

三全食品(002216.sz) 2010 年报点评

产能辐射全国，预计不到4年再造一个“三全”

胡鸿 分析师
 电话: 0755-82739763
 eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师
 电话: 020-87555888-634
 eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

SAC 执业证书编号: S0260511020009

2010 年度业绩基本符合预期: 2010 年度实现营业收入 19.23 亿元，同比增长 33.15%；归属上市公司股东的净利润为 12.35 亿元，同比增长 32.38%；毛利率为 33.47%，比 2009 年低 2.33 个百分点；每股收益为 0.66 元，同比增长 32%，与公司此前公告的业绩快报完全一致，符合我们此前预期。**利润分配方案预案:** 向全体股东每 10 股派发现金 2 元（含税）。

2010 年公司实现快速增长，主要原因为: 第一、销售收入快速增长来源于产能扩张。第二、毛利率稍微下降 2.33 个百分点至 33.47%，主要原因为上游原材料成本上升明显，公司产品提价一般会滞后于上游原材料 1 个半月左右。第三、销售费用增速低于销售收入的增长。2010 年销售费用为 4.6 亿元，同比增长 27.77%，小于销售收入 33.15% 的增速。从销售费用明细上看，广告费用支出较为稳定，新增费用主要用在销售人员上面，这能较好激励销售人员的积极性。

公司未来看点：朝阳行业+产能扩张+产品升级

根据公司规划，假设增发预案在 2011 年顺利过会的话，再考虑到项目建设，**2011 年-2014 年公司自有产能（不考虑外协）将分别达 24.5 万吨、28.75 万吨、41.2 万吨和 55 万吨，即不到 4 年将再造一个“三全”。**2、产品升级能够改善综合毛利率。目前公司没有低端产品，并以中端产品为主，比例为 80%，高端产品比例为 20%。

估值与盈利预测: 12 个月合理估值为 38 元-44 元，给予买入评级。预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.83 元、1.11 和 1.72 元，公司当前股价对应 2011 年市盈率为 42 倍，相比其它食品上市公司，估值不算便宜，考虑到公司产能快速扩张，给予 2012 年 35-40 倍的 PE，12 个月合理估值为 38-44 元，故给予公司“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动；食品安全；产能释放低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,444.54	1,923.39	2596.59	3635.23	4907.56
增长率 (%)	4.47%	33.15%	35.00%	40.00%	35.00%
EBITDA(百万元)	121.68	171.17	195.78	300.96	433.19
净利润(百万元)	88.77	123.45	154.57	208.00	321.59
增长率 (%)	11.56%	39.07%	25.20%	34.57%	54.61%
每股收益 (元)	0.475	0.660	0.83	1.11	1.72
市盈率	45.99	57.10	42.40	31.51	20.38
市净率	4.37	6.80	5.50	4.69	3.81
EV/EBITDA	29.20	37.63	38.73	21.15	13.82

数据来源: 郑州三全食品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	35.05
目标价格(元)	44.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.19%	-12.72%	40.31%
沪深 300	7.56%	5.59%	1.80%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

187.00/47.86

主要股东:

陈泽民

主要股东持股比例

14.72%

财务比率

ROE	11.92%
ROA	7.65%
资产负债率	46.36%
每股净资产(元)	5.54

2010 年报数据

2010年度业绩基本符合预期

业绩数据：2010年度实现营业收入19.23亿元，同比增长33.15%；归属上市公司股东的净利润为12.35亿元，同比增长32.38%；毛利率为33.47%，比2009年低2.33个百分点；每股收益为0.66元，同比增长32%，以上数据与公司此前公告的业绩快报完全一致，符合我们此前预期。

利润分配方案预案：向全体股东每10股派发现金2元（含税）。

此外，公司同时公告**增发预案**，增发价为31.06元，发行股本不超过2000万股，不低于500万股，增发目的为建设“三全食品综合基地（二期）建设工程项目”，项目建设期为2年，设计产能15万吨/年，其中速冻水饺8.56万吨/年、速冻汤圆6.44万吨/年。计划投产后第1年达产80%，第2年达产100%，项目达产当年，预计实现年销售收入145496万元、利润总额13959万元、净利润10469万元，如果增发方案于2011年顺利过会的话，则该项目预计将在2013年建成。

2010年公司实现快速增长，主要原因为：

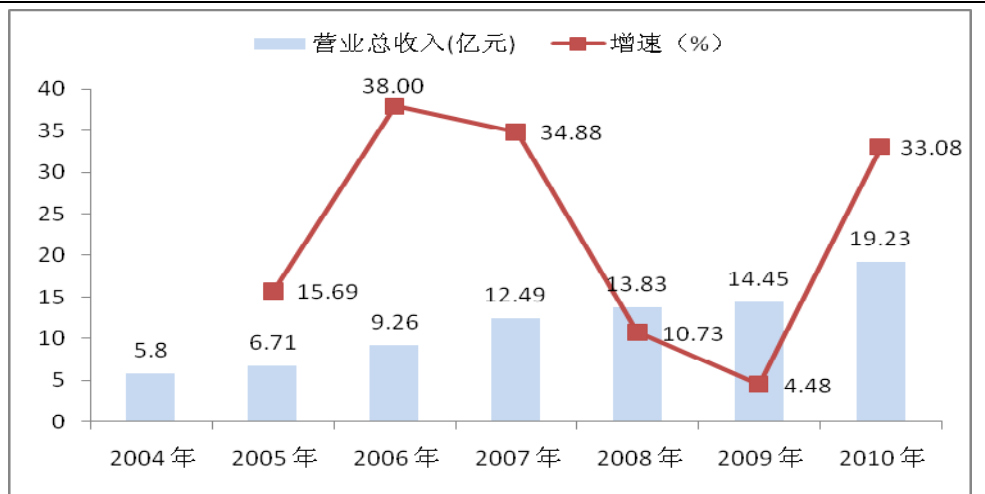
第一、销售收入快速的增长来源于产能扩张。2009年公司总产能约为21万吨，而2010年在销售大好的情况下，郑州新基地实现满负荷生产（原本仅计划80%的产能利用率），同时增加外协产能，使得2010年总产能达到25万吨，同比增速接近20%。

第二、毛利率稍微下降2.33个百分点至33.47%，主要原因为上游原材料成本上升明显。公司主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、蔬菜、芝麻、花生等农副产品，而2010年猪肉和面粉价格上涨明显，原材料成本综合上涨11.97%，而公司产品提价一般会滞后于上游原材料1个半月左右，且每次提价幅度不会太大，这直接导致公司毛利率有所下降，其中，水饺、汤圆和面点分别下降2.61%、2.38%和3.43%，公司主营产品中只有粽子毛利率不降反升0.78%，继续维持高毛利率40%以上。

第三、公司产能快速扩张带来销售收入快速增长，但销售费用增速低于销售收入的增长。2010年销售费用为4.6亿元，同比增长27.77%，小于销售收入33.15%的增速。2010年销售费用率为23.95%，仍为相对高位，还有下降空间。从销售费用明细上看，2010年在广告费用支出基本保持稳定，主要用在销售人员上面，我们认为能较好激励销售人员的积极性，同时折旧比例也有所提升。

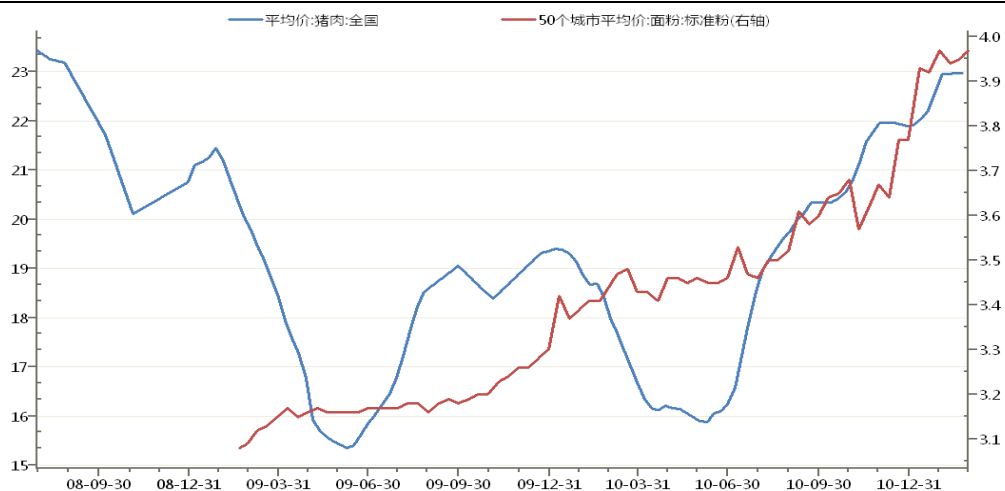
最后，值得一提的是，2010年公司所得税费用为1616万元，所得税税率大幅提高至11.62%，而2009年税率仅为5.51%。同时公司获得财政补贴4100万元，大于2009年获得财政补贴2倍。

图1：2010年公司销售收入再次回到30%以上



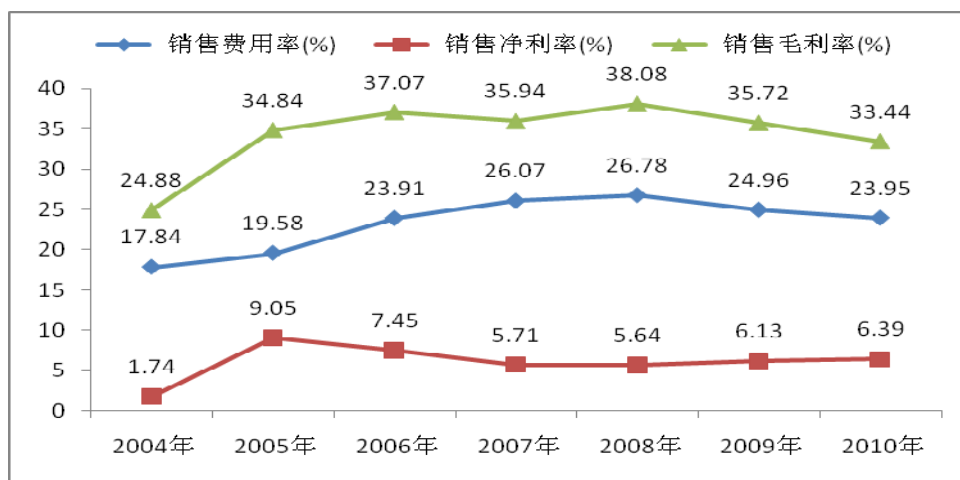
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：2010年公司销售收入再次回到30%以上



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图3：主营业务分产品销售收入占比情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表1: 2010年分产品收入和毛利率情况

	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
营业收入				
饺子(亿元)	8.03	6.46	5.66	5.36
汤圆(亿元)	5.79	4.13	4.03	3.79
面点及其他(亿元)	3.73	2.7	2.99	2.29
其他(亿元)	1.78			
粽子(亿元)	1.63	1.13	1.16	1.06
毛利率				
饺子(%)	31.94	34.55	38.23	32.68
汤圆(%)	33.14	35.51	37.41	40.25
面点及其他(%)	32.79	36.22	37.3	37.25
面点及其他(%)	32.79	36.22	37.3	37.25
粽子(%)	43.76	42.98	41.66	34.15

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表2: 2010年销售费用明细：人员经费和折旧费用上升明显

项 目	同比增减(%)	2010 年(万元)	2009 年(万元)
办公费用	-3.23	623.2321	644.0381
人员经费	40.99	11596.03	8224.449
市场费用	2.47	10450.3	10198.75
业务经费	2.31	5680.772	5552.731
折旧	23.18	1350.474	1096.342
其他销售费用	58.31	16372.43	10341.94
合 计	27.77	46073.24	36058.25

