

三元股份（600429）：扭亏缘于出售子公司

中性（维持）

食品饮料行业/乳制品

当前股价：8.33 元

报告日期：2011 年 4 月 11 日

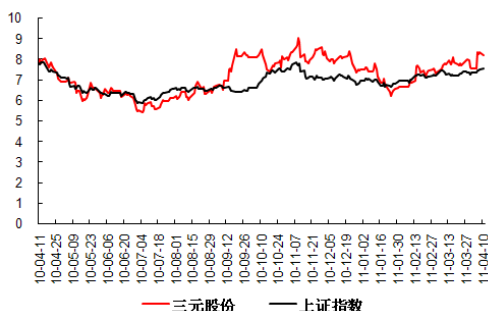
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2380	2572	3411	4127
(+/-)	68%	8%	33%	21%
营业利润	-110	66	51	121
(+/-)	-509%	-160%	-23%	140%
归属于母公司 的净利润	-129	51	60	133
(+/-)	-416%	-140%	17%	121%
每股收益（元）	-0.15	0.06	0.07	0.15
市盈率（倍）	-	143	123	56

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	88500/63500
流通市值（亿元）	52.90
每股净资产（元）	2.74
资产负债率（%）	36.26

股价表现（最近一年）



证券分析师：仇彦英
执业证书编号：A0140511010003
【电话】021-58824282*816
【邮箱】qiuyy@txsec.com
联系人：天相食品组
【电话】021-58824282*859
【邮箱】zhoul@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年 1-12 月，公司实现营业收入 25.72 亿元，同比增长 8.1%，营业利润 6582 万元，同比扭亏，实现归属母公司净利润 5146 万元，同比扭亏，实现每股收益 0.06 元。
- 营收低于预期，主营业务仍未好转。2010 年 1-12 月，公司实现营业收入 25.72 亿元，虽然同比增长 8.1%，但是仍低于公司 2010 年全年实现营业收入 30 亿元的目标。从公司的主营业务来看，由于原奶和包装物等原材料价格上涨，使得公司液态奶和固态奶毛利率分别同比下降 6.58 和 3.77 个百分点，导致公司毛利率同比下降 5.58 个百分点至 15.96%。虽然公司期间费用率同比下降了 3.06 个百分点，但是 25.54% 的期间费用率仍高于公司的毛利率，公司主营业务已连续多年亏损。
- 扭亏主要源于出售子公司。报告期内公司实现扭亏主要是由于在 2010 年 12 月将全资子公司北京华冠乳制品有限责任公司 100%股权转让于北京西山产业投资有限公司，获得股权投资收益 2.37 亿元的缘故。另外，公司由于持有北京麦当劳食品有限公司 50%的股权获得现金分红 6000 万元，未来该部分股权将为公司带来稳定的收益。
- 河北三元未来值得期待。河北三元托管的资产主要是原三鹿集团的奶粉业务，公司所有的小包装奶粉均由河北三元生产和销售，从 2010 年的营业数据来看，河北三元营业收入仅为 5.16 亿元，亏损 1.55 亿元，公司奶粉业务拓展不达预期。由此公司在 2010 年 9 月将河北三元组织架构调整为总部、小包粉事业部、常温奶事业部三部分。整合后的河北三元主要职责发生根本性的转变，由生产经营转向为各事业部提供支持、保障和服务，组织架构调整后河北三元的运营情况好于预期，亏损开始减少。目前公司已有奶粉 20 多个品种销往 25 个省市，国内的飞鹤、圣元的配方奶粉的毛利率一般在 40%-50%，远高于液态奶，随着品牌的建立和销售网络的不断延伸，奶粉业务有望成为公司利润的主要增长点。
- 盈利预测与评级。我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.07 和 0.15 元，当前公司的股价为 8.33 元，对应的 2011-2012 年的动态 PE 分别为 123X 和 56X，因河北三元的经营尚存在一定的不确定性，维持公司“中性”的投资评级。

- **风险提示。**(1) 大盘系统性风险；(2) 食品安全风险；(3) 原材料价格风险。

图表 三元股份盈利预测 (万元)

单位: 万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	141,363	237,959	257,227	341,083	412,711
增长率	28.25%	68.33%	8.10%	32.60%	21.00%
减:营业成本	113,072	186,689	216,162	259,394	308,420
毛利率	20.01%	21.55%	15.96%	23.95%	25.27%
减:营业税金及附加	63	264	348	478	578
销售费用	20,077	53,061	49,260	60,713	73,463
管理费用	6,630	13,624	15,231	18,077	21,461
财务费用	1,193	1,369	1,215	1,364	1,651
期间费用率	19.74%	28.60%	25.54%	23.50%	23.40%
资产减值损失	2,874	1,782	1,597	1,000	1,000
投资净收益	5,241	7,792	33,168	5,000	6,000
营业利润	2,696	-11,039	6,582	5,057	12,139
增长率	97.51%	-509.42%	-159.63%	-23.17%	140.05%
加:营业外收入	2,057	2,497	2,193	3,411	3,302
减:营业外支出	1,320	5,279	1,707	2,729	1,651
利润总额	3,433	-13,820	7,068	5,739	13,790
增长率	113.78%	-502.53%	-151.14%	-18.80%	140.28%
利润率	2.43%	-5.81%	2.75%	1.68%	3.34%
减:所得税费用	-236	-128	2,764	574	1,379
实际税负比率	-6.87%	0.92%	39.10%	10.00%	10.00%
净利润	3,669	-13,693	4,304	5,165	12,411
归属母公司所有者的净利润	4,076	-12,874	5,146	6,007	13,253
增长率	87.22%	-415.89%	-139.97%	16.73%	120.61%
净利润率	2.88%	-5.41%	2.00%	1.76%	3.21%
少数股东损益	-406	-819	-842	-842	-842
总股本(万股)	63,500	63,500	63,500	63,500	63,500
每股收益(元)	0.05	-0.15	0.06	0.07	0.15

资料来源: 天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518041