

进一步完善区域生产基地布局

谨慎推荐（维持）

三全食品投资华北生产基地简评

黄黎明

电话：0769-22119270

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

2010年7月16日

事件：

公司近日公布对外投资公告，拟在天津建设三全食品华北基地。

点评：

1、华北基地项目简介。

三全食品华北基地项目用地面积约 278 亩，投资总额为人民币 60000 万元，分为二期建设。一期项目总投资 30000 万元，其中：建设投资 28523.32 万元，流动资金 1476.68 万元；设计产能 9 万吨/年，其中：速冻汤圆 3.2 万吨/年，速冻饺子 4 万吨/年，速冻粽子 0.8 万吨/年，速冻面点 1 万吨/年，建设周期为 2 年。

2、进一步完善全国生产基地布局。

2008 年上市之初，公司的速冻米面食品自有产能约 9.9 万吨/年，加上外协约 14.6 万吨/年，公司的生产基地局限在河南，产品也为标准化的全国大流通产品。而上市之后，公司不仅加快了产能的快速扩张，也逐步完成了生产基地在重点区域的布局：华东基地→西南基地→华南基地→华北基地。而天津华北生产基地也是布局京津和环渤海经济区的重要步骤。

表 1：IPO 后三全食品产能扩张情况

公布时间	内容	新增产能
2008 年 1 月 (IPO)	三全食品郑州综合基地	11.76 万吨 ：水饺 5.04 万吨，汤圆 3.36 万吨，面点 2.16 万吨，粽子 1.2 万吨。
2008 年 1 月 (IPO)	三全食品华东基地	7 万吨 ：水饺 2.8 万吨，汤圆 2.1 万吨，面点 1.75 万吨，粽子 0.35 万吨。
2009 年 5 月	三全食品西南基地（一期）	设计产能 13.905 万吨，一期 5 万吨 ：汤圆 3.035 万吨，水饺 1.14 万吨，面点 0.285 万吨，粽子 0.54 万吨。
2010 年 1 月	三全食品华南基地（一期）	设计产能 7 万吨，一期 5.17 万吨 ：汤圆 1.95 万吨，饺子 1.43 万吨，面点 1.52 万吨，粽子 0.27 万吨。
2010 年 7 月	三全食品华北基地（一期）	一期 9 万吨 ：汤圆 3.2 万吨，饺子 4 万吨，面点 1 万吨，粽子 0.8 万吨。
合计	——	约 38 万吨 ：汤圆 13.65 万吨，水饺 14.41 万吨，粽子 3.16 万吨，面点 6.7 万吨。

资料来源：东莞证券研究所整理

区域基地的建设，一方面有利于公司开发适应当地市场需求的产品，进一步细分市场，另一方面，将会有效降低原材料采购、产品销售的物流成本，使产品能够在最短的时间内投入市场，提高产品质量和市场占有率。

