

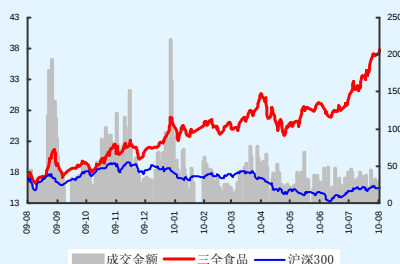
三全食品（002216）半年报点评

——业绩稳定增长，未来增长潜力巨大

基本数据 2010-08-24

收盘价（元）	37.50
市盈率	51
市净率	7.37
股息率（分红/股价）	—
每股净资产（元）	5.09
资产负债率%	36.59%
总股本（亿股）	1.87
流通 A 股（亿股）	0.4786
流通 A 股市值（亿元）	17.947

一年内股价走势：



研究员： 陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL: chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-8-25

事件：公司 25 日发布半年报：公司上半年实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 25.0%；实现归属股东的净利润 0.56 亿元，同比增长 16.5%，每股收益 0.30 元，符合市场预期。

投资要点：

- **1. 主要产品销售平稳增长，粽子毛利率大幅度提升13.83%。**
公司上半年营业收入同比增长25.0%。其增幅较大的为汤圆产品；亮点来自粽子，上半年，粽子毛利率大幅度提升13.83%至54.29%，主要是公司中高端的常温粽子销量增加所致。
- **2. 销售费用和所得税增长较大。**上半年，公司销售费用同比增长29%，销售占比上升了0.9%至27.1%，这是由于公司对市场进行深耕管理所致，表明公司扩张战略不变。所得税方面，子公司河南全惠本期开始缴纳企业所得税，使得所得税同比大幅度上升85%。
- **3. 营业外收入保证了利润的增速。**上半年，因销售费用较大，公司营业利润增幅只有7.2%，但由于子公司郑州全新和全味1-6月收到增值税退税共计2002.36万元，此项收入抵消了税收影响，保证了利润的增速。
- **4. 未来增长潜力巨大，公司作为行业龙头长期受益。**我们认为中国的城镇化水平的提升、国民收入和生活水平的提高、消费升级、生活节奏的加快，冷冻硬件的普及以及区域经济的平衡发展，使得速冻食品尚有巨大的增长潜力。当前公司中原、西南、华南、华东等区域的产能布局趋于完善，在建产能将在这几年逐步得到释放，其前期冷链的建设也较为完整，在行业进入竞争格局稳定下，未来发展主要来自销售总量的增长和销售渠道拓宽（如农村及西部市场的开拓），公司作为行业龙头将长期受益。
- **盈利预测：**预测公司2010-2012年的每股收益分别为0.73、0.97和1.27元，对应PE分别为51倍、39倍和29倍，考虑行业巨大的发展空间，给予“增持”评级。

