



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

**公司动态**  
证券研究报告

2011年2月22日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511010026

sunyj@cicc.com.cn

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511010037

jinzy@cicc.com.cn

推荐

**三全食品 (002216.CH)**

**龙头引领行业发展, 长期稳健高增长可期**

### 主要财务信息

| (单位: 人民币百万元)  | 2006 A | 2007 A  | 2008 A  | 2009 A  | 2010 E  | 2011 E  | 2012 E  |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入        | 925.9  | 1,249.3 | 1,382.8 | 1,444.5 | 1,918.3 | 2,577.1 | 3,517.9 |
| (+/-%)        | 37.9   | 34.9    | 10.7    | 4.5     | 32.8    | 34.3    | 36.5    |
| 主营业务利润        | 343.2  | 449.0   | 526.5   | 515.9   | 688.5   | 933.9   | 1,279.0 |
| (+/-%)        | 46.8   | 30.8    | 17.3    | -2.0    | 33.5    | 35.6    | 37.0    |
| 净利润           | 67.8   | 71.7    | 79.6    | 88.8    | 119.5   | 165.8   | 234.8   |
| (+/-%)        | 19.6   | 5.7     | 10.9    | 11.6    | 34.6    | 38.7    | 41.6    |
| 每股收益 (元)      | 0.97   | 1.02    | 0.85    | 0.47    | 0.64    | 0.89    | 1.26    |
| (+/-%)        | 219.4  | 5.7     | -16.9   | -44.2   | 34.6    | 38.7    | 41.6    |
| 每股经营现金流 (元)   | 0.31   | 1.07    | 1.61    | 1.54    | 1.08    | 1.44    | 2.00    |
| 市盈率 (倍)       | 36.6   | 34.6    | 83.3    | 74.7    | 55.5    | 40.0    | 28.2    |
| 市净率 (倍)       | 10.9   | 8.2     | 3.8     | 7.1     | 6.5     | 5.6     | 4.7     |
| 股价/经营现金       | 116.0  | 33.1    | 22.1    | 23.0    | 32.9    | 24.6    | 17.7    |
| EV/EBITDA (倍) | 77.1   | 74.3    | 64.6    | 60.1    | 36.0    | 24.6    | 16.8    |
| 净资产收益率 (%)    | 29.7   | 23.6    | 9.2     | 9.5     | 11.8    | 14.0    | 16.6    |
| 投入资本回报率 (%)   | 29.9   | 25.3    | 9.8     | 9.2     | 11.7    | 13.8    | 16.2    |
| 股息收益率 (%)     | 0.0    | 0.0     | 0.8     | 1.5     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |

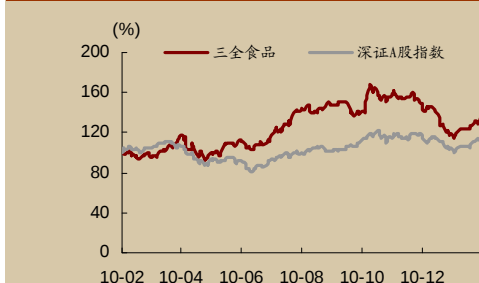
### 股票信息

| A股            |                 |
|---------------|-----------------|
| 股票代码          | 002216.CH       |
| 当前股价          | 人民币 35.44       |
| 日成交量 (百万股)    | 0.93            |
| 52周最高价/最低价    | 人民币 43.66/23.28 |
| 总市值 (百万元)     | 6,627           |
| 发行股数 (百万股)    | 187             |
| 其中: 流通股 (百万股) | 123             |
| 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     | 8.4%  | 15.4% | -12.2% | -6.0% |
| 深证A股指数   | 5.2%  | 10.3% | 0.0%   | 0.5%  |
| 中金食品饮料指数 | 3.5%  | 6.5%  | -6.4%  | -2.5% |

### 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

### 近來事件

26/1/2011 发布2010年度业绩预告修正公告

### 投资结论:

重申对三全食品长期“推荐”的投资建议, 强调三全食品是我们今年的重点推荐品种。

### 理由:

速冻米面食品是典型的朝阳行业, 未来 15 年年均复合增长率将达到 15%-20%。未来行业增长将来自: (1) 居民水平提高和城镇化带来的家庭市场持续快速增长; (2) 业务用市场的爆发; (3) 产品品类的扩张; (4) 低端收入人群收入提高带来的需求增长。目前行业的规模约在 100 亿元, 我们预计 15 年后行业规模将达到 1000 亿元以上, 行业年均复合增速将达到 15%-20%。

行业竞争格局良好, 三全有望长期享受高成长。按照商务部的统计, 行业前四大企业占有率达到 60%, 竞争格局稳定。2007 年后行业一直保持稳定在 5%以上的税前利润率水平。三全等龙头在产品、品牌、渠道上, 形成对其他竞争对手的长期壁垒, 行业利润率下行风险很小。目前, 三全是行业第一大企业, 2010 年市场份额达到 24%, 预计三全收入未来收入增速将超行业平均。

产能逐步释放, 业绩弹性逐步体现。预计 2011 年下半年至 2012 年, 公司成都基地和河南基地的改造项目将完成, 预计 2011 年和 2012 年的收入增速将达到 34.3%和 36.5%。2013 年, 公司将完成五大基地的布局, 公司利润率也将逐步提升。我们预期 2015 年前, 公司收入年均复合增长率将达到 35%以上。

通胀不构成对毛利率压力, 长期利润率稳中有升。由于行业竞争格局稳定, 三全具有成本转嫁能力。高端产品推出, 产品结构将逐步升级。2011 年公司推出的高端汤圆“果然爱”销售旺盛, 未来公司将通过推出粽子等高毛利率产品, 持续提升利润率水平。同时, 市场担心的管理层抛售股票的可能性不高。

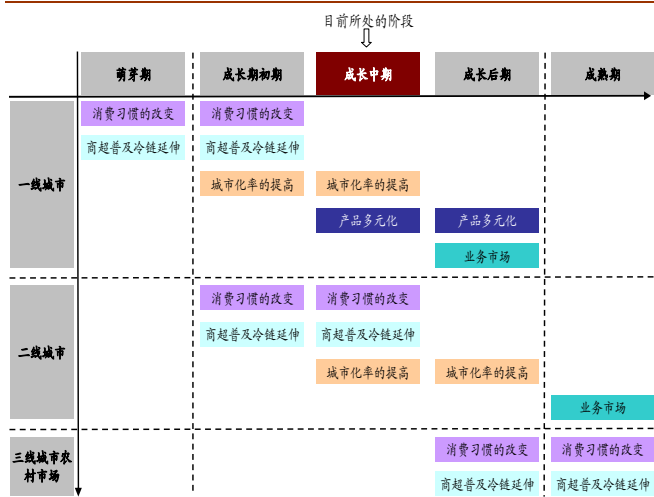
### 估值与建议:

下调公司 2010 年和 2011 年每股收益预测 12.3%和 19.2%至每股收益 0.64 元和 0.89 元。DCF 估值显示 2011 年底投资价值在 46.1 元, 仍有 30%的上升空间。公司对应 2010 年和 2011 年市盈率分别为 40 倍和 28.2 倍, 绝对估值虽高, 但基于公司长期稳定增长的前景和长期对食品饮料板块的高溢价, 我们重申长期“推荐”投资建议, 建议投资者积极关注其长期投资价值。

## 食品行业中的朝阳行业，未来 15 年年均复合增长率将达到 15%-20%

典型的朝阳行业，需求快速增长。速冻米面食品在我国仍处于成长中期，是典型的朝阳行业，我们认为行业的增长将主要来自：

图表 1：速冻米面食行业发展的驱动因素概览



资料来源：中金公司研究部

图表 2：中国速冻米面食品需求的发展历程

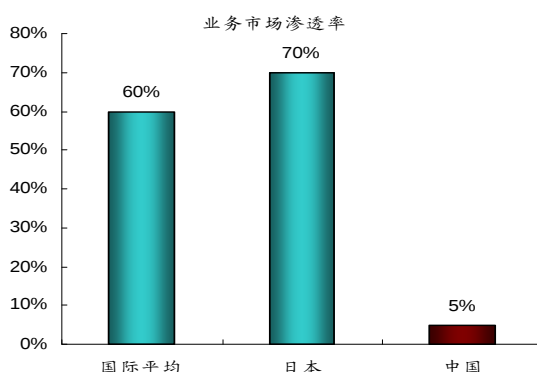
| 发展时期 | 阶段   | 时间        | 特点                      | 市场       | 销量   | 毛利率  |
|------|------|-----------|-------------------------|----------|------|------|
| 萌芽期  | 快速成长 | 1992-1998 | 产品单一，销售渠道单一             | 省会城市     | 增速快  | 较高   |
|      | 成长调整 | 1999-2003 | 低价竞争，厂商数量减少<br>销售网络快速发展 | 向二线城市延伸  | 增长较快 | 开始下降 |
| 成长期  | 成长调整 | 2004-2005 | 加强内部管理，引进先进技术           |          | 稳定   | 继续下降 |
|      | 稳定成长 | 2006      | 新标准的实行<br>高端市场增长快速      | 高端市场开始爆发 | 稳定增长 | 有所回升 |

资料来源：中金公司研究部

- **收入水平的提高带动家庭用市场快速成长。**根据历史经验，人均年收入 1500 美元是速冻食品家庭用消费临界点，达到这一收入水平后，速冻米面食品将呈现快速增长。2010 年我国城镇居民人均可支配收入达到 2760 美元，北京、上海等地周边农村已达到 1500 美元收入的临界点，速冻米面食品在三四线城市及农村市场家庭消费潜力巨大，将呈现快速增长。
- **城镇化带动行业持续快速增长。**截止 2009 年，我国城市化率为 46.6%，每年将以约 1% 的速度逐年提高。城市化率每提高 1 个百分点，相当于新增 1300 万米面食潜在消费人口。假设每人每天消费米面食品 2 元，若其中 20% 为速冻食品，则将每年新增 19 亿元销售收入，相当于当前行业销售规模的 19%。
- **业务用市场方兴未艾：**业务市场包括为餐饮企业提供定制或非定制产品和为其他团体单位（如学校等）提供定制产品。发达国家业务市场渗透率已达到

60%-70%，而我国目前业务用市场的渗透率仅为 5%。根据日本以往经验，当人均可支配收入达到 2000 美元以后，速冻食品行业业务用市场将进入快速发展期，主要因为：（1）工资水平提高带来的对餐饮业面点师傅职能的替代；（2）租金提高，餐饮业中央厨房面积的缩小。目前，我国全国城镇居民可支配收入已达到 2000 美元的临界点，城市业务市场已出现快速增长势头。思念 2008 年业务用市场的规模仅为 1 亿元，而 2009 年就达到 2 亿元，印证了业务用市场的快速增长的判断。

图表 3：我国业务用市场渗透率远低于国际水平



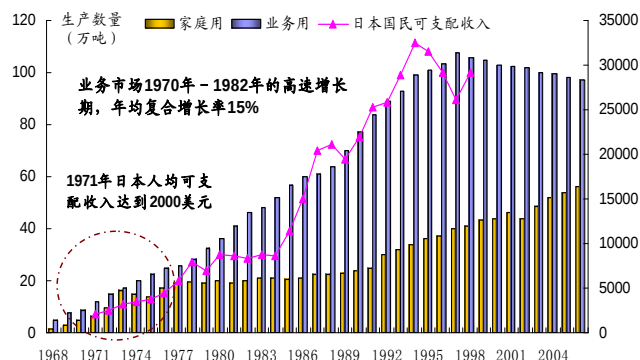
资料来源：日本速冻食品协会，中金公司研究部

- **品类的持续扩张持续进行。**速冻是一种技术，而非一种产品，其本质是保持新鲜的基础上，解决便捷问题。美国等发达国家速冻调理食品品种在 3000 种以上，而在我国只有区区几百种，且绝大多数销售集中在饺子、云吞和汤圆等有限品种上，未来产品多元化机会将会进一步拓宽速冻米面食产品市场。目前，中国餐桌消费的范围都是行业可以延伸的领域，如现在三全食品由传统的速冻米面食品，已延伸至火锅料，未来将逐步扩展到方便米饭和日常的面食品，副食领域也有潜在发展空间。

预计 15 年后行业规模将稳定在 1000 亿元，年均增速将在 15%-20%。

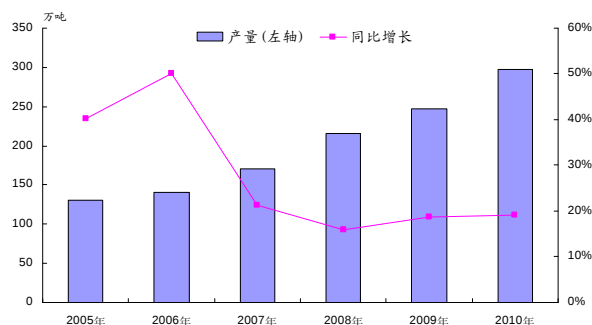
- 根据日本的经验，速冻米面食品行业的增速在人均可支配收入达到 2000 美金后，行业销量的年复合增长率达到 15%。目前，速冻米面食品行业的规模约在 100 亿元，我们假设行业未来 15 年年均销量增长 15%，同时产品价格年均有 2% 的提升，年均复合增长率达到 17%，15 年后行业的空间将达到 1000 亿元以上。
- 近期速冻米面食品行业一致保持在快速成长阶段，2010 年至 2006 年产量的年均复合增长率达到 17%，印证我们对行业快速增长和增速的判断。

图表 4：日人均可支配收入达到 2000 美金后，日本速冻米面食行业维持快速增长



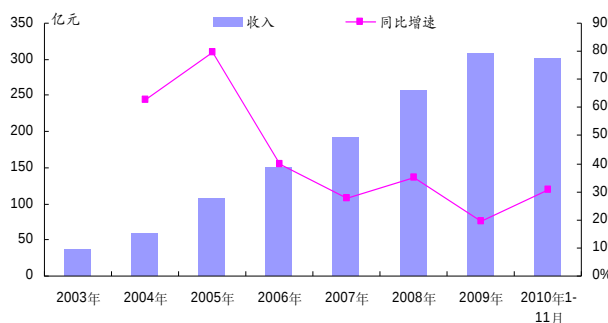
资料来源：日本速冻食品协会，中金公司研究部

图表 5：中国速冻米面食品产量一直保持快速增长



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 6：中国速冻米面食品行业高增长（含非米面食品）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

直接受益于劳动力成本上升。速冻米面食品是劳动力成本上升直接收益的快速消费品板块。

- 行业需求受益于劳动力成本上升。速冻米面食品行业需求与低端收入的消费力有较强的相关关系。以三全为例，在 2008 年金融危机、民工大幅度返乡的背景下，三全当年在贵州的销售收入大幅度上升，而在广东市场的销售收入出现下滑较高，体现速冻

米面食品行业与低端收入人群的高度相关性。我们认为，随着低端收入人群工资上涨带来的消费力提升，有望带动速冻米面食品消费加速发展。

- 机械化锁定龙头企业成本。目前，三全等各行业龙头在日本、韩国引进专业化的机械设备，人工成本上升对其影响有限。举个例子：按照三全已公告的主要基地建设的投资进行测算，吨投资平均在 3500 元/吨，其中设备投资约占 3/4，即吨设备投资在 2625 元/吨，按照 10 年的折旧，年设备折旧成本为 263 元/吨。而其替代的劳动力成本高于设备投资。目前，公司在郑州的一线生产工人数目在 4000 人，年人均收入在 3 万元/年，机械化将替代 50% 的工人，按照 2010 年郑州 20 万吨/年的生产量，将节省 4000 人 \* 50% \* 3 万元/人 / 20 万吨 = 300 元/吨的成本，高于设备的吨折旧成本。也就是说，按照河南目前低劳动力成本进行测算，机械化已经具有成本优势。若公司在其他地区建厂及劳动力成本上升预期下，机械化将更具优势。也就是说，行业生产机械化将长期锁定生产成本，三全食品等速冻食品公司是劳动力成本上升最直接的标的。

图表 7：机械化生产商具有成本优势（以三全为例）

| 机械化成本<br>(元/吨)           |      |
|--------------------------|------|
| 吨产能投资                    | 3500 |
| 吨设备投资<br>*假设 3/4 为设备投资   | 2625 |
| 年均成本<br>*假设 10 年的折旧      | 263  |
| 替代人工成本 (元/吨)<br>*以郑州基地为例 |      |
| 生产工人工资 (万元/年)            | 3    |
| 机械化替代工人数量 (人)            | 2000 |
| 节省销售成本 (万元)              | 6000 |
| 对应产能 (万吨)                | 20   |
| 节省人工成本 (元/吨)             | 300  |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 行业竞争格局良好，三全有望长期享受高成长

行业竞争格局良好，龙头竞争力稳步提升。1998 年以前为行业的萌芽期，期间包括龙凤和三全等较早进入者享受到了高额利润。而 1999 年后，随着大型超市的普及和发展，众多厂商开始抢夺超市终端资源。2002 年后随着大型商超的规模化，“散装水饺”开始大量涌现，行业被逼入残酷的价格竞争阶段，行业整体利润率下降。在此期间，龙凤等诸多先行品牌也被迫卷入价格战。2007 年起国家出台政策导致散装水饺“退市”，行业步入良性竞争状态。我们判断行业竞争格局已经稳定，主要通过以下几个方面进行判断：

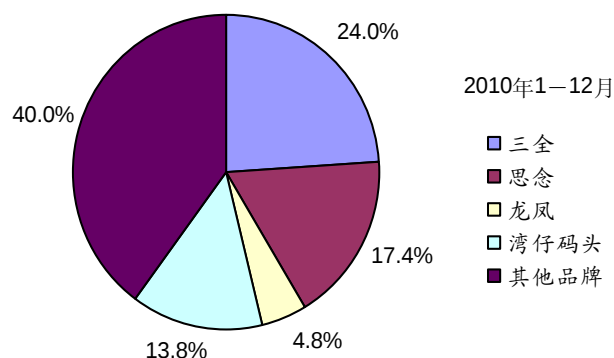
图表 8: 速冻米面食品竞争的不同阶段

| 时间        | 特点                     | 销量   | 毛利率  |
|-----------|------------------------|------|------|
| 1992-1998 | 产品单一，销售渠道单一            | 增速快  | 较高   |
| 1999-2002 | 大型商超开始兴起<br>部分企业开始注重品牌 | 增长较快 | 开始下降 |
| 2003-2004 | 散装水饺大量售卖，价格战激烈         | 稳定   | 继续下降 |
| 2005      | 新标准的实行<br>高端市场增长快速     | 稳定增长 | 有所回升 |

资料来源：中金公司研究部

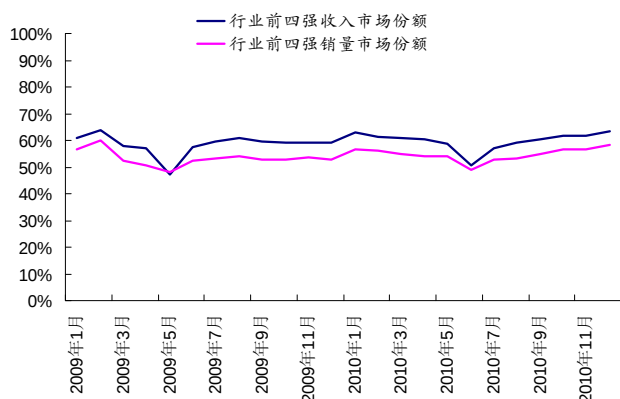
- **龙头市场份额稳步提升。**按照商务部的统计数据，行业前两大企业份额已超过40%，前三大企业已占有50%以上的市场份额，前四大企业占有率达到60%，且前四大企业市场份额稳步提升。目前，行业前四大占比已经接近市场相对分散的日本。按照快速消费品的规律，前两大企业达到70%以上的市场份额，将是最终市场竞争的格局。而三全的市场份额至少要达到35%-40%的水平，所以未来行业龙头份额持续提升。

图表 9: 前四大企业市场份额（按销售额统计）



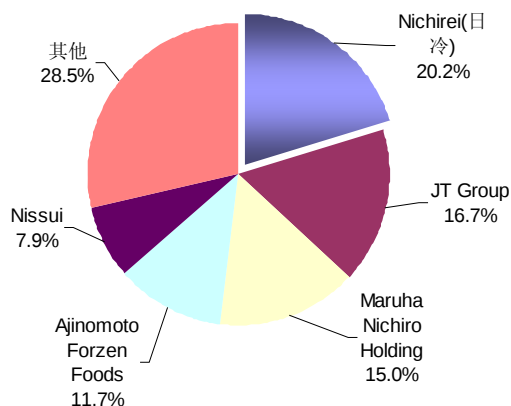
资料来源：商务部，中金公司研究部

图表 10: 前四大企业市场份额稳步提升



资料来源：商务部，中金公司研究部

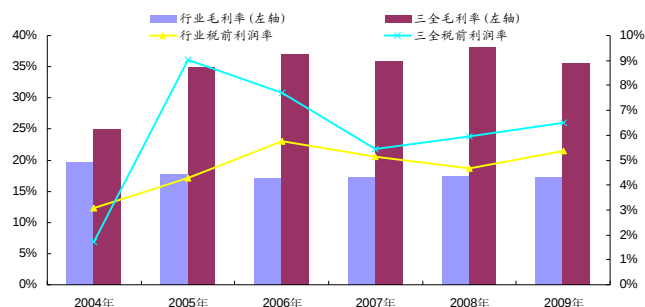
图表 11: 日本速冻食品行业最终的竞争格局（2008年）



资料来源：日本经济新闻社，中金公司研究部

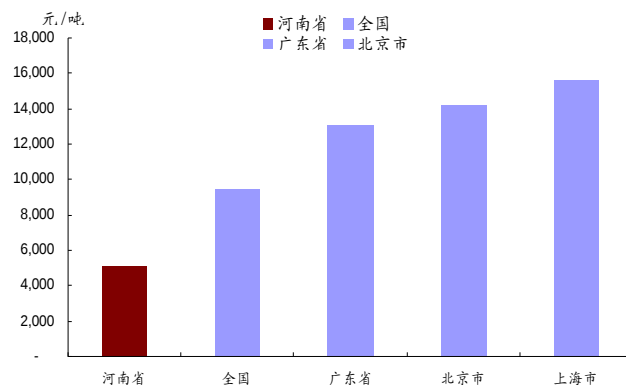
- **行业利润率水平有望保持稳定。**看到自2007年取消散装水饺价格战争后，行业利润率一直保持维持在5%左右的税前利润率水平，2010年行业的税前利润率在达到5.3%。而行业龙头三全和思念的吨成本在业内是最低，而龙头现在目标均是保持利润率的稳定，行业利润率下降风险很小。

图表 12: 速冻食品行业税前利润率维持稳定



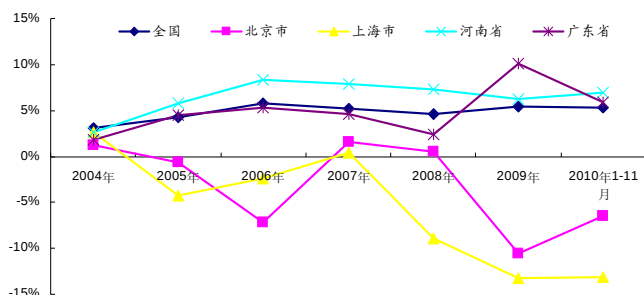
资料来源：国家统计局，公司数据，中金公司研究部

图表 13: 河南速冻食品企业的吨成本在全国最低



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

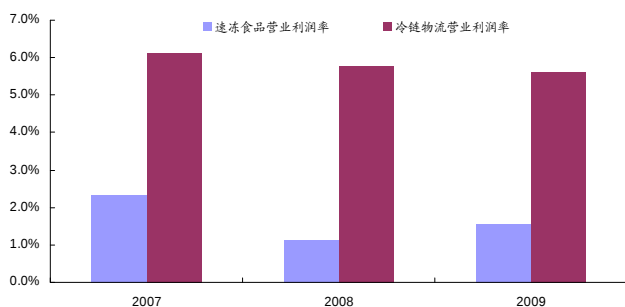
图表 14：河南速冻食品行业税前利润率最高



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

- **行业对新进入者有较高壁垒。**行业壁垒主要体现在：
- (1) **成本壁垒。**目前，三全和思念的吨成本在业内是最低，在其规模化后，新进入者在短期难以实现盈利。而湾仔码头也是在亏损 8-10 年后才迎来了后期的盈利。
- (2) **品牌壁垒。**随着媒体广告费用的持续上涨，未来新品牌的投入会越来越高，而原有品牌随着规模化的发展，在品牌上具有较高的成本优势，形成对其他新品牌的壁垒。
- (3) **渠道（冷链）壁垒。**在日本速冻米面食品生产商是做物流的，结果物流商的利润率远高于速冻米面食品生产商，说明渠道（冷链）是行业的核心壁垒。我们看到日本第一大速冻食品企业——日冷，也是在前期冷链物流优势的基础上，向上游速冻食品生产延伸而取得成功的。目前，国内行业龙头采用自建冷链的发展模式，初期的冷链投入较高，而新进入者在无法规模化的发展模式下是无法承受长时间的冷链渠道投入。

图表 15：日冷的运输利润率高于速冻食品生产

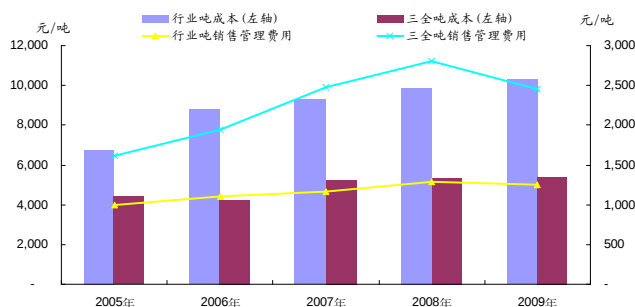


资料来源：日冷年报，中金公司研究部

**三全食品是当之无愧的行业龙头，拥有长期竞争优势。**三全食品是行业的龙头，其竞争优势能够保证其在行业竞争内收入增长超过行业平均，市场份额稳步提升，并形成对其他公司的持续壁垒。

- **成本优势明显。**三全在行业内成本是最低，2009 年吨成本达到 5371 元，远低于行业平均 1028 元的吨成本。而这一优势将使得公司具有长期竞争力，因为：（1）规模化带动固定费用的降低和原材料采购的成本优势持续；（2）机械化锁定成本优势。

图表 16：三全食品吨成本远低于行业平均



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

- **品牌优势。**“三全”品牌被中国品牌研究院认定为速冻食品行业的标志性品牌，连续多年入选“中国 500 最具价值品牌”，同时获得“中国驰名商标”和“中国名牌产品”等荣誉称号。其品牌价值在快速消费品中体现为规模优势。
- **渠道（冷链）优势。**公司拥有 20 多家分支机构，1600 家经销商，十几万个门店，覆盖全国（除台湾以外）的所有省、自治区和直辖市，90% 以上地级市场、80% 以上县级市场，产品进店率达到 95% 以上。公司在发展初期采取自建冷链渠道的发展模式，前期投入较高，形成对其他新进入者的壁垒。目前，三全是“速冻米面食品商+冷链物流商”的发展模式，其定位是速冻食品生产专业化，冷链物流社会化，未来将享受两个子行业的双重利润。

- **管理优势。**三全食品的团队为家族性企业，凝聚力强，经营理念优秀，且在过去发展过程中，经营稳健，在产品经营和开发上，持续有新的动作。

### 产能逐步释放，业绩弹性逐步体现

**产能瓶颈逐步解决，收入将持续保持快速增长。**公司 2011 年下半年后，成都基地和河南基地的改造项目将逐步投产，预计增加 2011 年销售收入 4.5 亿元，考虑到新增 2 亿元的外协收入，我们预计 2011 年销售收入将同比增加 6.5 亿元，同比增速将达到 34.3%。我们预计公司成都厂和郑州基地扩建将在 2012 年年初全部完成，新增公司销售收入 9.4 亿元，预计同比增速将达到 36.5%。2013 年，公司将完成华北（天津）、华东（太仓）、华南（广州）、西南（成都）、中部（河南）的全国产能布局，产能瓶颈将基本解决。我们预期 2015 年前，公司收入年均复合增长率将达到 35% 以上。

图表 17: 三全产能扩张计划及相关投入

|        |                 | 天津    | 广州      | 成都    | 太仓    | 总计     |      |
|--------|-----------------|-------|---------|-------|-------|--------|------|
| 一期     | 资金（万元）          | 30000 | 20000   | 12047 | 19380 | 81427  |      |
|        | 产能（万吨）          | 9.0   | 5.2     | 5.0   | 7.0   | 26.2   |      |
|        | 吨投资（元/吨）        | 3333  | 3868    | 2409  | 2769  | 3111   |      |
|        | 分品种产能分布<br>（万吨） | 汤圆    | 3.2     | 2.0   | 3.0   | 2.1    | 10.3 |
|        |                 | 饺子    | 4.0     | 1.4   | 1.1   | 2.8    | 9.4  |
|        |                 | 粽子    | 0.8     | 0.3   | 0.5   | 0.4    | 2.0  |
|        |                 | 面点    | 1.0     | 1.5   | 0.3   | 1.8    | 4.6  |
| 预计投产时间 | 2013年           | 2013年 | 2011年7月 | 2012年 |       |        |      |
| 二期     | 资金（万元）          | 30000 | 10000   | 37953 |       | 77953  |      |
|        | 产能（万吨）          | 9.0   | 1.8     | 8.9   |       | 20     |      |
|        | 吨投资（元/吨）        | 3333  | 5464    | 4262  |       | 3950   |      |
| 总投资    | 资金（万元）          | 60000 | 30000   | 50000 | 19380 | 159380 |      |
|        | 产能（万吨）          | 18.0  | 7.0     | 13.9  | 7     | 45.9   |      |
|        | 吨投资（元/吨）        | 3333  | 4286    | 3596  | 2769  | 3472   |      |

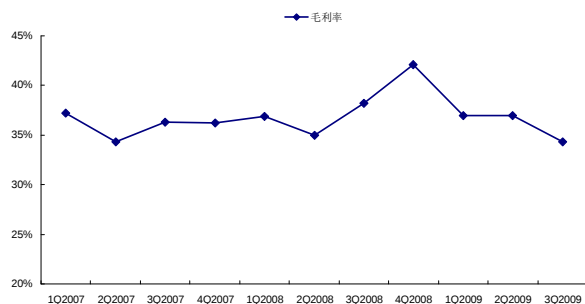
资料来源：公司公告，中金公司研究部

利润率的弹性将在 2013 年后逐步体现。我们判断公司将在 2013 年完成全国的产能规划，全国布局将逐步完成，产品结构也将逐步提升，未来利润率有逐步回升的可能。

### 通胀不构成对毛利率压力，长期利润率稳中有升

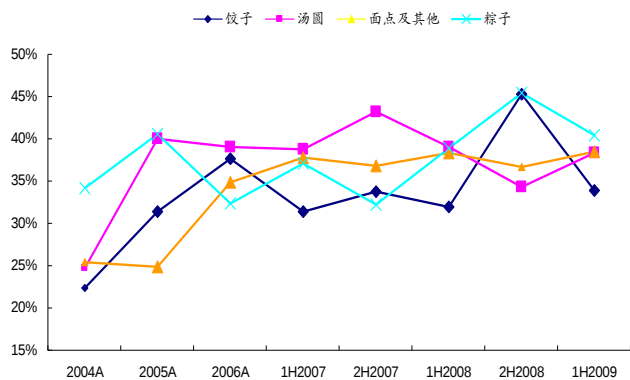
三全具有原材料成本转嫁能力。由于行业竞争格局稳定，且其原材料成本的采购有 1-3 个月的滞后期，三全食品能够有效化解成本压力。在 2007 年的原材料成本的大幅上涨周期中，公司毛利率依然维持稳定。

图表 18: 近年来公司毛利率基本保持稳定



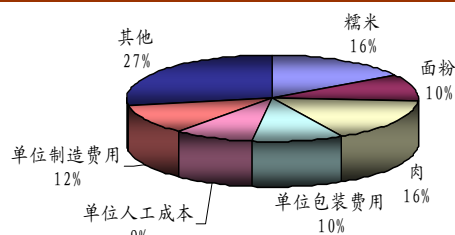
资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 19: 各类子产品毛利率亦能保持稳定



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 20: 三全食品成本结构

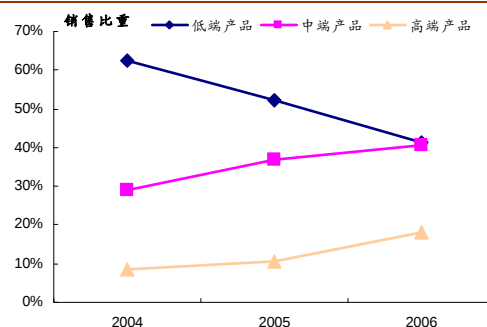


资料来源：招股说明书，中金公司研究部

三全是温和通胀的受益者。在通胀周期中，随着公司产品提价，固定费用的摊销相对减少，利润率有小幅提升，公司是温和通胀的受益者。

高端产品推出，产品结构逐步升级。前期公司推出状元系列，2010 年推出“果然爱”水果汤圆，都属于公司的高毛利率产品，随着高端产品收入的快速增长，公司利润率稳中有升。“果然爱”自 2010 年 10 月推出销售旺盛，预计毛利率将高出普通 20 个百分点以上。未来公司将通过持续推出高毛利率（如高端粽子、花样小馄饨）产品，持续提升公司利润率水平。

图表 21: 高端产品占公司销售收入比重加速上扬



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 22: 果然爱水果汤圆和花样小馄饨



资料来源：公司网站，中金公司研究部

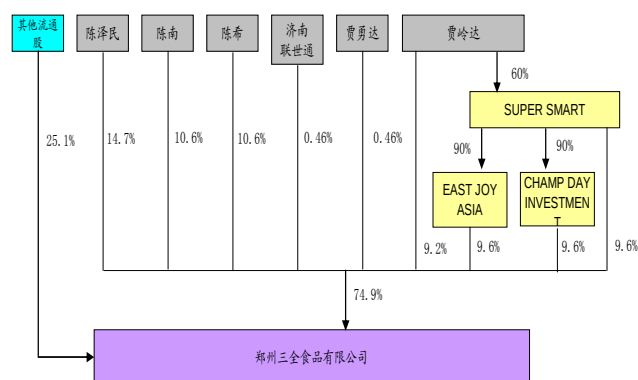
### 解禁不造成对市场的压力

2011 年公司上市股权解禁，其是市场的又一担心，我们并不认为会对市场造成压力，主要因为：

- 2011年实际解禁比例占总股本的40%，而非75%。由于家族企业成员任职当年解禁比例仅为其持有比例的25%，实际解禁比例仅为40%。
- 管理层为家族企业成员，其看重公司的长期成长，长期持有胜于短期抛售的收益。

所以，我们判断管理层不会抛售，股权解禁不会对公司股价造成压力。

图表 23：三全食品股权结构



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

## 估值及投资建议：长期持有的稳健高成长品种

### 盈利预测调整

我们下调公司 2010 年和 2011 年的盈利预测 12.3% 和 19.2% 至每股收益 0.64 元和 0.89 元，给出公司 2012 年的每股收益预测 1.26 元。

图表 24：盈利预测调整

|            | 2010E |       |        | 2011E |       |        | 2012E |       |        |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
|            | 调整前   | 调整后   | 同比变化   | 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  | 1918  | 3.6%   | 2212  | 2577  | 16.5%  | 2844  | 3518  | 23.7%  |
| 毛利率        | 38.3% | 35.9% | -2.4%  | 39.2% | 36.2% | -3.0%  | 40.3% | 36.4% | -4.0%  |
| 主营业务税金     | 9     | 11    | 31.9%  | 10    | 15    | 47.1%  | 14    | 21    | 54.1%  |
| 营销费用       | 482   | 479   | -0.6%  | 564   | 643   | 14.0%  | 725   | 878   | 21.1%  |
| 营销费用/销售收入  | 26.0% | 25.0% | -1.0%  | 25.5% | 25.0% | -0.5%  | 25.5% | 25.0% | -0.5%  |
| 管理费用       | 83    | 70    | -16.0% | 88    | 82    | -6.8%  | 114   | 88    | -22.7% |
| 管理费用/销售收入  | 4.5%  | 3.7%  | -0.9%  | 4.0%  | 3.2%  | -0.8%  | 4.0%  | 2.5%  | -1.5%  |
| 息税前利润      | 133   | 126   | -5.0%  | 203   | 191   | -6.0%  | 292   | 290   | -0.9%  |
| 息税前利润率     | 7.2%  | 6.6%  | -0.6%  | 9.2%  | 7.4%  | -1.8%  | 10.3% | 8.2%  | -2.0%  |
| 净利润        | 136   | 119   | -12.3% | 205   | 166   | -19.2% | 245   | 235   | -4.3%  |
| 净利润率       | 7.4%  | 6.2%  | -1.1%  | 9.3%  | 6.4%  | -2.8%  | 8.6%  | 6.7%  | -2.0%  |
| 每股收益（人民币元） | 0.73  | 0.64  | -12.3% | 1.10  | 0.89  | -19.2% | 1.31  | 1.26  | -4.3%  |

资料来源：中金公司研究部

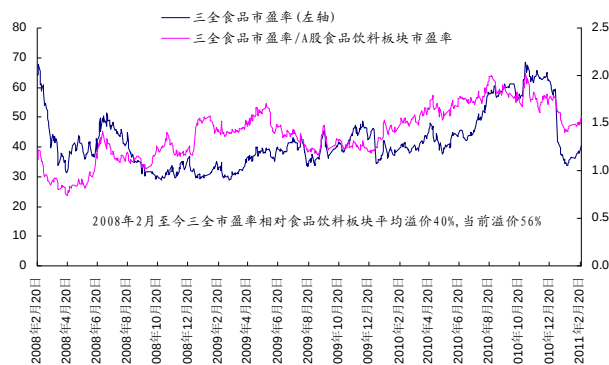
### 估值及投资建议

当前股价，对应 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 40 倍和 28.2 倍，估值处于食品饮料的高端。但我们认为三全长期有望保持高估值，因为：

