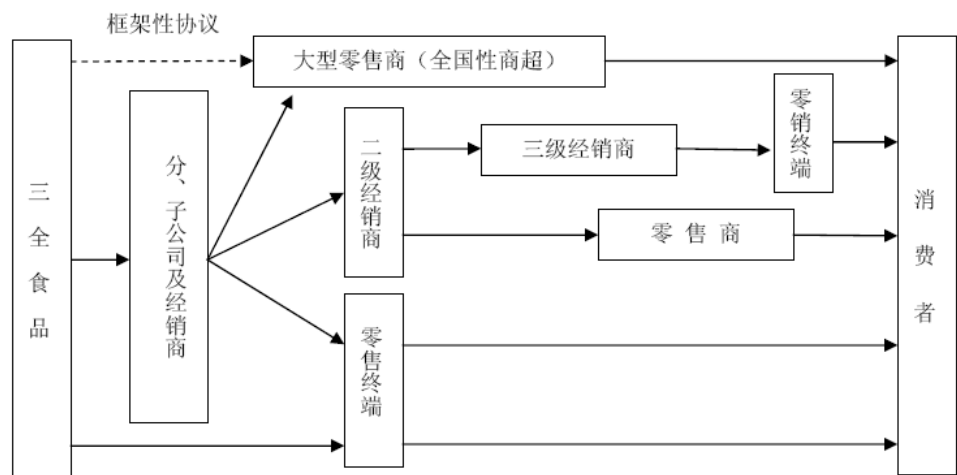
4.4 销售体系建设、品牌和产品优势提高公司市场占有率

速冻食品行业未来的发展需要不断进行产品创新，对各地方特色产品进行改良，并且通过完善的销售渠道扩大销售范围，以实现公司业绩的增长。公司多年速冻行业的从业经验使得公司在渠道以及产品技术上面拥有独特的优势。

独特的销售体系加强公司掌控渠道的能力

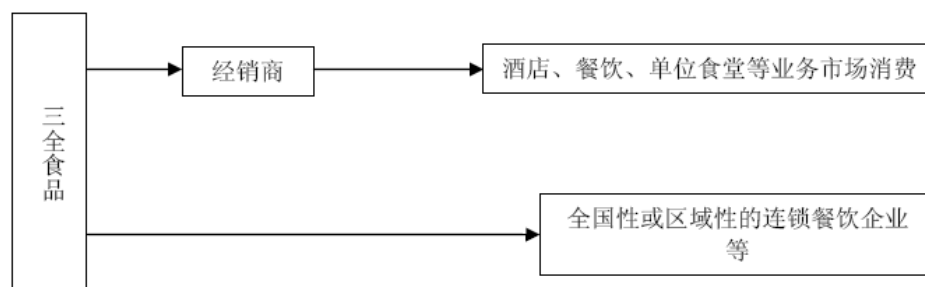
公司采用直销和经销商两种开拓市场的方式，加强了公司对渠道的掌控以及对消费终端信息的搜集。公司在各大中心城市设立分公司、子公司，在不设立分、子公司的省市大力发展区域经销商，由公司派出业务团队进行市场管理和业务指导。公司由从事销售的 8 家分公司、19 家子公司以及近千家经销商和近 6 万个零售终端共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络，能够保证公司产品在 7 天之内可以生产并迅速推广到全国各地的终端。目前公司产品销售覆盖全国(除台湾以外)所有省、自治区和直辖市，90%以上地级市场、75%以上县级市场。

图 14: 零售市场销售体系的搭建



数据来源：公司公告

另外，公司还专门成立了业务事业部拓展业务市场客户，除与全国性或区域性的连锁客户接触并建立配送与供货关系外，在全国其它重点城市，公司派出专职业务人员和当地专业的酒店原料半成品供应商共同开发酒店、宾馆、快餐店以及包括学校、军队、医院、政府等企事业单位在内的业务客户。