表1：2010年半年报点评

单位 (百万元)	单季度数据							半年报数据			万联评论
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	QOQ	YOY	1H2009	1H2010	YOY	
营业收入	307.35	266.17	379.63	598.50	400.10	-33.1%	30.2%	798.74	998.60	25.0%	其中长江以南地区的销售增长较大
营业成本	193.71	174.72	250.31	387.91	246.60	-36.4%	27.3%	503.58	634.51	26.0%	
毛利	113.64	91.45	129.32	210.59	153.50	-27.1%	35.1%	295.16	364.09	23.4%	
营业税金及附加	1.60	1.88	2.81	2.24	1.83	-18.1%	14.6%	3.82	4.07	6.5%	
%营业收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.4%	0.5%	22.6%	-12.0%	0.5%	0.4%	-14.9%	
销售费用	80.16	68.68	82.35	156.93	113.31	-27.8%	41.4%	209.55	270.24	29.0%	对终端市场进行深耕管理所致
%营业收入	26.1%	25.8%	21.7%	26.2%	28.3%	8.0%	8.6%	26.2%	27.1%	3.2%	
管理费用	17.17	17.32	11.56	14.76	27.08	83.5%	57.7%	34.49	41.84	21.3%	
%营业收入	5.6%	6.5%	3.0%	2.5%	6.8%	174.4%	21.2%	4.3%	4.2%	-3.0%	
财务费用	-0.16	-0.32	-0.69	-0.94	-1.03	-10.3%	-552.2%	0.11	-1.97	-100.0%	公司银行贷款额减少和银行存款利息增加所致
%营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-65.0%	-401.0%	0.0%	-0.2%		
资产减值损失	-0.12	0.31	1.59	0.41	-0.83			0.26	-0.42		
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00		
营业利润	15.00	3.59	31.69	37.19	13.14	-64.7%	-12.4%	46.93	50.33	7.2%	
营业外收入	4.48	4.04	3.05	7.40	14.24	92.5%	217.6%	10.20	21.64	112.2%	收到政府补助（大部分为增值税退税）
营业外支出	1.17	1.16	2.67	0.35	1.40	302.6%	19.3%	1.94	1.74	-10.3%	
利润总额	18.31	6.46	32.07	44.24	25.98	-41.3%	41.9%	55.18	70.22	27.3%	
所得税	1.44	0.19	-2.15	6.78	6.41	-5.4%	344.1%	7.13	13.19	85.0%	河南全惠本期开始缴纳企业所得税
净利润	16.87	6.28	34.22	37.47	19.57	-47.8%	16.0%	48.05	57.04	18.7%	
少数股东权益	-0.53	-0.15	-0.01	0.37	0.64	75.5%	-220.5%	-0.05	1.01		
归属股东的净利润	17.40	6.43	34.24	37.10	18.93	-49.0%	8.8%	48.11	56.03	16.5%	
总股本	187.00	187.00	187.00	187.00	187.00			187.00	187.00		
每股收益摊薄 (元)	0.09	0.03	0.18	0.20	0.10	-49.0%	8.8%	0.26	0.30	16.5%	
财务比率											
毛利率	37.0%	34.4%	34.1%	35.2%	38.4%	9.0%	3.8%	37.0%	36.5%	-1.3%	粽子毛利率增长13.83%，其他产品毛利率微降
营业利润率	4.9%	1.3%	8.3%	6.2%	3.3%	-47.2%	-32.7%	5.9%	5.0%	-14.2%	
净利率	5.7%	2.4%	9.0%	6.2%	4.7%	-23.7%	-16.4%	6.0%	5.6%	-6.8%	
应收账款	200.17	172.94	169.46	216.76	183.70	-15.3%	-8.2%	200.17	183.70	-8.2%	
预收账款	64.92	81.12	153.45	95.46	88.72	-7.1%	36.7%	64.92	88.72	36.7%	
经营性现金流净额	94.85	44.69	167.44	25.85	41.38	60.1%	-56.4%	75.53	67.23	-11.0%	应付供应商的货款减少所致

资料来源：公司公告，万联证券

点评：

1. 中报业绩符合市场预期。

公司上半年实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 25.0%；实现归属股东的净利润 0.56 亿元，同比增长 16.5%，每股收益 0.30 元，符合市场预期。

2. 主要产品销售平稳增长，粽子毛利率大幅度提升 13.83%。

公司上半年营业收入同比增长 25.0%。其增幅较大的为汤圆产品，上半年营业收入同比增长 41.59%，水饺同比增长 20.64%，面点及其他同比增长 26.02%。但三个产品毛利率均呈现微幅下跌，分别为-3.25%、-1.15%和-0.86%，其原因可能是由于上半年原料成本上涨影响。亮点来自粽子，上半年，粽子毛利率大幅度提升 13.83%至 54.29%，主要是公司中高端的常温粽子销量增加所致。

3. 销售费用和所得税增长较大。

上半年，公司销售费用同比增长 29%，销售占比上升了 0.9%至 27.1%，这是由于公司对市场进行深耕管理

所致，表明公司扩张战略不变。所得税方面，由于子公司河南全惠税收优惠结束，本期开始缴纳企业所得税，使得所得税同比大幅度上升 85%。

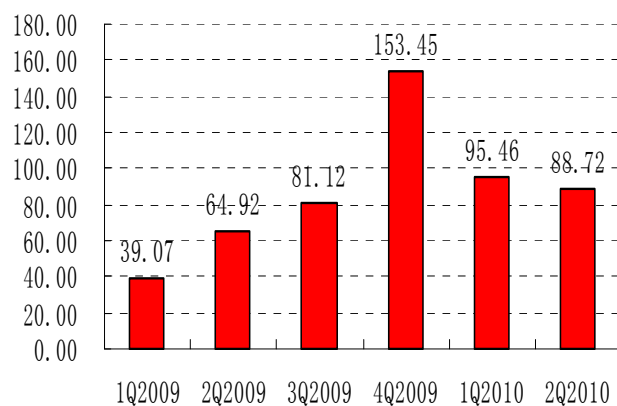
4. 营业外收入保证了利润的增速。

上半年，因销售费用较大，公司营业利润增幅只有 7.2%，但由于子公司郑州全新和全味 1-6 月收到增值税退税共计 2002.36 万元，此项收入抵消了税收影响，保证了利润的增速。