- 朝阳行业，估值有望长期维持高位。速冻米面食行业仍处在高速成长期，是典型的朝阳行业，估值将长期处于较高水平。我们看到三全食品自上市之初，相对食品饮料板块一直有较高的溢价水平，目前 56% 的溢价率与峰值 102% 的水平仍有较大差异。
- 小盘股享受估值溢价。公司总市值仅为 67 亿元，其中流通市值仅为 43 亿元。按照市场一致预期，食品饮料 100 亿元总市值的小盘股（剔除 ST 股票等极端品种）的 2011 年平均估值水平达到 46.3 倍，公司 2011 年 40 倍市盈率的水平仍可接受。
- DCF 估值模型显示长期价值。公司对应 2011 年末 DCF 估值的合理股价应为 46.1 元，对应当前股价仍有 30% 的上升空间，且 2012 年仍将有持续稳定收益，长期价值值得期待。

基于公司长期稳定增长的前景，我们重申对长期“推荐”的投资建议，建议投资者持续关注三全食品的长期投资价值，强调三全食品是我们今年的重点推荐品种。

图表 25：三全食品历史相对食品饮料板块的估值溢价



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 26：小市值股票享受高估值（按照市场一致预期）

|                  | 股价    | 总市值  | 2011 EPS | 2011 PE |
|------------------|-------|------|----------|---------|
| 600300.SH 维维股份   | 5.92  | 99.0 | 0.18     | 33.6    |
| 600059.SH 古越龙山   | 13.07 | 83.0 | 0.30     | 43.9    |
| 000848.SZ 承德露露   | 26    | 79.1 | 0.97     | 26.9    |
| 600866.SH 星湖科技   | 14.17 | 73.8 | 0.82     | 17.3    |
| 600702.SH 沱牌曲酒   | 21.49 | 72.5 | 0.31     | 70.4    |
| 600084.SH *ST 中葡 | 8.91  | 72.2 | 0.18     | 50.1    |
| 002216.SZ 三全食品   | 35.44 | 66.3 | 0.89     | 40.0    |
| 600429.SH 三元股份   | 7.47  | 66.1 | 0.13     | 56.6    |
| 600197.SH 伊力特    | 14.68 | 64.7 | 0.51     | 28.6    |
| 000799.SZ 酒鬼酒    | 20.34 | 61.6 | 0.38     | 53.3    |
| 600186.SH 莲花味精   | 5.34  | 56.7 | 0.07     | 75.2    |
| 600616.SH 金枫酒业   | 12.59 | 55.2 | 0.50     | 25.0    |
| 002387.SZ 黑牛食品   | 38.31 | 51.1 | 1.03     | 37.1    |
| 600559.SH 老白干酒   | 36.25 | 50.8 | 0.77     | 47.0    |
| 002329.SZ 皇氏乳业   | 45.45 | 48.6 | 0.95     | 47.9    |
| 600090.SH 啤酒花    | 12.27 | 45.1 | 0.16     | 77.6    |
| 002507.SZ 涪陵榨菜   | 25.48 | 39.5 | 0.42     | 60.1    |
| 600543.SH 莫高股份   | 12.16 | 39.0 | 0.36     | 34.2    |
| 002481.SZ 双塔食品   | 63.48 | 38.1 | 1.14     | 55.5    |
| 002515.SZ 金字火腿   | 46.1  | 33.9 | 0.88     | 52.3    |
| 600305.SH 恒顺醋业   | 17.94 | 22.8 | 0.46     | 39.2    |
| 市场平均             |       |      |          | 46.3    |

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 27: 三全食品 DCF 估值

| 人民币：百万元 | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E       | 2017E | 2018E | 2019E        | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------------|-------|
| 息税前利润   | 191   | 290   | 377   | 546   | 792   | 951         | 1,141 | 1,369 | 1,643        | 1,972 |
| 同比变化(%) | 51.1% | 52.0% | 30.0% | 45.0% | 45.0% | 20.0%       | 20.0% | 20.0% | 20.0%        | 20.0% |
| 自由现金流   | -56   | 164   | 213   | 309   | 448   | 537         | 645   | 774   | 928          | 1,114 |
| 同比变化(%) | n.m   | n.m   | 30.0% | 45.0% | 45.0% | 20.0%       | 20.0% | 20.0% | 20.0%        | 20.0% |
| 期末增长率   | 3.0%  |       |       |       |       | 自由现金流贴现值    |       |       | 2,731        |       |
| 加权资本成本  | 10.5% |       |       |       |       | 期末价值折现金额    |       |       | 5,442        |       |
| 税后债务成本率 | 4.5%  |       |       |       |       | 企业价值        |       |       | 8,173        |       |
| 股本成本率   | 10.5% |       |       |       |       | 净现金(债务)     |       |       | 449          |       |
| 无风险回报率  | 3.5%  |       |       |       |       | <b>权益价值</b> |       |       | <b>8,622</b> |       |
| 风险补偿率   | 7.0%  |       |       |       |       |             |       |       |              |       |
| Beta 系数 | 1.0   |       |       |       |       | 每股价值(元)     |       |       | 46.11        |       |
| 最优资本结构  | 0.0%  |       |       |       |       |             |       |       |              |       |

资料来源：中金公司研究部

图表 28: 盈利预测和关键假设

|                    | 2005A        | 2006A        | 2007A        | 2008A        | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>销售收入（百万人民币）</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 饺子                 | 229          | 356          | 536          | 566          | 646          | 840          | 1,087        | 1,447        |
| Yoy                | 20.9%        | 55.6%        | 50.5%        | 5.6%         | 14.2%        | 30.1%        | 29.3%        | 33.1%        |
| 汤圆                 | 278          | 319          | 379          | 403          | 413          | 548          | 710          | 957          |
| Yoy                | 7.1%         | 14.5%        | 18.8%        | 6.3%         | 2.6%         | 32.8%        | 29.4%        | 34.8%        |
| 粽子                 | 65           | 88           | 106          | 116          | 113          | 160          | 255          | 341          |
| Yoy                | 13.6%        | 35.9%        | 20.3%        | 9.1%         | -2.6%        | 41.8%        | 59.7%        | 33.9%        |
| 面点和其他              | 98           | 161          | 229          | 299          | 270          | 370          | 526          | 774          |
| Yoy                | 39.7%        | 65.1%        | 41.9%        | 30.5%        | -9.6%        | 37.0%        | 42.1%        | 47.2%        |
| <b>总计</b>          | <b>670</b>   | <b>924</b>   | <b>1,249</b> | <b>1,383</b> | <b>1,442</b> | <b>1,918</b> | <b>2,577</b> | <b>3,518</b> |
| Yoy                | 16.2%        | 38.0%        | 35.2%        | 10.7%        | 4.3%         | 33.1%        | 34.3%        | 36.5%        |
| <b>毛利率</b>         |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 饺子                 | 31.5%        | 37.6%        | 32.7%        | 38.2%        | 34.5%        | 34.4%        | 34.6%        | 34.6%        |
| 汤圆                 | 39.9%        | 39.0%        | 40.3%        | 37.4%        | 35.5%        | 35.9%        | 36.4%        | 36.8%        |
| 粽子                 | 40.6%        | 32.2%        | 34.2%        | 41.7%        | 43.0%        | 43.0%        | 43.0%        | 43.0%        |
| 面点和其他              | 24.8%        | 31.9%        | 37.2%        | 37.3%        | 36.2%        | 36.2%        | 36.2%        | 36.2%        |
| <b>总计</b>          | <b>35.1%</b> | <b>36.7%</b> | <b>35.9%</b> | <b>38.1%</b> | <b>35.8%</b> | <b>35.9%</b> | <b>36.2%</b> | <b>36.4%</b> |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29: 历史财务数据和指标

