

中报预增幅度 50-60%， 主要来自收入增长和费用效率提升

投资要点：

1. 事件

三全食品 7 月 13 日发布公告，对中报业绩向上修正。前次预计业绩增幅 0-50%，本次修正至 50-60%，预计盈利 8200-8750 万元（上年同期 5470 万元），对应 EPS0.4385-0.4679 元。

2. 我们的分析与判断

（一）、业绩提升主要来自于收入增长和费用效率

我们了解，本次业绩增幅提升的主要原因为：

一、产销两旺带动销售收入提升。

二、资金使用效率，特别是市场投入费用效率提升。

粽子为公司业务中毛利率最高，占比持续提升品种。公司目前产品结构中（2010 年），水饺、汤圆、面点及其他、粽子分别为 38%、28%、18%和 8%。其中，粽子作为毛利率最高的品种（2010 年 34.15%，2010 年已持续提升至 43.76%），销售收入占整体比例已实现连续 7 年持续提升。

我们预计，端午前后粽子产销两旺是业绩提升的主要原因。据我们前期测算，2011 年公司粽子产能有望达到 3.14 万吨左右（详细请参考 6 月 13 日深度报告《业绩释放驱动于产能超预期因素飙升空间》）。前期保守预计 2011 年销量增幅 8.6%，毛利率提升 0.4 个点，实际销售数据极可能超预期，公司产品高端化体现成效。

（二）、业绩释放驱动于产能，提升龙头地位

解决近年来产能不足的瓶颈，将成为公司业绩释放最重要的驱动力，2012 年后随着各新增产能的逐步达产，将在相当程度上解决“生产压着销售走”的供求关系，公司业绩也将跨越上新台阶，未来三年净利润复合增速达到 48%。

“高端战略”将成为推动业绩快速增长的重器。公司品牌管理战略为：不断整合提升三全品牌，持续强化状元品牌，着力培育“三全凌”、“三全状元”，打造“龙舟粽”、“果然爱”等副品牌。

行业格局有望巨变，提升龙头企业经营增长预期。“二级控制、四级分销”渠道模式有助于产销顺利接轨。公司市占率多年保持行业第一并逐年提升，2010 年为 27.34%（行业 CR4 约 60%）。我们判断，公司产能连续释放的节奏将有助于规模优势进一步体现和市场控制力度提升，有望在行业格局改变时率先达到 40%市占率。

3. 投资建议

预测公司 2011~2013 年 EPS 为 0.92 元、1.33 元和 2.01 元，对应 2011/2012/2013 年 PE 为 42、29、19 倍，考虑到未来三年净利润增速及公司在行业中持续龙头优势，我们给予“推荐”评级，DCF@（WACC=9.22%；g=0%）= 49.00 元。

三全食品（002216.SZ）

推荐 维持评级

分析师

周颖（非白酒）

☎：（8610）8357 1301

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1010510120060

董俊峰（首席）

☎：（8610）6656 8780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

市场数据

时间 2011.07.13

A 股收盘价(元)	38.34
A 股一年内最高价(元)	38.38
A 股一年内最低价(元)	29.31
上证指数	2812
市净率	6.92
总股本(亿股)	1.87
实际流通 A 股(亿股)	1.23
限售的流通 A 股(亿股)	0.64

相关研究

- （1）三全食品（002216）：非公开发行获审核通过，利好龙头地位持续提升 20110705
- （2）三全食品（002216）：业绩释放驱动于产能，超预期因素飙升空间 20110613
- （3）三全食品（002216）：“二级控制、四级分销”力促高成长行业格局巨变 强劲提升估值水平 20080620
- （4）三全食品（002216）：经营模式提升后的高成长 20080206
- （5）食品饮料行业：投资机会有望提前到来 20110430

表 1: 三全食品 (002216) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	568.29	616.08	580.27	614.38	782.76	营业收入	1444.54	1923.39	2549.51	3455.17	4961.04
应收和预付款项	232.04	267.75	381.44	510.23	725.01	营业成本	928.61	1280.26	1681.74	2258.74	3198.86
存货	306.72	448.12	588.61	790.56	1119.60	营业税金及附加	8.51	9.55	8.92	12.09	17.36
其他流动资产	26.07	10.55	22.71	24.08	29.10	营业费用	360.58	460.73	608.57	814.38	1179.73
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	管理费用	63.38	74.77	111.04	145.28	208.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.90	-4.49	-21.70	-21.24	-26.51
固定资产和在建工程	399.63	475.33	580.72	669.56	742.83	资产减值损失	2.15	-1.97	0.21	-0.19	-0.36
无形资产和开发支出	65.01	72.61	73.22	74.53	76.23	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	67.81	120.46	112.69	109.38	124.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1611.77	1906.04	2262.10	2728.85	3542.50	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	82.21	104.54	160.73	246.10	383.47
短期借款	35.39	20.68	61.27	32.19	32.47	其他非经营损益	-81.30	-100.05	-139.03	-224.86	-356.96
应付和预收款项	452.75	644.32	813.05	1111.47	1581.55	利润总额	93.72	139.10	185.33	271.83	410.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	5.16	16.16	17.76	27.89	41.17
其他负债	28.77	41.21	7.00	7.00	7.00	净利润	88.55	122.93	167.57	243.94	369.12
负债合计	674.86	883.60	1109.50	1387.97	1914.83	少数股东损益	-4.70	-0.52	-4.05	-5.58	-7.46
股本	187.00	187.00	187.00	187.00	187.00	归属母公司股东净利润	93.26	123.45	171.62	249.52	376.58
资本公积	385.47	385.47	385.47	385.47	385.47	每股收益（EPS）	0.50	0.66	0.92	1.33	2.01
留存收益	360.60	463.61	597.83	791.69	1085.93	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	933.07	1036.08	1170.30	1364.16	1658.40	毛利率	35.72%	33.44%	34.04%	34.63%	35.52%
少数股东权益	3.83	-13.64	-17.69	-23.27	-30.73	销售净利率	6.46%	6.42%	6.73%	7.22%	7.59%
股东权益合计	936.90	1022.44	1152.61	1340.89	1627.67	ROE	9.99%	11.92%	14.66%	18.29%	22.71%
负债和股东权益合计	1611.77	1906.04	2262.10	2728.85	3542.50	ROA	5.79%	6.48%	7.59%	9.14%	10.63%
						ROIC	18.35%	19.54%	20.11%	26.53%	36.55%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售收入增长率	4.47%	33.15%	32.55%	35.52%	43.58%
净利润	88.55	122.93	167.57	243.94	369.12	EBIT 增长率	19.04%	23.06%	38.96%	61.73%	58.75%
折旧与摊销	28.90	36.63	46.98	63.55	79.13	净利润增长率	17.20%	32.38%	39.01%	45.39%	50.92%
经营性现金净流量	287.66	208.81	112.28	270.31	397.03						
投资性现金净流量	-94.48	-104.96	-172.99	-173.70	-174.10	估值倍数					
筹资性现金净流量	-93.62	-60.08	24.90	-62.50	-54.55	PE(X)	69.84	52.76	41.67	28.82	19.07
现金流量净额	99.57	43.89	-35.81	34.11	168.38	PB(X)	6.98	6.29	5.57	4.77	3.93
EBITDA	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	PS(X)	4.51	3.39	2.55	1.89	1.31
NOPLAT	77.04	88.38	142.98	218.21	342.30	EV/EBITDA(X)	53.58	43.20	31.74	20.47	13.54

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908