

三全食品(002216)调研报告

谨慎推荐

维持评级

日常消费/食品

发布时间: 2010 年 9 月 13 日

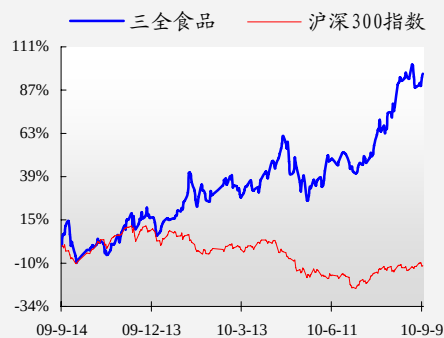
投资要点:

- 公司主业专一, 经营稳健, 收入增速维持略高于行业平均的进度, 市场占有率长期保持第一。
- 三全食品重视食品安全。公司以高于行业标准和国家标准的企业标准来组织生产, 确保食品安全。
- 速冻食品行业是多寡头市场, 前 4 大企业占 60% 的份额, 市场地位均比较稳定。
- 费用控制不易, 公司业绩增长慢于收入, 预计未来三年业绩增长在 20% 以内。
- 2010-2012 年 EPS 为 0.56 元、0.66 元、1.07 元, 以 2012 年估算, PE 在 30 倍以上。
- 长期投资价值大, 短期估值水平高, 给予“谨慎推荐”评级, 关注事件性投资机会。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	144,454	4.47	8,877	11.56	0.47	9.81	79.5	
2010E	180,568	25.0	10,388	17.02	0.56	10.47	66.7	
2011E	225,709	25.0	11,781	13.40	0.66	10.98	56.6	
2012E	282,137	25.0	19,007	61.34	1.07		34.9	

走势图



市场数据

2010-9-10

收盘价:	37.35 元
52 周最高价:	38.38 元
52 周最低价:	17.05 元
平均持仓成本:	29.76 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	18,700
流通 A 股 (万股):	18,700
每股收益 (元):	0.30
每股净资产 (元):	5.09
每股经营现金流 (元):	0.36
市净率:	7.34

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: xxxx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

公司主要从事速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点等速冻米面食品和常温方便食品的生产和销售。目前公司主导产品是速冻水饺、速冻汤圆、速冻粽子以及速冻面点等。2008年2月20日本公司发行的人民币普通股（A股）股票在深圳证券交易所中小企业板上市交易。截止2010年中期，公司总股本为1.87亿，其中74.41%的股份为限售股，限售期是2011年2月20日。公司的实际控制人是自然人陈泽民及其家族成员，他们分别持有了目前限售的公司74.41%的股权，并担任了公司的主要高管，这是一家典型的家族企业。

一、 公司运营稳健，高度重视食品安全

三全食品是一家稳健的公司，公司的发展并不激进，年度增速以略高于行业的整体的状态推进，市场占有率持续性的稳步提高。速冻米面食品行业的进入门槛不高，竞争非常激烈，公司应对的策略就是专一，把所有的资源都聚焦在主业，市场占有率每年提高，经过长期坚持，形成牢固的行业地位和强大的品牌，最终成长为一个食品巨头。

三全食品的市场占有率2003年是19.79%，2009年达到26.79%，继续排在行业第一的位置上。速冻食品的技术不复杂，企业就是将家庭的膳食家务转移到工厂，用更高效的生产组织和成本采购来获取利润，属于劳动密集型产业，同时又是品牌消费品产业。但从采购到终端的环节复杂，包括的过程有：蔬菜基地建设、米面采购、生产组织、冷链、物流、终端、广告营销等，实现高效运作难度很大，管理的效率决定企业的成功。在中国的特殊阶段，食品安全的也上升到和品牌同样重要的地位。

我们在调查中发现，三全食品的主业专一性非常突出。公司的现金流较好，但不发展辅业，也不进行多元化的投资。公司的控制人陈泽民及家族成员的全部资产基本都在三全食品。在公司内部，管理上也集中在关键环节，比如在物流环节，公司的物流量较大，也较为稳定，年费用应在7000万以上，如果公司自己做，是能够稳定盈利的，但公司将这一块外部给了专业物流企业，将资源集中在了体现核心竞争力的环节。

在食品安全方面，公司执行的是高于国家标准和行业标准的企 业标准，公司建立自己的蔬菜基地。三全食品的主要生产基地在郑州，公司在郑州周围的农村建立蔬菜基地，与农民签订协议，派出技术人员指导农民种植蔬菜，监督农药化肥的使用，确保生产环节安全。公司不使用化学洗涤剂清洗蔬菜，只使用清水洗菜。从原料到产品，经过多次检验，安全和清洁程度要高于家庭。公司认为，食品安全主要是安全意识的建立，技术是辅助手段，目前国内的多数食品安全事故是在企业知情的情况下发生的。

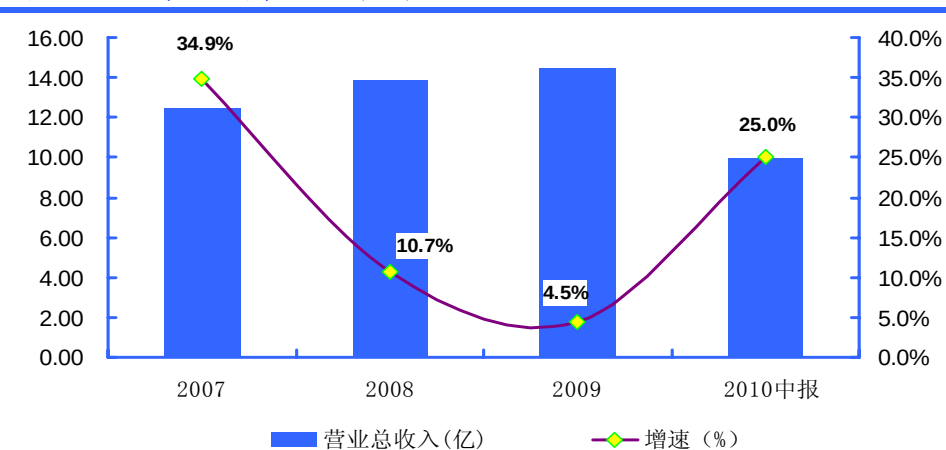
二、 寡头市场，增长平稳

速冻米面食品行业的知名品牌较多，但行业前4名的市场占有率较高。行业内的企业数量较多，全国知名品牌在20个左右，各地方也有不少地方知名品牌，如在三全食品的所在地郑州，除了三全和思念以外，还有“胖哥”、“笑脸”等地方品牌，仅做区域市场，也运营的不错。但全行业市场集中度较高，大型企业是市场主导力量。行业排名前

4 的三全食品、思念、龙凤、湾仔码头的市场占有率超过 60%，这 4 家企业的运行都比较好，各有特色。三全食品以 26.79% 的占有率排名第一，有一定的优势，但并未占据绝对优势，4 家企业的产品差异不大。因此，我们认为，速冻食品目前是一个多寡头市场，4 家公司将较长期保持竞争关系，即使市场份额的变动不会太大，企业的年增速保持行业平均增速左右，只有某家企业发生重大事件时，行业格局才会被打破。

三全食品 2007 年以来收入增长不快。按照 2008 年上市募集资金项目，公司新建立华东、郑州 2 个生产基地，产能由 14.6 万吨上升到 33.36 万吨，后公司华东基地因拆迁问题搁置，郑州基地 2009 年全面达产，产能扩张到 26.36 万吨，相对于 2007 年增长 80%，公司 2010 年中期收入增长为 55%，明显低于生产能力的扩张。但公司的收入增速略快于行业增速，保持较为稳健的状态，这与行业的竞争格局相适应。2008 年、2009 年，速冻米面食品行业受金融危机影响增速放慢，公司的增长不高，2010 年，增长恢复，中期实现 25% 增长，开始恢复高增长。

图 1、三全食品销售收入和增速



资料来源：东北证券

三、费用控制不易

三全食品的销售费用较高，费用控制困难。公司产品的毛利率为 36%，在食品行业里并不低，但净利率只有 6%，低于大多数食品企业。公司的销售费用率在 25% 以上，消耗掉了大部分的毛利额。

