

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

三全食品非公开增发预案点评

事件描述

三全食品（002216）今日公布非公开发行股票预案，主要内容如下：

- 本次非公开发行股票的定价基准日为公司第四届董事会第六次会议决议公告日（2011年3月10日），发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即31.06元/股。
- 本次非公开发行股票拟募集资金金额不超过50,638.33元，发行数量不超过2,000万股（含2,000万股），不低于500万股（含500万股）。
- 本次募集资金在扣除发行费用后将全部用于三全食品综合基地（二期）建设工程项目建设，该项目投资总额为50,638.33万元。
- 本次募集资金投资项目达产后，公司每年将新增速冻食品15万吨，其中，速冻水饺8.56万吨、速冻汤圆6.44万吨。
- 本项目建设期为2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为145,496万元、利润总额为13,959万元、净利润为10,469万元，所得税后项目投资财务内部收益率为22.53%，所得税后项目投资回收期为6.12年（含建设期2年）。

事件评论

第一， 本项目产能释放后能迅速被市场消化，市场前景良好

本次募集资金投资项目为三全食品综合基地（二期）建设工程项目。本项目主要产品为速冻水饺和速冻汤圆。速冻食品特别是速冻米面食品目前已成为国内发展最快的食品加工业之一。在速冻米面食品中，速冻水饺和速冻汤圆拥有较高的市场占有率。

在全球速冻食品当中，速冻米面食品为第一消费大类，占有所有速冻食品总消费量近40%，而这一比重，在中国目前只有约10%。随着我国经济的快速发展、居民收入水平和城市化率的不断提高及其导致的居民日常消费习惯的改变，速冻食品将由家庭购买原材料制作发展为工业化、规模化生产，市场发展空间巨大。

表 1：本次募集资金投资计划

项目名称	投资总额 (万元)	项目核准情况	环评备案情况
三全食品综合基地（二期）建设工程项目	50,638.33	郑发改投资（2011）96号	郑环建表（2011）24号

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，项目达产后将极大地释放产能，进度存在超预期可能

本次募集资金投资项目达产后，公司每年将新增速冻食品 15 万吨，其中，速冻水饺 8.56 万吨、速冻汤圆 6.44 万吨，能够较好地缓解市场供求矛盾，巩固公司在行业中的市场地位；同时通过规模化生产，进一步提高生产效率、降低生产成本，提升企业利润空间。

结合我们半个月前调研公司的情况，我们认为本项目存在在进度上超预期的可能。

表 2：五大区的布局和产能进度安排

生产基地	预计产能	目前进度
郑州	30 万吨	旧厂区产能 9 万吨，新厂区目前拥有已经建好的 1 号和 2 号车间（合计产能 11.7 万吨），以及运用自有资金建设的 3 号车间（预计 8 月份达产）和 4 号车间（年底达产）
天津	20 万吨	预计建成 20 亿元左右的规模，净利率在 6%-7%。一期工程预计 2011 年下半年投产，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
太仓	20 万吨	目前暂时停产，等待复工
成都	10 万吨	今年 6、7 月份达产
广州	7 万吨	设计产能 7 万吨/年，一期工程设计产能 5.17 万吨/年，其中：速冻汤圆 1.95 万吨/年，速冻饺子 1.43 万吨/年，速冻粽子 0.27 万吨/年，速冻面点 1.52 万吨/年

资料来源：长江证券研究部

第三，风险提示

- 随着竞争对手相应实力的不断提高及其他各项条件的逐渐成熟，公司产品将有可能面临较为激烈的市场竞争。
- 如果粮食生产、蔬菜种植、畜牧业等农副产品的供求状况发生变化或价格有异常波动，将会直接影响公司的生产成本和盈利水平，导致公司的毛利率出现波动。
- 本次募集资金到位后，募集资金投资项目尚需要一定的建设期，项目达产、达效也需要一定的周期。在募集资金投资项目的效益尚未完全体现之前，公司的收益增长幅度可能会低于净资产的增长幅度，从而导致短期内净资产收益率摊薄的风险。

第四，盈利预测

基于 2011 年可能出现的行业与公司的潜在“双拐点”，我们从基本面角度将公司的评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”，预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.30 元和 1.73 元；对于投资面，尽管公司在历史上一直被给予较高的估值，然而我们依然建议等待较低点位的建仓时机，30 元左右应该是一个较为合适的介入点位。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1923	2546	3418	4657	货币资金	616	684	656	839
营业成本	1280	1619	2153	2921	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	643	927	1265	1736	应收账款	182	347	475	660
% 营业收入	33.4%	36.4%	37.0%	37.3%	存货	448	537	720	985
营业税金及附加	10	13	17	23	预付账款	86	80	107	145
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	6	37	50	69
销售费用	461	637	855	1178	流动资产合计	1342	1699	2025	2721
% 营业收入	24.0%	25.0%	25.0%	25.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	75	113	152	207	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.9%	4.5%	4.5%	4.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-4	-1	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	475	464	651	691
资产减值损失	-2	11	4	6	无形资产	72	69	65	62
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	16	1	0	1
营业利润	105	155	240	324	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	6.1%	7.0%	7.0%	资产总计	1906	2233	2742	3474
营业外收支	35	35	35	35	短期贷款	21	0	0	0
利润总额	139	190	275	359	应付款项	483	657	879	1201
% 营业收入	7.2%	7.4%	8.0%	7.7%	预收账款	223	280	376	512
所得税费用	16	22	32	38	应付职工薪酬	26	32	43	58
净利润	123	168	243	322	应交税费	-10	13	19	24
归属于母公司所有者					其他流动负债	100	118	157	214
的净利润	123.5	168.5	244.2	322.9	流动负债合计	842	1100	1474	2009
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.66	0.90	1.31	1.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	41	41	41	41
经营活动现金流净额	209	212	312	404	负债合计	884	1142	1515	2050
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1036	1179	1387	1661
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	-14	-14	-14	-13
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1022	1165	1372	1648
固定资产投资	-111	-25	-234	-97	负债及股东权益	1906	2306	2888	3698
其他	6	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-105	-25	-234	-97		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.660	0.901	1.306	1.727
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.54	6.31	7.42	8.88
银行贷款增加（减少）	-15	-35	0	0	PE	44.61	32.69	22.56	17.05
筹资成本	39	-24	-34	-46	PEG	1.18	0.87	0.60	0.45
其他	-85	0	0	0	PB	5.32	4.67	3.97	3.31
筹资活动现金流净额	-60	-60	-34	-46	EV/EBITDA	35.95	24.83	16.88	12.22
现金净流量	44	127	43	262	ROE	11.9%	14.3%	17.6%	19.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。