

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

农产品 (000061)

强烈推荐 (维持)

迎接业绩高增长的好时光

2009 年 05 月 04 日

现价 16.64 元

瞿永祥 商贸行业高级研究员

+86 21 6248 3364

quyx@pasc.com.cn

汪立亭 商贸行业研究员

+86 21 6207 8707

wanglt@pasc.com.cn

主要数据

行业	批发与零售
公司代码	000061
公司网址	http://www.
总股本(万股)	45206.34
流通股(万股)	29002.89
流通市值(百万)	5107.41
每股净资产(元)	6.35
净资产收益率(%)	1.07
总资产负债率(%)	47.55

相关研究报告

<<核心业务主导业绩高增长>>

<<民润问题圆满解决，经营业绩正常体

<<信息点评—公司>>

<<定向增发实施在即，外延扩张如虎添

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

农产品是国内农批市场中具有绝对规模优势和领先管理水平，且发展战略清晰的龙头公司。公司 08 年业绩应为近年低点，2009 年的主要看点在于：民润超市股权转让完成、平湖和南宁市场的开业和电子化结算的全面加快推进。2009 年公司将迎来中期业绩拐点，未来可保持 5 年以上的业绩高增长。

投资要点

1. 竞争地位：农批市场的稳定增长和高进入壁垒，公司领先的规模优势、成功的异地扩张经验，以及管理、技术优势形成的强大市场竞争力，使其成为国内农批市场的绝对龙头，并有望持续提高市场占有率。

2. 战略与模式：公司由“归核化”进入“网络化”，发展战略清晰，而在此战略带动下，其盈利模式将逐渐从商铺出租（出售）转向交易佣金制，并通过网络化协同，挖掘基于市场的高附加值。

3. 业务架构：农批市场为公司核心业务，旗下市场梯次发展，电子化结算全面推进，而平湖和南宁市场的开业将成为公司业绩重要外延驱动因素，并成为公司佣金制盈利模式转换的契机。

4. 非核心业务：民润问题或在 2009 年上半年彻底解决；海吉星渔港的股权转让有望取得进展；深深宝股权出售与否，无碍公司核心业务价值及利润释放。

5. 盈利预测：2008 年是公司业绩低点，中期拐点即将出现。预测 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.65 元和 0.93 元，其中经常性利润合 EPS 分别为 0.44 和 0.80 元。

6. 估值与投资建议：PE 估值认为农产品短期价值为 **26.4 元**。同时给出 PS 和商铺资产价值角度的参考。公司具有良好的成长性和长期投资价值，业绩的中期拐点即将出现，建议投资者择机进行战略性持仓，分享长期高额收益，“**强烈推荐**”评级。

风险提示

- 民润股权的转让进程缓慢甚至再度失败；继续计提应收帐款减值准备；
- 若南宁市场和平湖市场的开业慢于预期，将带来业绩预测偏差风险；

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	1724.8	1425.7	1280.0	1428.9	1827.4	2351.1
净利润(百万)	60.0	170.7	53.1	296.0	422.4	550.2
净利润增长率(%)	217.45	184.44	(68.91)	457.75	42.72	30.25
每股盈利(元)	0.13	0.38	0.12	0.65	0.93	1.22
市盈率(倍)	122.28	42.99	138.26	24.79	17.37	13.33
股息(元)	0.00	0.10	0.15	0.25	0.36	0.46
股息率(%)	0.00	22.71	127.78	45.00	45.00	45.00

目 录

一、业绩回顾：08 年为业绩低点.....	4
二、公司判断：战略清晰、盈利模式升级中的农批龙头	5
2.1 竞争地位：农批业务龙头，竞争优势突出	5
2.2 战略与模式：战略清晰，盈利模式升级	6
2.3 业务架构：市场梯次发展，电子化结算稳步推进	8
2.4 非核心业务：民润、海吉星渔港、深深宝	11
三、盈利预测：业绩将进入高增长长期	13
3.1 历史上的业绩波动	13
3.2 短期的盈利预测	13
3.3 长期的利润空间	17
四、估值探讨与建议：多元价值下，我们如何去估值？	18
4.1 农产品的价值内涵	18
4.2 PE 估值及其他估值参考	19
4.3 投资建议	22
五、风险提示	22

自 05 年以来，农产品的市场地位、主业发展和盈利模式等逐渐为资本市场所了解和认同，但由于公司业务过于多元化，民润超市、青联公司以及海吉星渔港等非核心业务的巨额亏损严重侵蚀了农批业务的正常利润，公司业绩一直无法有效释放，意识到该问题后，公司积极推进聚焦农批市场业务的“归核化”战略，但该战略本身又必然带来大量的非核心资产处置，产生较多的一次性损益，从而一定程度地带来业绩波动问题。

由于严重拖累业绩的民润超市转让事项未能在 08 年内顺利解决，而深深宝股权投资收益也没能在 08 年内实现，因此，公司 08 年的业绩再一次让市场失望。

为了进一步厘清农产品的投资故事，判断业绩改善时点，我们自 09 年 2 月开始，再次开始了对农产品总部和旗下各主要市场的实地调研。

我们的基本观点：

1. 公司评价：农产品是目前 A 股市场上唯一一家以连锁模式经营的农批市场，公司具有领先的规模、优秀的管理和完善的激励机制，并且“归核化”向“网络化”战略的转型将推动盈利模式的升级和业绩的快速增长。

2. 业绩判断：由于民润超市亏损和计提减值准备等，08 年是公司业绩低点；而 2009 年即将迎来业绩中期拐点的出现。

- **短期（2009-2011 年）业绩驱动：**a.民润超市和海吉星等“业绩地雷”将在 2009 年内的解决；b.下属成都、长沙、南昌、惠州等市场的爆发增长，以及 2009 和 2010 年新开南宁和平湖市场，贡献较大的外延增量。
- **长期（2009 年以后）业绩驱动：**a.电子化结算和佣金制盈利模式升级；b.较好的股权激励和于 2009 年正式实施的 EVA 考核机制，有利于业绩的长期释放。

3. 盈利预测与估值建议：预测 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.65 和 0.93 元，对应当前 16.64 元股价的 PE 为 25.4 和 17.8 倍。经常性净利润贡献 EPS 分别为 0.44 和 0.80 元。按农批市场业务价值和商铺销售价值的估值考虑，综合目标价为 **26.4 元，“强烈推荐”评级。**

一、业绩回顾：08 年为业绩低点

公司 2008 年实现营业收入 12.8 亿元，同比减少 10.22%，归属于母公司的净利润 5307 万元，同比减少 68.91%，大幅低于市场预期。

业绩低于预期的主要原因在于：(1) 民润超市转让进展低于预期，导致继续将 5723 万元的巨额亏损计入利润表；(2) 报告期内资产处置力度远低于去年同期，同比减少 56.5%；(3) 考虑到民润超市转让而可能涉及到的应收账款亏损问题，公司在 2008 年内计提了 6794 万元减值准备；(4) 深深宝股权转让没有完成，导致约 1.9 亿元的投资收益无法如期实现。

实际上，扣除各项非经常性因素，公司经常性利润同比仍有 54% 的增长。

图表 1 公司业绩构成分析

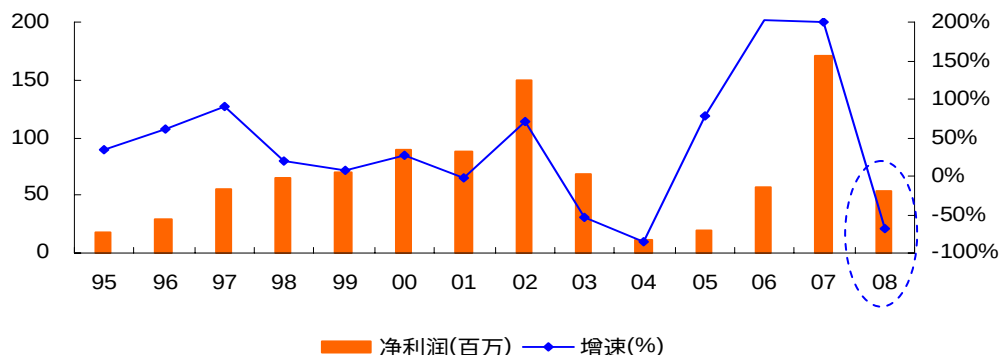
单位：万元

主要项目	2008	2007	同比变动(%)
农批市场权益利润	16603	16468	0.8%
农产品加工养殖	2079	4283	-51.5%
市场配套服务	48	-93	125.1%
民润亏损	-5723	-7771	26.3%
扣除总部费用	-7643	-9423	-18.7%
经常性利润	5249	3407	54.0%
计提应收账款准备	-6794	-2086	225.6%
扣除非经常性损益的净利润	-1545	1321	217.0%
非经常性损益	6852	18148	-56.5%
合计归属于母公司的净利润	5307	17067	-68.9%

资料来源：公司定期报告、平安证券

从历史表现看，公司业绩增速为近年来的低点，2008 年净利润低于 2006 年水平，基于其业绩构成因素以及我们的判断，2009 年开始公司业绩呈现拐点向上趋势。

图表 2 公司历年业绩表现



资料来源：公司定期报告、平安证券

我们一直非常看好的公司主营的农批业务表现良好，农批市场的收入和净利润均实现了 20% 左右的增长。

图表 3 农批市场业务财务分析

	2008	2007	同比(%)
交易量(万吨)	1933	1767	9.39%
交易额(亿元)	800	700	14.29%
农批收入(百万元)	668.55	518.86	28.85%
净利润(百万元)	264.80	209.45	26.43%
权益净利润贡献(百万元)	166.03	139.47	19.04%

资料来源：公司定期报告、平安证券

注：07 年的数据，对南昌市场商铺出售收益进行了剔除处理

二、公司判断：战略清晰、盈利模式升级中的农批龙头

2.1 竞争地位：农批业务龙头，竞争优势突出

公司 1989 年成立并开发了深圳布吉农产品中心批发市场，1997 年上市后，借助国资背景和政府力量，先后进行了 20 多次收购和新建市场，低成本整合了业内大批资产质量高、发展前景好的优质企业。

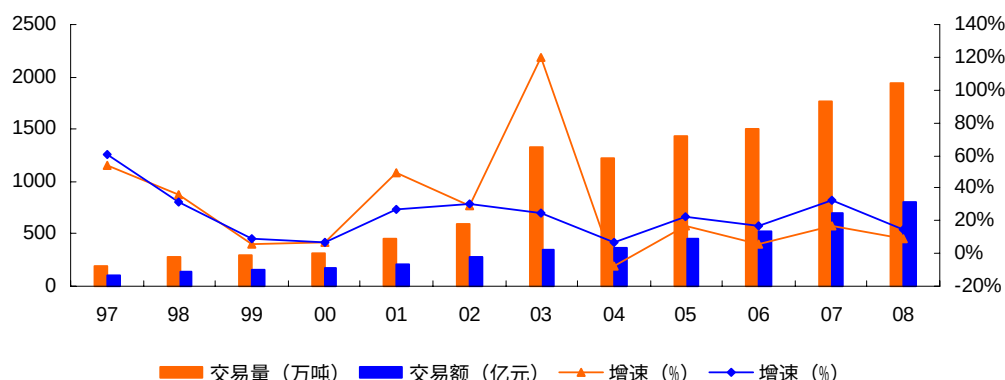
公司目前已在各地拥有实体和虚拟市场 20 家，年交易额达 800 多亿元，在市场规模、成交额等各指标上均远超其他农批市场。

图表 4 农产品批发市场网络体系

时间	市场	权益比例 (%)	(规划) 建筑面积 万平米	08 年权益利润 百万元
1989 年 10 月	布吉市场	100%	20	57.55
1992 年 5 月	福田市场	73%	15	9.17
1999 年 8 月	南昌市场	51%	60	5.09
2000 年	布吉海鲜	51.20%	6	0.46
2002 年	上海市场	60.80%	40	25.48
2003 年 4 月	广西柳糖	40%	虚拟	18.02
2003 年 7 月	寿光市场	54.41%	100	16.62
2003 年 10 月	合肥市场	44.68%	80	11.16
2003 年 12 月	京深海鲜	21%	10	2.19
2003 年 12 月	西安市场	51%	20	-6.11
2004 年 1 月	成都市场	51%	40	1.26
2004 年 3 月	南山市场	58%	10	4.68
2004 年 4 月	长沙市场	50.98%	80	5.10
2004 年 8 月	惠州市场	51%	60	4.63
2005 年 11 月	鲲鹏市场	55%	虚拟	15.87
2007 年 5 月	中国茧丝网	51%	虚拟	-1.32
2007 年 10 月	南宁物流园	54%	60	0
2007 年 10 月	平湖物流园	100%	80	0
2007 年 10 月	沈阳海吉星	70%	120	-1.20
2008 年 3 月	合肥棉花交易中心	40%	中储棉	0

资料来源：公司公告、平安证券

图表 5 公司农批市场历年交易量和交易额



资料来源：公司公告、平安证券

从行业特性看，农产品批发市场受经济周期影响小，且由于处于食品生产与消费的中间环节，国家对于食品安全非常重视，行业进入壁垒较高。

从公司角度看，其在长期发展过程中逐步实现连锁化、标准化、规范化经营，形成了可复制的优秀管理经验，通过连锁模式植入到各批发市场经营管理之中。

从异地扩张看，公司多采取农产品控股、地方国资参股的合作模式，以地方已有市场为依托，输入优秀管理经验、滚动开发的同时，建设新市场，从而实现市场的升级和规模扩张。在此过程中，与地方政府的合作关系更趋强化。

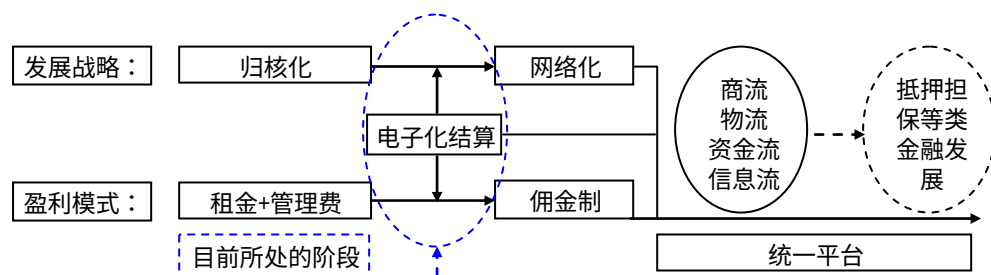
从发展趋势看，公司将保持每年 2-3 家市场的扩张速度，实现市场规模体系的外延发展。

总之，农批市场的稳定增长和高进入壁垒，公司领先的规模优势、成功的政府合作和异地扩张经验，以及管理、技术优势形成的强大市场竞争力，使其成为国内农批市场的绝对龙头，并有望持续提高市场占有率。

2.2 战略与模式：战略清晰，盈利模式升级

公司自 2003 年提出“归核化”战略以来，逐渐剥离非核心业务，将主要经营资源聚焦农批市场业务，随着严重亏损、侵蚀主业利润的民润超市问题的最终解决，“归核化”战略基本完成，2009 年开始将加速推进“网络化”的战略布局。

图表 6 农产品战略与发展路径图



资料来源：平安证券

在战略转型和盈利模式升级的实现过程中，电子化结算是其中的关键一环，公司目前正在旗下成熟市场及部分新市场大力推进电子化结算，即通过 IC 卡进行市场交易的结算，将交易双方的资金流、信息流等集成于统一平台。

这种结算模式的转变将为公司带来多方面的好处：

显而易见的好处：

a. 客户角度：增加交易环节的便利性；减少交易成本；提高资金安全性；

b. 公司角度：防止漏损、减少抹零，提高公司管理效率与效益；保证金模式和电子结算，增加客户粘性，提升对客户资源的控制力；

c. 社会角度：建立食品检验检疫信息的动态跟踪和食品安全追溯体系，有利于国家的食品安全监督；

更为深远的意义：

■ 带动盈利模式升级

此前公司的盈利模式是“租金+管理费+其他（进场费、装卸费、停车费等）”，电子化结算后，公司将转向主要按市场交易额的一定比例收取交易佣金，这种盈利模式将使公司有机会分享市场交易额长期稳定增长的巨大收益。

■ 为网络协同价值的挖掘打下基础

“归核化”战略基本完成的同时，公司启动了网络化的构建。由于农批业务的农产品大宗交易的特性以及公司拥有的巨大规模优势，使公司成为农产品物流、商流、信息流和资金流的汇聚地。

电子化结算大大便利了交易行为，且各种信息能够及时、准确、有效的传递到公司的统一平台上，为挖掘利用巨量沉淀资金和交易信息提供了机会。

公司已经开发并运行良好的中农网、总部层面即将成立的结算中心，以及未来可能成立的担保公司等，都是基于网络化战略下的具体经营操作，未来将实现具备高附加值的盈利模式升级。

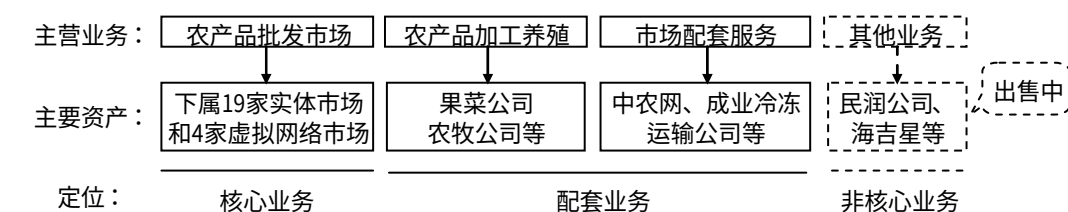
因此，我们可以将公司的发展战略简单归结为：由归核化进入网络化，建立多层次的、全国性的农产品流通渠道。

而在此战略带动下，公司盈利模式将逐渐从商铺出租（出售）转向交易佣金制，并通过网络化协同，挖掘基于市场的高附加值。

2.3 业务架构：市场梯次发展，电子化结算稳步推进

从整体角度，公司目前共有三项主营业务，包括农产品批发市场、农产品加工生产养殖和市场配套服务。

图表 7 公司主要业务构成及定位



资料来源：平安证券

其中农产品批发市场是毛利率高且稳定的业务，也是公司的核心业务，贡献了公司 50% 以上的收入，80%以上的毛利额和 300%以上的净利润额。

图表 8 主要业务毛利率对比

毛利率(%)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
农批市场	64.1%	70.6%	74.3%	74.8%	77.8%	75.1%	73.3%
生产加工养殖	19.9%	16.7%	17.5%	14.1%	5.8%	17.0%	15.7%
配套服务	41.7%	54.3%	46.9%	27.5%	48.5%	47.3%	52.6%
零售连锁(民润超市)			18.4%	19.1%	14.1%		

资料来源：公司定期报告、平安证券

图表 9 主要业务收入、毛利和净利贡献度对比

项目	业务	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入贡献率	农批市场	34.5%	33.5%	14.8%	15.3%	29.1%	47.9%	52.6%
	生产加工养殖	54.2%	61.2%	27.2%	31.0%	43.8%	48.4%	42.5%
	配套服务	11.4%	5.3%	3.7%	7.0%	5.1%	5.4%	5.5%
	零售连锁(民润)	0.0%	0.0%	54.3%	48.1%	21.6%	0.0%	0.0%
	其他(内部抵消)	0.0%	0.0%	0.0%	-1.4%	0.4%	-1.7%	-0.6%
毛利贡献率	农批市场	58.7%	64.4%	40.0%	43.2%	72.8%	78.1%	80.7%
	生产加工养殖	28.7%	27.8%	17.3%	16.5%	8.2%	17.9%	14.0%
	配套服务	12.6%	7.8%	6.4%	7.3%	8.0%	5.5%	6.1%
	零售连锁(民润)	0.0%	0.0%	36.3%	34.7%	9.8%	0.0%	0.0%
	其他(内部抵消)	0.0%	0.0%	0.0%	-1.7%	1.2%	-1.4%	-0.8%
利润贡献率	农批市场				758.9%	212.8%	94.6%	312.9%
	生产加工养殖				91.7%	24.0%	12.0%	48.4%
	配套服务				12.1%	7.9%	-0.5%	0.9%
	零售连锁(民润)				-218.3%	-20.5%	-45.5%	-107.9%
	其他(主要是计提减值准备)				-544.3%	-124.1%	39.5%	-154.4%

资料来源：公司定期报告、平安证券

以下主要分析公司的农批市场业务：

对于公司的农批市场体系，可以分为以下几类：成熟期市场、成长期市场、新开市场和电子网络市场四个部分。

我们对市场的总体判断是：成熟市场可以保持稳定的利润增长，而成长期市场尤其是成都、长沙、南昌、惠州市场业绩潜力大，新开平湖市场和南宁市场将成为未来 3-5 年内业绩增长的主要看点，电子网络市场中的柳糖、昆糖增长迅猛，茧丝绸和棉花网尚在培育之中。

图表 10 农产品市场分类

类别	市场
成熟期市场	布吉市场、南山市场、福田市场、上海市场、寿光市场、合肥市场
成长期市场	成都市场、长沙市场、惠州市场、南昌市场、京深海鲜
培育期市场	西安市场（09 年一季度已经盈利）
新开市场	平湖市场、南宁市场、沈阳市场（未开）
电子网络市场	广西柳糖、鲲鹏市场、广西糖网、中国茧丝绸网、合肥棉花网

资料来源：平安证券

图表 11 公司旗下主要市场的业绩增长点

市场	业绩增长点
布吉、南山、福田市场	搬迁平湖后，该类市场定位二级农贸市场，其中南山是供港市场，增长潜力大；
上海市场	猪肉的佣金率提高到 1%的水平；蔬菜交易全部进行电子化结算；果品和水产对未来业绩贡献大；
寿光市场	单一蔬菜品种，全部实现电子结算，佣金率为 3.3%，垄断性强，增长稳定，仍有提升空间；
合肥市场	09 年将推动水果和肉类品种按交易额进行电子化结算，未来 1000 亩新市场将再次带来外延增量；
成都市场	水产、蔬菜等优势品种增势迅猛；猪肉在 08 年 11 月后全部实施电子化结算，且在政府支持下，有巨大增量扩张，成为业绩最大增长点；
长沙市场	2009 年，将首先启动水产品的电子化结算，然后逐步推广到蔬菜、水果等品种，业绩增长潜力大；
南昌市场	当地唯一市场，潜力大，新市场扩张的外延贡献大；
惠州市场	当地最大的现代综合市场，未来引入水果和实施电子结算成为业绩增长点；
平湖市场	由布吉搬迁而来，09 年末开业，客户稳定，交易总量扩大，且蔬菜和水果直接上电子化交易，收入增幅大，是公司未来两年业绩增长的最大看点；
南宁市场	面向东盟，市场前景好，目前处于市场设计阶段，预计 2009 年开业；

资料来源：平安证券

单个市场来看，其业绩增长主要来自两个方面：**a.外延扩张**：包括市场交易面积的增加等。**b.内生增长**：包括农产品市场的自然增长、新的交易品种的引入、公司内生管理效益的发挥、以及结合电子化结算推进而产生的盈利模式升级推动。

其中，电子化结算的推进和盈利模式升级最为重要，将成为公司未来业绩内生增长的最大驱动力。

目前推行电子化结算的市场主要有：上海市场、寿光市场、合肥市场、成都市场、长沙市场以及两个电子网络市场柳糖和昆糖。

另外，布吉、南山、福田、西安等市场也已制定方案，选择品种或按区域分步实施。即将开业的平湖市场和南宁市场将对蔬菜和水果直接上电子化结算，实行佣金收费。

图表 12 主要农批市场电子化结算进展及佣金率

市场	电子化结算与佣金率	推进计划
上海市场	猪肉全部实施，上下家合计按交易额征收 6‰；蔬菜部分实施	猪肉佣金提高到 1%，蔬菜全部实施电子结算
寿光市场	全部实施，3.3%佣金率	
合肥市场	蔬菜全部实施，按交易量收费，每 100 斤菜收取 2 元钱	水果全部推电子化结算，准备按交易额收 2%。
成都市场	猪肉全部实施电子结算，佣金率 8‰，2009 年下半年征收	试行推进水产品的电子化结算。
长沙市场	推进水产品实施	蔬菜、水果
平湖市场	2010 年初开业，蔬菜、水果直接上电子化交易，2%左右	
南宁市场	2009 年下半年开业，蔬菜、水果直接上电子化交易，2%左右	
广西柳糖	按交易额和交割量分别征收一定手续费	
云南昆糖	按交易额和交割量分别征收一定手续费	

资料来源：平安证券根据调研整理

从已经实施或部分实施电子结算和佣金制的市场业绩看，基本表现出了高于平均水平的利润增长。

图表 13 主要实施佣金制市场业绩增速对比

利润增速(%)：	权益比例	2006	2007	2008
上海市场	60.8%	53.9%	40.7%	39.0%
寿光市场	54.4%	87.8%	1.9%	20.8%
合肥市场	44.7%	51.7%	108.6%	28.7%
广西柳糖	40.0%	-0.8%	21.5%	67.0%
昆明糖网	55.0%		66.7%	12.2%
批发市场合计		-20.2%	32.6%	26.4%

资料来源：公司定期报告、平安证券

2008 年，公司所有交易额中，电子化结算的覆盖率约为 20%，综合佣金率不到 1.5%。公司计划到 2010 年实体市场覆盖率达到 50%以上，佣金率达到 2.5%左右。

我们认为，虽然 2010 年实现上述目标可能有难度，但长期看，整体市场实现 70%的覆盖率和 2.5%~3%合理佣金率水平，是现实的，原因在于：

■ 现实的背景

国际大型农批市场均采用佣金收费模式，国内有一定交易规模的、非农产品体系的市场很多已经以佣金的方式收费；如广州、宁波和上海的主要农批市场，佣金制是大势所趋。

■ 现实的利益

根据我们此前分析，推行电子化结算，符合客户、公司和政府等各层面的利益。并且，佣金是流通环节的利润再分配，不一定会提高交易双方的交易成本。

■ 现实的条件

首先，农产品在推行电子化结算过程中，已经获取了行之有效的经验和技術；其次，农产品在各个区域市场拥有对商户的较强控制力，推行难度小；再次，平湖市场是公司在深圳实现由租金转向佣金制的契机，且对于现有市场和新开市场具有较强的示范作用。最后，民润和海吉星问题解决后，“归核化”战略基本完成，公司领导层有精力加速推进电子化结算，这本身也是“网络化”战略必然要求。

■ 佣金成长空间

公司目前仍处于电子化结算和佣金制模式形成初期，因此佣金收取比例较低，属于让利推广阶段。按照国际惯例，农批市场交易佣金率在 3-5%，佣金覆盖率不低于总交易额的 80%，国内部分非农产品体系的农批市场如宁波、上海的市场已经达到 3-4%，我们强烈看好佣金收入的成长性。

可以预期，随着电子化结算的不断推进，公司业绩将有加速增长趋势，且成长质量更高、持续性强。

2.4 非核心业务：民润、海吉星渔港、深深宝

关于非核心业务的处理，主要是指民润超市剩余 47.76% 的股权的出售，海吉星渔港 49% 股权转让，以及深深宝股权投资的转让。由于外部环境的变化，这几部分处理均未能在 08 年顺利处理完成。我们认为：

■ 民润超市的股权转让将在 09 年上半年完成

民润超市的巨额亏损是近年来压制公司业绩的最大因素，公司在 2006 年转让部分股权之后，也一直寻机出售剩余 47.8% 的股权，彻底甩掉亏损包袱。

图表 14 民润超市主要财务数据

单位：百万元

民润超市	2004	2005	2006	2007	2008
营业收入	1255.9	1158.7	356.9	1017.4	720.0
营业成本	1025.4	937.9	306.6		
毛利	230.5	220.8	50.3		
毛利率(%)	18.4%	19.1%	14.1%		
净利润	-38.7	-41.3	-11.7	-162.7	-119.8
持股比例(%)	84.6%	100.0%	47.8%	47.8%	47.8%
权益净利润	-32.7	-41.3	-11.7	-77.7	-57.2
民润公司期末净资产额				1981.8	-100.0
权益法核算的实际长期股权投资额			8651.5	946.5	-47.8

资料来源：公司定期报告、平安证券

目前为止，公司在民润超市中的长期股权投资已经归零，原则上从 2009 年开始已经不会再会对给公司带来亏损负担。

股权转让进展：

在向英天公司和广狮公司转让股权受阻以后，公司即开展了与华润的谈判，目前华润团队已经对民润超市实施了托管经营。

我们预期谈判的可能情况是：农产品将向华润出售所持民润超市所有 47.76%的股权，股权转让事项或会在 09 年上半年完成。

市场上比较担心的风险点在于：农产品对民润公司有 1.3 亿元的担保和 1.4 亿元的应收款，我们认为，担保应可顺利解除，而应收款问题仍存不确定性。但公司已经对此合计计提了约 7173 万元的减值准备，09 年来看，该不确定性对公司业绩的增量负面影响不会太大。

■ 海吉星渔港 49%的股权转让

目前，公司及下属果菜公司共持有海吉星渔港公司100%的股权，海吉星公司一直经营不善，尤其是2亿元的债务，给公司带来较大的财务费用压力，2008年亏损2700多万元。

海吉星主要资产为位于深圳蛇口东角头的水产批发市场和冷库的两幢建筑物及土地使用权，占地面积2.96万^m²，建筑面积5.68万^m²。该地段三面临海，位置较好，属于深圳市“滨海长廊”和“次金融服务中心”规划区，房地产开发价值大。

公司基于减轻报表压力的考虑，于2009年2月20日挂牌转让该公司不低于49%的股权，我们认为若转让成功，将可较好的减轻亏损对上市公司的业绩压力。

而随着房地产市场的逐渐转暖，海吉星土地资产获得开发的可能性会加大，未来有机会为公司贡献利润。

■ 深深宝股权转让事项已提起诉讼，无碍公司核心业务价值

公司持有深深宝 5374 万股，占其总股本的 29.54%，初始投资成本 1.96 元/股，通过几次分红，目前帐面成本 1.30-1.40 元/股之间。公司本来拟转让 3859 万股，转让价 8.63 元，预期获得投资收益约 1.9 亿元，由于受让方汇科公司提出中止该项股权转让意向，因此投资收益无法在 08 年确认，目前公司已就此事已提起诉讼，正在进展之中。

我们认为：此项股权让虽可为公司带来丰厚利润，但作为一次性投资收益，从长期角度看，无碍公司的核心业务价值。并且目前深深宝股价在 7-8 元的价格区间，公司仍有较大的获利空间，可在未来一次性（或多次）增厚业绩。

最后，限于篇幅和本报告的关注角度，我们没有具体分析公司的农产品加工养殖和市场配套服务业务，但在其后的短期盈利预测中有考虑。

三、盈利预测：业绩将进入高增长长期

3.1 历史上的业绩波动

公司过往几年业绩有明显的波动，主要原因在于：

- **农批市场自身原因**，主要是搬迁、商铺出售造成的非经常性损益。08 年以后，大部分市场已经进入成长期或稳定期，未来这方面的因素将逐渐消除；
- **民润超市亏损**：民润经营不善，给公司造成的严重拖累。该问题将在 09 年彻底解决，未来不会再形成增量亏损；
- **减值准备**：公司自 2005 年开始，每年都计提了大额减值准备，较大程度地影响了当期利润。

图表 15 公司历年的主要减值准备计提

单位：万元

	2005	2006	2007	2008
减值资产	金信信托	金信信托	青联公司	民润超市
计提减值准备额	-4000	-6000	-2086	-6794

资料来源：公司定期报告、平安证券

根据公司最新公告，由于股权转让，公司将可在 2009 年对 1 亿元的减值准备进行冲回，因此，2009 年的业绩预测包含该一次性因素。

- **资产处置**：土地、房产、商铺销售收入的不可测。07、08 年上半年是资产泡沫高涨时期，公司资产处置的力度比较大。随着资产价格回落，公司并不急于出售资产，资产处置的原则是价格最优化。

3.2 短期的盈利预测

当前农产品旗下各农批市场发展程度和盈利状况差异较大，尤其是中短期内形成业绩主驱动的电子化结算在各市场间进展不同。

另外，短期内公司仍存在金信信托减值冲回、民润、海吉星渔港转让等一次性因素影响，因此，现阶段对农产品的盈利预测仍然采用分市场方式进行。

■ 主要假设：

1. 南宁市场于 2009 年下半年开业，我们对其利润贡献采取相对保守的假设；平湖市场计划于 09 年底前做好一切准备并试营业，2010 年初正式营业，对于市场的部分商铺出售收益，我们假设主要在 2010 年确认。其他各市场的利润预测，分别考虑了市场本身的业务特征和发展趋势。

2. 由于公司市场经营趋向良好，平湖市场的商铺出售和交易佣金贡献收益，以及金信信托冲回 1 亿元减值准备，公司资产负债表和现金流将可持续改善，财务费用可大幅降低。

3. 2009 年的盈利预测中，没有考虑继续承担民润的进一步亏损，且假设不会产生新增的应收账款减值准备计提。

4. 最后，我们的盈利预测中，未考虑公司的股权激励及 2009 年正式实施的 EVA 考核机制对旗下市场的经营激励作用，但我们相信该两项激励机制对市场的业绩释放具有较大的积极作用。

■ 盈利预测结果输出

我们按照农产品控股和参股子公司为主体，分业务模块进行盈利预测，首先是公司核心业务的农产品批发市场；其次是农产品生产加工养殖业务，再次是市场配套服务业务，另外，我们单独考虑了民润超市和海吉星渔港的问题，扣除总部费用从而得到公司的经常性利润。最后，在考虑商铺销售及其他因素之后，我们预测得到合并的归属于农产品的净利润。

以下是我们的盈利预测结果输出（暂未考虑股本增加对 EPS 的摊薄）：

图表 16 农产品短期盈利预测

单位：万元/元

净利润预测	权益比例(最新)	2006	2007	2008	2009E	2010E
布吉市场	100.0%	5428	6710	5755	5582	2000
平湖市场	100.0%				1000	9880
福田市场	73.0%	1280	1218	1256	1482	1778
海鲜市场	51.2%	-927	-556	90	540	1188
南山市场	58.0%	146	408	807	1291	1679
上海市场	60.8%	2143	3015	4191	5239	6287
寿光市场	54.4%	2481	2528	3055	3666	4583
合肥市场	44.7%	930	1940	2497	3121	4370
南昌市场	51.0%	1947	6651	998	2196	3000
长沙市场	51.0%	278	780	1001	1502	3003
成都市场	51.0%	1928	13	248	1500	4050
惠州市场	51.0%	-203	-971	907	1587	2222
西安市场	51.0%	-763	-1109	-1198	0	400
广西柳糖	40.0%	2220	2697	4505	6532	8492
昆明糖网	55.0%	1542	2571	2885	3606	4688
广西茧丝绸	51.0%		-328	-258	-100	0
沈阳海吉星	70.0%			-171	-50	0
合肥棉花网	50.0%			-88	0	50
南宁市场	51.0%				0	3226
批发市场合计		18430	25567	26480	38694	60895
权益利润小计		12137	16468	16603	23234	37137
yoy(%)			35.7%	0.8%	39.9%	59.8%
集贸市场	50.00%	1070	902	449	500	625
果菜公司	100.00%	1142	1002	1242	1490	1863
农牧公司	51.00%	1006	2578	2371	2134	2774
青联公司	33.98%	-2046	-2017	-1449	-500	-300
配送公司	55.00%	130	101	-190	-100	0
权益利润小计		1385	2138	2079	2604	3488
民润公司	47.76%	-1172	-7771	-5723	0	0
深圳海吉星	51%		-322	0	-765	-255
中农网	95.00%	167	-219	12	50	100
成业冷冻	100.00%	239	112	323	330	330
博利雅	51.00%	63	-7	-476	-200	-100
交易大厦	95.00%	48	73	72	70	70
丰乐园	100.00%	6	-30	17	20	20
运输公司	86.50%	34	-146	-149	-100	-100
权益利润小计		454	-93	48	276	374
总部费用		-7554	-9423	-7643	-5500	-4500
其他		72	9	-114	0	0
经常性利润		5323	1005	5249	20103	36244
yoy(%)			-81.1%	422.1%	283.0%	80.3%
EPS		0.12	0.02	0.12	0.44	0.80
商铺销售及其他		6382	18148	6852	2000	6000
计提(冲回))减值准备		-6000	-2086	-6794	7500	0
净利润合计		5705	17067	5307	29603	42244
yoy(%)			199.2%	-68.9%	457.8%	42.7%
合计 EPS		0.13	0.38	0.12	0.65	0.93

资料来源：公司定期报告、平安证券

公司深度报告

关于盈利预测，我们认为农产品公司具有特殊性的一点需要说明，即“**非经常性损益**”**经常化**，这主要体现在两个方面：一是商铺销售收入；二是政府补贴收入。

(1) 商铺销售收入

根据我们的判断，农产品正处于盈利模式升级的加速推进期，未来公司的收入和利润将更多的依赖于市场交易额和佣金率水平，而非商铺租金。因此，商铺的价值将更多的通过出售实现，因此，2007 年南昌新市场的商铺销售未必是一个一次性事件，新开平湖和南宁市场应该都会有一定量的商铺出售，而随着老市场搬迁以及新市场的投资开发，未来商铺销售将是一个持续性的经常收入，只是随着佣金收入占比提高，商铺销售对利润的贡献趋向降低。

此处参照南昌市场的商铺销售数据，对 2010 年平湖商铺销售的收入和利润贡献做简要分析。

图表 17 南昌商铺销售数据

销售面积(万平米)	4.3	占总面积比例(%)	45%
销售收入(万元)	13660	销售单价(元/平米)	3177
扣减：成本及税金(万元)	7160	成本率(%)	52.42%
税前利润(万元)	6500	利润率(%)	47.58%
税后利润(万元)	4359	净利率(%)	31.91%

资料来源：公司公告、平安证券

对于平湖市场，我们采用 25%的净利率，并对商铺出售面积和销售单价进行简单的敏感性测试，预测商铺销售贡献的净利润如下：

图表 18 平湖市场商铺销售的净利润贡献

单位：万元

	销售面积(万平米)			
	15000	4	5	6
单价(万元/平米)	1.1	11000	13750	16500
	1.2	12000	15000	18000
	1.5	15000	18750	22500

资料来源：公司公告、平安证券

(2) 补贴收入

公司历史上一一直有较大量的补贴收入，虽然，我们一般把此类收入作为一次性损益看待，但由于公司经营农产品批发市场，属于衔接农产品由生产到消费的渠道环节，中央政府和各地方政府一直有各种相关的补贴政策，因此，可将公司的补贴收入近似视为具有持续性的“经常”收入。

图表 19 农产品历年的政府补贴收入

单位：万元

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008
补贴收入	689	570	728	1911	2063	4441
占比农批收入(%)	2.3%	1.7%	2.0%	4.0%	3.1%	6.6%

资料来源：公司年报、平安证券

3.3 长期的利润空间

随着电子结算的全面推广，公司将形成以佣金收入为主导的“佣金+租金”收费模式，此模式下，**交易额和佣金率**是评价农批市场价值的核心指标，公司的业绩将易于预测。

把农批市场看成一个统一结算的连锁卖场，交易额视为公司的销售额，佣金率看作扣点率，则可计算公司农批业务的长期利润空间。

目前，佣金制处于让利推广阶段，公司旗下市场总交易额达 800 亿，权益交易额超过 500 亿，但佣金覆盖率仅 20%，综合佣金率不到 1.5%。我们判断在 2-3 年的全面推进之后，公司的佣金收费模式对利润增长的贡献将可体现，且佣金收入和利润的增长空间较大。

■ 主要假设：

- 2010 年，公司旗下市场总交易额超过 1200 亿，权益交易额超过 800 亿，佣金覆盖率达到约 30%，综合佣金率率达到 1.5%。此后交易额稳定增长，而至 2015 年，佣金覆盖率达到 50%，综合佣金率达到 2.2%。
- 由于农批业务的经营成本主要是折旧摊销、租金等固定成本，因此佣金覆盖率和佣金率的提高的利润弹性更大，利润增幅大于收入增幅。

图表 20 农产品长期佣金收入和利润计算

长期利润：	08	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E
交易额(亿)	800	944	1274	1631	1990	2348	2701	3106
yoy(%)	14.3%	18.0%	35.0%	28.0%	22.0%	18.0%	15.0%	15.0%
农批收入(百万)	669	827	1180	1641	2200	2855	3634	4645
yoy(%)	1.1%	23.6%	42.7%	39.1%	34.1%	29.7%	27.3%	27.8%
净利润(百万)	265	369	571	868	1268	1768	2402	3251
yoy(%)	3.57%	39.27%	54.92%	51.98%	46.06%	39.38%	35.85%	35.37%
收入/交易额(亿)	0.84%	0.88%	0.93%	1.01%	1.11%	1.22%	1.35%	1.50%
净利润/交易额	0.33%	0.39%	0.45%	0.53%	0.64%	0.75%	0.89%	1.05%
权益系数	62.7%	63.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
权益销售额(亿)	502	595	828	1060	1294	1526	1755	2019
权益收入(百万)	419	521	767	1066	1430	1856	2362	3019
权益净利润(百万)	166	232	371	564	824	1149	1561	2113
EPS(元)	0.37	0.51	0.82	1.25	1.82	2.54	3.45	4.67
yoy(%)	0.8%	39.9%	59.8%	52.0%	46.1%	39.4%	35.9%	35.4%

资料来源：公司定期报告、平安证券

四、估值探讨与建议：多元价值下，我们如何去估值？

估值结论：

在分析农产品价值内涵的基础上，我们认为，农产品的估值水平应高于小商品城，PE 估值认为，农产品短期相对价值为 26.4 元/股。长期可参照苏宁电器进行 PS 估值。

4.1 农产品的价值内涵

自 2003 年以来，由于民润、青联等的亏损对业绩的压制一直比较严重，而大量的一次性损益又给公司业绩带来明显波动，相对稳定增长的农批市场业务利润无法正常体现，如何对公司进行合理估值是一个值得探讨的问题。

我们认为，清晰认识农产品公司的本质和战略目标，是对其进行合理估值的起点。农产品的战略和目标可以概括为：

建立多层次的、全国性的农产品流通渠道。而公司本质上是一个以单个农批市场为经营单元的连锁企业。

因此，其价值包含几个方面：

1. 连锁模式下，农批市场的业务价值；
2. 农批市场的商铺出售（租）价值；
3. 另外，随着网络化平台的构建和虚拟电子交易市场的快速发展，公司的农产品电子商务交易平台的价值也正逐步体现（估值中暂未考虑该因素）。

■ 农产品与小商品城的对比分析

此处简要分析农产品和小商品城的模式和价值比较，我们认为，农产品在以下几个方面优于小商，而农产品的估值应不低于小商。

(1) 地理依赖性：小商品城的发展很难脱离义乌；而农产品的发展不依赖于某一特定区域。

(2) 业务模式：小商品城目前仍是单一市场的分期分阶段发展；而农产品目前已经在全国拥有 16 家发展良好的实体市场，另有 4 家成功运营的电子网络市场，连锁模式已经形成，网络协同价值即将体现。

(3) 盈利模式：小商品城的实体市场承担展示功能，市场以租金收入为主。而农产品当前是“租金+管理费”的收入，在盈利模式升级之后，将形成以交易佣金为主，商铺出售（租）及其它收入为辅的模式。

(4) 竞争威胁：小商品城的发展更易受新交易模式和新交易平台的冲击，如阿里巴巴

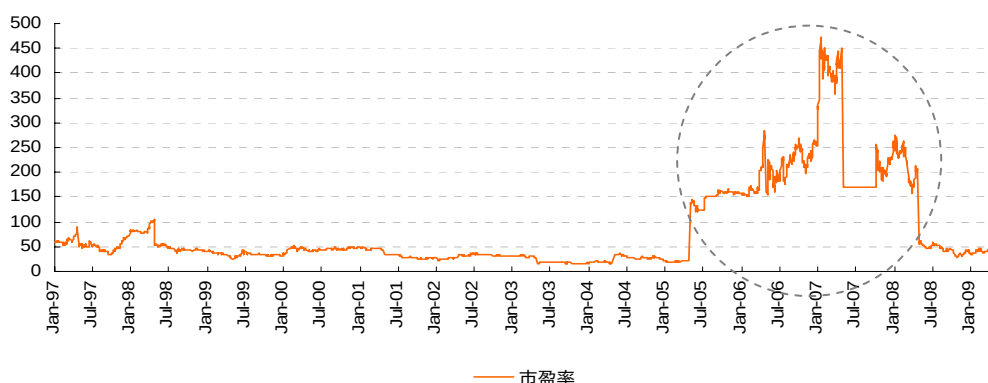
的“B2B”模式；而农产品由于交易品种的特性，受到冲击的可能性和幅度较小。

4.2 PE 估值及其他估值参考

(1) PE 估值：26.4 元/股

历史上，公司在过去几年一直进行“归核化”战略，业绩波动大，并且民润、青联公司一直严重拖累公司利润，从而显得估值水平过高。

图表 21 农产品历史 PE 走势

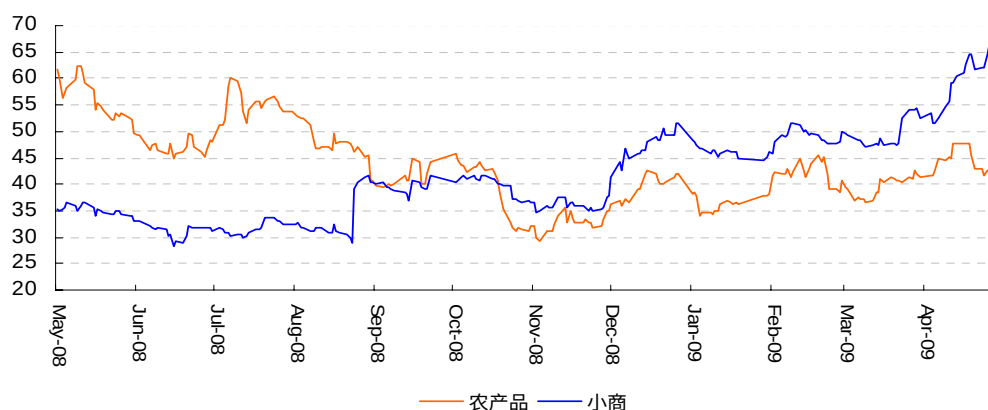


资料来源：Wind、平安证券

但我们认为，PE 法判断公司价值，应基于对于公司业务与业绩的未来判断而非历史的静态估值水平。

2009 年是公司甩掉非经常性亏损、全面推进电子化结算的转换期，业绩拐点即将出现，预期农批业务利润进入快速增长通道，并可正常体现，而农批业务本身，又同时迎来盈利模式的升级。

图表 22 农产品与小商的估值比较



资料来源：Wind、平安证券

通过此前分析以及与小商的估值比较，我们认为可以给予农产品的农批市场业务较高估值，参照 2010 年 0.80 元经常性 EPS，给予 30 倍 PE，对应每股价值为 24 元。

对于商铺销售部分，由于我们判断其是可持续的经常性收入，参照地产估值水平，按 2010 年 0.13 元 EPS，给予 18 倍 PE，对应每股价值 2.38 元。

综合分析，PE 估值认为公司短期目标价为 26.4 元。

(2) PS 估值：参照苏宁电器

公司正以电子化结算的推行为契机，构建网络化的体系，农批连锁逐步转化为现实，未来角度看，农批市场开始实现了统一结算交易后，场内经营户自负盈亏，市场收取一定比例的交易佣金。本质上类似苏宁电器的联营模式，净利润与市场交易额的比例关系趋向稳定，这为我们提供了对比的基础。

图表 23 农产品与苏宁电器的公司特征对比

特征\企业	农产品	苏宁
扩张方式	自建/收购，速度慢，成本有限	租赁，开店快，成本低
单店特征	销售额大，利润大	销售额小，利润有限
交易方式	逐步实现统一结算	统一结算
资产	重资产，土地和商铺资产的沉淀和增值，海吉星品牌	轻资产（开始加大自有物业比例），苏宁品牌
行业空间	特大	较大，家电和 3C
竞争度	传统农批市场，弱	国美、BestBuy 等，强
行业地位	行业绝对领导者	行业领导者之一
金融创新	强	弱
客户特征	规模小，下游分散	下游大而集中，规模化
信息价值	巨大的信息集成收费空间	市场分析，数据自用

资料来源：平安证券

2008 年，苏宁电器的净利率为 4.35%，市销率为 1.32。因为拥有相同经营模式和类似的特征，我们参照苏宁的 PS 水平对农产品进行对比估值。

从前文中的业绩预测表中可以看出，公司的收入/交易额在 2010 年达到 0.93%，净利/交易额为 0.45%；到 2015 年可能分别达到 1.5%和 1.05%。

图表 24 农产品长期佣金收入和利润计算

长期利润：	08	09E	10E	11E	12E	13E	14E	15E
净利润/交易额	0.33%	0.39%	0.45%	0.53%	0.64%	0.75%	0.89%	1.05%
收入/交易额(亿)	0.84%	0.88%	0.93%	1.01%	1.11%	1.22%	1.35%	1.50%
权益交易额(亿)	502	595	828	1060	1294	1526	1755	2019
权益净利润(百万)	166	232	371	564	824	1149	1561	2113
yoy(%)	0.81%	39.94%	59.84%	51.98%	46.06%	39.38%	35.85%	35.37%

资料来源：公司定期报告、平安证券

假定 2010 年农产品拥有 0.25 倍的市销率，按照 828 亿元的权益销售额，对应市场价值为 207 亿元，折合每股价值 45.8 元。

由于到 2015 年，佣金收费模式更加成熟，公司业绩受商铺销售和其他非经常性因素的影响更小，PS 估值的参考意义更大。

图表 25 PS 估值的敏感性分析（2010 年，按 4.5 亿总股本计算）

		权益交易额增长率(%，2 年复合增长)				
PS	45.8	22.0%	25.0%	28.5%	30.0%	32.0%
	0.10	16.5	17.4	18.3	18.8	19.3
	0.15	24.8	26.0	27.5	28.2	29.0
	0.20	33.1	34.7	36.7	37.5	38.7
	0.25	41.3	43.4	45.8	46.9	48.4
	0.30	49.6	52.1	55.0	56.3	58.0
	0.35	57.8	60.7	64.2	65.7	67.7
	0.40	66.1	69.4	73.4	75.1	77.4

资料来源：公司定期报告、平安证券

（3）关于土地和商铺价值

农产品在快速扩张中沉淀了大量的低成本土地和商铺资产，体系内现有 17 个综合性实体农批市场，一方面部分现有的批发市场面临搬迁和改造，另一方面，公司仍在继续进行外延扩张，公司的土地和商铺价值是动态增加的。

农产品单个市场的土地面积一般分为 75-80% 的工业用地，20-25% 的商业配套用地。工业用地即用于开发市场交易大厅或商铺，然后用于向市场内经营户出售或出租；商业用地可用于开发住宅和临街店铺。

虽然目前地产依然低迷，价格走低。但考虑到优质农批市场的稀缺性和公司的垄断优势，以及公司可能在商铺出售中引入市场化竞拍机制，我们对商铺销售收入相对乐观。

我们此处并未计算农产品的 RNAV，但给出农产品旗下市场合计拥有的土地储备和建筑面积作为参考，相信农产品的土地和商铺价值可提供良好的投资安全边际。

图表 26 农产品市场土地和建筑面积

序号	市场名称	权益比例(%)	土地面积 (万平米)	建筑面积(万平米)
1	布吉农批	100	16	20
2	布吉海鲜	51.2	3	6
3	福田农批	73	10	15
4	南山农批	58	6	10
5	上海农批	60.8	28	40
6	南昌农批	51	43	60
7	西安农批	51	14	20
8	成都农批	51	35	40
9	合肥农批	44.68	84.6	80
10	长沙农批	50.98	78.2	80
11	寿光农批	54.41	83.6	100
12	惠州农批	51	40	60
13	京深海鲜	21	5	10
14	沈阳物流园	70	67	120
15	深圳海吉星	100	3	5
16	南宁物流园	51	41.23	60
17	平湖物流园	100	30.2	80
合计			587.8	806

资料来源：公司公告、平安证券

4.3 投资建议

我们认为公司具有良好的成长性和长期投资价值，业绩的中期拐点即将出现，投资者应择机进行战略性持仓，分享长期高额收益。短期相对目标价 **26.4 元**，维持“**强烈推荐**”评级。

五、风险提示

- 民润、海吉星的股权转让进程缓慢甚至再度失败；继续计提应收帐款减值准备；
- 若南宁市场和平湖市场的开业慢于预期，将带来业绩预测偏差风险；

附：财务报表

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1682.2	2194.3	1628.1	1304.7	1650.2	营业收入	1425.7	1280.0	1428.9	1827.4	2351.1
货币资金	1112.6	1561.2	1013.7	544.2	694.6	营业成本	763.7	666.3	684.6	774.1	920.9
应收账款	97.1	62.2	84.0	106.5	134.6	营业税金及附加	35.7	34.2	34.4	43.1	55.4
预付款项	140.1	244.6	192.4	227.2	277.7	主营业务利润	626.2	579.5	709.9	1010.2	1374.8
其他应收款	241.3	253.7	264.0	341.2	442.0	销售费用	135.6	145.2	162.6	182.7	223.4
存货	89.3	70.8	71.5	82.9	97.6	管理费用	253.1	292.6	306.3	325.6	376.2
待摊费用和其他流动资产	1.8	1.8	2.4	2.8	3.6	财务费用	65.5	62.8	35.0	21.9	15.6
非流动资产	3621.0	3960.3	4758.3	5540.5	5988.6	资产减值损失	56.9	73.4	(100.0)	0.0	0.0
长期股权投资	305.8	285.3	333.9	308.4	309.2	投资净收益	84.1	40.1	98.0	118.0	95.0
固定资产	1618.7	1589.0	2333.5	2987.1	3358.6	营业利润	199.2	45.6	404.0	598.0	854.7
在建工程	139.7	463.7	356.9	303.4	251.7	加：营业外收入	107.4	97.0	80.0	90.0	50.0
无形资产	911.8	931.9	1109.6	1286.4	1412.9	减：营业外支出	8.1	5.0	5.0	5.0	5.0
其他非流动资产	645.0	690.3	624.4	655.2	656.3	利润总额	298.5	137.6	479.0	683.0	899.7
资产总计	5303.2	6154.6	6386.4	6845.2	7638.8	减：所得税	55.1	12.0	49.3	75.1	108.0
流动负债	2492.7	2190.3	2328.3	2561.3	2820.8	净利润	243.4	125.7	429.7	607.8	791.7
短期借款	538.5	1000.0	1000.0	1000.0	1000.0	减：少数股东损益	72.8	72.6	133.7	185.4	241.5
应付账款	104.7	72.2	77.3	89.4	104.5	归属于母公司的净利润	170.7	53.1	296.0	422.4	550.2
预收款项	103.3	80.0	102.6	125.7	161.6	EPS（最新股本摊薄）	0.38	0.12	0.65	0.93	1.22
其他流动负债	1746.3	1038.1	1148.3	1346.2	1554.7	现金流量表（百万元）					
非流动负债：	486.3	555.7	380.3	191.7	207.6	经营活动现金净流量	706.0	278.8	647.4	881.2	1075.9
长期借款	342.4	302.5	202.5	(0.0)	(0.0)	投资活动现金净流量	-314.2	-575.2	-934.3	-954.9	-652.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金净流量	235.5	746.7	-1274.3	-940.1	-968.1
长期应付款	19.2	15.6	30.2	21.7	22.5	当年现金净流量	627.2	448.6	-1561.2	-1013.7	-544.2
递延所得税负债	0.8	0.2	0.8	0.6	0.5	期初现金余额	485.4	1112.6	1561.2	1013.7	544.2
其他非流动负债	123.9	237.4	146.9	169.4	184.6	期末现金余额	1112.6	1561.2	0.0	0.0	0.0
负债合计	2979.1	2745.9	2708.6	2753.0	3028.4	重要财务指标					
实收资本	387.7	452.1	768.5	768.5	768.5	主营收入增速(%)	-17.34%	-10.22%	11.63%	27.89%	28.66%
资本公积金	849.4	1942.6	1626.2	1626.2	1626.2	净利润增速(%)	184.44%	-68.91%	457.75%	42.72%	30.25%
盈余公积金	182.7	92.4	136.8	200.2	282.7	综合毛利率	46.43%	47.94%	52.09%	57.64%	60.83%
未分配利润及其他	250.4	355.0	446.0	611.7	805.8	销售净利率	17.08%	9.82%	30.07%	33.26%	33.67%
少数股东权益	654.0	566.6	700.3	885.7	1127.2	ROE	10.88%	2.35%	10.17%	13.66%	16.45%
归属于母公司所有者权益	1670.2	2842.0	2977.5	3206.5	3483.2	PE	42.99	138.26	24.79	17.37	13.33
股东权益合计	2324.2	3408.7	3677.8	4092.3	4610.5	PB	5.00	4.39	2.58	2.46	2.29
负债及股东权益总计	5303.2	6154.6	6386.4	6845.2	7638.8	EV/EBITDA	15.65	39.27	19.41	14.23	11.64

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257