表 1、三全食品的成本费用构成

	2009 年	2010 年中期
成本费用率	63.5%	64.3%
销售费用率	27.1%	25.0%
管理费用率	4.2%	4.4%
毛利率	36.5%	35.7%
净利率	5.7%	6.1%

资料来源：东北证券

在公司的销售费用中，广告费、促销费占了其中的 50%，运输费、工资分别为 17% 和 15%。广告费、促销费占比较高，说明公司的市场地位不强。

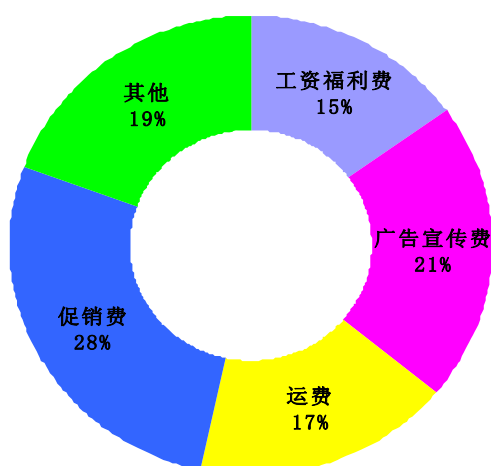
这正说明了速冻食品行业较为弱势，竞争激烈，未形成强势品牌。我们根据前面的分析，速冻食品行业多寡头竞争的格局短期内不会改变。公司这两块费用不容易压缩。

目前有压缩空间的是运输费用。公司的所有产品都集中在河南郑州生产，销售覆盖全国市场，冷链运输的成本很高。我们估算公司 2010 年的运输费用是 7676 万元，如果运输费用下降 50%，公司净利润增长 20%。这可以通过在全国分区域设立生产基地实现。前期公司在江苏太仓的生产基地因为土地拆迁问题一直未建成，公司计划重新布局，在华南、华北、西南建立生产基地，但短期内实现不了。

未来工资成本可能持续上升，异地建厂也可能带来工资成本的上升。

综合分析，较长时间内，公司的费用率将维持高位。

图 2、三全食品的销售费用构成



资料来源：东北证券

由于费用控制的困难，三全食品的利润增长要低于收入，尤其是收入上升较快的阶段。

表 2、三全食品的收入利润增速比较

	2010 中期	2009	2008	均值
收入增速	25.0%	4.5%	10.7%	15.8%
利润增速	16.5%	11.6%	10.9%	12.3%

资料来源：东北证券

四、盈利预测和投资建议

通过对三全食品的调研，我们推测，公司未来三年的收入增长较快，但费用控制较为困难，业绩增速略低于收入。突发性的事件对公司投资机会的影响更大。

2010-2010 公司的 EPS 为 0.56 元、0.66 元和 1.07 元。

2012 年以后，公司在全国市场布局成功后，净利润水平会进入缓慢的回升期。

表 3、三全食品盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	144454	180568	225709	282137
二、营业总成本	136234	169778	212619	260382
营业成本	92861	116105	145131	181414
营业税金及附加	851	1064	1330	1662
销售费用	36058	45142	56427	64892
管理费用	6338	7945	9931	12414
财务费用	-90	-394	-200	0
资产减值损失	215	-84	0	0
三、营业利润	8221	10790	13090	21755
加：营业外收入	1729	2597	2163	2380
减：营业外支出	578	349	464	406
四、利润总额	9372	13037	14789	23729
减：所得税	516	2448	2777	4456
五、净利润	8855	10589	12012	19273
减：少数股东损益	-22	201	231	266
归属于母公司所有者的净利润	8877	10388	11781	19007
六、每股收益	0.47	0.56	0.66	1.07

资料来源：东北证券

投资建议：中国速冻食品的空间很大，其中的龙头企业未来品牌价值提升的空间也很大。三全食品存在长期投资机会。

短期内估值水平较高，即使按 2012 年业绩，估值也在 30 倍 PE 以上。目前内需股估值普遍较高，给予“谨慎推荐”评级。

关注事件性投资机会。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。