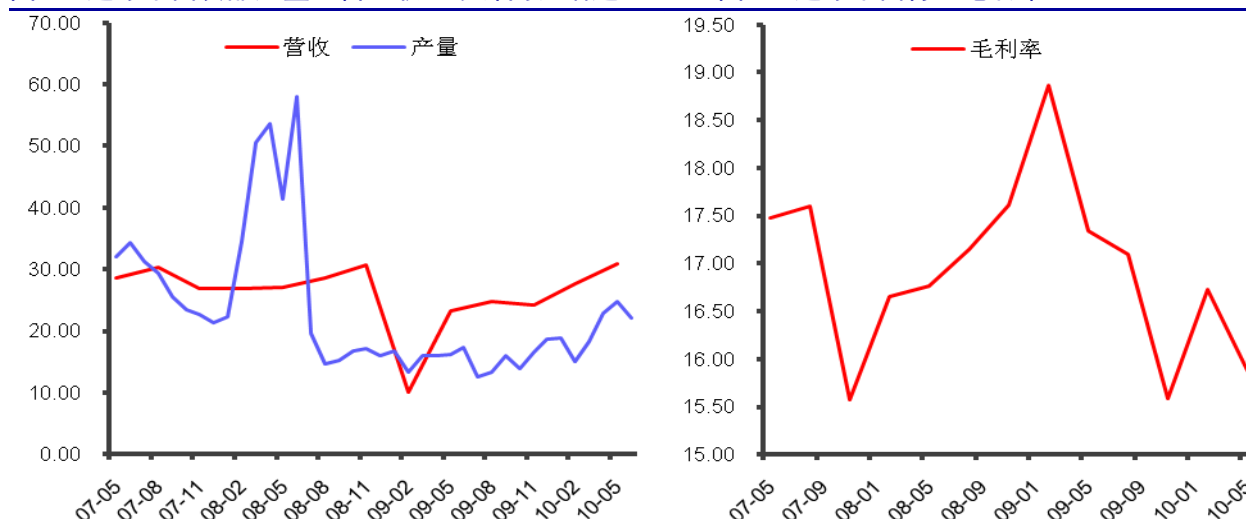
2、行业发展前景广阔，深度分销模式影响深远。

根据国外速冻食品的发展轨迹，方便、快捷、营养、健康的速冻食品必将随着人们生活节奏的加快和冷链等渠道的完善而展现广阔的发展前景，2010 年 1-5 月，速冻米面食品行业收入增速逾 30%，1-6 月销量增速 22.17%，回到快速增长轨道。

公司独具一格的深度分销模式和完善的冷链系统，尽管使公司背负 25% 左右的销售费用率，但是带来的影响也是深远的，强大的渠道控制力使公司的市场占有率不断提升，2009 年市场占有率近 27%，多年位居行业首位，也是公司新增产能消化的重要基础；同时定价能力也进一步增强，毛利率基本围绕 35% 上下波动。

公司未来业绩的增长主要来自规模的扩展和产品结构的升级，预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.69 元、1 元和 1.2 元，目前动态市盈率约 41 倍，偏高。我们认为，作为一个仍处于成长期的朝阳行业和一个拥有较强定价权的龙头企业，公司可以享受较高的溢价，仍维持“谨慎推荐”评级。

图 1：速冻米面食品产量和营业收入累计同比增速（%） 图 2：速冻米面行业毛利率（%）



资料来源：Wind 资讯

图 3：三全食品主要盈利能力指标（%）

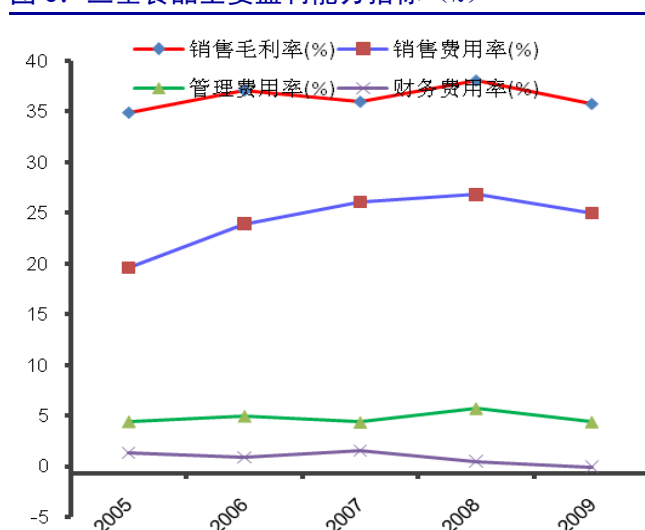
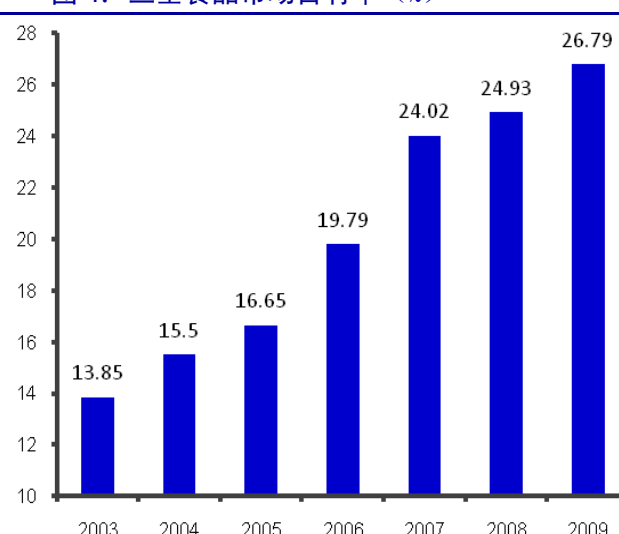


图 4：三全食品市场占有率（%）



资料来源：Wind 资讯，公司公告

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,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,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,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,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究发展中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn