



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年7月26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

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

推荐

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010037

jinzzy@cicc.com.cn

三全食品 (002216.SZ)

公司快发展, 业绩高成长

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
主营业务收入	1,249.3	1,382.8	1,444.5	1,923.4	2,669.0	3,690.9
(+/-%)	34.9	10.7	4.5	33.1	38.8	38.3
主营业务利润	449.0	526.5	515.9	643.1	932.7	1,299.9
(+/-%)	30.8	17.3	-2.0	24.7	45.0	39.4
净利润	71.7	79.6	88.8	123.5	170.9	241.9
(+/-%)	5.7	10.9	11.6	39.1	38.4	41.6
每股收益 (元)	1.02	0.85	0.47	0.66	0.91	1.29
(+/-%)	5.7	-16.9	-44.2	39.1	38.4	41.6
每股经营现金流 (元)	1.07	1.61	1.54	1.12	1.48	2.06
市盈率 (倍)	37.1	89.2	80.0	57.5	41.6	29.3
市净率 (倍)	8.7	4.1	7.6	6.9	6.1	5.1
股价/经营现金流	35.4	23.6	24.7	34.0	25.6	18.4
EV/EBITDA (倍)	79.6	69.2	64.4	52.0	27.5	18.1
净资产收益率 (%)	23.6	9.2	9.5	11.9	14.6	17.1
投入资本回报率 (%)	25.3	9.8	9.2	11.4	14.4	16.8
股息收益率 (%)	0.0	0.7	1.4	1.4	0.0	0.0

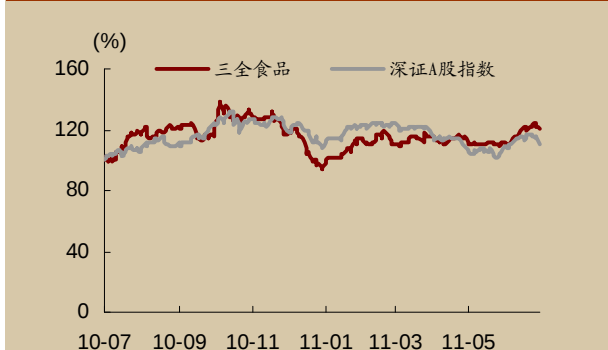
股票信息

	A股
股票代码	002216CH
当前股价	人民币 37.97
日成交量 (百万股)	0.46
52周最高价/最低价	人民币 43.66/29.31
总市值 (百万元)	7,100
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	-1.2%	8.5%	5.0%	1.3%
深证A股指数	-5.5%	2.6%	-5.3%	-9.7%
中金食品饮料指数	-0.3%	9.5%	10.9%	7.4%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2011 年中期业绩符合预期

三全食品 2011 年上半年实现销售收入 14.1 亿元, 同比增长 41.4%, 净利润达到 8414 万元, 同比增长 53.8%, 每股收益 0.45 元。二季度收入和利润增速分别达到 46.8% 和 90.5%。

收入超预期增长主要因为粽子产品的旺销。今年上半年公司汤圆、饺子、粽子和面点的同比增速分别为 34.4%、31.6%、50.4% 和 33.7%。2011 年的端午节提前 10 天, 也就是说端午节后的淡季时间多合并 10 天的情况下, 粽子的同比增速仍达到 50% 以上, 超市市场预期。粽子超预期增长主要因为前期公司对高端礼品粽长期的经营。

毛利率仍维持相对稳定。上半年公司毛利率同比下降 1.28 个百分点, 其中二季度业绩同比下降 1 个百分点。上半年汤圆、饺子、粽子和面点毛利率同比下降 0.74 个百分点、1.23 个百分点、3.94 个百分点 3.92 个百分点。

评论:

收入高增长下的利润率稳定格局。基于行业的巨大空间, 我们判断 5 年内三全食品的年均收入增速达到 40%。同时, 良好竞争格局使得公司利润率能维持稳定。我们判断未来公司仍有提价可能, 2011 年全年毛利率有望达到 35% 的水平。同时, 由于公司渠道的改革 (低毛利率和低净利润率的经销商渠道占比提高) 使得公司 2011 年的销售费用率仍将维持稳中略降的态势, 净利润率有望保持稳定。

定向增发进入实质阶段, 业绩预期将逐步兑现。公告定向增发预案, 非公开发行募集资金金额不超过 5.06 亿元, 发行底价在 31.06 元。募集资金将用于投资郑州二期基地, 新增产能 15 万吨。公司业绩释放动力也将逐步加强, 未来将通过业绩持续超预期, 兑现我们对三全食品长期高速成长的判断。

估值与建议

公司对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 41.6x 和 29.3x。在估值不调整情况下, 三全食品 2011-2013 年年均收益率约为 30%-40%。2014-2015 年利润率将大幅度提升可能, 年收益率将达到 70%-90%。基于公司长期稳定成长前景, 维持长期“推荐”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 上半年业绩回顾

	1H 2010	1H 2011	YoY	2Q 2010	2Q 2011	YoY
营业收入	998.60	1,411.97	41.40%	400.10	587.53	46.84%
营业成本	634.51	915.21	44.24%	246.60	368.04	49.25%
毛利润	364.09	496.76	36.44%	153.50	219.49	42.99%
毛利率	36.46%	35.18%	-1.28%	38.36%	37.36%	-1.01%
营业税金及附加	4.07	12.41	205.09%	1.83	7.52	310.37%
销售费用	270.24	356.37	31.87%	113.32	160.33	41.49%
销售费用/营业收入	27.1%	25.2%	-1.82%	28.3%	27.3%	-1.03%
管理费用	41.84	46.86	12.01%	27.08	30.38	12.20%
销售费用/营业收入	4.2%	3.3%	-0.87%	6.8%	5.2%	-1.60%
财务费用	-1.97	-2.47	25.66%	-1.03	-0.97	5.72%
财务费用/营业收入	-0.2%	-0.2%	n.m.	-0.3%	-0.2%	n.m.
资产减值损失	-0.42	0.06	-114.59%	-0.83	-1.10	-32.57%
营业利润	50.33	83.42	65.76%	13.14	23.22	76.77%
营业利润率	5.0%	5.9%	0.87%	3.3%	4.0%	0.67%
营业外收入	21.64	12.82	-40.76%	14.24	11.48	-19.41%
营业外支出	1.74	1.43	-17.89%	1.40	0.27	-80.53%
利润总额	70.22	94.81	35.01%	25.98	34.44	32.55%
税前利润率	7.03%	6.71%	-0.32%	6.49%	5.86%	-0.63%
所得税	13.19	9.92	-24.77%	6.41	1.82	-71.62%
有效税率	18.78%	10.46%	-8.31%	24.67%	5.28%	-19.39%
少数股东损益	2.33	0.74	68.10%	1.97	-0.92	146.57%
净利润	54.70	84.14	53.82%	17.60	33.53	90.50%
净利润率	5.48%	5.96%	0.48%	4.40%	5.71%	1.31%
总股本	187.00	187.00	0.00%	187.00	187.00	0.00%
每股收益(摊薄)	0.29	0.45	53.82%	0.09	0.18	90.50%
经营性现金流	67.23	71.02	5.63%	41.38	146.52	254.05%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史财务数据和指标

(单位: 人民币百万元)	2007 A	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
损益表						
主营业务收入	1,249	1,383	1,445	1,923	2,669	3,691
主营业务利润	449	527	516	643	933	1,300
营业费用	-326	-370	-361	-461	-643	-886
管理费用	-54	-79	-63	-75	-83	-92
营业利润	46	62	82	105	190	299
财务费用	-19	-7	1	4	-1	-1
税前利润	68	82	94	139	214	323
净利润	72	80	89	123	171	242
每股盈利 (元)	1.02	0.85	0.47	0.66	0.91	1.29
每股股利 (元)	-	0.20	0.20	0.20	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	75	150	288	209	277	385
投资活动现金流净额	-115	-105	-94	-105	-300	-185
融资活动现金流净额	102	279	-94	-60	-38	-1
货币资金增加额	61	325	100	44	-62	199
货币资金期初余额	66	127	452	551	616	555
货币资金期末余额	127	452	551	595	555	753
资产负债表						
货币资金	161	497	568	616	555	753
应收帐款	250	257	299	421	571	786
存货	255	338	307	448	608	837
固定资产合计	263	332	400	475	711	807
资产合计	1,065	1,482	1,612	1,906	2,339	3,006
短期借款	282	100	35	21	21	21
应付帐款	250	257	299	421	571	786
应交税金	17	7	5	10	14	19
长期借款	40	-	-	-	-	-
股本	70	94	187	187	187	187
储备和未分配利润	211	291	361	464	597	839
负债和所有者权益合计	1,065	1,482	1,612	1,906	2,339	3,006

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 关键假设

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入 (百万人民币)						
饺子	536	566	646	803	1,075	1,431
Yoy	50.5%	5.6%	14.2%	24.4%	33.8%	33.1%
汤圆	379	403	413	579	794	1,086
Yoy	18.8%	6.3%	2.6%	40.2%	37.1%	36.8%
粽子	106	116	113	163	265	382
Yoy	20.3%	9.1%	-2.6%	44.5%	62.8%	44.2%
面点和其他	229	299	270	373	536	792
Yoy	41.9%	30.5%	-9.6%	38.2%	43.5%	47.9%
总计	1,249	1,383	1,442	1,918	2,669	3,691
Yoy	35.2%	10.7%	4.3%	33.1%	39.1%	38.3%
毛利率						
饺子	32.7%	38.2%	34.5%	31.9%	32.8%	32.9%
汤圆	40.3%	37.4%	35.5%	33.1%	35.6%	35.9%
粽子	34.2%	41.7%	43.0%	43.8%	44.8%	44.8%
面点和其他	37.2%	37.3%	36.2%	32.8%	33.4%	33.8%
总计	35.9%	38.1%	35.8%	33.5%	34.9%	35.2%

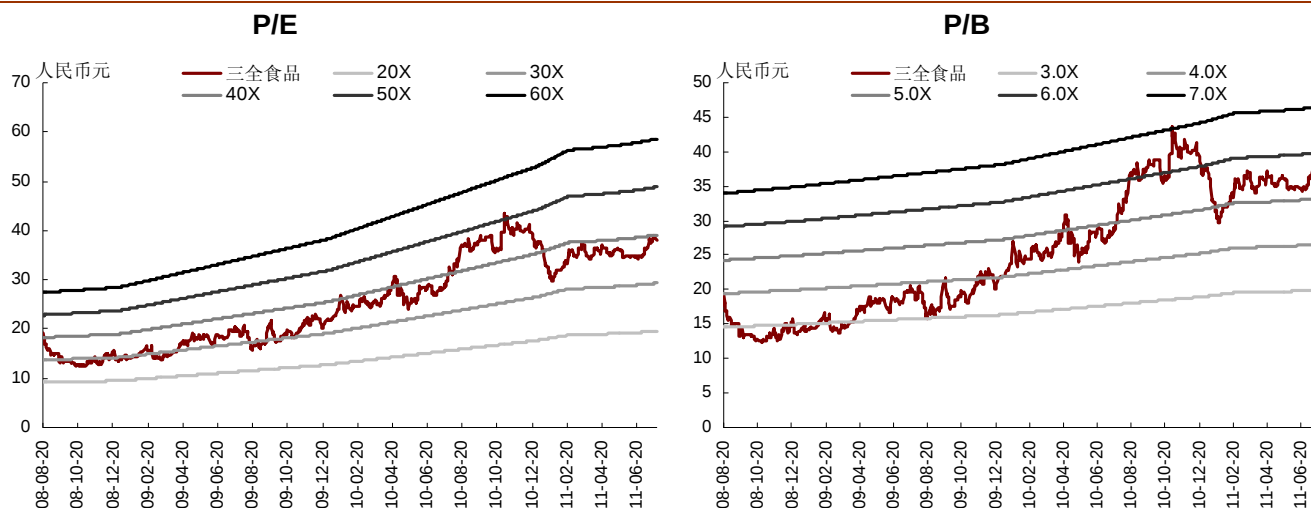
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: A 股覆盖公司估值表

公司	代码	投资评级	当前股价 2011-7-25	市盈率				市净率				净资产收益率(%)				股息收益率(%)				EV/EBITDA			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
可选消费类																							
贵州茅台	600519.SH	推荐	203.65	49.0	41.9	26.6	18.9	14.6	11.5	8.7	6.3	29.8	27.5	32.9	33.6	0.5	1.0	1.0	1.4	32.3	27.3	17.3	11.8
五粮液	000858.SZ	推荐	38.05	44.5	32.9	25.0	18.6	10.1	8.0	6.4	5.0	22.7	24.3	25.4	26.8	0.4	0.8	1.0	1.4	26.8	19.5	15.1	10.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	47.55	39.6	30.1	22.1	16.8	15.6	12.0	10.3	8.7	39.4	40.0	46.8	52.0	1.6	2.1	3.2	4.2	34.5	24.5	16.5	12.7
水井坊	600779.SH	审慎推荐	22.64	34.6	47.1	43.5	47.8	7.4	7.6	7.0	6.5	21.4	16.1	16.0	13.5	2.4	1.0	1.1	1.0	20.8	28.8	26.5	27.3
洋河股份	002304.SZ	审慎推荐	138.70	99.6	56.6	35.3	25.9	12.3	9.0	12.5	8.8	12.4	15.9	35.4	34.1	0.0	0.7	1.1	1.5	71.6	37.7	22.6	16.0
山西汾酒	600809.SH	推荐	78.96	96.3	69.1	37.1	23.6	20.7	17.7	13.0	10.0	21.5	25.7	35.0	42.1	0.6	0.6	1.9	3.0	47.4	34.9	20.2	13.0
金种子酒	600199.SH	审慎推荐	17.36	63.4	67.3	32.5	23.2	6.9	12.1	9.1	6.8	10.9	18.0	27.9	29.3	0.0	0.6	1.3	1.8	86.8	45.7	22.5	15.7
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	18.57	50.7	22.9	8.9	7.0	3.4	1.8	1.5	1.2	6.7	7.9	17.0	17.7	0.0	0.0	0.0	0.0	40.6	14.9	11.8	7.5
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	113.87	53.3	41.9	32.6	26.3	19.8	15.6	12.1	9.7	37.1	37.4	37.2	36.9	1.1	1.2	1.7	2.1	38.5	29.4	22.9	18.2
金枫酒业	600616.SH	审慎推荐	11.62	35.0	38.8	22.5	19.3	5.2	4.6	4.1	3.6	15.0	11.9	18.2	18.6	0.0	1.3	1.7	1.7	22.5	21.2	13.3	11.3
古越龙山	600059.SH	中性	11.73	97.3	61.8	60.6	58.7	5.6	5.3	5.1	4.9	5.7	8.6	8.4	8.3	0.4	0.8	0.8	0.9	54.5	33.1	31.7	29.7
ST皇台	000995.SZ	无评级	17.39	438.9	n.m.	144.7	63.7	13.4	15.9	14.4	10.0	3.0	n.m.	9.9	15.7	0.0	0.0	0.1	1.9	n.m.	120.5	67.7	36.6
可选消费类平均				91.8	46.4	40.9	29.1	11.3	10.1	8.7	6.8	18.8	21.2	25.8	27.4	0.6	0.9	1.3	1.7	43.3	36.5	24.0	17.6
可选消费类平均(剔除古越龙山和ST皇台)				56.6	44.8	28.6	22.7	11.6	10.0	8.5	6.7	21.7	22.5	29.2	30.5	0.7	0.9	1.4	1.8	42.2	28.4	18.9	14.4
低价快消类																							
三全食品	002216.SZ	推荐	37.97	80.0	57.5	41.6	29.3	7.6	6.9	6.1	5.0	9.5	11.9	14.6	17.1	0.5	0.5	0.0	0.0	59.6	47.5	25.4	16.2
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	18.09	47.6	37.0	27.0	19.6	10.3	8.8	7.8	6.7	21.5	23.9	28.9	34.4	2.2	3.3	2.2	3.1	26.0	22.2	16.0	11.4
青岛啤酒	600600.SH	审慎推荐	37.18	40.1	33.0	27.9	22.8	6.1	5.2	4.5	3.8	15.2	15.8	16.1	16.9	0.4	0.5	0.6	0.7	20.6	17.3	11.5	9.1
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	17.88	34.5	28.1	22.3	18.5	2.9	2.6	2.4	2.2	8.5	9.4	10.9	12.0	0.9	1.1	1.4	1.7	15.1	12.3	10.0	7.8
伊利股份	600887.SH	推荐	19.36	47.8	39.8	24.5	20.4	9.0	7.3	5.9	5.4	18.8	18.4	24.1	26.4	0.0	0.0	0.8	1.0	22.9	24.1	14.1	9.9
光明乳业	600597.SH	回避	9.24	78.6	49.9	58.4	53.9	4.6	4.3	4.1	3.9	5.8	8.6	7.0	7.3	0.0	0.5	0.9	11.7	22.8	16.2	14.8	13.1
ST南方	000716.SZ	无评级	9.57	n.m.	10.5	49.0	20.7	12.9	5.8	5.2	4.1	n.m.	55.1	10.6	20.1	0.0	0.0	0.0	0.0	46.2	50.3	20.7	17.2
低价快消类平均				54.8	36.6	35.8	26.5	7.6	5.9	5.1	4.5	13.2	20.5	16.0	19.2	0.6	0.9	0.8	2.6	30.5	27.1	16.1	12.1
低价快消类平均(剔除光明乳业)				50.0	34.3	32.1	21.9	8.1	6.1	5.3	4.6	14.7	22.4	17.5	21.1	0.7	0.9	0.8	1.1	31.7	28.9	16.3	11.9
A股覆盖总体平均																							
A股覆盖总体平均(剔除龙山、皇台和光明)				79.5	42.6	39.1	28.2	9.9	8.5	7.4	5.9	17.0	20.9	22.2	24.4	0.6	0.9	1.1	2.1	38.3	33.0	21.1	15.6
A股覆盖总体平均(剔除龙山、皇台和光明)				54.4	40.9	29.9	22.4	10.3	8.5	7.3	5.9	19.4	22.4	24.8	27.0	0.7	0.9	1.2	1.5	38.3	28.6	17.9	13.5

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 5: 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/或机构投资者提供。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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

