

食品加工

三全食品 (002216.SZ) / 38.00 元

速冻食品红火发展，进入高增长轨道

事项

近期，我们调研了三全食品公司，和高管进行交流，了解行业和公司现状和未来发展，并实地参观了郑州新厂生产线。

主要观点

1、社会变化助推行业成长，朝阳行业市场空间广阔

社会节奏加快、城市化进程、居民可支配收入提高、消费者健康消费升级等多重因素推动行业加速成长，近年来行业增速保持在 20%。2010 年中国人均速冻米面食品消费为 2.2 千克/人/年，而美国为 22 千克/人/年，日本为 7.36 千克/人/年，零售市场人均消费量与发达国家相比差距明显，成长空间广阔。

2、中报超预期，龙头地位凸显

2011 年上半年公司实现营业收入 141196.89 万元，同比增长 41.40%；实现营业利润 8342.06 万元，同比增长 65.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 8414.22 万元，同比增长 53.82%。2011 上半年基本每股收益为 0.45 元，超过市场预期。近年来公司复合增速为 27%，高于行业增速 7 个百分点，2010 年公司的市场占有率高达 27.35%，位居行业第一。

3、产能扩张+产品结构升级，进一步提升业绩

全国东西南北中五个产业基地在建，产能逐步释放，解决发展瓶颈；产品结构中高端比例逐步提高，提升毛利率；量价齐升，进一步提升业绩。

4、专注主营，精细化管理，打造速冻食品行业的“可口可乐”

对于快速消费品公司，核心的竞争力在于规模、品牌、渠道、管理。公司表示目前已完成品牌建设和渠道铺垫，将坚持专注做速冻食品的正确方向，通过提高市场开拓、产品研发、渠道管理、成本控制、质量控制五方面的能力，全方位提高竞争力。学习可口可乐的先进经验，打造中国的一流龙头企业。

我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.90 元, 1.22 元, 1.53 元, 给予公司 2011 年 35-40 倍 PE，短期估值合理，中长期看好行业的良好成长性和公司的龙头地位，给予“推荐”评级。

风险提示

- 1、大盘系统性风险
- 2、产能未能有效释放
- 3、产品原料成分较多，食品安全问题不容小视

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：金凤
Tel: 010-59370878
Email: jinfeng@hczq.com

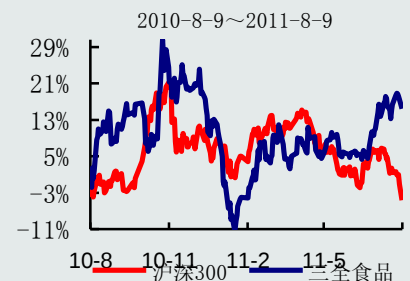
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	18700
流通 A 股/B 股(万股)	12315/0
资产负债率(%)	39.07
每股净资产(元)	5.74
市盈率(倍)	84.45
市净率(倍)	6.62
12 个月内最高/最低价	43.66/29.31

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

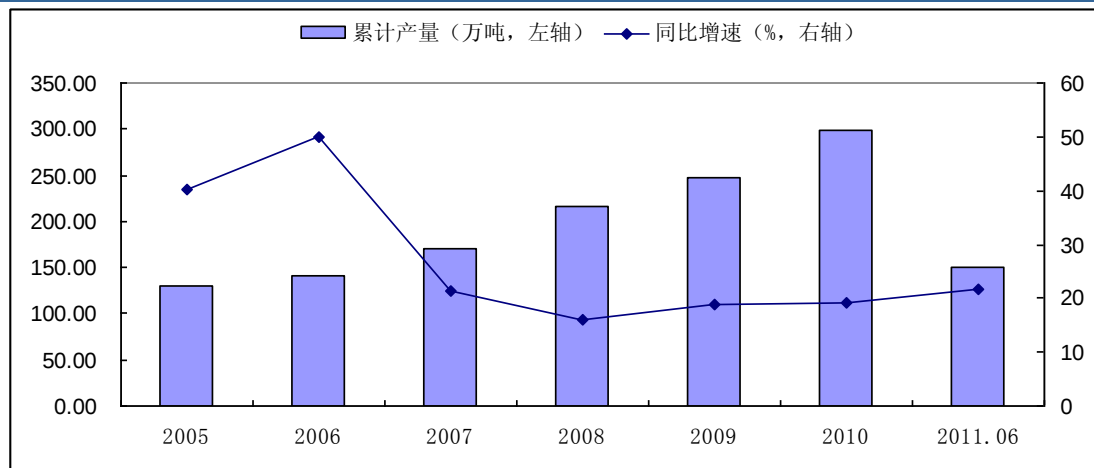
相关研究报告

1、社会变化助推行业成长，朝阳行业市场空间广阔

社会变化助推行业成长

社会变化主要表现在以下五方面：社会节奏加快、城市化进程、居民可支配收入提高、消费者健康消费升级、零售市场的发展，多重因素推动行业加速成长，近年来行业增速保持在20%。

图表 1 速冻食品行业增速



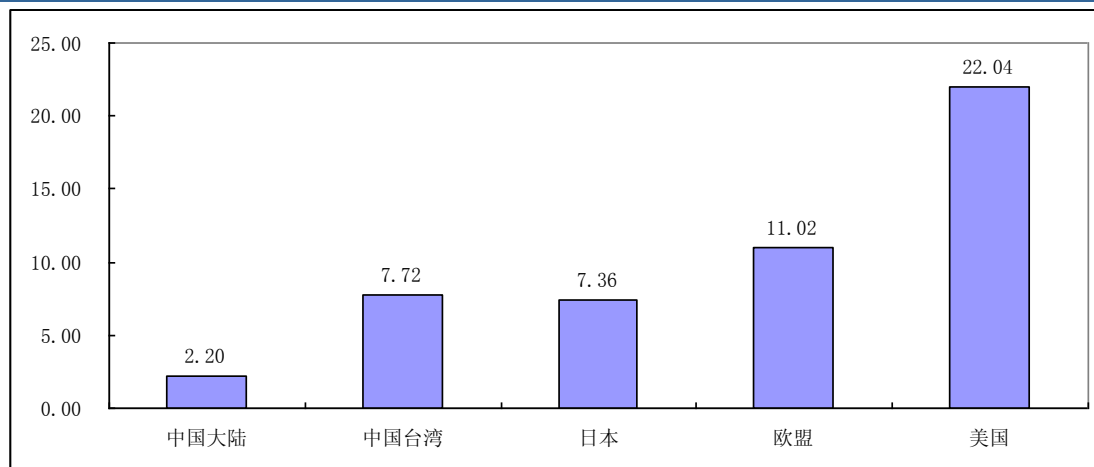
数据来源：国家统计局，华创证券研究所

市场空间广阔

市场空间主要体现在零售市场和业务市场两方面：

(1) 零售市场：同发达国家相比，美国速冻米面消费量为 22.08 千克/人/年，欧盟为 11.04 千克/人/年，日本为 7.36 千克/人/年，台湾为 7.72 千克/人/年，而 2010 年中国人均速冻米面食品消费为 2.20 千克/人/年，人均消费量与发达国家相比差距明显，零售空间广阔。

图表 2 不同地区人均消费量



数据来源：华创证券研究所整理

(2) 业务市场：国际市场上 60% 以上的冷冻冷藏食品用于餐饮业，尤其是日本，用于快餐（快餐/速食店、公共场所等餐饮）与团体伙食（商务、学生、军队/旅途/会议/医院、食堂供餐等）的速冻食品更是达到 70%，而我国的这一比例还不到 5%，大部分速冻食品仍是供应超市零

售。目前我国餐饮业的年营业额已达 2 万亿元，在餐饮业高速发展的大好形势下，快餐业也加速发展。东部省市快餐的营业规模明显超过正餐，以广东为例，快餐业已占到餐饮业市场份额的 90%，江苏、上海、辽宁、北京、浙江、山东等东部省市也已达 50% 以上。这种巨大的市场需求会引发业务配餐市场的兴起，满足宾馆、餐厅等配餐市场的需求和学校/军队等团体伙食的需求将成为速冻企业难以估量的发展机会。

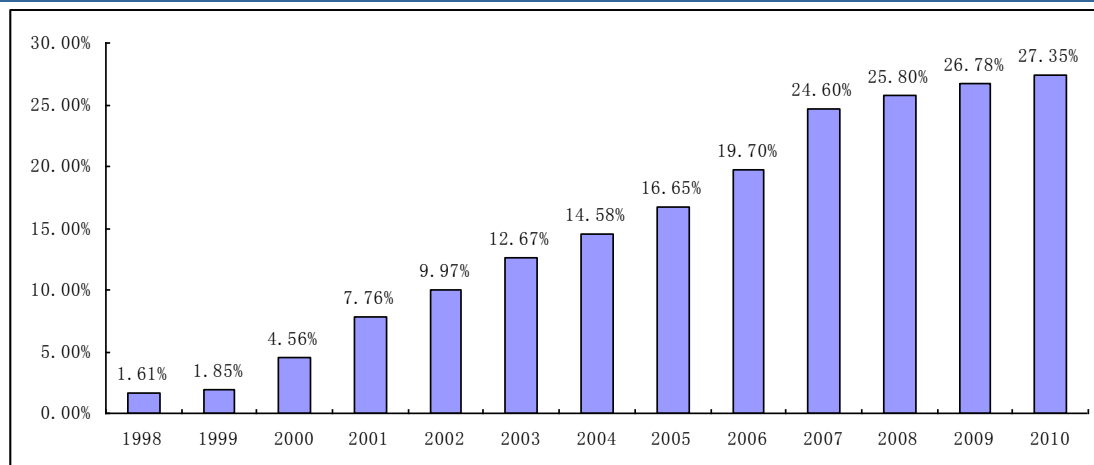
2、中报业绩超预期，龙头地位凸显

2011 年上半年公司实现营业收入 141196.89 万元，同比增长 41.40%；实现营业利润 8342.06 万元，同比增长 65.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 8414.22 万元，同比增长 53.82%。2011 年上半年基本每股收益为 0.45 元，超过市场预期。

中报超预期，直接原因是公司的产品量价齐升，产品热销，公司针对成本上涨，分批次提价，整体提价 10% 左右，尤其二季度因节日效应粽子热销，同比增速 81.81% 给业绩加分。

间接原因是 10 年四季度以后市场显著改善，消费者消费能力的提高，旺季时候产品供不应求，只能满足 40% 的订单；公司内部销售渠道改善，随着公司产能的释放将进一步提升业绩。公司的市场占有率逐年提高，2010 年市场占有率高达 27.35%，位居行业第一。

图表 3 历年公司产品的市场占有率



数据来源：AC 尼尔森，华创证券研究所

3、产能扩张+产品结构升级，进一步提升业绩

产能扩张情况：布局全国东西南北中

由于行业的高速成长，在 2010 年四季度旺季时期公司只能满足 40% 的订单，产能问题是限制公司进一步发展的瓶颈。目前的产能是 23 万吨（包括外协 2 万吨），在建的有郑州二期募投项目（设计产能 15 万吨）、西南成都基地（5 万吨）、华东太仓基地（7 万吨）、华北天津基地（9 万吨）和广州华南基地（5 万吨）。华南广州基地由于土地问题尚未解决，暂时不在计划内。

图表 4 产能建设和投产情况

年份	2010	2011	2012	2013
郑州基地	23	23	23	23
郑州二期募投项目	0	0	0	15
西南成都基地	0	5	5	5
华东太仓基地	0	0	7	7
华北天津基地	0	0	0	9
华南广州基地	0	0	0	0
合计产能（万吨）	23	28	35	59

数据来源：公司调研，华创证券研究所

产品结构设计：逐渐提升高端产品比例

主要产品系列有状元系列和三全系列：

状元系列：20%左右（销售额），主要面对一线城市和省会城市，高档系列

三全系列：80%左右（销售额），主要面对二三线城市，定位中档

每年有计划地在旺季推出 1~2 个新品，看新品在 1~2 年内的销售状况决定是否继续。去年推出的“果然爱”系列非常受欢迎，毛利率高达 50%以上。公司将逐渐提高高端产品的比例。

4、专注主营，精细化管理，打造速冻食品行业的可口可乐

对于快速消费品公司，核心的竞争力在于规模、品牌、渠道、管理。公司目前已完成品牌建设和渠道铺垫，将坚持专注做速冻食品的正确方向，通过提高**市场开拓、产品研发、渠道管理、成本控制、质量控制**五方面的能力，全方位提高竞争力。引进可口可乐营销人员，学习可口可乐的先进经验，打造中国的一流龙头企业。

渠道策略

渠道以卖场为主，渠道一直是公司的优势，一直以来非常重视，近两年更在提高，针对不同市场特点采取不同的渠道策略。

综合比较分公司和经销商的特点，在一流城市设立分公司，将控制权把握在自己手中，有利于公司战略和规划执行；二三线城市由于空白较多，由经销商管理。公司以可口可乐为榜样，与其进行交流学习，学习其管理经验

一线主流城市：设立 23 个分公司，精细化管理，设立业务代表负责门店管理，细化指标严格考核，配备先进软件管理系统，与物流充分对接

二三线城市：由经销商管理，设立库存、销量、城市进店率等多项指标进行业绩考核，淡季现款现货，旺季给予一定信用额度。

成本控制

原材料占成本的 80%，主要影响公司成本。近几年成本持续走高，通过以下两个手段进行控制，使毛利率保持在 35%左右：

A 采购环节：对原材料进行细分，每个人负责不同原材料采购，充分调研，选择性价比最合适的原材料，并对可能上涨的原材料通过预付款提前预定原材料。

B 价格顺导提价：有针对性地对原材料上涨的产品进行提价，一般原材料涨 10%，产品提价 20%，提价时间滞后 1~2 个月，并在提价的同时进行促销，使消费者易于接受

质量控制

公司给予充分重视产品质量问题，在源头、检测、生产过程中进行严格控制：

源头：原材料选择大的供应商

检测：实验室一百多项检测项目，并定期送到第三方质检系统进行复检，购买先进的检测设备，检测系统完善，经过质检总局验证

生产：严格按照国家相关标准、企业标准进行生产，通过 ISO9001：2000 质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系的实施，更加有效控制产品质量

三全作为大型企业，综合实力较强，在总体上控制能力优于绝大部分企业

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1342	1490	1826	2230
现金	616	866	1188	1567
应收账款	175	172	172	173
其它应收款	7	11	12	10
预付账款	86	55	63	68
存货	448	364	373	395
其他	11	21	19	17
非流动资产	564	535	523	521
长期投资	0	0	0	0
固定资产	371	337	304	271
无形资产	72	71	72	73
其他	120	126	147	177
资产总计	1906	2025	2350	2751
流动负债	842	859	997	1189
短期借款	21	52	36	36
应付账款	421	326	349	365
其他	401	481	613	788
非流动负债	41	16	15	11
长期借款	0	-13	-18	-24
其他	41	29	33	34
负债合计	884	874	1012	1200
少数股东权益	-14	-16	-18	-20
股本	187	187	187	187
资本公积金	385	385	385	385
留存收益	464	594	783	999
归属母公司股东权益	1036	1166	1356	1571
负债和股东权益	1906	2025	2350	2751

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	209	250	354	418
净利润	123	165	226	285
折旧摊销	37	36	36	36
财务费用	-4	-21	-30	-42
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	50	88	140	167
其它	4	-18	-18	-29
投资活动现金流	-105	-1	-2	-4
资本支出	126	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-0
其他	21	-1	-2	-4
筹资活动现金流	-60	2	-30	-35
短期借款	-15	31	-16	0
长期借款	0	-13	-4	-6
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-45	-16	-9	-30
现金净增加额	44	250	322	379

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1923	2626	3508	4707
营业成本	1280	1714	2304	3112
营业税金及附加	10	14	19	24
营业费用	461	650	860	1154
管理费用	75	122	151	202
财务费用	-4	-21	-30	-42
资产减值损失	-2	1	0	-0
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	105	156	224	287
营业外收入	41	28	29	33
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	139	179	246	314
所得税	16	13	20	29
净利润	123	165	226	285
少数股东损益	-1	-2	-3	-2
归属母公司净利润	123	168	229	287
EBITDA	137	171	230	282
EPS（元）	0.66	0.90	1.22	1.53

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.1%	36.5%	33.6%	34.2%
营业利润	27.2%	49.6%	43.0%	28.4%
归属母公司净利润	32.4%	35.7%	36.5%	25.5%
获利能力				
毛利率	33.4%	34.7%	34.3%	33.9%
净利率	6.4%	6.4%	6.5%	6.1%
ROE	11.9%	14.4%	16.9%	18.3%
ROIC	19.5%	37.9%	113.8%	-512.8%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	43.2%	43.1%	43.6%
净负债比率	2.34%	4.42%	1.80%	1.05%
流动比率	1.59	1.74	1.83	1.88
速动比率	1.06	1.31	1.46	1.54
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.34	1.60	1.85
应收账款周转率	11	15	20	27
应付账款周转率	3.56	4.59	6.83	8.72
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.90	1.22	1.53
每股经营现金	1.12	1.33	1.90	2.24
每股净资产	5.54	6.24	7.25	8.40
估值比率				
P/E	57.56	42.41	31.07	24.76
P/B	6.86	6.09	5.24	4.52
EV/EBITDA	48	38	28	23

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801