| (单位: 人民币百万元)      | 2005 A     | 2006 A     | 2007 A       | 2008 A       | 2009 A       | 2010 E       | 2011 E       | 2012 E       |
|-------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>损益表</b>        |            |            |              |              |              |              |              |              |
| 主营业务收入            | 671        | 926        | 1,249        | 1,383        | 1,445        | 1,918        | 2,577        | 3,518        |
| 主营业务利润            | 234        | 343        | 449          | 527          | 516          | 689          | 934          | 1,279        |
| 营业费用              | -131       | -221       | -326         | -370         | -361         | -479         | -643         | -878         |
| 管理费用              | -30        | -46        | -54          | -79          | -63          | -70          | -82          | -88          |
| 营业利润              | 48         | 62         | 46           | 62           | 82           | 124          | 189          | 288          |
| 财务费用              | -9         | -8         | -19          | -7           | 1            | -2           | -2           | -2           |
| 税前利润              | 61         | 71         | 68           | 82           | 94           | 149          | 214          | 313          |
| <b>净利润</b>        | <b>57</b>  | <b>68</b>  | <b>72</b>    | <b>80</b>    | <b>89</b>    | <b>119</b>   | <b>166</b>   | <b>235</b>   |
| 每股盈利 (元)          | 0.81       | 0.97       | 1.02         | 0.85         | 0.47         | 0.64         | 0.89         | 1.26         |
| 每股股利 (元)          | -          | -          | -            | 0.20         | 0.20         | -            | -            | -            |
| <b>现金流量表</b>      |            |            |              |              |              |              |              |              |
| 经营活动现金流净额         | 89         | 21         | 75           | 150          | 288          | 201          | 269          | 374          |
| 投资活动现金流净额         | -11        | -69        | -115         | -105         | -94          | -230         | -300         | -185         |
| 融资活动现金流净额         | -28        | 39         | 102          | 279          | -94          | -39          | -2           | -2           |
| 货币资金增加额           | 49         | -9         | 61           | 325          | 100          | -68          | -33          | 187          |
| 货币资金期初余额          | 26         | 75         | 66           | 127          | 452          | 568          | 500          | 467          |
| 货币资金期末余额          | 75         | 66         | 127          | 452          | 551          | 500          | 467          | 654          |
| <b>资产负债表</b>      |            |            |              |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 83         | 78         | 161          | 497          | 568          | 500          | 467          | 654          |
| 应收帐款              | 178        | 260        | 250          | 257          | 299          | 396          | 530          | 722          |
| 存货                | 185        | 250        | 255          | 338          | 307          | 406          | 543          | 740          |
| 固定资产合计            | 152        | 193        | 263          | 332          | 400          | 574          | 798          | 880          |
| <b>资产合计</b>       | <b>627</b> | <b>833</b> | <b>1,065</b> | <b>1,482</b> | <b>1,612</b> | <b>1,892</b> | <b>2,332</b> | <b>2,960</b> |
| 短期借款              | 150        | 221        | 282          | 100          | 35           | 35           | 35           | 35           |
| 应付帐款              | 178        | 260        | 250          | 257          | 299          | 396          | 530          | 722          |
| 应交税金              | 9          | 10         | 17           | 7            | 5            | 7            | 9            | 13           |
| 长期借款              | -          | -          | 40           | -            | -            | -            | -            | -            |
| 股本                | 70         | 70         | 70           | 94           | 187          | 187          | 187          | 187          |
| 储备和未分配利润          | 72         | 140        | 211          | 291          | 361          | 443          | 608          | 843          |
| <b>负债和所有者权益合计</b> | <b>627</b> | <b>833</b> | <b>1,065</b> | <b>1,482</b> | <b>1,612</b> | <b>1,892</b> | <b>2,332</b> | <b>2,960</b> |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

