

食品加工

三全食品 (002216.SZ) / 34.22 元
短期或有影响，中长期依然看好
事 项

广州市工商局公布 2011 年第三季度三类食品质量检验结果，三全灌汤水饺(猪肉玉米蔬菜)”、“三全灌汤水饺(三鲜)”被检出金黄色葡萄球菌。

三全食品称事件是 8 月份发生，公司随后立即启动产品召回程序，第一时间从市场上召回了该批次产品，并予以销毁。截止目前，在全国各地有关职能部门的抽检中，没有发现不合格产品。现在公司运营情况良好。

主要观点
1. 短期受一定影响，但不影响公司的长期投资价值

公司 2 个月前已经召回问题产品，目前公司运营良好。但是短期会有一定影响，一是在一定程度上影响广东地区乃至全国的销量，二是公司的公关广告费用会有所提高，因此短期对于四季度的利润有一定影响，但并不影响公司的长期投资价值。

2. 公司已与媒体进行充分交流，降低品牌负面影响。

公司及时与相关媒体进行沟通，解释清楚实际情况，主流媒体并未对此事进行大肆宣传，对品牌的负面影响已经及时减轻。

3. 金黄色葡萄球菌实际并无危害，目前国标存在缺陷。

金黄色葡萄球菌在在饺子的原料猪肉中是允许存在的，不可避免在下游产品饺子中存在，现行国标实际并不合理，新的国标正在制定。由于速冻饺子的特性，在食用前经过蒸煮，细菌在 75 度即被杀死，对消费者并无实际危害。

4. 短期股价波动或带来投资机会。

从历次食品安全事故爆发来看，短期扰动为优质企业提供了良好的买入点。这种突发事件不会改变行业格局，只是影响短期业绩，更主要是影响短期市场情绪。三全食品本次事故并非实质问题，影响有限，企业及时进行了公关处理，后续的负面影响较小，如股价下跌较多即是提供了良好的买入机会。

我们调整 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元、1.43 元，继续看好行业的良好成长性和公司的龙头地位，以及高增长拐点出现带来的业绩大幅提升，给予公司 2012 年 35 倍 PE，按照 2012 年 EPS1.16 元，目标价 40.6 元，维持“推荐”评级。

风险提示

1. 其他食品安全事故。
2. 行业整体风险。

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：金凤

Tel: 010-66500878

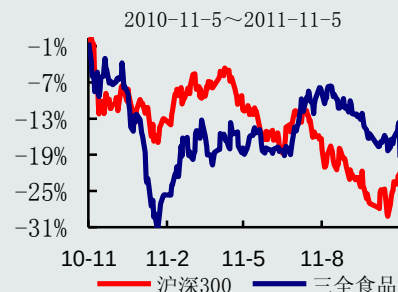
Email: jinfeng@hczq.com

投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	20105
流通 A 股/B 股(万股)	12293/0
资产负债率(%)	35.05
每股净资产(元)	7.77
市盈率(倍)	40.25
市净率(倍)	4.40
12 个月内最高/最低价	43.0/29.31

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

《三季度影响较小，关注四季度增长》

2011-10-26

《打造中国速冻食品行业的“可口可乐”》

2011-08-31

《速冻食品红火发展，进入高增长轨道》

2011-08-09

一、致病菌事件始末及影响点评

事件：广州市工商局公布 2011 年第三季度三类食品质量检验结果，三全灌汤水饺(猪肉玉米蔬菜)”、“三全灌汤水饺(三鲜)”被检出金黄色葡萄球菌。

公司处理方式：该事件是 2 个月前发生，公司随后立即启动产品召回程序，第一时间从市场上召回了该批次产品，并予以销毁。此次事件发生后，公司高度重视，加大抽检频次和力度。截止目前，在全国各地有关职能部门的抽检中，没有发现不合格产品，现在公司运营情况良好。

在媒体方面，公司及时与相关媒体进行沟通，解释清楚实际情况，主流媒体并未对此事进行大肆宣传，对品牌的负面影响及时减轻。

对于股价异常波动，三全食品董秘郑晓东接受了证券时报采访，解释了事件本身并表明公司的态度和运营现状，及时作出了相应的回应。

点评：此次事件公司处理及时，无论是从事故处理，还是媒体协调，已将负面影响降到最低。但是仍然存在不确定因素，一方面会使广州市场乃至全国市场的销量受一定影响，另一方面公司的公关公告费用会有所提高。因此，短期来看，四季度的利润将受一定影响，但是不影响公司的长期投资价值。

二、金黄色葡萄球菌并无实际危害，目前国标存在缺陷

（一）金黄色葡萄球菌在鲜肉中允许存在，现行国标并不合理

鲜肉是速冻饺子的原料，根据《GB 2707-2005 鲜（冻）畜肉卫生标准》，里面并未对金黄色葡萄球菌进行限制，允许其在鲜肉里面存在，因此，如果鲜肉中存在此类病菌将不可避免被携带到下游产品速冻饺子中。现有的《GB 19295-2003 速冻预包装面米食品卫生标准》里面规定金黄色葡萄球菌等致病菌“不得检出”。同一产业链下的双重标准使速冻食品行业备受困扰。由此可见，现有的国家标准自相矛盾，存在缺陷。目前新的国标正在制定中。卫生部已于今年 9 月 6 号发布了“食品安全国家标准-速冻面米制品”的征求意见稿，其中在“生制品的微生物限量”中规定，在每克生制品中检出的金黄色葡萄球菌含量只要在 1000—10000 个之间，都为合格产品。

在美国、欧洲、日本等对食品标准要求较为严格的国家和地区，对同类产品制定的标准中，均没有“不得检出致病菌”的要求，而是规定了一个合理的标准范围。例如，美国对所有水生动物含有金黄色葡萄球菌的标准是“产肠毒素葡萄球菌，或金黄色葡萄球菌 MPN 值 $\geq$ 104/g”。

（二）由于速冻食品特性，病菌并无实质影响

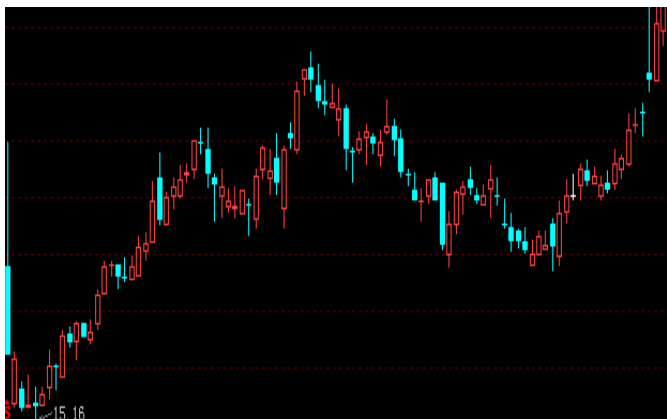
速冻食品是指将各类加工后的新鲜食品或处理后的原料进行深度快速冷冻（要求在-30℃以下、在 30 分钟内将产品的中心温度迅速降到-18℃以下），并在低温（一般-18℃）中储存、运输、销售的食物。金黄色葡萄球菌实际对人体有害的是产生肠毒素，而肠毒素是在 25 度的条件下才能产生，因此，在速冻条件下，金黄色葡萄球菌并不产生危害。

由于速冻饺子的特性，在食用之前，要经过开水煮沸，金黄色葡萄球菌在 75 度的温度下即被杀死，因此，实际对消费者并无危害。

三、从历次食品安全事故表现来看，短期扰动提供了优质企业的买入机会

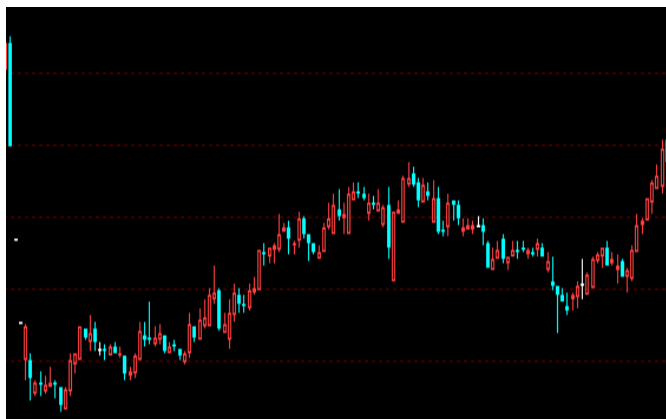
近年来食品安全事故高发，食品饮料板块也成为雷区，但是回过头来分析，突发事件并非完全改变行业格局，更多是造成短期的市场情绪波动，影响短期业绩，并不影响中长期格局。我们可以对比伊利股份（600887）和双汇发展（000895）的在经历突发事故后的股价表现，虽然在短时间内大幅下挫，但是随着时间的推移，逐渐回归其价值。双汇股价下挫后到目前为止涨幅约 36.84%，伊利股价下挫后涨幅约为 46.56%。

图表 1 伊利股份（600887）走势图
（11.06.13~11.11.03）



资料来源：华创证券

图表 2 双汇发展（000895）走势图
（11.03.15~11.11.03）



资料来源：华创证券

从此次事件的本身来看，“致病菌事故”在一定程度上是由于国家标准的缺陷，同一产业链下的双重标准使速冻食品行业备受困扰。并且致病菌本身的危害性也是微不足道的。同以往的食品安全事故中的恶意添加相比，此次事故危害程度相对较轻，影响范围也相对较小。

从企业来看，三全食品作为速冻食品行业的龙头，市场占有率行业第一，公司在前期完成渠道铺设和完善，渠道优势成为公司自身的核心竞争力，随着产能的扩张，将步入规模扩张和渠道控制为主、辅以成本控制的高增长轨道。此事件虽然短期影响三全的业绩，但并不能改变速冻食品的行业格局，不影响三全的中长期投资价值。

我们调整 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元、1.43 元，继续看好行业的良好成长性和公司的龙头地位，以及高增长拐点出现带来的业绩大幅提升，给予公司 2012 年 35 倍 PE，按照 2012 年 EPS1.16 元，目标价 40.6 元，维持“推荐”评级。若股价下跌较多，即是买入的良好机会。

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	1769	1933	2170
现金	616	1145	1295	1507
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	728	896	1060
长期投资	0	0	0	0
固定资产	371	480	576	659
无形资产	72	71	72	73
其他	120	177	248	328
资产总计	1906	2497	2829	3229
流动负债	842	855	994	1185
短期借款	21	52	36	36
应付账款	421	326	349	365
其他	401	477	609	784
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	871	1009	1196
少数股东权益	-14	-16	-18	-20
股本	187	201	201	201
资本公积金	385	854	854	854
留存收益	464	587	783	998
归属母公司股东权益	1036	1642	1839	2053
负债和股东权益	1906	2497	2829	3229

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	209	241	374	452
净利润	123	158	232	286
折旧摊销	37	43	56	70
财务费用	-4	-25	-36	-43
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	50	84	140	167
其它	4	-18	-18	-29
投资活动现金流	-105	-201	-202	-204
资本支出	126	200	200	200
长期投资	0	0	-0	-0
其他	21	-1	-2	-4
筹资活动现金流	-60	489	-22	-36
短期借款	-15	31	-16	0
长期借款	0	-13	-4	-6
普通股增加	0	14	0	0
资本公积增加	0	469	0	0
其他	-45	-12	-2	-31
现金净增加额	44	529	150	212

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	2531	3508	4707
营业成本	1280	1650	2304	3112
营业税金及附加	10	13	19	24
营业费用	461	627	860	1154
管理费用	75	127	151	201
财务费用	-4	-25	-36	-43
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	149	230	288
营业外收入	41	28	29	33
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	139	171	252	315
所得税	16	13	21	29
净利润	123	158	232	286
少数股东损益	-1	-2	-3	-2
归属母公司净利润	123	161	234	288
EBITDA	137	166	250	316
EPS（元）	0.66	0.80	1.16	1.43

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.1%	31.6%	38.6%	34.2%
营业利润	27.2%	42.5%	54.2%	25.5%
归属母公司净利润	32.4%	30.2%	45.7%	22.9%
获利能力				
毛利率	33.4%	34.8%	34.3%	33.9%
净利率	6.4%	6.3%	6.7%	6.1%
ROE	11.9%	9.8%	12.7%	14.0%
ROIC	19.5%	21.7%	33.4%	44.7%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	34.9%	35.7%	37.0%
净负债比率	2.34%	4.44%	1.81%	1.05%
流动比率	1.59	2.07	1.95	1.83
速动比率	1.06	1.64	1.57	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.15	1.32	1.55
应收账款周转率	11	15	20	27
应付账款周转率	3.56	4.42	6.83	8.72
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.80	1.16	1.43
每股经营现金	1.04	1.20	1.86	2.25
每股净资产	5.15	8.17	9.15	10.21
估值比率				
P/E	58.01	47.92	32.88	26.75
P/B	6.91	4.69	4.19	3.75
EV/EBITDA	52	43	28	22

食品饮料组分析师介绍

薛玉虎：

华创证券食品饮料行业（酒类）高级分析师，食品饮料小组组长。曾任国内知名酒业咨询公司北京副总监（高级咨询师），参与古井贡酒、洋河酒业、山西汾酒、五粮液、酒鬼酒等企业的市场规划及运作，专注于行业研究。

金凤：

华创证券食品饮料行业分析师。中央财经大学工商管理硕士，曾在原商业部国贸食品科学研究所从事 5 年的食品安全、食品工艺科研项目工作。

钟祺：

华创证券食品饮料行业助理分析师。西南财经大学金融学硕士。2 年证券从业经验。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

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。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558