

买入 维持

三全食品（002216）

2011 年 11 月 8 日

短期影响或有限，长期发展仍看好

食品饮料行业分析师：赵 勇
SAC 执业证书编号：S0850511010007
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282
助理分析师：齐 莹
SAC 执业证书编号：S0850511080001
qiy@htsec.com
021-23219166

事件：

11 月 4 日媒体报道三全食品被广州工商局检测出含有金黄色葡萄球菌，公司当日下跌 6.76%。

11 月 7 日公司根据交易所相关规定停牌一天。

11 月 8 日公司发布澄清公告，内容如下：“2011 年 8 月份广州市工商局在例行的超市抽检中发现，我公司相关抽检样品中微生物超标。接到广州市工商局的检测报告后，公司立即启动产品召回程序，第一时间从市场上召回该批次产品并及时销毁。

此次事件发生后，公司高度重视，进一步加强全过程质量监控，在原有的检验的基础上，加大对各环节检验的频次和力度。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，市场上销售的产品均为安全批次。

目前公司生产与销售正常，运营情况良好。三全食品将严格遵守现行的国家食品安全标准，不断提高管理水平，提升公司业绩，保护投资人和消费者利益，也诚恳欢迎广大消费者、媒体朋友和社会各界继续监督、关注和支持三全食品的发展。”

点评：

公司澄清此次媒体报道所称的问题产品，实为今年 8 月份抽检批次，公司已经进行过召回和销毁等处理措施。公司对此次事件处理及时，媒体报道当日公司立即进行了紧急处理，包括与广州工商部门和媒体等沟通事态真实情况，避免误导消费者和投资者。广州市工商局已经于 11 月 7 日在网站发布《2011 年第 3 季度流通环节熟食、速冻食品等食品抽样检验情况分析》，其中涉及的三全有关产品生产日期如下：

表 1 广州市工商局公告涉及公司的商品及生产日期

涉及商品名称	生产日期	不合格项目
三全灌汤水饺(猪肉玉米蔬菜)	2011 年 8 月 1 日	致病菌（金黄色葡萄球菌）
三全灌汤水饺(三鲜)	2011 年 7 月 16 日	致病菌（金黄色葡萄球菌）

资料来源：广州红盾信息网（http://www.gzaic.gov.cn/zwqk/gqgs/jciggg/shpiciggg/201111/t20111107_645570.htm），海通证券研究所

该次事件的性质与三聚氰胺、瘦肉精等恶性食品安全事件不同，金黄色葡萄球菌广泛分布于空气当中，从原材料、生产环境、产品的包装密封性、产品在流通环节的储藏，到终端超市的卫生环境等，都有可能传播。在广州工商部门网站公布的结果中，同时指出“在速冻食品行业，金黄色葡萄球菌的存在并不罕见，比如在生肉中，该菌几乎不可避免，但 70 多℃的温度即可将其杀死。所以对于生制的速冻食品，买回后应按照包装上的说明进行保存和蒸煮。”

媒体的争论多在于行业标准，按现行食品安全质量标准，金黄色葡萄球菌在速冻食品中为不得检出物质，但在卫生部 9 月 6 日发布的《食品安全国家标准—速冻面米制品》征求意见稿中，规定了限量范围。之前报道思念食品被检测出金黄色葡萄球菌之后，即有媒体指出新旧速冻食品食品安全标准对微生物规定的不一致，在新的征求意见稿中，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。该征求意见稿或在近期正式生效。

表 2 《食品安全国家标准—速冻面米制品》征求意见稿中熟制品的微生物限量

项 目	采样方案及限量（若非指定，均以 CFU/g 表示）				检验方法
	n	c	m	M	
菌落总数	5	1	10000	100000	GB 4789.2
大肠菌群	5	1	10	100	GB 4789.3 平板计数法
金黄色葡萄球菌	5	1	100	1000	GB 4789.10 平板计数法
沙门氏菌	5	0	0/25g	-	GB 4789.4

资料来源：卫生部，海通证券研究所

短期或影响速冻食品消费，但预计对公司影响程度有限；长期或有助于行业将进一步向龙头企业集中。我们认为该事件短期的影响更多在于行业层面，消费者（尤其一线城市消费者）对速冻食品的消费或受到一定抑制，对于此次被检测出的三全、思念等品牌短期内的销售或受到影响，问题产品的退货和危机公关或使短期业绩受到一定影响。但鉴于此次事件性质并非恶性事件，涉及产品批次较少并已经处理，公司目前的发货量和订单情况并未受到明显影响。只要事态不会进一步扩大，对公司影响程度有限。

速冻食品是朝阳行业，近三年我国速冻食品行业收入增速在 25%左右，未来随着居民消费水平的提高、快节奏生活带来的饮食习惯改变、冷链物流的逐渐完善，行业还有很大增长空间。长期来看，该事件将导致行业监管力度加大、企业的运营成本提升，从而导致更多中小企业退出，龙头企业的集中度进一步提升。随着产能的逐步释放和龙头地位的巩固，公司未来的市场份额有望持续提升。

我们预计公司 2011-2013 年摊薄后每股收益分别为 0.78 元、1.06 元和 1.35 元，公司 11 月 7 日收盘价为 34.22 元，对应 2011-2013 年 EPS 为 43 倍、32 倍和 25 倍，公司估值在食品饮料板块中一直较高，件带来的股价下跌或释放一定估值压力。考虑到公司前期实施的定向增发价格 35.5 元提供了一定安全边际，以及公司的全国龙头企业地位、未来产能持续释放和行业快速增长、集中度进一步提高的背景，公司目前 71 亿的市值有进一步提升空间，维持中长期“买入”的评级。给予公司 2012 年 40 倍估值水平，对应目标价 42 元。

不确定因素。（1）事态进一步扩大；（2）产能释放不及预期；（3）成本上升带来毛利率大幅下降；（4）食品质量风险。

表 3 三全食品合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1383	1445	1923	2500	3251	4226
营业成本	856	929	1280	1625	2113	2747
营业税金及附加	6	9	10	13	16	21
销售费用	370	361	461	610	779	1014
管理费用	79	63	75	98	124	161
财务费用	7	-1	-4	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	2	-2	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	0	0
营业利润	62	82	105	155	219	283
营业外净收支	21	12	35	20	20	20
利润总额	82	94	139	175	239	303
所得税费用	4	5	16	19	26	33
少数股东损益	-2	0	-1	-1	-1	-1
归属于母公司净利润	80	89	123	156	214	271
摊薄每股收益(元)	0.40	0.44	0.61	0.78	1.06	1.35

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业高级分析师

齐 莹：食品饮料行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。