图 15: 业务市场销售体系的搭建


数据来源：公司公告

品牌和产品优势

公司在速冻米面食品生产商中具有突出的品牌优势,是速冻米面食品行业内唯一一家既拥有“中国驰名商标”又拥有“中国名牌产品”称号的企业。中国第一颗速冻汤圆、第一只速冻粽子就出自于公司,公司坚持以市场为导向的研发工作,以创新求发展,重视企业创新能力建设,新品转化率达 90%。公司技术中心是国内速冻米面食品行业唯一一家“国家认定企业技术中心”,目前中心已累计开发新产品 400 多项,其中有 210 项处于国内领先水平,获得专利 10 项。

5 盈利预测

5.1 盈利预测假设

- 1) 综合考虑公司增值税返还以及所得税的优惠,假设公司实际有效税率为 10%;
- 2) 假设公司郑州基地产能从 2009 年开始逐步释放直至 2011 年才完全释放。
- 3) 假设公司主要产品价格随原材料价格上下波动,维持相对稳定的毛利率;
- 4) 未考虑公司太仓基地的产能扩张。

5.2 盈利预测表

表 3: 主营业务收入预测基本表

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
速冻汤圆					
销售收入(万元)	31888	37883	37604	38808	53487
yoy	14.53%	18.80%	-0.74%	3.20%	37.83%
销售成本	19442	22633	22468	23188	32092
毛利率	39.03%	40.25%	40.25%	40.25%	40.00%
速冻水饺					
销售收入(万元)	35610	53580	61617	57744	76038
yoy	55.63%	50.46%	15.00%	-6.29%	31.68%
销售成本	22222	36071	41592	38977	51706
毛利率	37.60%	32.68%	32.50%	32.50%	32.00%

速冻粽子					
销售收入（万元）	8807	10592	14123	16939	21311
yoy	35.90%	20.27%	33.33%	19.94%	25.81%
销售成本	5967	6975	8615	10333	13106
毛利率	32.25%	34.15%	39.00%	39.00%	38.50%
速冻面点及其他					
销售收入（万元）	16114	22874	25062	30865	40229
yoy	65.13%	41.95%	9.57%	23.16%	30.34%
销售成本	10967	14353	15413	18982	24821
毛利率	31.94%	37.25%	38.50%	38.50%	38.30%
合计					
营业收入（万元）	92420	124929	138406	144355	191064
yoy	38.02%	35.18%	10.79%	4.30%	32.36%
营业成本	58597	80032	88088	91479	121725
综合毛利率	36.60%	35.94%	36.36%	36.63%	36.29%

数据来源：渤海证券研究所

根据上面的假设，三全食品 08 年-10 年每股收益分别为 0.85 元、1.01 元和 1.22 元。

6 估值与投资建议

3 月 20 日公司股票收盘价为 29.17 元，我们预测的 09-10 年每股收益对应的市盈率分别为 34.28 倍、28.87 倍和 23.84 倍。公司未来两年的复合增长率为 20%，参考啤酒、肉制品行业目前的估值水平，即使考虑到小盘股高估值的特性，给与公司 09 年 30 倍市盈率的估值水平，09 年 1.01 元每股收益对应合理股价为 30.3 元，给与 30 元的目标价和“中性”投资评级。

表 4：相对估值表

证券简称	收盘价（元）	2008EPS	2009EPS	2008P/E	2009P/E
青岛啤酒	20.67	0.57	0.78	36.33	26.66
燕京啤酒	12.66	0.45	0.63	28.13	20.09
双汇发展	31.83	1.15	1.38	27.68	23.06

数据来源：Wind，渤海证券研究所

7 风险因素

目前所享受的增值税返还和所得税优惠政策可能会有变动；
产能不能如期释放导致折旧及摊销费用增加而短期降低公司经营业绩的风险；
发生大规模食品安全问题影响产品销售。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn