

三全食品(002216)

研究员: 张芸 执业证书编号: S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4097

行业龙头专注主业 产能扩张助推业绩增长

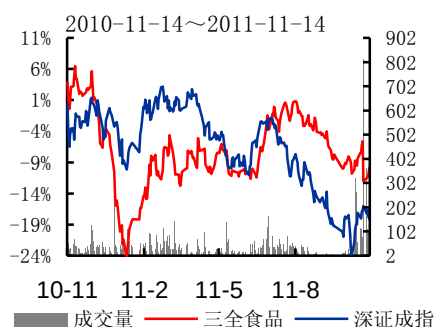
投资评级: 推荐(首次评级)

食品加工 II

当前价格(元): 35.09

目标价格(元): 42

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 三全食品股份有限公司成立于 1993 年, 是我国速冻米面食品龙头企业, 目前市场占有率达 27%, 位居行业首位。公司主要品牌包括“三全”、“状元”等。

◆ 对比日本已经较为成熟的速冻食品市场, 我国的速冻食品行业仍处于快速增长期。07 年国家出台政策不允许散装水饺、汤圆在超市销售后, 已有的品牌企业在市场中的占有率越来越高, 行业集中度不断提升。

◆ 速冻水饺和速冻汤圆为公司营业收入的主要来源, 2007-2010 年间均占据公司营业收入的约 70%, 占比十分稳定。随成本的上升, 公司有能力不断提高终端价格以保证公司产品毛利率的稳定。

◆ 公司坚持专注速冻食品行业, 市场份额逐年提升。公司引进了可口可乐的销售团队, 加强渠道建设。因下游需求旺盛, 定向增发完成后将有助于公司解决产能瓶颈, 业绩有望快速增长。病菌事件发生后, 公司及时进行沟通解决, 目前该事件的负面影响基本消除, 不改变公司中长期的上升趋势。

◆ 预计公司 2011 年-2013 年全面摊薄 eps 分别为 0.81 元、1.14 元和 1.56 元, 考虑到速冻食品行业正处于高速增长时期, 公司为速冻米面食品行业龙头且公司自上市以来估值一直处于较高水平, 综合可比公司的相对估值和绝对估值的结果, 我们认为公司合理价位为 42 元, 对应公司 2012 年 PE 为 37 倍, 给予公司“推荐”评级。

◆ 风险提示: 食品安全风险, 产能未能及时被市场消化

公司基本资料

总股本(万)	20105.44
流通 A 股(万)	18635.50
52 周内股价区间(元)	29.31-41.79
总市值(亿)	70.55
总资产(亿)	24.00
每股净资产(元)	7.77

主要经营指标预测

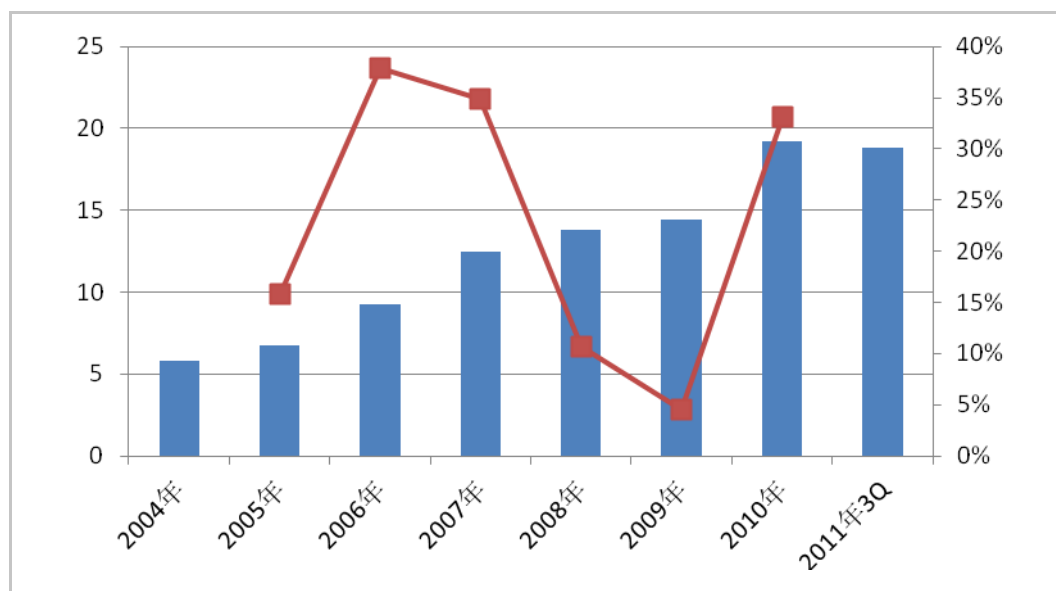
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	19.23	26.57	36.26	49.52
+/-%	33.15	38.12	36.51	36.55
净利润(百万)	123.45	163.07	228.68	313.07
+/-%	38.83	32.09	40.24	36.90
EPS 摊薄(元)	0.66	0.81	1.14	1.56
P/E	53.17	43	31	22

公司概况

三全食品股份有限公司是一家以生产和销售速冻米面食品以及方便快餐为主的企业。公司主要品牌包括“三全”、“状元”等。2011 年前三季度实现营业收入 18.81 亿元，实现净利润 8993.93 万元。

公司是国内第一颗速冻汤圆和第一只速冻粽子的生产者，也是速冻米面食品行业的龙头，公司目前市场占有率达 27%，位居行业首位。公司在郑州、广州、成都等地设立生产基地，拥有几十条现代化速冻及常温生产线，万吨低温冷库，旗下拥有汤圆、水饺、面点、粽子、馄饨、火锅料等近 400 个品种。公司是行业首家同时获得“中国驰名商标”、“中国名牌产品”称号的企业，同时公司还是速冻食品行业生产标准的制定者及速冻食品行业物流标准的主要参考者。

图表 1：公司主营收入（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

创始人为公司控股股东

公司前身为郑州市三全食品厂，成立于 1993 年，之后于 2001 年整体变更为郑州三全食品股份有限公司。2008 年 2 月 20 日，公司在深圳证券交易所上市，上市时发行股票 2350 万股，占公司总股本的 25%。在经历送转和定增之后，公司目前总股本为 2.01 亿股。公司是典型的家族式企业，主要控股股东都为陈氏家族成员。

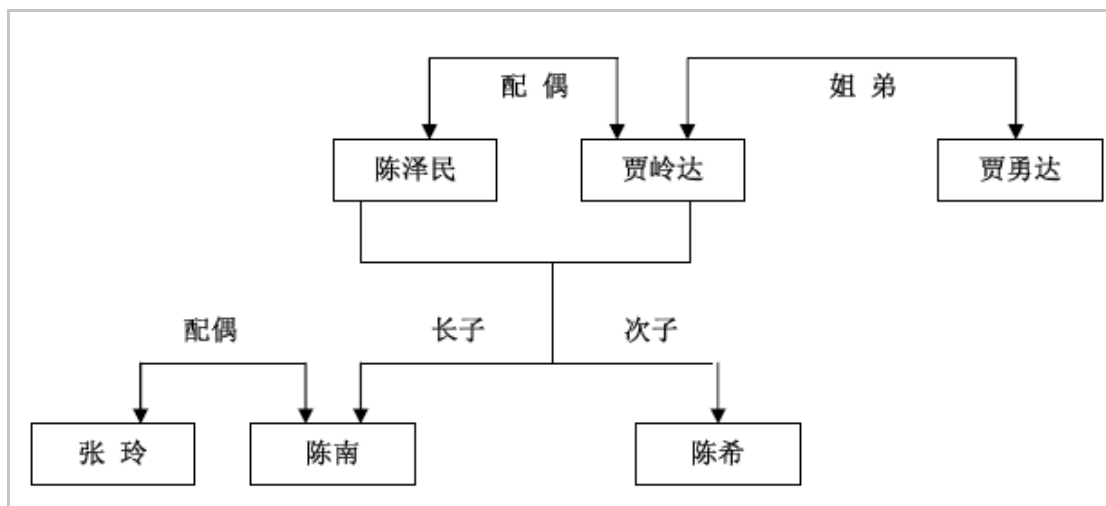
图表 2：公司股权情况

股东	持股数量（万股）	持股比例（%）
陈泽民	2752	13.69
陈南	1978	9.84
陈希	1978	9.84
苏比尔诗玛特	1800	8.95

东逸亚洲	1800	8.95
贾岭达	1800	8.95

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 3：公司主要股东之间的关系



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

速冻食品行业分析

速冻食品又称急冻食品,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°C 以下、在 30 分钟内将产品的中心温度迅速降到 -18°C 以下),并在低温(一般 -18°C)中储存、运输、销售的食品。速冻食品最大的优点就是以低温保存食品原有品质,不借助任何防腐剂和添加剂,最大限度的保持食品本身的色泽风味及营养成分,除去安全卫生,还具有使用快捷方便的特点,能适应快节奏的城市化生活。

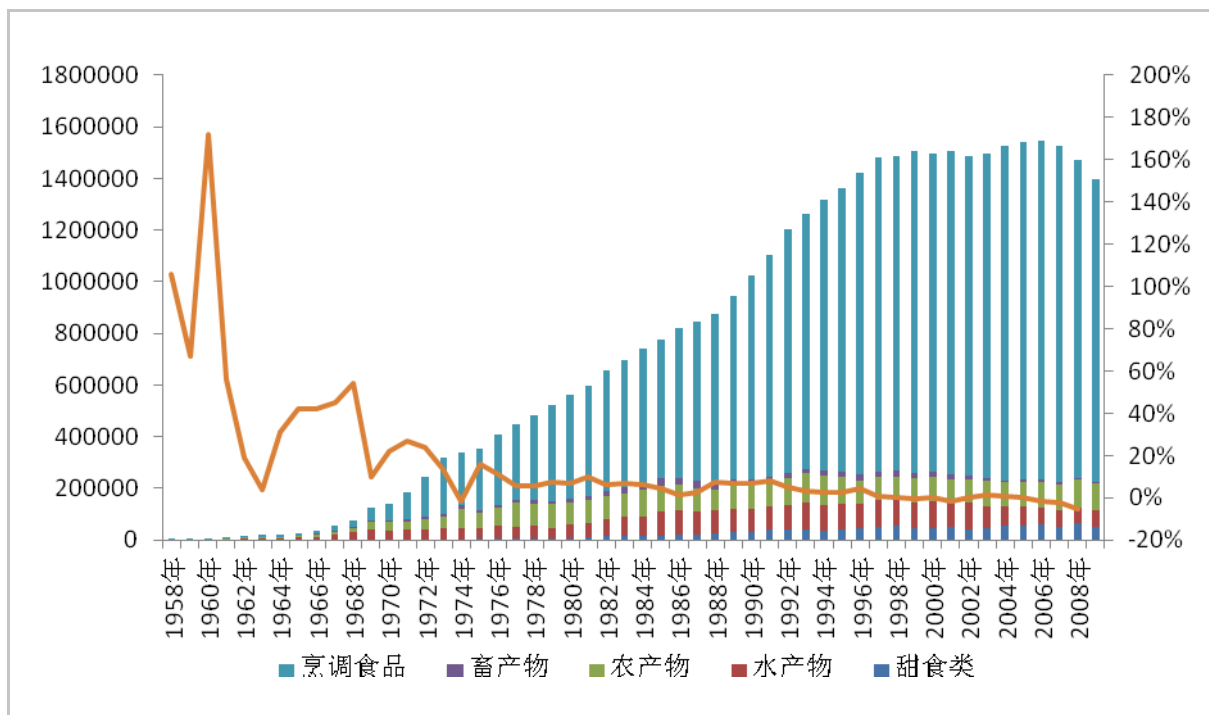
日本速冻食品市场发展历程

日本速冻食品行业发展较早,目前已经较为成熟。同为亚洲国家,日本饮食习惯与我国接近,我们可以借鉴日本速冻食品行业的发展历程对我国速冻食品行业未来进行预期。

世界上第一台快速冷冻机与 1920 年在美国试制成功,速冻加工品随即问世,到了 50 年代,速冻食品越来越受到欢迎。日本速冻食品行业同样始于约 50 年代,在 1960-1973 年间为快速成长期,年复合增长率约为 38.6%,在 1973-1997 年间为稳定增长期,年复合增长率为 6.7%,2000 年以后进入成熟期,速冻食品产量基本保持不变。

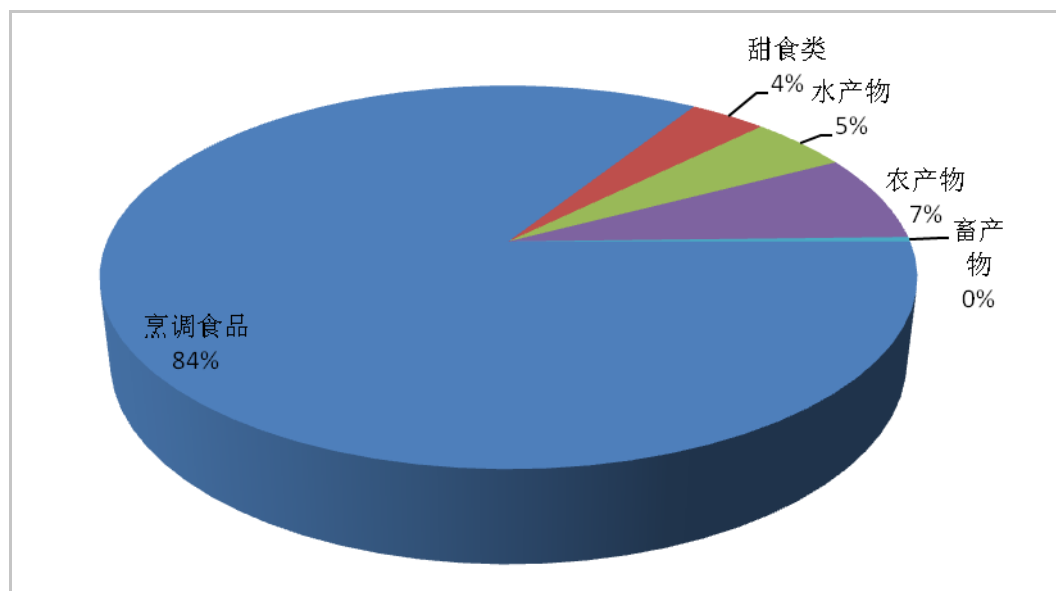
日本按速冻食品的原料分主要有五大类,分别为烹调食品、畜产物、农产物、水产物和甜食类。其中烹调食品占有大部分的比例,2009 年烹调食品产量占速冻食品产量的 84%。烹调食品在 1960-1973 年间年复合增长率约为 40%,在 1973-1997 年间年复合增长率为 7.4%,增速均高于速冻食品增速。

图表 4: 日本速冻食品产量及增速 (单位: 千吨、%)



资料来源: 日本冷冻食品协会、华泰证券研究所

图表 5: 2009 年日本速冻食品各分类产量占比 (单位: %)



资料来源: 日本冷冻食品协会、华泰证券研究所

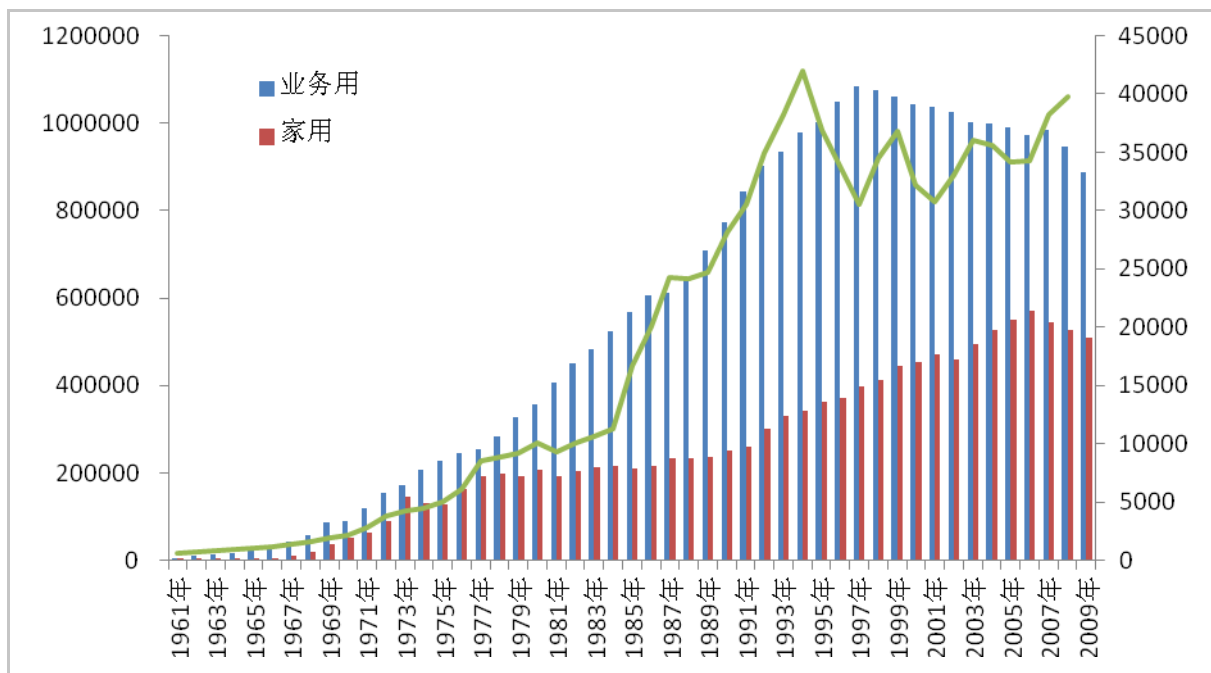
若按产品消费用途分, 速冻食品可分为业务用速冻食品和家用速冻食品, 2009 年日本业务用速冻食品产量占据速冻食品产量的 63.5%。业务用速冻食品与家用速冻食品的发展周期不是完全相同。

业务用速冻食品在 1961-1973 年间年复合增长率为 33%, 处于快速增长期, 1973-1997 年间年复合增长率为 8%, 进入稳定增长期, 自 1997 年之后业务用速冻食品产量开始缓慢下滑。

而家用速冻食品产量 1961-1977 年间年复合增长率为 25%，增长较为迅速，在此期间，日本人均 GDP 由 471 美元快速增长到 6139 美元，国民收入的快速增长拉动了速冻消费品的高速增长；此后家用速冻食品在 1977-2006 年间复合增长率为 3.8%，稳定增长期较长；2006 年之后家庭用速冻食品产量开始缓慢下滑。

业务用速冻食品增速较高，发展阶段较短；家用速冻食品增速较低，但发展阶段较长。

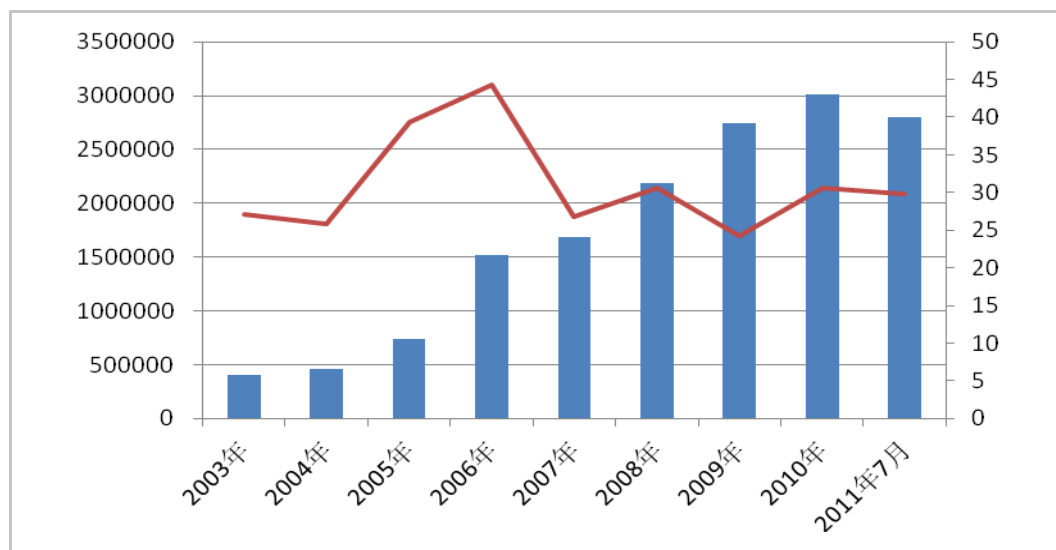
图表 6：日本业务用和家用速冻食品产量及日本人均 GDP（单位：千吨、美元）



资料来源：日本冷冻食品协会、wind、华泰证券研究所

国内速冻食品行业仍处于快速增长期

图表 7：中国速冻食品行业年收入（单位：万元、%）

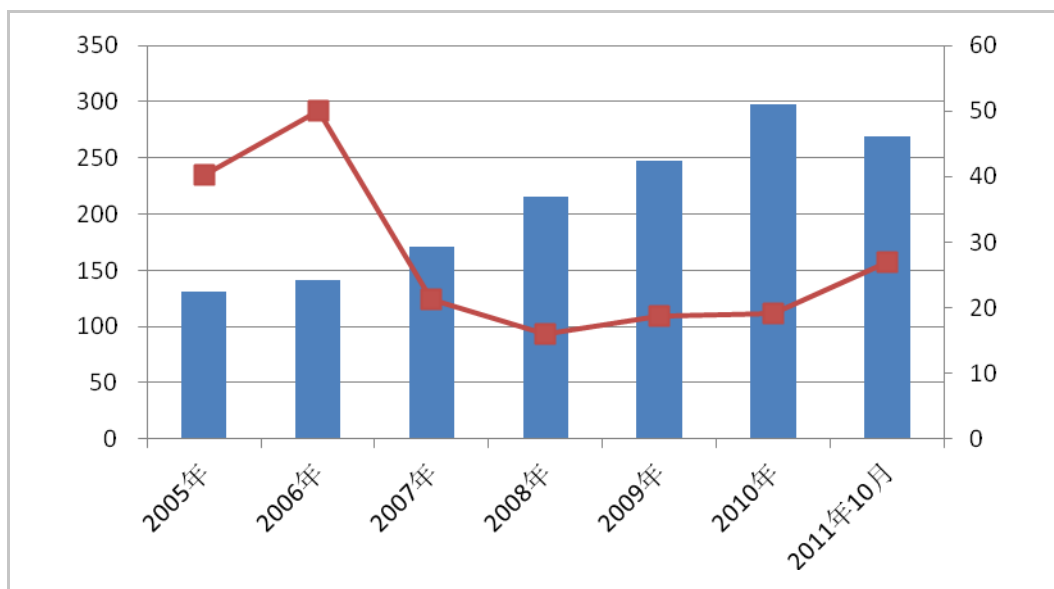


资料来源：wind、华泰证券研究所

我国速冻食品行业起步于上个世纪 80 年代，90 年代开始才初具规模。2003 年-2010 年我国速冻食品行业收入年复合增长率为 33%，2011 年 7 月我国速冻食品行业累计收入同比增长 29.81%。

国内速冻食品共包括五个大类，即速冻米面食品、速冻果蔬制品、速冻水产品、速冻肉蛋禽类制品和速冻调制食品。其中速冻米面食品产量占据中国速冻食品的较大份额。2004 年-2010 年速冻米面食品产量的复合增长率为 21%，2011 年 10 月份速冻米面食品累计产量同比增长 26.95%。

图表 8：中国速冻米面食品产量（单位：万吨）



资料来源：wind、华泰证券研究所

我国人均 GDP 为由 2003 年的 1087 美元，到了 2010 年的 4361 美元，增长十分迅速。观察日本速冻食品市场的发展轨迹，我国目前速冻食品市场相当于日本 70 年代初时候的市场情况，说明我国速冻食品市场仍然处于快速增长期。同时电冰箱的普及以及冷链网络的逐步完善也在推动我国速冻食品市场的下游需求不断提高。

目前我国人均速冻米面食品消费量仅为 9 公斤/年，远低于美国人均 60 公斤/年和日本人均 20 公斤/年的水平。究其原因，一方面我国速冻食品市场正处于快速增长期，上升空间巨大；另一方面，我国业务用速冻食品产量增长十分缓慢，占目前速冻食品市场比重不到 10%，而日本业务用速冻食品产量占速冻食品产量的约 60%，差距十分巨大，仍有很高的提升余地。

我国业务用速冻食品发展缓慢，可能是因为我国城市化进程不够高，相对快餐行业发展较慢以及城市快餐厅厨房占地成本相对较低，使得快餐行业对于速冻半成品以及成品的需求量不高。随着未来我国城市化进程加快，人们生活节奏的提高，以及城市占地成本的提高，业务用速冻食品市场或许将进入高速增长，在速冻食品中所占比例越来越高。

速冻米面食品市场行业集中度不断提升

我国速冻米面食品市场在2002年以前发展十分有限，处于萌芽时期，全国生产速冻米面食品的企业还很少。自2002年随着大型超市的普及，速冻米面食品需求量剧增，也有越来越多的生产企业进入这个市场。从十几家迅速发展到2003年的一百多家，之后生产速冻米面食品的企业不断增加。2007年，国家出台《速冻米面食卫生标准》，规定自2007年6月起不再允许散装水饺、汤圆等在超市的销售。这一政策使得众多小规模的生产企业逐渐退出了速冻米面食品的市场，已有的品牌企业在市场中的占有率越来越高，行业集中度不断提升。

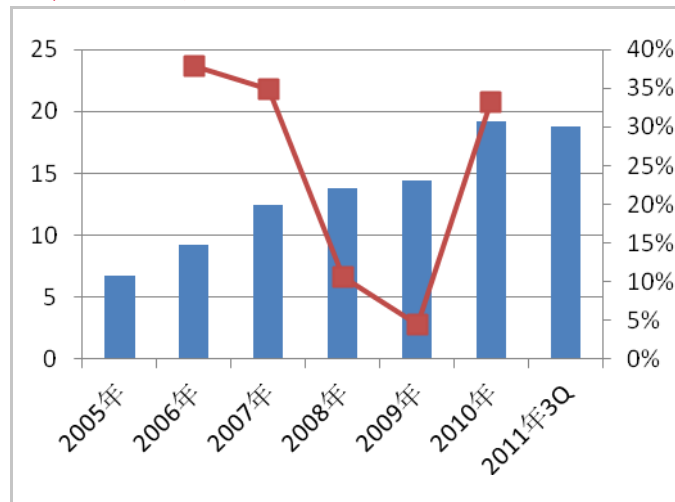
2006年三全、思念、湾仔码头以及龙凤占据了速冻米面食品市场约52%的市场份额，目前，其市场占有率已经超过60%。2010年，全国速冻食品行业企业数目达到了349家，而今年截止到目前，速冻食品行业企业数目为249家，企业数目有了一个较大幅度的减少，也显示了行业内龙头企业不断抢占市场份额，中小企业被逐渐挤出市场。

同时，龙头企业开始将战略重点转向了高端产品转移，细分的高端产品市场发展迅速。2006年之前，仅有湾仔码头一家专做高端市场，之后思念与三全也相继将重点转向了高端产品市场。速冻米面食品市场中，企业越来越追求品牌效应。

公司经营分析

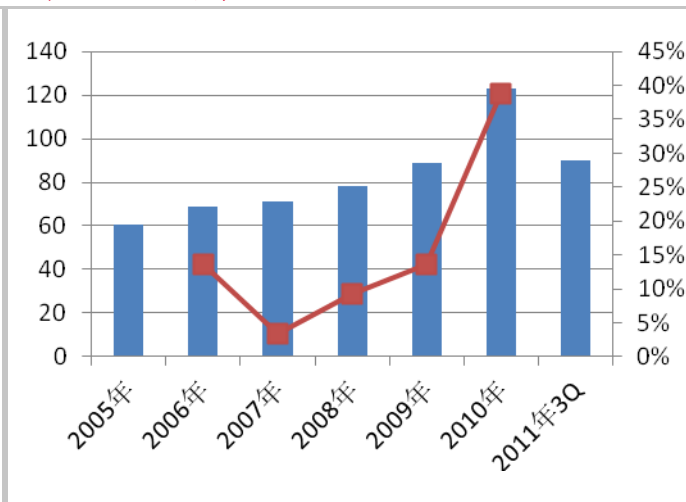
三全食品主营速冻米面食品，公司现有产品主要分为四大类别，包括速冻水饺、速冻汤圆、速冻粽子以及速冻面点等。2005年到2010年公司营业收入由5.8亿元增长到19.23亿元，年复合增长率为27%，2011年前三季度公司营业收入为18.81亿元。2005年到2010年公司净利润由0.61亿元增长到1.23亿元，复合增长率为15%，2011年上半年公司净利润为0.9亿元。公司经营规模不断扩大，自2010年公司上市募投项目产能达产之后，营业收入和净利润都急剧增长。

图表9：公司营业收入（亿元、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

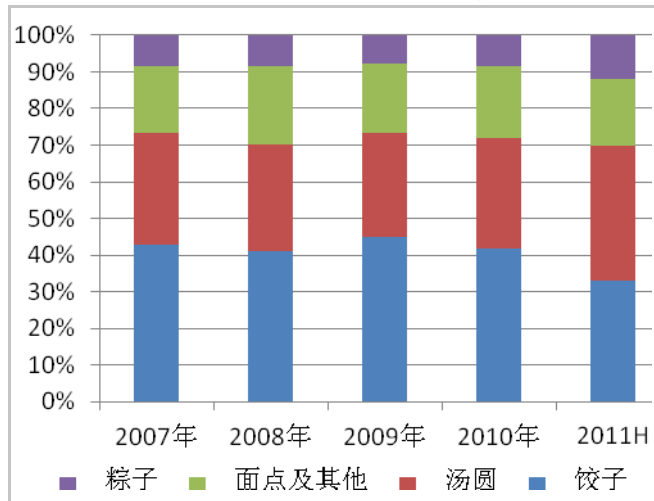
图表10：公司净利润（百万元、%）



资料来源：wind、华泰证券研究所

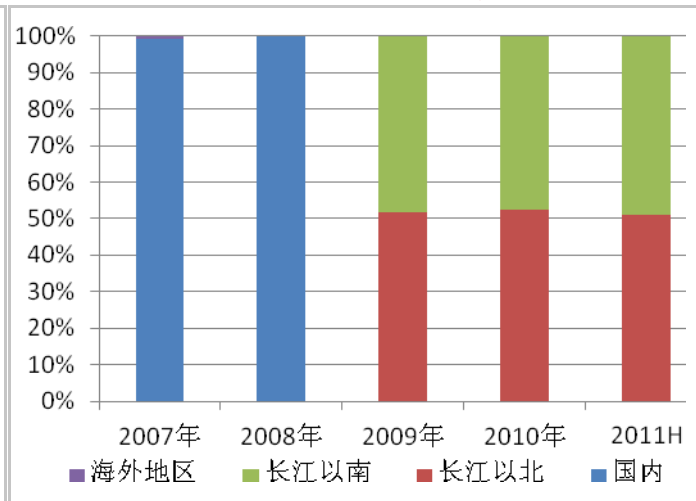
速冻水饺和速冻汤圆为公司营业收入的主要来源，2007-2010 年间均占据公司营业收入的约 70%，占比十分稳定。2008 年之前，公司曾有一部分产品用于出口，后因人民币升值，产能十分紧张等因素，取消产品出口，专做国内市场。目前各地市场占比情况也十分稳定。

图表 11: 公司分产品收入占比 (单位: %)



资料来源: wind、华泰证券研究所

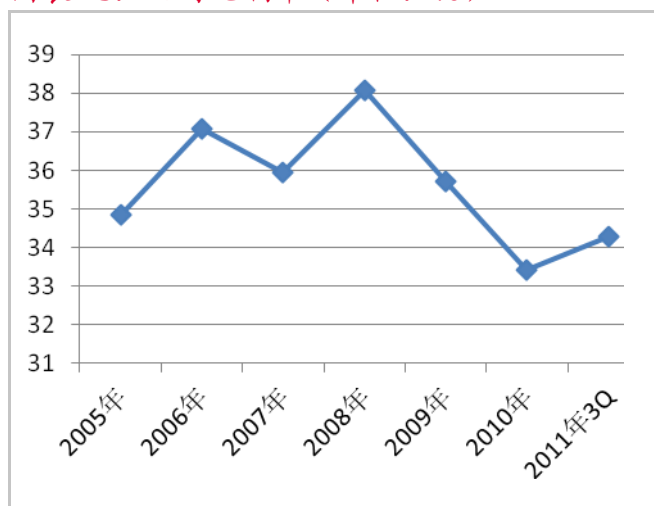
图表 12: 公司分地区收入占比 (单位: %)



资料来源: wind、华泰证券研究所

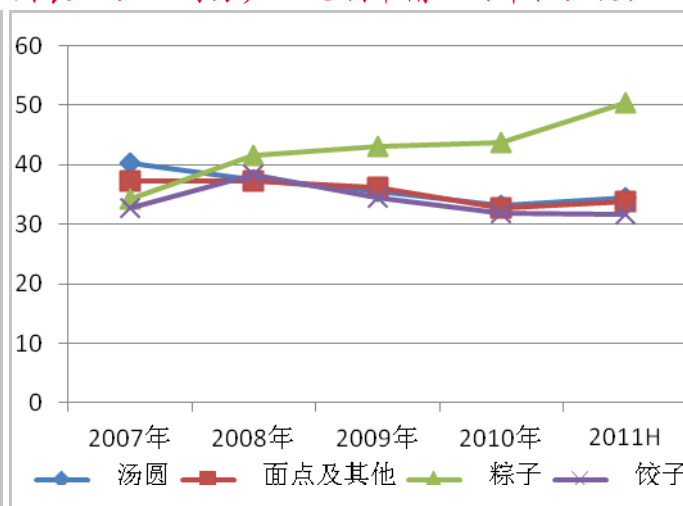
从 2005 年到 2011 年前三季度，公司毛利率基本维持在 35% 左右的水平，变动幅度较小。公司产品采用毛利率定价法，认为 35% 的毛利率较为合理。为消化成本上涨带来的压力，公司会轮流对产品进行提价，通过买赠等方式让消费者逐渐接受。分产品情况来看，公司各项产品中，除去粽子以外，其他产品毛利率近年均略有下降，目前约为 33% 左右。粽子产品因大米价格较面粉价格上涨幅度较小，且公司推出了高端产品“龙舟粽”，毛利率正逐渐上升，2011 年上半年达到了 50.35%。

图表 13: 公司毛利率 (单位: %)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 14: 公司分产品毛利率情况 (单位: %)

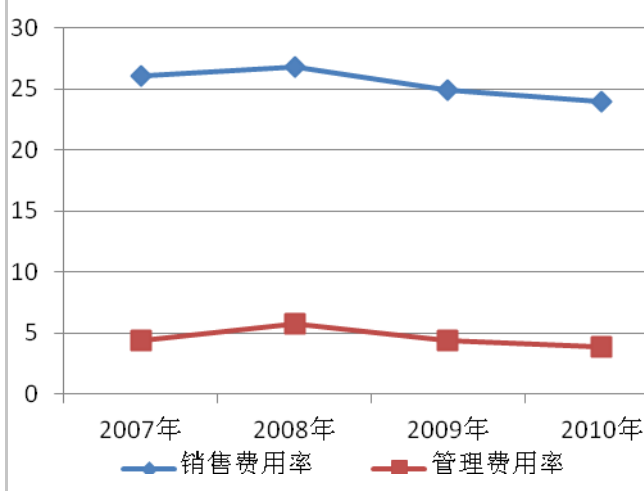


资料来源: wind、华泰证券研究所

随着公司营业收入不断增加，公司的规模效应也开始有所体现，公司销售费用率和管理费用率都出现了下降趋势，公司盈利能力不断提升。同时，公司的存货周转率和应收账款周转率逐渐提高，公司运营能

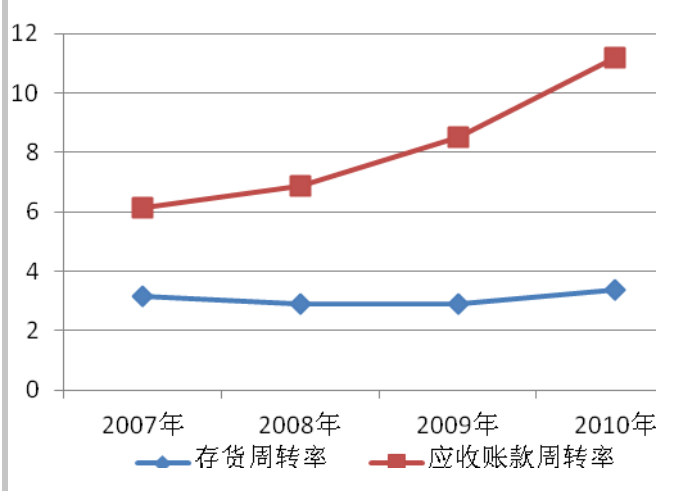
力增强。

图表 15: 销售费用率及管理费用率 (%)



资料来源: wind、华泰证券研究所

图表 16: 存货周转率及应收账款周转率 (天)



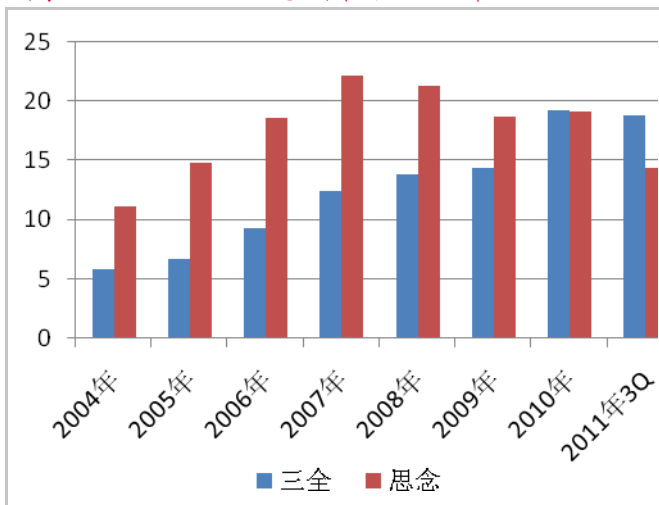
资料来源: wind、华泰证券研究所

公司优势及挑战

专注主业，市场占有率第一

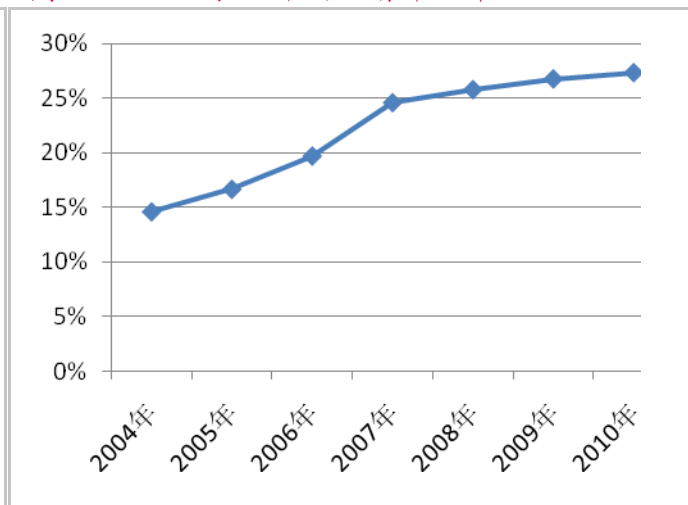
公司自成立以来，一直专注做速冻米面食品。2006 年曾涉足相近的快餐行业，经过几年试验，效果并不是很理想，公司决定退出快餐行业，坚持只做速冻食品。目前，公司既不发展副业，也不进行多元化的投资，公司控制人陈泽民先生及其家族成员基本都没有别的投资项目。相比较，三全的竞争对手思念在上市几年之后，涉足房地产和白酒等投资项目。

图表 17: 三全及思念销售收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 18: 三全食品市场占有率 (单位: %)



资料来源: 华泰证券研究所

2006 年，思念在新加坡上市，上市募集资金被用于进行产能的扩建。思念在 2006 年产能为 30 万吨，

2007 年郑州、成都基地建成，产能达到了 44 万吨。而当时三全的产能仅有约 14.6 万吨，三全产能远远落后于思念。随后三全 2008 年在 A 股上市，募集资金同样用于扩大产能，到 2009 年时，年产能达到约 23 万吨。

2010 年以前，三全年收入一直低于思念，但三全食品坚持专注主业，不断扩大公司产能，而思念在致力主业的同时，涉足房地产等别的产业。在 2010 年，三全年收入基本与思念持平，到了 2011 年前三季度，三全的销售收入达到了 18.8 亿元，远远高出思念 14.4 亿元的销售收入。三全的市场份额也在逐年提升，2010 年达到了 27.35%，稳稳占据了速冻米面食品行业的第一的位置。

引进可口可乐销售团队，加强渠道建设

公司目前设有二十多家分公司及子公司以及近千家经销商，零售终端遍布全国各个省、市、县，能够保证公司生产的产品在 7 天之内就可以迅速推广到全国各地的终端市场。分公司及子公司主要进行产品的直接销售，在二三线城市主要以经销商为主，两者收入占比大概四、六分。目前一线城市的市场竞争格局已基本形成，未来公司将在二三线城市加大开发力度，经销商销售收入占比将有所增加。在快速消费品行业，渠道始终是公司真正的核心竞争力，三全食品十分重视渠道的开拓和维护。同为快速消费品行业的可口可乐公司在渠道方面经营十分成功，2010 年，公司直接聘请了可口可乐的销售团队，来经营公司的渠道销售。通过借鉴可口可乐的经验，公司在团队执行力，管理模式方面都有较大改进，同时终端产品促销等方面也越发成熟。

定增解决产能瓶颈，业绩有望快速增长

因近几年速冻食品行业处于快速增长期，下游需求十分旺盛。公司目前产能完全不能满足下游需求，2010 年四季度旺季时期，公司生产的产品仅能满足 40% 的订单需求，2011 年到目前为止，公司也仅能满足月 78% 的订单需求，产能扩大愿望十分迫切。2011 年 7 月，公司非公开发行获批，本次非公开发行主要用于三全食品郑州综合基地二期的工程项目建设，计划建设产能 15 万吨，其中速冻水饺 8.56 万吨、速冻汤圆 6.44 万吨。预计 2012 年上半年应该可以建成投产。同时，公司在太仓、广州、成都和天津的生产基地也都在建设当中，除广州因土地还未审批，不能确定未来建成投产的时间，其他基地到 2012 年基本都能够建成。可以预见公司在未来两年会有一段产能爆发期。

图表 19：公司产能情况

生产基地	基地产能（万吨）	达产情况
郑州原有基地	9.9	已达产
外协厂	2	已达产
郑州综合基地	11.76	已达产
郑州综合基地二期	15	预计 2012 年上半年可建成
华东基地（太仓）	7	预计 2012 年底可建成
华南基地（广州）	5.17	目前土地还未审批
西南基地（成都）	5	目前进入试产阶段
华北基地（天津）	9	预计 2012 年底达产

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

病菌事件短期或有影响，不改中长期上升趋势

近期媒体报道，广州市工商局公布的 2011 年第三季度三类食品质量检验结果中，三全灌汤水饺（猪肉玉米蔬菜）、三全灌汤水饺（三鲜）被检出含有金黄色葡萄球菌。公司 8 月份在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问题批次产品并销毁。截止到目前，在全国各地有关职能部门的抽检中，没有发现不合格产品。

金黄色葡萄球菌在自然界中无处不在，是人类化脓感染中最常见的病原菌，可引起局部化脓感染，也可引起全身感染。其杀灭也较为容易，加热 80 度以上持续 30 分钟就可以杀灭，并不会有任何不良后果。食品安全国家标准里，是允许生猪肉含有一定数量的金黄色葡萄球菌的，而速冻饺子等速冻食品都是用生肉直接加工而成，很难避免也会含有金黄色葡萄球菌。因此，目前的食品安全国家标准对于速冻食品的规定并不十分合理。新的国家标准正在制定中，新标准里面允许速冻米面食品中含有一定数量的金黄色葡萄球菌。

事件发生之后，公司及时的与媒体进行沟通，详细解释情况，目前该事件对公司的负面影响已经基本消除。同时，虽然对产品进行召回等措施，短期内公司或许需要增加管理费用和销售费用来维持品牌影响力，但仍改变不了公司中长期的上升趋势。

盈利预测与估值

盈利预测

公司近几年产能扩张迅速，缓解了公司订单紧张的压力，同时速冻食品行业处于高速增长期，下游需求不断扩大。今年原料成本涨幅过快，公司 2011 年毛利率略有下降。因此我们对公司进行盈利预测的主要假设有：

速冻饺子产品 2011 年、2012 年、2013 年收入增长率分别为 30%、35%、35%，毛利率分别为 32%、32%、33%。

速冻汤圆产品 2011 年、2012 年、2013 年收入增长率分别为 40%、35%、35%，毛利率分别为 33%、33%、34%。

粽子产品 2011 年、2012 年、2013 年收入增长率分别为 60%、40%、40%，毛利率维持在 46%。

面点及其他产品 2011 年、2012 年、2013 年收入增长率分别为 45%、40%、40%，毛利率分别为 32%、33%、33%。

基于以上分析假设，预计公司 2011 年-2013 年营业收入分别为 26.57 亿元、36.26 亿元和 49.52 亿元，净利润分别为 1.63 亿元、2.29 亿元和 3.14 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.81 元、1.14 元和 1.56 元。

图表 20：公司业务预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
饺子	收入（百万）	646	803	1045	1410	1904

	同比 (%)	14.15%	24.36%	30.00%	35.00%	35.00%
	毛利率 (%)	34.55%	33.14%	32.00%	32.00%	33.00%
汤圆	收入 (百万)	413	579	811	1094	1477
	同比 (%)	2.57%	40.21%	40.00%	35.00%	35.00%
	毛利率 (%)	35.51%	33.14%	33.00%	33.00%	34.00%
粽子	收入 (百万)	113	163	260	364	510
	同比 (%)	-2.63%	44.47%	60.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	42.98%	43.76%	46.00%	46.00%	46.00%
面点及其他	收入 (百万)	270	373	541	758	1061
	同比 (%)	-9.58%	38.25%	45.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	36.22%	32.79%	32.00%	33.00%	33.00%
总计	收入 (百万)	1442	1918	2657	3626	4952
	同比 (%)	4.25%	33.07%	38.48%	36.51%	36.55%
	毛利率 (%)	35.80%	33.97%	33.68%	33.92%	34.64%

资料来源：华泰证券研究所

图表 21：公司盈利预测

项目(单位: 百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业利润					
营业收入	1,444.54	1,923.39	2,656.51	3,626.35	4,951.67
减：营业成本	928.61	1,280.26	1,761.89	2,396.41	3,236.55
销售毛利率(%)	35.72%	33.44%	33.68%	33.92%	34.64%
减：营业税金及附加	8.51	9.55	14.01	18.74	25.77
减：营业费用	360.58	460.73	640.22	870.32	1,188.40
减：管理费用	63.38	74.77	95.63	126.92	163.41
减：财务费用	-0.90	-4.49	-23.59	-24.96	-32.20
减：资产减值损失	2.15	-1.97	0.69	0.93	0.45
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	82.21	104.54	167.65	237.98	369.30
二、利润总额					
加：营业外收入	17.29	41.10	24.00	28.58	29.14
减：营业外支出	5.78	6.54	5.93	6.11	6.12
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.72	139.10	185.73	260.45	392.32
三、净利润					
减：所得税	5.16	16.16	22.29	31.25	78.46
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	88.55	122.93	163.44	229.20	313.85
四、归属于母公司所有者净利润					
减：少数股东损益	-4.70	-0.52	0.37	0.52	0.78

加：其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	93.26	123.45	163.07	228.68	313.07
五、股利分配					
总股本	187.00	187.00	201.05	201.05	201.05
EPS(摊薄)	0.499	0.660	0.811	1.137	1.557

资料来源：华泰证券研究所

相对估值

公司主要经营速冻食品，我们选取 A 股可比上市公司进行估值比较：

图表 22：A 股市场主要可比公司估值一览表

代码	简称	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
行业均值		25.29	0.72	0.67	0.90	1.19	57.2	38.51	26.99	20.1
000716	南方食品	0.91	0.91	0.20	0.34	0.50	14.86	47.38	28.15	19.33
002481	双塔食品	25.29	1.10	0.70	0.98	1.32	55.54	36.2	25.86	19.11
002507	涪陵榨菜	9.57	0.47	0.48	0.63	0.84	75.46	36.4	27.74	20.86
002557	洽洽食品	25.29	1.01	0.78	1.05	1.42	--	34.14	25.27	18.6
002568	百润股份	17.58	0.72	0.64	0.83	1.06	--	43.47	33.8	26.51
002582	好想你	26.5	1.71	1.71	2.45	3.34	--	32.37	22.65	16.56
600073	上海梅林	28	0.01	0.19	0.38	0.47	1545.32	51.39	26.24	21.06

资料来源：华泰证券研究所

所选取的上市公司的平均市盈率为 38.51 倍，考虑到速冻食品行业正处于高速增长时期，公司为速冻食品行业龙头，以及公司过去三年平均市盈率达到 45 倍，一直处于较高水平，给予公司 2012 年 35-37 倍市盈率，对应股价为 39.9-42.18 元。

绝对估值

通过 DCF 对三全食品进行绝对估值，主要假设如下：

图表 23：DCF 主要估值假设

β 值	0.786
无风险利率	3%
市场的预期收益率	8%
股权资本成本	6.93%
债务成本	5.68%
WACC	6.92%

资料来源：华泰证券研究所

图表 24：DCF 估值的敏感性分析

WACC(%)	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
---------	-------	-------	-------	-------	-------

1.92%	156.03	204.41	305.10	642.80	-3512.73
2.92%	100.39	117.52	143.56	187.87	280.09
3.92%	73.24	81.53	92.65	108.36	132.22
4.92%	57.23	61.92	67.80	75.40	85.61
5.92%	46.70	49.62	53.13	57.44	62.84
6.92%	39.28	41.21	43.48	46.16	49.39
7.92%	33.78	35.13	36.67	38.45	40.54
8.92%	29.56	30.53	31.62	32.86	34.28
9.92%	26.23	26.94	27.74	28.64	29.64
10.92%	23.53	24.08	24.68	25.34	26.07
11.92%	21.32	21.74	22.19	22.70	23.25
12.92%	19.47	19.80	20.15	20.54	20.96

资料来源：华泰证券研究所

根据以上假设，我们得到公司的绝对估值为 43.48 元，根据我们对公司业绩的预测，公司 2012 年的 PE 为 38 倍。

投资建议

预计公司 2011 年-2013 年全面摊薄 eps 分别为 0.81 元、1.14 元和 1.56 元，考虑到速冻食品行业正处于高速增长时期，公司为速冻食品行业龙头且公司自上市以来估值一直处于较高水平，综合可比公司的相对估值和绝对估值的结果，我们认为公司合理价位为 42 元，对应公司 2012 年 PE 为 37 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示

突发性的食品安全事故风险

公司项目未能及时达产

公司产能释放未能被市场消化

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1342	1864	2349	2954
现金	616	850	980	1100
应收账款	175	265	351	485
其他应收款	7	18	23	30
预付账款	86	100	142	193
存货	448	605	828	1116
其他流动资产	11	26	25	29
非流动资产	564	625	773	853
长期投资	0	0	0	0
固定资产	371	430	574	652
无形资产	72	77	79	82
其他非流动资产	120	118	119	119
资产总计	1906	2489	3122	3807
流动负债	842	1256	1712	2138
短期借款	21	132	186	97
应付账款	421	567	777	1049
其他流动负债	401	557	749	992
非流动负债	41	85	85	105
长期借款	0	20	0	0
其他非流动负债	41	65	85	105
负债合计	884	1341	1797	2243
少数股东权益	-14	-13	-13	-12
股本	187	187	187	187
资本公积	385	385	385	385
留存收益	464	589	765	1003
归属母公司股东权益	1036	1162	1337	1575
负债和股东权益	1906	2489	3122	3807

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	209	223	329	407
净利润	123	163	229	314
折旧摊销	37	43	58	75
财务费用	-4	-24	-25	-32
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	50	11	46	28
其他经营现金流	4	29	21	23

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1923	2657	3626	4952
营业成本	1280	1762	2396	3237
营业税金及附加	10	14	19	26
营业费用	461	640	870	1188
管理费用	75	96	127	163
财务费用	-4	-24	-25	-32
资产减值损失	-2	1	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	105	168	238	369
营业外收入	41	24	29	29
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	139	186	260	392
所得税	16	22	31	78
净利润	123	163	229	314
少数股东损益	-1	0	1	1
归属母公司净利润	123	163	229	313
EBITDA	137	187	271	412
EPS (元)	0.66	0.81	1.14	1.56

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.1%	38.1%	36.5%	36.5%
营业利润	27.2%	60.3%	42.0%	55.2%
归属于母公司净利润	32.4%	32.1%	40.2%	36.9%
获利能力				
毛利率(%)	33.4%	33.7%	33.9%	34.6%
净利率(%)	6.4%	6.1%	6.3%	6.3%
ROE(%)	11.9%	14.0%	17.1%	19.9%
ROIC(%)	19.5%	25.2%	31.2%	41.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.4%	53.9%	57.6%	58.9%
净负债比率(%)	2.34%	11.35%	10.34%	4.31%
流动比率	1.59	1.48	1.37	1.38
速动比率	1.06	1.00	0.89	0.86
营运能力				

投资活动现金流	-105	-107	-204	-155
资本支出	126	100	200	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金				
流	21	-7	-4	-5
筹资活动现金流	-60	118	6	-132
短期借款	-15	112	54	-89
长期借款	0	20	-20	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金				
流	-45	-14	-28	-43
现金净增加额	44	234	130	120

总资产周转率	1.09	1.21	1.29	1.43
应收账款周转率	11	12	12	12
应付账款周转率	3.56	3.57	3.57	3.54

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。