



行业逐步复苏，2010 年增长将提速

——三全食品（002216）年报点评

分析师

郭怡娴：

☎(0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

执业证书编号：S1070109051382

要点：

- 报告期内公司实现营业收入 144,454.05 万元，同比增长 4.47%；实现营业利润 8,220.51 万元，同比增长 33.57%；实现利润总额 9,371.53 万元，同比增长 13.72%；实现净利润 8,877.00 万元，同比增长 11.56%。实现每股收益 0.47 元。
- 三项费用率下降抵消毛利率下滑：报告期内，公司毛利率同比下降 2.28%。分产品来看，汤圆毛利率为 35.51%，同比下降 1.9%；水饺毛利率为 34.55%，同比下降 3.68%；粽子毛利率为 42.98%，同比上升 1.32%；面点及其他毛利率为 36.22%，同比下降 1.08%。公司销售费用同比下降 2.61%，销售费用率同比下降 1.8%；管理费用同比下降 19.52%，管理费用率同比下降 1.3%；财务费用同比下降 113.36%，财务费用率同比下降 0.6%。三项费用率合计降低 3.7%，抵消了毛利率的下降，使得销售净利率达到 6.1%，同比上升 0.3%。
- 经销商占比提高导致下半年毛利率和销售费用呈现下降：省会和一线城市公司做直销，二三线城市依靠经销商来做，目前经销商销售占比达到 50% 以上，由于近几年二三线市场销量增速较快，因此经销商占比一直在提高，导致 09 年下半年的毛利率和销售费用率下降。
- 实际经营情况好于报表数据：三全食品进入 09 年 11 月份以来，需求呈现爆发式增长，产品供不应求。与此相吻合的是 11 月份行业销量同比增长 41%，而公司四季度收入仅同比上升 1.6%。09 年末预收账款达到 1.53 亿元，环比上升 7233 万元，公司对商超的对账期为 1.5 个月导致收入推迟确认，10 年一季度和全年公司增长将较为可观。

投资评级：推荐（维持）

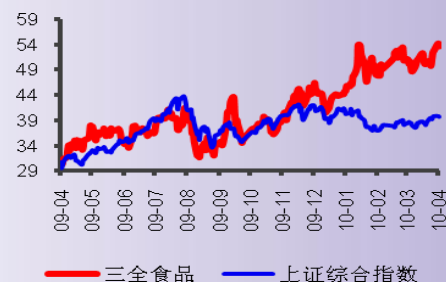
市场数据

总市值（亿元）	49.87
流通市值（亿元）	12.76
总股本（万股）	18700
流通股本（万股）	4786
12 个月最高/最低	27.43/15.55

公司盈利预测

单位：万元	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	144454	168353	197806
(+/-%)	4.5%	16.5%	17.5%
净利润	8877	10994	13243
(+/-%)	11.6%	23.8%	20.5%
摊薄每股收益	0.475	0.588	0.708
PE	56.2	45.4	37.7

食品饮料行业相对大盘走势



相关报告

《三全食品（002216）：消费旺季产能完全释放 公司加快产能布局》2010.1.23

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



- **大股东减持动力较小：** 2011年2月21日，其家族持有的股份解禁。长期看来，在维持控股权不变的情况下，减持是大趋势，由于目前几年行业竟然仍未缓和而公司方面积极进行产能扩建，大股东减持的可能性较小。
- **盈利预测和投资评级：** 09年以来随着宏观经济的复苏，社会消费品零售总额和商超销售额同比增速逐步回升，速冻米面食品作为一次消费终生需求的朝阳行业，其行业需求必然随着就业率和收入增速的回升而转暖。公司未来增长来自于一线城市单位面积销售额的提升和二三线城市覆盖的增加，特别是公司将受益于二三线城市的消费升级。我们预计公司10和11年EPS分别为0.59元和0.71元，估值不低，但是公司作为速冻米面食品行业的龙头，速冻米面食品行业增速逐步回升，10年一季度和全年公司增长将较为可观，维持公司推荐的投资评级。



盈利预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	144454	168353	197806	成长性			
营业成本	92861	108429	127384	营业收入增长	4.5%	16.5%	17.5%
销售费用	36058	40405	46484	营业成本增长	8.5%	16.8%	17.5%
管理费用	6338	8418	10088	营业利润增长	33.6%	27.6%	24.4%
财务费用	-90	-191	-95	利润总额增长	13.7%	33.3%	20.5%
投资净收益	0	0	0	净利润增长	11.6%	23.8%	20.5%
营业利润	8221	10493	13049	盈利能力			
营业外收支	1151	2000	2000	毛利率	35.7%	35.6%	35.6%
利润总额	9372	12493	15049	销售净利率	6.1%	6.5%	6.7%
所得税	516	1499	1806	ROE	9.5%	10.5%	11.2%
少数股东损益	-22	0	0	ROIC	8.3%	9.0%	9.7%
净利润	8877	10994	13243	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	25.0%	24.0%	23.5%
流动资产	113312	124829	146661	管理费用/营业收入	4.4%	5.0%	5.1%
货币资金	56829	58924	69232	财务费用/营业收入	-0.1%	-0.1%	0.0%
应收帐款	16946	19749	23204	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	674	785	923	所得税/利润总额	5.5%	12.0%	12.0%
存货	30672	35814	42075	应收帐款周转率	8.50	9.18	9.21
非流动资产	47865	63792	78823	存货周转率	2.88	3.26	3.27
固定资产	39963	51136	61100	流动资产周转率	1.31	1.41	1.46
资产总计	161177	188621	225484	总资产周转率	0.93	0.96	0.96
流动负债	64609	75059	92680	偿债能力			
短期借款	3539	3539	3539	资产负债率	41.9%	41.3%	42.4%
应付款项	36980	43180	50728	流动比率	1.75	1.66	1.58
非流动负债	2877	2877	2877	速动比率	1.28	1.19	1.13
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	67486	77936	95557	EPS	0.475	0.588	0.708
股东权益	93690	104684	117927	每股净资产	5.01	5.60	6.31
股本	18700	18700	18700	每股经营现金流	1.54	0.86	1.08
留存收益	74607	85601	98844	每股经营现金/EPS	3.2	1.5	1.5
少数股东权益	383	383	383	估值	2009A	2010E	2011E
负债和权益总计	161177	182621	213484	PE	56.2	45.4	37.7
现金流量表 (万元)				PEG	2.54	2.05	1.70
经营活动现金流	28766	16052	20150	PB	5.3	4.8	4.2
其中营运资本减少	12842	782	938	EV/EBITDA	44.96	34.23	26.53
投资活动现金流	-9448	-14203	-15000	EV/SALES	3.50	3.00	2.58
其中资本支出	-10104	-15000	-15000	EV/IC	5.38	4.54	3.93
融资活动现金流	-9362	0	0	ROIC/WACC	0.68	0.74	0.80
净现金总变化	9957	1849	5150	REP	7.91	6.12	4.93



研究员介绍及承诺:

郭怡娴: 武汉大学金融学硕士, 2008年加入长城证券, 任食品饮料行业分析师。

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

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

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。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>