



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 8 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

推荐

三全食品(002216.CH)

2009 年业绩回顾

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
主营业务收入	671.2	925.9	1,249.3	1,382.8	1,444.5	1,852.3	2,212.2
(+/-%)	15.8	37.9	34.9	10.7	4.5	28.2	19.4
主营业务利润	233.8	343.2	449.0	526.5	515.9	708.5	868.1
(+/-%)	62.1	46.8	30.8	17.3	-2.0	37.3	22.5
净利润	56.7	67.8	71.7	79.6	88.8	136.3	205.1
(+/-%)	600.4	19.6	5.7	10.9	11.6	53.5	50.5
每股收益 (元)	0.30	0.97	1.02	0.85	0.47	0.73	1.10
(+/-%)	600.4	219.4	5.7	-16.9	-44.2	53.5	50.5
每股经营现金流 (元)	1.27	0.31	1.07	1.61	1.54	1.12	1.51
市盈率 (倍)	87.9	27.5	26.0	62.7	56.2	36.6	24.3
市净率 (倍)	11.7	8.2	6.1	2.9	5.3	4.8	4.0
股价/经营现金流	21.1	87.3	24.9	16.6	17.3	23.9	17.7
EV/EBITDA (倍)	60.9	58.0	55.9	48.6	45.3	26.6	18.6
净资产收益率 (%)	35.7	29.7	23.6	9.2	9.5	13.2	16.6
投入资本回报率 (%)	36.9	29.9	25.3	9.8	9.2	13.1	16.3
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	0.0	0.0

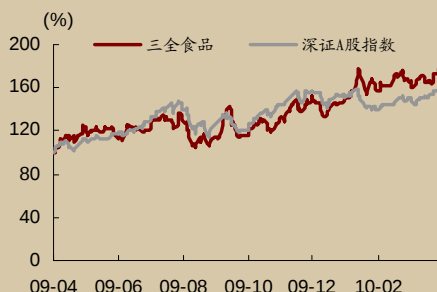
股票信息

	▲股
股票代码	002216CH
当前股价	人民币 26.67
日成交量 (百万股)	1.1
52周最高价/最低价	人民币 27.43/14.96
总市值 (百万元)	4,987
发行股数 (百万股)	187
其中: 流通股 (百万股)	24
主要股东 (持股比例)	陈泽民(14.72%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
三全食品	2.4%	5.1%	19.7%	22.2%
深证A股指数	1.0%	5.8%	5.1%	3.3%
中金食品饮料指数	1.3%	-0.2%	-2.4%	-0.1%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

09 年业绩符合预期:

09 年实现销售收入 14.4 亿元, 同比增长 4.5%, 净利润达到 888 万元, 同比增长 11.6%, 每股收益 0.47 元, 符合市场预期。同时, 每 10 股分红 2 元。

正面:

- 09 年四季度公司管理费用率同比下降 4.4 个百分点。
- 09 年四季度经营性现金流同比增长 217.7%, 暗示实际利润好于报表。同时, 生产部门总收入 (母公司与河南全惠收入之和, 公司新产能以河南全惠来运作) 同比增速达到 13.5%, 进一步验证实际收入好于报表 4.5% 的收入增速。

负面:

- 毛利率同比下滑 8 个百分点, 其与散装系列销售占比提高以及经销商渠道占比提高有关。经销商渠道相比商超渠道, 售价低、销售费用率低, 我们从 09 年四季度销售费用率同比大幅下降即可看出。

发展趋势:

行业发展趋势依然向好。全国商业联合会零售端的数据和国家统计局生产端数据显示, 速冻米面食品行业 1-2 月销量和产量同比增速分别达到 24% 和 15%, 2010 年行业仍处于快速发展轨道。