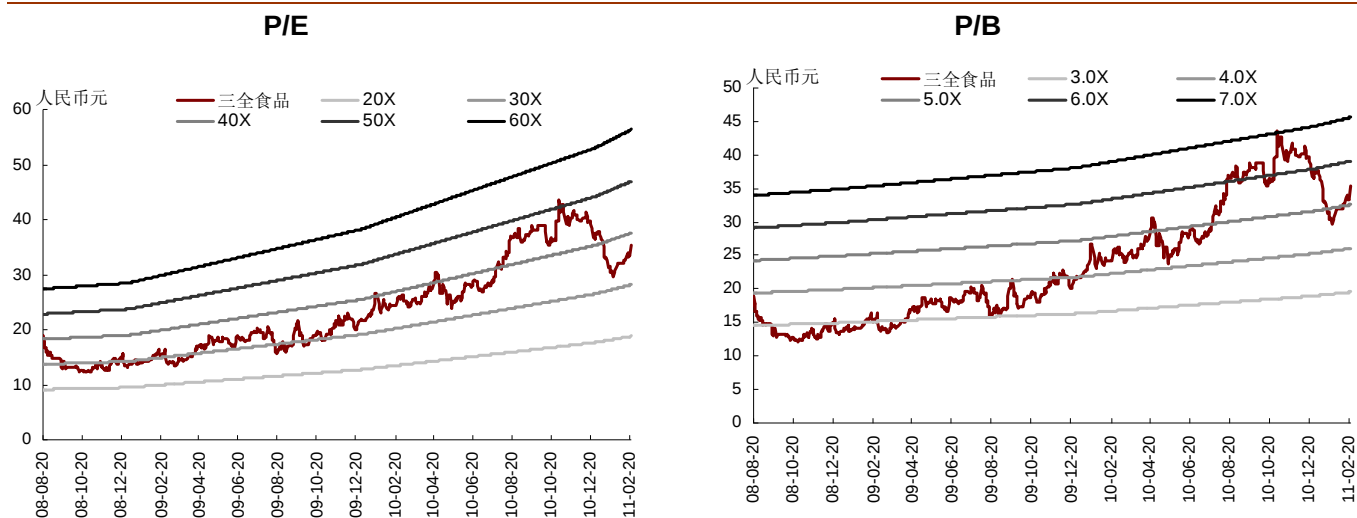
图表 30: A 股覆盖食品饮料公司估值

| 公司                         | 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 |       |       |       |
|----------------------------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| (2011-2-21)                |           |      | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2009      | 2010E | 2011E | 2012E | 2009     | 2010E | 2011E | 2012E | 2009      | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>A 股</b>                 |           |      |       |       |       |       |      |       |       |       |           |       |       |       |          |       |       |       |           |       |       |       |
| <b>可选消费类</b>               |           |      |       |       |       |       |      |       |       |       |           |       |       |       |          |       |       |       |           |       |       |       |
| 贵州茅台                       | 600519.SH | 推荐   | 40.2  | 32.5  | 23.5  | 18.9  | 11.8 | 9.0   | 6.8   | 5.2   | 29.8      | 28.6  | 29.9  | 28.7  | 0.6      | 0.6   | 0.8   | 1.1   | 26.5      | 21.5  | 15.7  | 12.7  |
| 五粮液                        | 000858.SZ | 推荐   | 40.4  | 28.5  | 21.1  | 16.7  | 9.0  | 6.8   | 5.2   | 4.0   | 22.7      | 24.4  | 24.9  | 24.1  | 0.0      | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 18.0      | 14.0  | 10.6  | 8.6   |
| 泸州老窖                       | 000568.SZ | 推荐   | 37.2  | 30.0  | 23.9  | 17.8  | 14.6 | 12.7  | 11.0  | 9.3   | 39.4      | 42.6  | 46.1  | 52.2  | 2.7      | 3.7   | 4.7   | 6.3   | 32.5      | 27.3  | 19.4  | 14.3  |
| 水井坊                        | 600779.SH | 审慎推荐 | 33.6  | 24.4  | 17.4  | 8.8   | 7.2  | 6.6   | 5.9   | 11.2  | 21.5      | 27.1  | 34.2  | 129.0 | 2.5      | 2.9   | 4.0   | 19.4  | 20.6      | 15.9  | 11.5  | 6.0   |
| 山西汾酒                       | 600809.SH | 推荐   | 78.7  | 51.6  | 35.0  | 21.3  | 15.6 | 12.6  | 10.2  | 8.0   | 21.5      | 27.4  | 33.3  | 41.7  | 0.8      | 1.4   | 2.0   | 3.3   | 38.8      | 28.4  | 20.3  | 14.0  |
| 顺鑫农业                       | 000860.SZ | 无评级  | 60.2  | 27.2  | 10.6  | 8.3   | 4.0  | 2.2   | 1.8   | 1.5   | 6.7       | 7.9   | 17.0  | 17.7  | 0.0      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 36.6      | 14.6  | 12.7  | 9.0   |
| 张裕A                        | 000869.SZ | 审慎推荐 | 42.0  | 34.6  | 28.7  | 23.9  | 15.6 | 12.6  | 10.2  | 8.3   | 37.1      | 36.3  | 35.5  | 34.7  | 1.3      | 1.6   | 2.0   | 2.3   | 30.8      | 24.7  | 20.4  | 16.9  |
| 金枫酒业                       | 600616.SH | 审慎推荐 | 31.6  | 31.4  | 23.5  | 20.2  | 4.7  | 5.2   | 4.6   | 4.0   | 15.0      | 16.6  | 19.4  | 19.6  | 0.0      | 1.9   | 1.9   | 1.9   | 23.6      | 19.5  | 14.7  | 12.6  |
| 古越龙山                       | 600059.SH | 中性   | 108.5 | 68.9  | 67.5  | 65.4  | 6.1  | 5.8   | 5.6   | 5.3   | 5.7       | 8.6   | 8.4   | 8.3   | 0.4      | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 58.6      | 36.3  | 35.0  | 33.2  |
| 金种子酒                       | 600199.SH | 审慎推荐 | 69.6  | 69.3  | 33.5  | 23.9  | 7.6  | 12.5  | 9.3   | 7.0   | 10.9      | 18.0  | 27.9  | 29.3  | 0.0      | 0.6   | 1.2   | 1.7   | 43.2      | 22.8  | 11.1  | 7.5   |
| 洋河股份                       | 002304.SZ | 审慎推荐 | 80.5  | 51.9  | 35.0  | 28.2  | 19.9 | 14.4  | 10.6  | 8.1   | 24.7      | 27.7  | 30.3  | 28.6  | 0.0      | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 57.4      | 35.9  | 23.5  | 18.4  |
| ST皇台                       | 000995.SZ | 无评级  | 375.8 | 583.4 | 123.9 | 54.6  | 11.5 | 13.6  | 12.3  | 8.5   | 3.0       | 2.3   | 9.9   | 15.7  | 0.0      | 0.0   | 0.2   | 2.2   | n.m.      | 103.6 | 58.5  | 31.6  |
| 可选消费类平均                    |           |      | 83.2  | 86.1  | 37.0  | 25.7  | 10.6 | 9.5   | 7.8   | 6.7   | 19.8      | 22.3  | 26.4  | 35.8  | 0.7      | 1.2   | 1.5   | 3.3   | 35.1      | 30.4  | 21.1  | 15.4  |
| 可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)       |           |      | 51.4  | 38.1  | 25.2  | 18.8  | 11.0 | 9.5   | 7.6   | 6.6   | 22.9      | 25.7  | 29.8  | 40.6  | 0.8      | 1.3   | 1.7   | 3.7   | 32.8      | 22.5  | 16.0  | 12.0  |
| <b>低价快消类</b>               |           |      |       |       |       |       |      |       |       |       |           |       |       |       |          |       |       |       |           |       |       |       |
| 三全食品                       | 002216.SZ | 推荐   | 74.7  | 55.5  | 40.0  | 28.2  | 7.1  | 6.5   | 5.6   | 4.7   | 9.5       | 11.8  | 14.0  | 16.6  | 1.5      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 60.1      | 36.0  | 24.6  | 16.8  |
| 承德露露                       | 000848.SZ | 审慎推荐 | 35.6  | 34.7  | 26.1  | 17.8  | 7.4  | 10.4  | 8.9   | 7.4   | 21.5      | 31.0  | 35.4  | 42.9  | 1.5      | 2.8   | 3.7   | 5.4   | 20.2      | 13.8  | 10.7  | 7.6   |
| 青岛啤酒                       | 600600.SH | 审慎推荐 | 35.3  | 28.6  | 24.8  | 20.1  | 5.4  | 4.6   | 4.2   | 3.7   | 15.2      | 16.2  | 16.9  | 18.6  | 0.5      | 1.8   | 2.0   | 2.5   | 18.0      | 11.5  | 10.1  | 8.2   |
| 燕京啤酒                       | 000729.SZ | 推荐   | 37.0  | 28.5  | 23.8  | 17.1  | 3.4  | 3.2   | 2.9   | 2.7   | 8.5       | 10.2  | 11.2  | 13.9  | 0.8      | 1.1   | 1.3   | 1.8   | 16.2      | 12.7  | 10.9  | 8.2   |
| 伊利股份                       | 600887.SH | 推荐   | 45.1  | 39.4  | 30.6  | 25.4  | 8.5  | 7.2   | 6.1   | 5.1   | 18.8      | 18.3  | 19.9  | 20.1  | 0.0      | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 21.5      | 19.0  | 15.0  | 11.7  |
| 光明乳业                       | 600597.SH | 回避   | 84.7  | 70.5  | 63.0  | 58.1  | 4.9  | 4.6   | 4.4   | 4.2   | 5.8       | 6.5   | 7.0   | 7.3   | 0.0      | 0.5   | 0.8   | 10.8  | 24.5      | 17.4  | 16.0  | 14.1  |
| ST南方                       | 000716.SZ | 无评级  | n.m.  | 11.2  | 37.5  | 20.3  | 14.3 | 6.3   | 6.0   | 4.7   | n.m.      | 56.1  | 15.9  | 23.3  | 0.0      | 1.8   | 0.5   | 1.0   | 47.5      | 30.5  | 20.1  | 16.3  |
| 低价快消类平均                    |           |      | 52.1  | 38.3  | 35.1  | 26.7  | 7.3  | 6.1   | 5.4   | 4.6   | 13.2      | 21.5  | 17.2  | 20.4  | 0.6      | 1.2   | 1.3   | 3.2   | 29.7      | 20.1  | 15.3  | 11.8  |
| 低价快消类平均(剔除光明乳业)            |           |      | 45.5  | 33.0  | 30.5  | 21.5  | 7.7  | 6.4   | 5.6   | 4.7   | 14.7      | 23.9  | 18.9  | 22.6  | 0.7      | 1.3   | 1.4   | 1.9   | 30.6      | 20.6  | 15.2  | 11.5  |
| A股覆盖总体平均                   |           |      | 72.8  | 68.5  | 36.3  | 26.1  | 9.4  | 8.3   | 6.9   | 5.9   | 17.6      | 22.0  | 23.0  | 30.1  | 0.7      | 1.2   | 1.4   | 3.3   | 33.0      | 26.6  | 19.0  | 14.1  |
| A股覆盖总体平均(剔除古越龙山、ST皇台和光明乳业) |           |      | 49.4  | 36.2  | 27.2  | 19.8  | 9.8  | 8.3   | 6.8   | 5.9   | 20.2      | 25.0  | 25.7  | 33.8  | 0.8      | 1.3   | 1.6   | 3.0   | 32.0      | 21.8  | 15.7  | 11.8  |

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 31: 历史市盈率市净率区间



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 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: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)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

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 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: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 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: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 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: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 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: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



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