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司未来的看点：朝阳行业+产能扩张+产品升级

1、产能扩张：不到4年再造一个“三全”。作为速冻食品行业龙头，公司2010年市占率已达27.34%，市场份额较2009年进一步加大，2009年速冻行业前四家总市场份额为64%，公司一家则几近半壁江山，且近几年来，公司专注主营，逐步扩大产能，已形成“1+4”格局，即以郑州为根据地，在华南（广州）、西南（成都）、华东（苏州）和华北（天津）建立生产基地，这些产能将在未来1-2年集中释放，且在郑州总部产品和分区产品结构也不一样，适应当地消费市场，比如在华南基地会适当增加面点的比例，西南基地主要以汤圆为主。根据公司规划，假设增发于2011年顺利过会的话，考虑到项目进展，如果第一年达产按照80%计算，2011年-2014年公司自有产能（不考虑外协）将分别达24.5万吨、28.75万吨、41.2万吨和55万吨，即不到4年将再造一个“三全”。

表3: 公司未来新增产能布局

	公司自有产能情况 (万吨)	总产能 (不考虑外协) (万吨)	新增产能来源说明
2010 年	22	25	
2011 年	22+2.5	24.5	西南基地 5 万吨产能, 预计 7 月份达产
2012 年	22+5+7*25%	28.75	西南基地全能满负荷生产 (5 万吨), 华东基地四季度达产 (7 万吨/年)
2013 年	27+7+7.2	41.2	华东基地满负荷生产 (7 万吨), 华北基地 80% 产能利用率 (9 万吨)
2014 年	34+9+15*80%	55	华北基地满负荷生产, 增发项目 (15 万吨)

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2、产品升级能够改善综合毛利率。随着人均收入增加，消费者对产品要求也越来越高，公司先是停止低端产品的生产，紧接着提高高端产品的研发生产，目前公司以中端产品为主，比例为80%，高端产品比例为20%，其中，中端产品毛利率为35%左右，高端在40%以上。2010公司推出新品水果汤圆，取得不错销售业绩，高端产品的研发体现在研发费用的上升。

表4：近3年研发支出占比逐步提高

项目	2010年	2009年	2008年
研发支出	22,503,656.27	13,554,681.01	12,162,288.40
营业收入	1,923,389,425.05	1,444,540,455.56	1,382,764,377.63
比例	1.17%	0.94%	0.88%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

3、行业分析：我国人均速冻食品占有量远低于美国和日本水平，尤其是美国，未来业务市场发展以及冷链建设等综合因素仍能推动行业未来几年继续高速增长，即行业增速在15-20%左右。（详细内容可以参阅我们的速冻食品行业跟踪报告：朝阳行业，大小企业齐飞的竞争格局短期难改变）。

盈利预测与估值：12个月合理估值为38-44元

基于上述判断，盈利预测为：**2011-2013年的EPS分别为0.83元、1.11和1.72元**，公司目前的股价对应**2011年**市盈率为**42倍**，相比其它食品公司，估值不算便宜，考虑到公司产能快速扩张，给予2012年35-40倍的PE，12个月合理估值为38-44元，故给予公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动；产能释放未能如期进行；食品安全问题。

附：三全食品调研纪要 20101228

1、速冻行业看法：1) 增速方面：去年10月后，行业整体有明显改善，根据AC尼尔森数据，今年以来速冻米面行业每月增速皆在20%附近（其样本选取的是19个大中城市）。公司公告的增速低于统计局公布的数据，并不代表公司发展慢于行业，来源于统计口径不一样，公司增速肯定好于行业增速，现在全年数据没有出来，但从单月数据看，公司的市占率仍在27%左右，不会低于09年的市占率。2) 行业格局：目前行业已形成寡头市场，但竞争仍然激烈，主要源于这个行业是纯市场竞争，门槛也不高，且没有实现绝对竞争优势地位。3) 行业目前处于正向增长阶段，属于朝阳行业，全行业不到100亿元销售收入，而餐饮行业有近3万亿元，占比非常小，与发达国家差距很大。

2、产能方面：郑州新生产基地今年满负荷生产，原先打算今年80%产能利用率，明年90%，后年100%，现在超预期，现在仍有部分产品断货明显。2010年总产能不到25万吨，其中，郑州新老基地约22万吨，加上2万多吨外协。2011年新增产能来源于西南基地，约3月份左右封顶，年中达产（西南基地总产能为5万吨）。公司未来2-3年内首要需要解决的问题仍是产能受限问题。

3、新基地建设情况：1) 华东基地：预计1月份拿到土地证，前期基础工作如装机已开始，正常建设周期为1年半左右，该基地未来产品中水饺占比将较高。这样推算的话，最快也要2012年达产。2) 西南基地：项目进展顺利，目前车间主体基本出来，3月份左右封顶，封顶后则可达产。3) 华南基地：目前还处于征地阶段，进展最慢的一个基地，未来产品结构面点比例会高些。4) 天津基地：预计春节后3、4月份拿到地。

未来2-3年这些产区的产能都将释放，缓解公司产能问题，在此之后，公司会有更细化的建设，规模可能不会这么大了。目前公司的征地都是150亩左右，建设分为一期和二期，主要是考虑到一期产能保证年内消化，二期建起来会很快，未来总部厂区和分部分区的产品结构不一样，总部主要生产全国大众品种，分部生产区域产品。基地的建设有利于减少物流费用以及贴近销售者市场生产。

4、销售以及渠道方面。1) 区域销售：一线以及省会城市仍是当前主市场，二、三线城市是未来增长点。北京地区一个地方销售收入可达1个亿，这样的市场不能不狠抓，深圳地区已在蛇口地区设分公司，目前与湾仔码头在广地区市占率差不多。2) 销售费用方面：公司一直的销售费率达25%左右，处于比较高的水平，主要是因为公司的战略目前仍是：兼顾利润的同时，主要抢占市场份额，这样销售费用很难降下来，但当前公司与经销商的议价能力正在逐步改善。公司目前1个半月回款机制，要求每年签订的合同都要优于上一年，即使缩减一天回款也好（可口可乐7天就回款）。3) 渠道销售占比：目前90%以上销售来源于商超，不到10%来自业务市场客户，随着餐饮业的发展，公司未来需要提高业务市场销售，但是不可能一蹴而就，需要过程。已研究好业务市场，等待业务市场起来，渠道铺建会很快的，曾经做过2、3家快餐店，但后来关了，主要原因是公司想先专注主业，另外快餐店可替代性强，加之盈利空间

综合考虑而关掉的。4) 直销与经销情况：一线城市仍是直销，二、三线城市由经销商负责，目前专门成立了渠道事业部，其直接向总裁汇报工作，以往都是销售人员来联系销售网点，现在由业务代表赴销售点，帮助指导销售，目前反映很好，打算明年全部铺开。

5、成本问题。1) 上游成本：公司消化上游成本能力较强，公司定价基点为综合毛利率为35%，高端在40%以上，一般公司提价会滞后于上游1个半月左右，且每次提价不会大幅，这样消费者不敏感或者配合买赠。2) 劳动力成本：今年以来，劳力成本几乎上涨20%，但对毛利率影响不大，公司已做好机械化，择机选择机械与人力成本相比来选择。综合而言，通胀利好我们行业，因为价格上涨能力强。

6、冷链建设。募集资金的8000万元的冷链建设快用完了，主要用在车、仓储和终端冰柜投放，且也主要用在一线城市，随着“万村千乡”工程，未来三线地方或者乡镇地方冷柜将会铺开，这样未来三线城市销售是方向性，公司在这块冷柜建设有所准备。当前冷柜干线主要是租用，利用别人的专业化，支线物流车是自己的。

7、产品方面。1) 新产品方面：今年10月份推出了水果汤圆和花样混沌，水果汤圆毛利率可以达到50%以上，目标客户为年轻女性，目前销售非常好。2) 公司目前产品仍以中档为主，没有低档产品，高端产品主要占比为20%左右，且中高端产品代言人分别为蒋雯丽和小S，考虑到目标客户不一样。3) 公司产品的保质期一般是6个月，但是1个月左右消化完的占90%，一般不超过4个月就会将其全部消掉，整体而言在1个半月消化完，产品周转率比较高。

资产负债表

单位：百万元

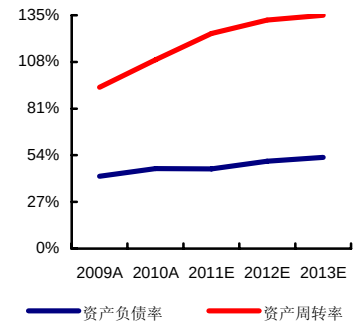
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,133	1,342	1,423	1,416	2,211
货币资金	568	616	-1,029	188	569
应收及预付	239	273	1,943	521	702
存货	307	448	509	707	940
其他流动资产	19	6	0	0	0
非流动资产	479	564	846	1,817	1,827
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	346	371	369	837	745
在建工程	54	105	405	905	1,005
无形资产	65	73	73	75	77
其他长期资产	14	16	0	0	0
资产总计	1,612	1,906	2,269	3,233	4,038
流动负债	646	842	1,004	1,411	1,896
短期借款	35	21	0	0	0
应付及预收	611	822	1,004	1,411	1,896
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	29	41	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	41	0	0	0
负债合计	675	884	1,004	1,411	1,896
股本	187	187	187	187	187
资本公积	385	385	385	385	385
留存收益	361	464	618	826	1,148
归属母公司股东权益	933	1,036	1,191	1,399	1,720
少数股东权益	4	-14	-15	-16	-18
负债和股东权益	1,612	1,906	2,180	2,793	3,598

利润表

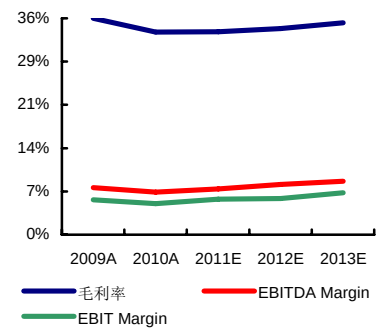
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1445	1923	2597	3635	4908
营业成本	929	1280	1727	2399	3190
营业税金及附加	9	10	13	19	25
销售费用	361	461	597	854	1153
管理费用	63	75	107	146	200
财务费用	-1	-4	-3	-7	-19
资产减值损失	2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	82	105	155	224	358
营业外收入	17	41	25	20	20
营业外支出	6	7	6	6	6
利润总额	94	139	174	238	372
所得税	5	16	21	31	52
净利润	89	123	153	207	320
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	89	123	155	208	322
EBITDA	112	135	196	301	433
EPS (元)	0.47	0.66	0.83	1.11	1.72

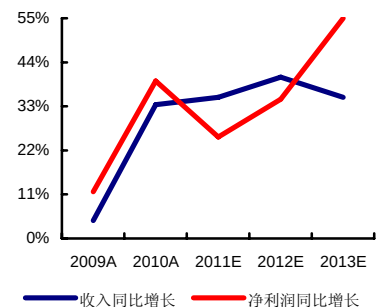
资产负债率趋势



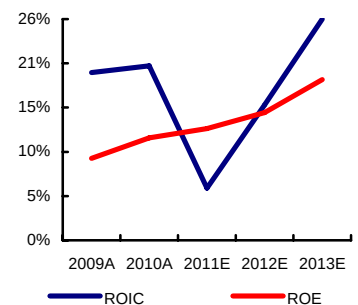
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

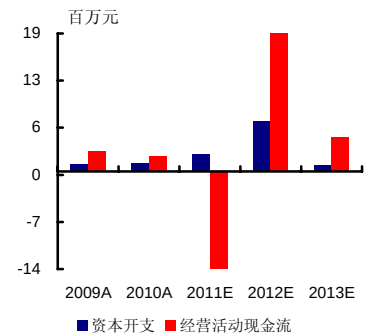
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	288	209	-1,349	1,908	471
净利润	89	123	153	207	320
折旧摊销	29	37	44	85	94
营运资金变动	175	52	-1,543	1,630	71
其它	-4	-2	-3	-14	-14
投资活动现金流	-94	-105	-233	-691	-90
资本支出	-100	-111	-233	-691	-90
投资变动	0	0	0	0	0
其他	6	6	0	0	0
筹资活动现金流	-94	-60	-62	0	0
银行借款	155	66	-21	0	0
债券融资	-220	-80	-41	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-29	-45	-1	0	0
现金净增加额	100	44	-1,645	1,217	381
期初现金余额	497	568	616	-1,029	188
期末现金余额	596	612	-1,029	188	569

主要财务比率

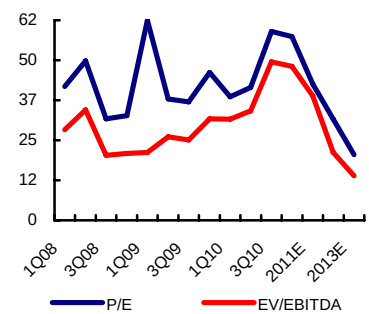
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	4.5%	33.1%	35.0%	40.0%	35.0%
营业利润	33.6%	27.2%	47.9%	44.7%	59.8%
归属于母公司净利润	11.6%	39.1%	25.2%	34.6%	54.6%
获利能力					
毛利率	35.7%	33.4%	33.5%	34.0%	35.0%
净利率	6.1%	6.4%	5.9%	5.7%	6.5%
ROE	9.5%	11.9%	13.0%	14.9%	18.7%
ROIC	19.5%	20.3%	6.1%	15.8%	25.7%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	46.4%	46.1%	50.5%	52.7%
净负债比率	-56.9%	-58.2%	87.5%	-13.6%	-33.4%
流动比率	1.75	1.59	1.42	1.00	1.17
速动比率	1.21	0.96	0.79	0.39	0.56
营运能力					
总资产周转率	0.93	1.09	1.24	1.32	1.35
应收账款周转率	8.50	11.17	11.17	11.17	11.17
存货周转率	2.88	3.39	3.39	3.39	3.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.66	0.83	1.11	1.72
每股经营现金流	1.54	1.12	-7.21	10.20	2.52
每股净资产	4.99	5.54	6.37	7.48	9.20
估值比率					
P/E	46.0	57.1	42.4	31.5	20.4
P/B	4.4	6.8	5.5	4.7	3.8
EV/EBITDA	31.6	47.9	38.7	21.2	13.8

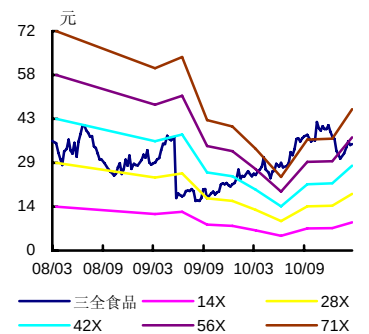
资本支出与经营活动现金流



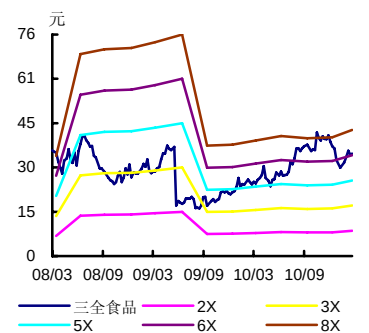
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

三全食品(002216.sz)_公司调研简报	熊峰	2010-06-17
三全食品(002216.sz)_公司调研简报	汤伟亮	2009-07-15
三全食品(002216.sz)_公司调研简报	熊峰	2008-06-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。