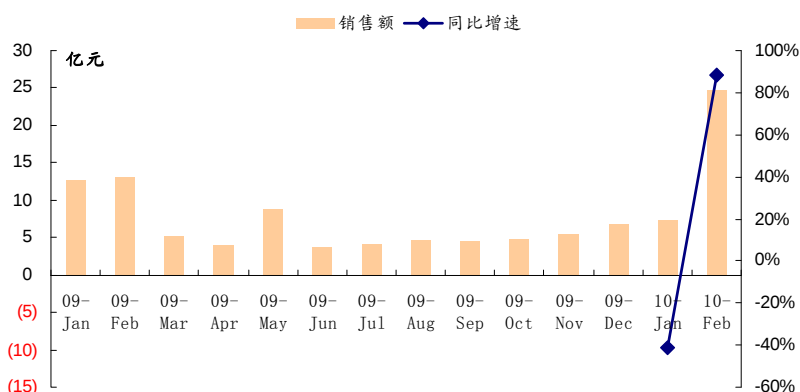
公司受益于二三线市场的消费升级。人均可支配收入达到 1500 美元的临界点, 速冻米面食私人消费将进入腾飞阶段。随着收入水平的提高, 速冻米面食企业将受益于二三线市场的消费升级, 而三全作为“农村包围城市”起家的行业龙头, 有望受益于在二三线城市录得快速增长, 我们从近期中档产品销售较好的趋势中就可可见一斑。

业绩释放在意愿仍是关键点, 一季度销售将给予市场信心。零售终端数据显示公司 1-2 月销售收入增速将 31%, 增速仅次于湾仔码头。我们预计公司一季度实际收入增速将达到 20% 以上, 收入快速增长兑现将增强投资者信心。预期随着解禁期的临近, 业绩弹性将有逐步的体现。

估值与建议:

公司 09-10 年市盈率分别 36.6 倍和 24.3 倍, 维持“推荐”的投资评级, 建议投资者关注其持续的盈利弹性。

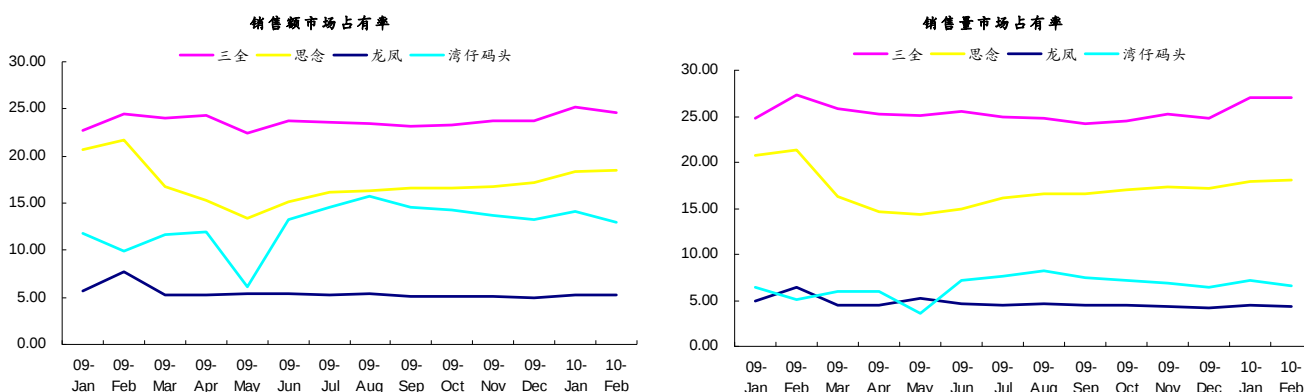
图表 1：全国超市系统速冻米面食销售旺盛



注：由于2010年春节时间的滞后，导致行业1月数据同比下降，1-2月累计同比增速更具参考意义。

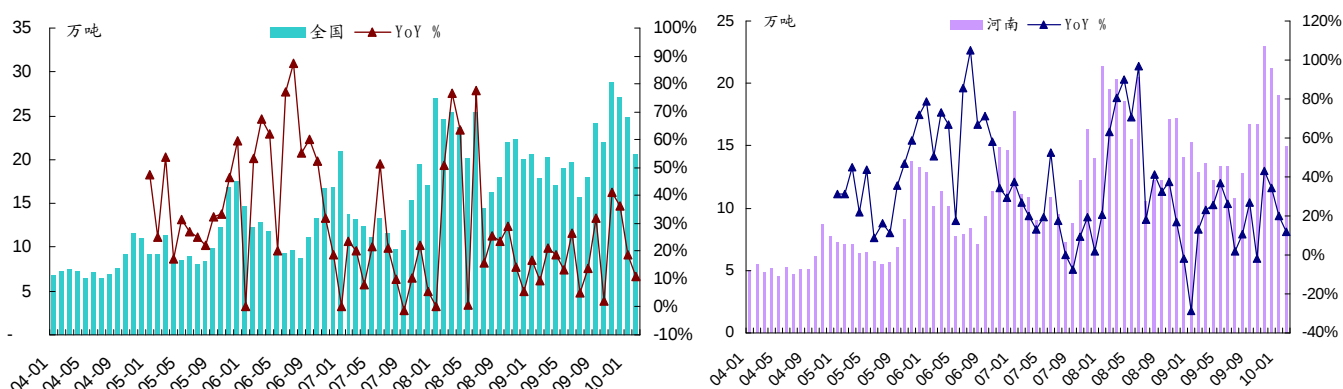
资料来源：全国商业联合会，中金公司研究部

图表 2：超市零售端数据显示三全食品市场份额稳步提升



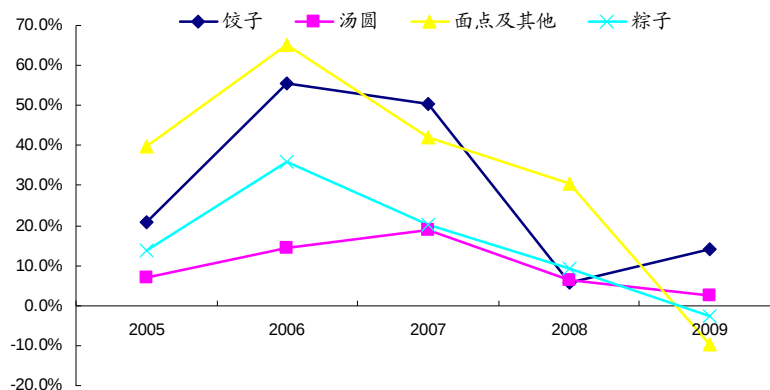
资料来源：全国商业联合会，中金公司研究部

图表 3：全国和河南速冻米面食产量保持快速增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 4: 三全食品分品类收入增速



资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 5: 2009 年业绩分析

	FY 2008	FY 2009	YoY	4Q 2008	4Q 2009	YoY	中金评论
营业收入	1,382.76	1,444.54	4.47%	373.50	379.63	1.64%	销售收入基本保持稳定
营业成本	856.22	928.61	8.46%	216.39	250.31	15.67%	
毛利润	526.55	515.93	-2.02%	157.10	129.32	-17.69%	
毛利率	38.08%	35.72%	-2.36%	42.06%	34.06%	-8.00%	由于散装产品增加和渠道结构变化, 毛利率区域向下
营业税金及附加	6.40	8.51	33.01%	2.75	2.81	2.11%	
销售费用	370.24	360.58	-2.61%	104.90	82.35	-21.50%	渠道结构变化导致渠道费用率下降
销售费用/营业收入	26.8%	25.0%	-1.81%	28.1%	21.7%	-6.39%	
管理费用	78.75	63.38	-19.52%	27.82	11.56	-58.44%	
管理费用/营业收入	5.7%	4.4%	-1.31%	7.4%	3.0%	-4.40%	
财务费用	6.75	-0.90	-113.36%	-0.66	-0.69	4.39%	
财务费用/营业收入	0.5%	-0.1%	-0.55%	-0.2%	-0.2%	0.00%	
资产减值损失	2.85	2.15	-24.47%	3.68	1.59	-56.77%	
营业利润	61.55	82.21	33.57%	18.61	31.69	70.30%	管理费用率增加导致营业利润率提升
营业利润率	4.5%	5.7%	1.24%	5.0%	8.3%	3.37%	
营业外收入	25.25	17.29	-31.51%	9.11	3.05	-66.51%	
营业外支出	4.38	5.78	31.90%	2.18	2.67	22.75%	
利润总额	82.41	93.72	13.72%	25.54	32.07	25.55%	增长主要来自利润率的提升
税前利润率	5.96%	6.49%	0.53%	6.84%	8.45%	1.61%	
所得税	4.44	5.16	16.17%	-1.56	-2.15	38.18%	
有效税率	5.39%	5.51%	0.12%	-6.10%	-6.72%	-0.61%	
少数股东损益	-1.60	-0.22	-86.44%	0.20	-0.01	-105.74%	
净利润	79.57	88.77	11.56%	26.91	34.24	27.24%	增长主要来自利润率的提升
净利润率	5.75%	6.15%	0.39%	7.20%	9.02%	1.81%	
总股本	187.00	187.00	0.00%	187.00	187.00	0.00%	
每股收益(摊薄)	0.43	0.47	11.56%	0.14	0.18	27.24%	
经营性现金流	150.24	287.66	91.47%	45.05	167.44	271.66%	经营性现金流良好表明公司实际经营情况良好

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 6: 盈利预测调整表

	2010E			2011E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	1852	1852	0.0%	2212	2212	0.0%
毛利率	38.3%	38.3%	0.0%	39.2%	39.2%	0.0%
主营业务税金	9	9	0.0%	10	10	0.0%
营销费用	491	482	-1.9%	571	564	-1.2%
营销费用/销售收入	26.5%	26.0%	-0.5%	25.8%	25.5%	-0.3%
管理费用	83	83	0.0%	88	88	0.0%
管理费用/销售收入	4.5%	4.5%	0.0%	4.0%	4.0%	0.0%
息税前利润	126	133	5.8%	198	203	2.3%
息税前利润率	6.8%	7.2%	0.4%	9.0%	9.2%	0.2%
净利润	136	136	0.2%	205	205	0.1%
净利润率	7.3%	7.4%	0.0%	9.3%	9.3%	0.0%
每股收益(人民币元)	0.73	0.73	0.2%	1.10	1.10	0.1%

资料来源: 中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2004 A	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表								
主营业务收入	580	671	926	1,249	1,383	1,445	1,852	2,212
主营业务利润	144	234	343	449	527	516	709	868
营业费用	-103	-131	-221	-326	-370	-361	-482	-564
管理费用	-20	-30	-46	-54	-79	-63	-83	-88
营业利润	6	48	62	46	62	82	131	201
财务费用	-11	-9	-8	-19	-7	1	-2	-2
税前利润	10	61	71	68	82	94	144	217
净利润	8	57	68	72	80	89	136	205
每股盈利（元）	0.12	0.81	0.97	1.02	0.85	0.47	0.73	1.10
每股股利（元）	-	-	-	-	0.20	0.20	-	-
现金流量表								
经营活动现金流净额	4	89	21	75	150	288	209	281
投资活动现金流净额	-34	-11	-69	-115	-105	-94	-110	-80
融资活动现金流净额	14	-28	39	102	279	-94	-39	-2
货币资金增加额	-16	49	-9	61	325	100	59	200
货币资金期初余额	0	26	75	66	127	452	568	628
货币资金期末余额	0	75	66	127	452	551	628	827
资产负债表								
货币资金	73	83	78	161	497	568	628	827
应收帐款	151	178	260	250	257	299	369	433
存货	235	185	250	255	338	307	378	444
固定资产合计	152	152	193	263	332	400	457	474
资产合计	604	627	833	1,065	1,482	1,612	1,860	2,202
短期借款	167	150	221	282	100	35	35	35
应付帐款	151	178	260	250	257	299	369	433
应交税金	6	9	10	17	7	5	6	8
长期借款	20	-	-	40	-	-	-	-
股本	70	70	70	70	94	187	187	187
储备和未分配利润	16	72	140	211	291	361	459	665
负债和所有者权益合计	604	627	833	1,065	1,482	1,612	1,860	2,202