表2：主营业务分产品和预收账款情况

单位：百万元		1H09	1H10	YOY
汤圆	营业收入	264.31	374.24	41.59%
	营业成本	162.84	242.71	49.05%
	毛利	101.47	131.53	29.62%
	毛利率	38.39%	35.15%	△3.25%
水饺	营业收入	301.27	363.45	20.64%
	营业成本	198.91	244.17	22.75%
	毛利	102.36	119.29	16.54%
	毛利率	33.98%	32.82%	△-1.15%
粽子	营业收入	99.52	92.70	-6.85%
	营业成本	59.26	42.38	-28.49%
	毛利	40.26	50.33	25.00%
	毛利率	40.46%	54.29%	△13.83%
面点及其他	营业收入	131.31	165.47	26.02%
	营业成本	80.75	103.19	27.79%
	毛利	50.56	62.29	23.19%
	毛利率	38.50%	37.64%	△-0.86%
合计	营业收入	796.41	995.87	25.04%
	营业成本	501.76	632.44	26.04%
	毛利	294.65	363.43	23.34%
	毛利率	37.00%	36.49%	△-0.50%

预收账款（单位：百万元）



数据来源：公司公告，万联证券

5. 未来增长潜力巨大，公司作为行业龙头长期受益。

我们认为中国的城镇化水平的提升、国民收入和生活水平的提高、消费升级、生活节奏的加快，冷冻硬件的普及以及区域经济的平衡发展，使得速冻食品尚有巨大的增长潜力。当前公司中原、西南、华南、华东等区域的产能布局趋于完善，在建产能将在这几年逐步得到释放，其前期冷链的建设也较为完整，在行业进入竞争格局稳定下，未来发展主要来自销售总量的增长和销售渠道拓宽（如农村及西部市场的开拓），公司作为行业龙头将长期受益。

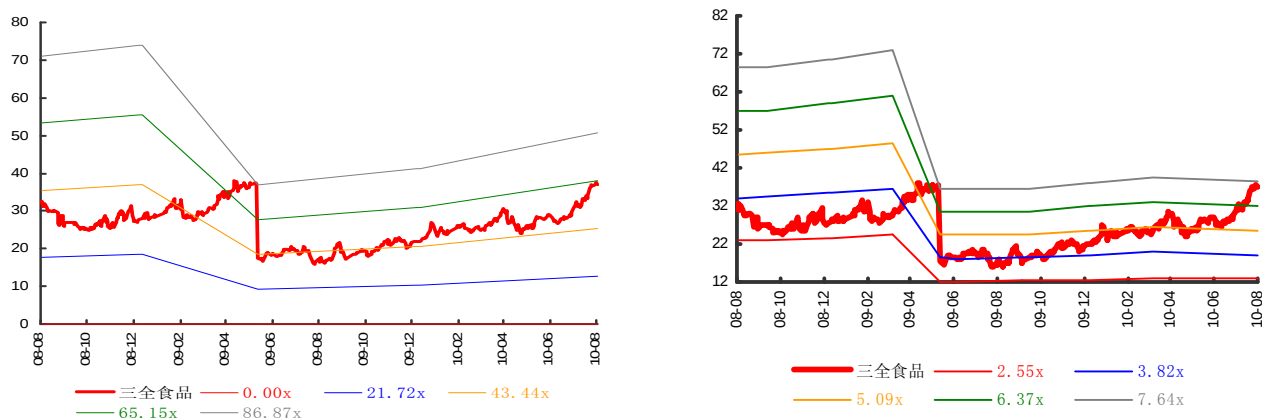
盈利预测：预测公司2010-2012年的每股收益分别为0.73、0.97和1.27元，对应PE分别为51倍、39倍和29倍，考虑行业巨大的发展空间，给予“增持”评级。

表3: 利润表预测

(单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,249.29	1,382.76	1,444.54	1,665.45	1,915.13	2,249.22
营业成本	800.32	856.22	928.61	1,055.97	1,207.49	1,412.50
营业税金及附加	4.35	6.40	8.51	9.99	11.49	13.50
销售费用	325.70	370.24	360.58	399.71	440.48	494.83
管理费用	54.31	78.75	63.38	66.62	76.61	89.97
财务费用	19.19	6.75	-0.90	0.83	0.96	1.12
营业利润	45.81	61.55	82.21	130.33	176.10	235.31
加: 营业外收入	28.62	25.25	17.29	20.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	6.49	4.38	5.78	6.00	6.00	6.00
利润总额	67.94	82.41	93.72	144.33	190.10	249.31
减: 所得税	-3.37	4.44	5.16	6.00	6.89	8.10
净利润	71.31	77.97	88.55	138.34	183.21	241.21
减: 少数股东损益	-0.41	-1.60	-0.22	2.00	2.50	3.00
归属于母公司的净利润	71.72	79.57	88.77	136.34	180.71	238.21
每股收益 (元)	1.02	0.87	0.47	0.73	0.97	1.27

资料来源: wind, 万联证券

图1: PE和PB走势



数据来源: wind, 万联证券

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归万联证券所有，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。