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 8：盈利预测及其主要假设

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
销售收入（百万人民币）								
饺子	189	229	356	536	566	646	676	749
Yoy		20.9%	55.6%	50.5%	5.6%	14.2%	4.6%	10.9%
汤圆	260	278	319	379	403	413	503	573
Yoy		7.1%	14.5%	18.8%	6.3%	2.6%	21.7%	14.0%
粽子	57	65	88	106	116	113	210	287
Yoy		13.6%	35.9%	20.3%	9.1%	-2.6%	87.0%	36.5%
面点和其他	70	98	161	229	299	270	463	603
Yoy		39.7%	65.1%	41.9%	30.5%	-9.6%	71.7%	30.0%
总计	576	670	924	1,249	1,383	1,442	1,852	2,212
Yoy		16.2%	38.0%	35.2%	10.7%	4.3%	28.5%	19.4%
毛利率								
饺子	22.3%	31.5%	37.6%	32.7%	38.2%	43.6%	38.2%	38.4%
汤圆	24.7%	39.9%	39.0%	40.3%	37.4%	32.2%	36.0%	36.2%
粽子	34.2%	40.6%	32.2%	34.2%	41.7%	29.4%	44.2%	46.3%
面点和其他	25.5%	24.8%	31.9%	37.2%	37.3%	19.8%	38.0%	39.8%
总计	25.4%	35.1%	36.7%	35.9%	38.1%	34.8%	38.3%	39.2%

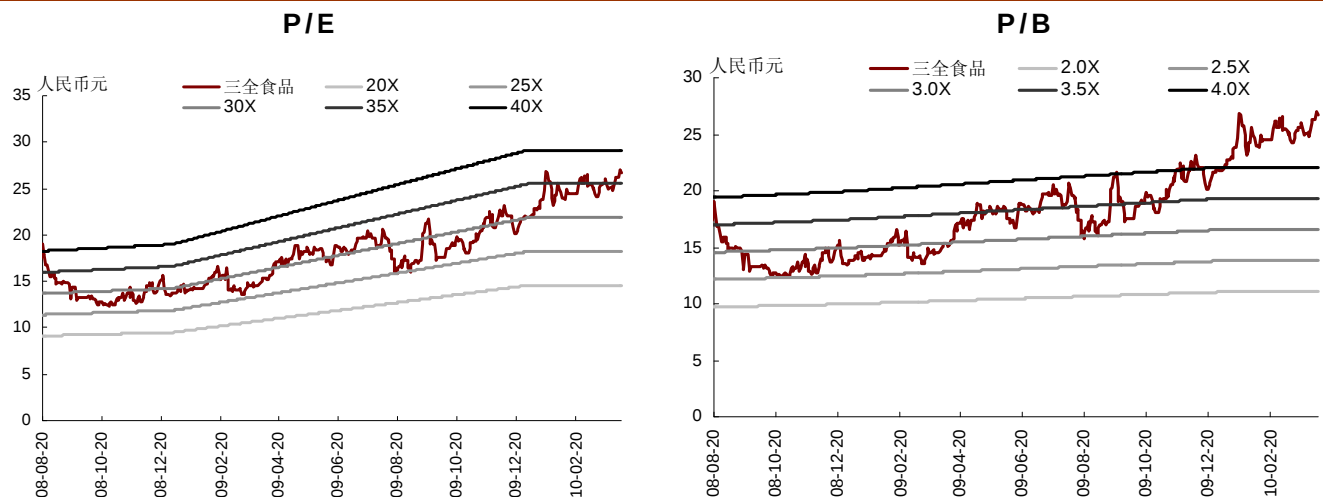
资料来源：中金公司研究部

图表 9: 可比公司估值

公司 (收盘于2010-4-7)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	33.3	23.0	18.0	9.8	7.1	5.3	29.8	31.9	30.8	0.8	0.8	1.1	21.8	15.2	11.9
五粮液	000858.SZ	推荐	33.2	21.4	17.2	7.4	5.5	4.1	22.7	26.0	24.5	0.0	0.0	0.0	14.8	10.5	8.6
泸州老窖	000568.SZ	推荐	27.7	21.0	16.1	11.0	9.5	8.1	40.1	45.6	50.4	4.1	5.3	7.0	22.9	18.5	13.7
水井坊	600779.SH	审慎推荐	33.7	25.0	17.8	7.2	6.6	5.9	21.5	26.6	33.6	2.4	2.8	3.9	20.6	16.4	11.8
山西汾酒	600809.SH	推荐	46.6	23.3	16.1	9.1	7.2	5.8	21.9	34.1	39.3	1.5	3.0	4.3	25.0	15.5	10.9
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	49.0	27.4	10.6	3.3	2.2	1.8	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	30.2	12.1	10.5
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.4	26.1	21.4	11.8	9.9	8.3	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.0	18.6	15.2
金枫酒业	600616.SH	中性	46.3	38.4	28.7	6.9	6.3	5.5	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.7	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	54.2	43.3	42.6	4.3	4.1	3.9	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.8	20.8	17.3	16.8
可选消费类平均			39.6	27.6	20.9	7.9	6.5	5.4	22.5	26.2	29.2	1.6	2.1	2.6	23.6	16.9	13.4
可选消费类平均(剔除古越龙山)			37.8	25.7	18.2	8.3	6.8	5.6	24.3	28.3	31.7	1.5	2.0	2.5	24.0	16.8	12.9
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	56.2	36.6	24.3	5.3	4.8	4.0	9.5	13.2	16.6	2.0	0.0	0.0	45.3	26.6	18.6
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	51.6	37.9	28.6	9.7	8.7	7.7	19.6	24.1	28.3	1.2	1.6	2.1	26.4	21.1	16.9
青岛啤酒	600600.SH	中性	34.4	26.7	22.2	5.6	4.9	4.4	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.1	14.8	12.4	12.4
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	38.8	24.5	20.6	3.5	3.3	3.0	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.9	11.8	10.2
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.6	7.3	31.0	30.5	29.1	1.6	1.8	2.1	20.4	16.9	14.7
*ST伊利	600887.SH	推荐	40.7	27.6	20.4	8.0	6.5	5.2	19.7	23.5	25.4	0.5	0.7	1.0	19.7	13.5	9.7
光明乳业	600597.SH	回避	89.4	74.4	66.4	5.2	4.9	4.6	5.8	6.5	7.0	0.0	0.5	0.8	21.5	18.5	16.9
低价快消类平均			49.2	36.6	29.7	6.8	6.0	5.2	15.8	18.4	19.9	1.1	1.1	1.4	23.6	17.2	14.2
低价快消类平均(剔除光明乳业)			42.5	30.3	23.5	7.1	6.2	5.3	17.4	20.3	22.0	1.2	1.2	1.5	23.9	17.0	13.8
A股覆盖总体平均			43.8	31.5	24.8	7.4	6.3	5.3	19.5	22.8	25.1	1.4	1.7	2.0	23.6	17.0	13.7
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			39.8	27.6	20.5	7.8	6.5	5.5	21.3	24.9	27.5	1.4	1.7	2.1	23.9	16.9	13.3

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 10: 历史 P/E 和 P/B



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
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。