

农产品(000061.sz)

成长性与安全性兼备的好品种

熊峰 研究员 电话: 0755-82083808
欧亚菲 研究员 电话: 020-87555888-641
沈爱卿 研究员 电话: 020-87555888-637
 eMail: xf@gf.com.cn eMail: oyf@gf.com.cn eMail: saq@gf.com.cn

农批市场及农牧业务未来三年增长速度将快于过去三年

由于次新市场渐入佳境,平湖等新市场相继开业,我们认为未来三年公司农批市场业务的增长率将快于过去三年。我们预计2009—2011年农批市场业务利润平均每年增长28%。由于下半年生猪价格反弹,150万头年产能的屠宰厂8月28日开始运行,我们预计农牧公司将成为新的利润增长点。

隐形资产价值提供足够安全边际

公司下属农批市场及其它子公司拥有460万平米工业或商业用地,其中权益土地面积为291万平米。这些土地是公司在较早的时候获得,具备较高的重估价值。若按工业用地的市场价值进行重估,其价值约为24亿元;若按住宅用地的性质重估,其价值约134亿元,是目前公司市值的1.3倍;若按照商业用地的性质重估,其价值高达281亿元,是目前公司市值的2.8倍。

公司管理团队优秀,经营机制具有市场竞争力

在由传统国有企业脱胎而来的上市公司中,该公司管理团队的年轻化、知识化、市场化程度都是较高的,在同行中处于领先水平,这为公司的战略制定与实施、农批业务模式的异地复制都提供了强有力的组织保障。

第四季度业绩有可能大大超预期

公司今年第四季度和全年,不管是主营业务还是非经常性收益,都有可能大大超过市场预期。理由如下: 1. 多个因素促成公司农批市场业务利润可能同比增长28%以上; 2. 单从第四季度来说,至少有两点因素将大幅提升第四季度业绩; 3. 从非经常性损益来看,今年公司资产处置力度加大,将显著提升EPS。

其他有可能刺激股价的因素

1. 随着平湖市场和布吉市场功能的最终确定,布吉地块的商业价值将被市场关注; 2. 民润问题得到彻底解决,公司再无后顾之忧; 3. 深深宝股权处置获得彻底解决,获得大笔投资收益; 4. 电子交易平台进一步成型,不排除独立上市可能; 5. 政策刺激,下一个中央一号文件值得期待。

盈利预测与投资建议

我们预计09-2011年公司主营业务eps为0.317、0.45和0.552元,含非经常性净收益eps为0.619、0.645和0.747元。我们给予强烈“买入”评级,给予该公司一年内20元的目标价。

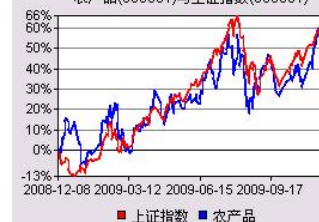
公司评级

买入

当前价格(元) 13.02
 目标价格(元) 20.00
 前次评级 持有

股价走势

农产品(000061)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	14.61%	15.73%	63.56%
上证综指	8.09%	25.42%	102.22%

股票数据

总股本(万股)	76,850.79
流通A股(万股)	47,623.54
主要股东:	
	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
主要股东持股比例	21.52%
流通A股比例	61.97%

财务比率

ROE	1.87%
ROA	0.86%
资产负债率	44.62%
每股净资产(元)	6.29

2008 年报数据。

12月3—4日，广发证券商业、农业、地产三个行业的研究员一道，对农产品公司进行了较深入的实地调研。我们走访了该公司的董事会办公室、资产管理部、布吉农批市场、福田农批市场、农牧公司、果菜公司等部门，并与该公司有关的管理人员与基层人员进行了交流。我们的研究结论是：未来该公司农批市场业务及农牧业务持续快速增长有保障；该公司隐形资产（土地和股权等）价值为公司股价提供了足够的安全边际；公司管理团队年轻化、知识化、市场化程度高，具有市场竞争力；公司今年第四季度业绩有可能大大超预期。所以我们认为该公司是一个安全性与成长性兼备的好品种。由于前期资本市场对该公司存在各种疑虑，导致今年以来该股走势一直偏弱，这也正好为我们提供了一次补涨的投资机会。以下是我们三位研究员分别从商业、农业、地产三个角度对该公司调研后的简要观点，并请关注我们后续的跟踪报告。

农批市场及农牧业务未来三年增长速度将快于过去三年

该公司在经过几年的“归核化”后，农批市场业务及农牧业务成为该公司当前和未来的主营方向。以下是广发证券商业研究员欧亚菲和农业研究员熊峰分别对该公司农批市场业务和农牧业务调研后的主要结论。

在农批市场方面，我们调研后总的结论是，公司在经营上战略得当、长短兼顾，且执行力强。具体体现在：

1、在加快各种不良资产处置的进度，归核化基本完成的同时，公司加快异地农批市场扩张，今年新增银川、长春和蚌埠三个农批市场，未来几年也将继续保持每年新增2—3家的速度，持续的外延式扩张为公司长期快速发展奠定了基础；

2、公司在经过前几年的快速扩张后，品牌意识加强，开始着力打造“海吉星”高端品牌，虽然短期不一定体现出效益，但这进一步显示了公司管理层的长远战略眼光；

3、次新农批市场，如成都、长沙、南昌等市场进入盈利快速增长期；

4、糖网、棉花和茧丝等大宗电子交易市场业务发展迅速，尤其是广西糖网已成为公司新的利润增长亮点；

5、公司平湖项目明年年中可以投入正式运营，提升公司农批业务的弹性；

6、公司稳步推进“网络化”战略，通过发挥协同效应，对成熟市场精耕细作，达到节约费用、提升效益的效果，佣金收入所占比例也呈上升趋势。

由于近几年该公司报表公告的农批市场业务的主营业务收入、主营业务成本、主营业务利润等指标每年的统计口径有所不同，下表数据可能有一定误差，不过我们经过核对并向公司有关人员了解后得出的结论是：公司农批市场业务收入过去三年实际平均每年保持25%—30%的增长，农批市场业务权益净利润过去三年实际平均每年保持20%—25%的增长。未来三年，由于次新市场渐入佳境，平湖等新市场相继开业，我们认为公司农

批市场业务的增长率将快于过去三年。我们预计2009——2011年公司农批市场业务收入平均每年增长32%，农批市场业务利润平均每年增长28%。

表 1: 过去三年该公司农批市场业务增长率				
	2009 上半年	2008 年	2007 年	2006 年
农批市场业务收入（万元）	48388	66855	66119	47716
农批市场业务收入同比增长率	60.95% 剔除非可比因素约 30%	1.11% 剔除非可比因素为 28.85%	37.85%	29.85%
农批市场业务毛利率	51.69% 剔除非可比因素为 83.01%	73.28%	75.07%	77.81%
农批市场业务权益净利润（亿元）	0.933	1.66	1.61	1.3

数据来源：公司报表

公司还有一块被资本市场忽视的业务，那就是农牧公司。该公司是种猪、商品猪养殖、饲料、屠宰一体化的公司，由于生猪养殖行业景气度呈上升趋势，加上公司新建150万头年产能的屠宰厂今年8月28日已经试运行，明年开始贡献利润，所以我们预期农牧公司将成为明年利润的增长点。该公司机制到位（职工持股49%），是国家级高新技术企业，目前有7个大型生态养猪场，设计年出栏量30多万头（其中种猪3万多头），去年实际出栏20万头，并自配15万吨的饲料生产能力。年屠宰150万头的美意屠宰场是2007年“深圳市为民办实事十件大事”之一，投资3.1亿，占地10万平方米。前几年农牧公司曾经是公司的利润大户，年税后利润最高时达4000多万元，但业绩与生猪行业的景气度密切相关。该公司2007年净利润2578万元，2008年净利润2371元，今年上半年利润大幅度下降。由于下半年生猪价格反弹，加上种猪销售态势良好，屠宰厂8月28日开始运行，我们预计2009年该公司利润1800万元，2010年3500万，2011年4000万，农产品按51%占比，2009——2011年可分得净利润分别为918万元、1785万元、2040万元。

隐形资产价值提供足够安全边际

该公司目前总资产636444万元，股东权益294020万元，股票市值100亿（12月4日收盘价13.2元），但该公司目前的隐形资产价值已经远远大于这些有形价值。我们这里的隐形资产价值指的是表外价值，如土地、股权等都是以前历史成本进入资产负债表，但目前其市场价值已经远远大于历史成本，渠道价值、商誉等更是没有体现在公司的有形资产中。以下是广发证券地产研究员沈爱卿对该公司主要土地价值摸底汇总后的研究结论。

公司下属农批市场及其它子公司拥有460万平米土地（主要是市场所

占用土地），其中公司的权益土地面积为291万平米。这些市场的大部分土地是公司在较早的时候获得，具备较高的重估价值。如果按工业用地的市场价值给这些土地进行重估，其重估价值约为24亿元；若按住宅用地的性质重估，其重估价值约134亿元，是目前公司市值的1.3倍；若是按照商业用地的性质重估，其价值高达281亿元，是目前公司市值的2.8倍。

表 2：公司农批市场土地资源价值重估表

市场名称	权 益 比重	土地面 积（万 平米）	权益土地 面积（万 平米）	开业时 间	位置	可比市场价格（元/平米）			权益市场价值（百万元）		
						同 区 域 工 业 用 地	同区域 住宅用 地	同 区 域 商 业 用 地	按实际属 性 计 算 （工业用 地为主）	按住宅用 地计算	按商业 用地计 算
深圳 布 吉农产品 中心批发 市场	100.0%	15	15	1989	深圳罗 湖区布 吉路	2516	14505	29569	377	2176	4435
合 肥 周 谷堆农产 品批发市 场	44.7%	19	8	1992	合肥市 屯溪路	383	3686	2497	32	308	209
深 圳 市 布吉海鲜 批发市场	51.2%	2	1	1997	深圳罗 湖区布 吉路	2516	14505	29569	26	149	303
深 圳 市 福田农产 品批发市 场	73.0%	9	7	1997	深圳市 福田区 梅林路	2516	14505	29569	169	974	1986
深圳罗湖 水产（综 合）批发 市场	51%	1	1	1997	深圳罗 湖区罗 芳南路	2516	14505	29569	13	74	151
上 海 农 产品中心 批发市场	60.8%	27	16	1998	上海市 浦东新 区沪南 路	1684	14429	32910	276	2369	5403
南 昌 （深圳） 农产品中 心批发市 场	51.0%	37	19	1998	南昌市 朱桥东 路	868	2443	1664	162	457	311

长沙马王堆农产品批发市场	51.0%	13	7	1999	长沙芙蓉区嘉雨路	563	1473	3733	37	98	247
成都农产品中心批发市场	51.0%	35	18	2000	成都市西航港成白路	180	2034	3505	32	363	626
深圳市南山农产品批发配送中心	58.0%	10	6	2005	深圳市南山大道北	5125	4710	57920	297	273	3359
惠州农产品物流配送中心	51.0%	35	18	2006	惠州江北金石一路	393	2071	4904	70	367	868
西安摩尔农产品批发市场	51.0%	14	7	2006	西安市北二环	307	2181	1455	22	156	104
北京大红门京深海鲜农产品批发市场	42%	9	4	2006	北京市丰台区石榴庄	315	1091	1196	12	41	45
深圳海吉星国际农产品物流园	100%	30	30	在建	深圳市龙岗区平湖镇白泥坑	542	12140	29569	410	3678	8959
沈阳海吉星农产品物流园	70.0%	67	47	在建	沈阳市沈北新区	315	1091	1196	173	512	561
广西南宁海吉星农产品国际物流园	100.0%	46	46	在建	南宁市江南工业园内	372	1483	792	273	682	364
农牧公司-屠宰厂	51%	10	5		深圳光明新区	542	12140	29569	28	619	1508
果菜公司	100%	1	1			542	12140	29569	5	121	296
总计		460	291						2,416	13,417	28,091

注：没有考虑公司新获得的长春项目和蚌埠项目（尚未签订土地出让协议）。其中蚌埠项目占地面积80万平米。

数据来源：中国指数研究院、各地房管局网站、广发证券发展研究中心

特别值得一提的是公司在深圳的罗湖布吉市场和福田市场。随着2010年公司在深圳的平湖市场初步建成，布吉市场和福田市场将逐渐搬迁到平湖市场。布吉市场、福田市场是公司在90年代获得的工业用地，总土地面

积27.2万平方米，公司权益土地面积23.3万平方米。这在深圳关内算得上是极其稀缺的土地资源。深圳市最近出台了《深圳市城市更新办法》，此政策有助于公司的这些工业用地的转化为商业或是住宅。届时这些稀缺的土地将为公司带来较高的收益。

此外，目前公司在建三大市场深圳平湖市场、沈阳市场和南宁市场都有一定比例的商业配套，这些市场的土地获取价格非常低廉。而商业配套项目仍可按市场价格出售。估计平湖等三大市场的商业配套面积约为40万平方米建面，而按照可比市场价格计算，这些商业配套的销售毛利率在50% - 70%之间，估计可为公司带来4.9亿元的净利润。

表 3：三大市场等商业配套收入测算

	权益 比重	占地面积 (万平方米)	权益土地面 积(万平方米)	商业配 套比例	权益商业配 套建筑面积	收入(百 万元)	毛利 率	净利 润	净利率(百 万元)
深圳平湖市场	100%	30	30	7%	5	345	65.6%	118	34.2%
沈阳市场	70%	67	47	10%	12	352	51.1%	82	23.3%
南宁市场	100%	46	46	20%	23	966	59.4%	286	29.6%

注：没有考虑到平湖、沈阳和南宁等新建项目部分市场摊位长租情况带来的一次性收益。

数据来源：广发证券发展研究中心

公司管理团队优秀，经营机制具有市场竞争力

投资一个公司的第一必要条件是看好其管理团队。所以我们此次对该公司管理团队的形成机制、决策机制、执行力、激励机制及威望、稳定性等进行了重点了解。我们的基本结论是：在由传统国有企业脱胎而来的上市公司中，该公司管理团队的年轻化、知识化、市场化程度都是较高的，在同行中处于领先水平，这为公司的战略制定与实施、农批业务模式的异地复制都提供了强有力的组织保障。

1. 股权激励对公司管理层、中层干部和骨干的激励作用明显

根据该公司2005年股权分置改革的方案，公司股东除国家股股东外，其他法人股股东向公司其他股东承诺：为对公司核心管理层、核心业务骨干进行有效长期激励，其他法人股股东将其拥有的农产品股份的50%部分，3.5元/股出售给公司管理层，从而实施管理层股权激励计划。根据公司董事会的分配方案，参与公司股权激励约束计划的公司中高层管理人员及业务骨干共232人，26,204,253股股份已于2008年8月25日全部过户完毕。我们通过过去的几次调研，得出的结论是，此次股权激励确实在很大程度上解决了管理层的动力问题，是该公司近两年经营业绩持续提高的根本原因之一。

2. 公司正制定落实下属各个农批市场管理层次的激励机制

正是因为看到了股权激励的良好效果，公司在下属各个农批市场管理层次也开始积极落实激励机制，所以我们认为该公司各基层单位的经营机制在国内是处于先进水平的。

3. 新一届管理团队更加年轻专业

该公司董事会12月初刚刚换届，新的经营班子也即将任命。他们几乎全部都是从本系统基层做上来的，而且更加年轻化、专业化。

董事长陈少群先生：1962 年4 月出生，硕士学历，工程师，2008 年就读中欧国际工商学院全球CEO 课程。历任本公司副总经理、董事、总经理、第四、五届董事会董事长，现任本公司第五届董事会董事长、党委书记、总经理。深圳市第四届人民代表大会代表。2003年陈少群上任董事长后，公司开始执行“归核化战略”，逐步将精力回归到其招牌业务——农产品批发业务，并积极集中清理对外投资项目。之后才重新走上了良性发展道路，并表现出强劲的发展态势。目前陈少群先生在公司上下深孚众望，是班子名副其实的带头人。

董事曾湃先生：1971 年出生，管理学博士，高级经济师，2008 年就读中欧国际工商学院全球CEO 课程。1994 年7 月起任本公司期货业务部副经理、贸发部经理、总经理助理等职；2001 年5 月起任深圳市深宝实业股份有限公司董事、总经理、董事长、党委书记等职。现任深圳市深宝实业股份有限公司董事长、党委书记。很可能出任农产品新一任公司总经理。

董事万筱宁先生：1963 年12 月生，博士研究生学历，高级经济师。曾任深圳粤海公司开发部主管，深圳金田公司企管部项目经理，深圳市委办公厅综合处主任科员，深圳市商贸投资控股公司资产经营部副部长，深圳市中农网电子商务有限公司总经理、董事长，深圳市农产品股份有限公司副总经理。现任本公司副总经理。

董事马彦钊先生：1963年9月生，博士研究生，高级会计师，中国注册会计师协会会员。曾任南京经济学院会计系讲师，深圳市深宝实业股份有限公司审计部负责人，深圳市投资管理公司会计主管、业务经理、高级会计师，深圳市盐田港集团公司董事、财务总监，本公司第四届董事会董事、财务总监。现任本公司第五届董事会董事、财务总监。

董事祝俊明先生：1964 年1 月生，硕士学历，经济师。历任本公司董事、副总经理、常务副总经理及总经理等职，现任深圳市粮食集团有限公司董事长、本公司第五届董事会董事。

董事胡翔海先生：1964 年10 月生，大学本科，讲师。曾任深圳教育学院讲师，深圳市企业管理干部培训中心主任，深圳市企业管理协会副秘书长，深圳市经发局发展处项目负责人，深圳市免税商品企业公司发展部经理、总经理助理，历任本公司总经理助理、副总经理，现任本公司副总经理。

表 4：公司员工的数量和专业构成情况			
专业构成类别	人数	所占比例（%）	同期增长（+ - %）
生产人员	523	12.07	-8.43
销售人员	487	11.24	+3.45
技术人员	348	8.03	+1.78
行政人员	306	7.06	-3.06

财务人员	236	5.45	+0.67
管理人员（含市场管理人员）	2432	56.14	+5.57
合 计	4332	100	
教育程度情况			
大、中专学历以上人员	1991	45.96	+3.89
其中：1、博士、硕士	103	2.38	+0.36
2、本科及大、中专学历	1888	43.58	+3.53
高级职称	48	1.11	+0.12
中级职称	238	5.49	+0.76
初级职称	332	7.66	+1.75

数据来源：公司报表

第四季度业绩有可能大大超预期

我们调研后认为，该公司今年第四季度和全年的经营业绩，不管是主营业务还是非经常性收益，都有可能大大超过市场预期。理由如下：

1. 多个因素促成公司农批市场业务可能同比增长28%以上

一般来说，农批市场业务下半年好于上半年，今年上半年由于还是在一定程度上受到金融危机的影响，所以2009年上半年公司批发市场主营业务收入同比增长只有17.82%。由于下半年国内消费显著反弹，公司成熟市场越来越多，公司新开市场如成都、惠州、西安等也开始进入盈利，公司今年以来加大了管理改进和增收节支的力度，加上消费旺季到来，所以我们认为2009年全年农批市场业务收入和利润同比增长可以达到去年的增长水平，即28%以上。

2. 单从第四季度来说，至少有两点因素将大幅提升第四季度业绩

一是各地政府对农批市场每年都有各种补贴，但一般都是集中在年底到帐。如去年农产品收到的各种政府补贴接近5000万元，今年由于政府刺激经济的力度加大，我们估计全年会有约5500万元左右的政府补贴。二是据我们了解，今年第三季度，部分市场（如南山等）的部分收入由于个中原因推迟结算，导致公司第三季度业绩低于预期。

3. 从非经常性损益来看，今年公司资产处置力度加大，将显著提升EPS

从公司已经公布的信息来看，公司全年的非经常性收益将非常可观。

一是金信坏帐冲回。上半年转让金信信托股权，实现税后收益8,241万元。

二是蛇口海吉星转让收益。2009年5月22日，经过公开竞价，深圳市深业物流笋岗仓库有限公司和深圳市笋岗国际电子物流城有限公司成为海吉星渔港49%股权的联合受让方。成交价格为人民币25,500,000元；按

照新会计准则,本次股权转让将增加公司税后收益约2300 万元。公司董事会发布公告,决定将剩余51%的股权也予以转让,转让完成后又可增加公司税后收益约2400万元,前后合计增加税后收益约4700万元。

三是深深宝股票减持获益。公司上半年通过证券交易系统出让深深宝股权140.2 万股,实现税后收益708万元;于2009年8月25日至2009年12月2日减持深深宝股权140.2万股,转让总价款为13,696,744.91元,给公司增加税前收益约1080万元,实现税后收益约810万元。今年总计已经实现税后收益1518万元。公司尚有629.21万股,若按目前市价全部减持,将实现税后收益约5000万元。总计为税后收益6518万元。

四是下属果菜公司与深圳市盈达投资有限公司签订股权转让合同。果菜公司以人民币2,398 万元将其拥有的深圳市蓝投贸易有限公司100%股权转让给盈达公司。本次交易为公司带来税后净收益约1750 万元。

五是公司公告将所持寿光公司54.41 % 股权按86,539,482.24 元转让,该股权帐面价值6000万元,公司可获约2654万元税前收益,折合税后收益约1991万元。

以上合计,公司今年有可能实现的税后非经常性收益为8241+4700+6518+1750+1991=23200元,折合每股0.302元。

其他有可能刺激股价的因素

1. 平湖市场和布吉市场功能的最终确定,,布吉地块的商业价值被市场关注

据我们了解,该公司正在积极争取2011年的世界批发市场大会在深圳平湖举办,公司董事长兼总经理陈少群已经在2009年世批联大会上正式向世批联主席Wallace先生递交了公司申请举办2011年世批联大会的正式函件。所以公司必须在2010年尽快将平湖市场建设完毕并投入运营。但平湖市场的建设又涉及到平湖与布吉两个市场如何从战略上、功能上划分的问题。平湖市场建设的目的是对布吉作为一级农批市场功能的升级,所以搬迁势在必行,不过是一次性搬迁还是渐进式搬迁?公司似乎非常谨慎,据了解该公司为此开会研讨了几十次。因为时间已经不多,我们估计方案已经基本成熟,一旦公布,市场可能随之反应。这是因为布吉市场一方面占公司目前主营业务利润的比例很大,搬迁问题处理不好,对公司经营业绩会造成波动;另一方面,布吉市场地处深圳布吉关内,占地15万平方米,这在深圳市内如此大的成片待开发用地已经几乎是绝版,所以一旦搬迁,该地块的商业价值将凸显出来。

2. 民润问题得到彻底解决,公司再无后顾之忧

民润公司已经于今年4月份由华润总公司正式接管经营(其实早在2008年底华润就已经进场),不过股权收购协议尚未正式签定。据了解华润通过提供货源、关闭到期门店和经营不善门店、加强管理等方式,民润目前的经营已经基本止血。农产品对民润的投资帐面净值已经归0,对民润的大约1.5亿应收帐款已经在2008年计提一半。据我们多途径了解,民润的对外债务按50%的比例由华润接受的可能性较大。所以,民润问题

彻底解决的时机已经基本成熟，一旦与华润正式签定股权转让协议，我们认为对农产品股价而言将是一大利好，因为这意味着农产品在民润另外一半的应收帐款和1.3亿的连带担保有了保障。

3. 深深宝股权处置获得彻底解决，获得大笔投资收益

公司作为深深宝第一大股东和实际控制人，持有其5374万股，占总股本约30%。公司于2009年6月22日至2009年12月2日通过集中竞价交易方式减持公司股份2,804,084股，占公司总股本比例为1.54%，减持后农产品还持有深深宝股份50,939,263股，占公司总股本比例为28.00%。深深宝其实是一家轻资产且资产质量并不差的壳公司，只是不符合农产品的“归核化”战略，所以在经过上次退出失败后，我们预计农产品会继续寻找择机退出的时机。按目前市场价格，一旦退出，将为农产品带来4亿以上的税前投资收益，折合每股超过0.50元。

4. 电子交易平台进一步成型，不排除独立上市可能

2009年8月，农产品公司撤消电子商务总部，出资8000万元组建深圳市农产品交易中心股份有限公司，农产品公司原直接持有的柳糖、昆糖、茧丝、棉花四家电子交易市场、配送中心公司和中农网公司的股权均转入该公司，未来开拓增加的新品种交易市场也将由该公司投资和管理，以打造农产品电子交易统一平台。2009年该平台的营业收入将接近农产品公司主营业务总收入的40%。

我们认为，随着现代物流与电子商务技术在农产品流通行业的应用，广西糖网、全国棉花交易市场、吉林玉米市场等一批大宗商品电子交易市场开始脱颖而出，成为农产品流通体系的重要一环。该类市场通过运用电子商务技术为交易商提供现货集散、合同交易、信息咨询、资金结算、仓储运输、质检及金融支持等多项服务，发挥着区别于传统批发市场与贸易渠道的特殊作用，具有很强的专业性和很好的市场前景。我们认为农产品公司致力于打造中国最好的农产品BtoC平台，目前象广西糖网等的业务规模、盈利模式和盈利能力等已经显现出来，一旦进一步成长，不排除该公司很快就到创业板或中小板上市的可能。如广西糖网，今年上半年净利润就达到2029万元，同比增长596%。

5. 政策刺激，下一个中央一号文件值得期待

农产品批发市场作为农产品供应链中的关键节点，联系着生产和消费两端，一方面肩负着促进农业增效农民增收的使命，另一方面承担着保障城市居民食品供应和质量安全的责任，在解决“三农”问题中的作用越来越受到重视。从近几年的中央一号文件可以看出，其对于“农产品批发市场建设”均有专门的阐述，而且政策措施越来越明确和具体。如2009年，中央一号文件用专门章节阐述了“加强农产品市场体系建设”，指出要“加大力度支持重点产区和集散地农产品批发市场、集贸市场等流通基础设施建设”。这种政策上不断强化的延续力度，充分体现了农产品批发市场在流通领域中的重要作用逐步得到充分展示和认可。同时，政府加强对重点产区和集散地农产品流通体系的建设，为公司对外拓展提供了更好的契机。

前期资本市场对该公司的主要误解和疑虑

今年以来，大盘指数从2008年12月31日收盘价1820点上涨到2009年12月4日3317点，上涨幅度82.3%。而该公司从2008年12月31日的收盘价15.90元上涨2009年12月4日13.02元，复权后股价为22.13元，上涨幅度69.9%，落后于大盘，更是落后于商业板块和农业板块今年以来的上涨幅度，可见今年以来该股走势一直偏弱。我们认为这与资本市场对该公司存在以下各种误解和疑虑有关。

1. 过去两年公司主营业务业绩释放和佣金比例提升速度低于市场预期

两年市场对公司异地扩张、连锁经营、按业务量收取佣金模式等都寄予厚望，但两年下来，公司业绩释放一直低于市场预期，导致市场对该公司的关注度持续下降，目前持续跟踪该公司的行业研究员越来越少。对于过去两年公司主营业务业绩释放低于预期，我们认为一半是由于公司的非主营业务拖了公司的后退，如民润、蛇口海吉星、青岛肉联等连续几年大亏损、金信坏帐计提等，每年都吃掉了公司相当部分的利润；另一半是由于市场的误读，其实公司的农批市场业务在过去两年来一直保持很好的发展态势，即使在去年下半年以来的全球性金融危机的大背景下，公司农批业务的异地扩张速度、增长速度都保持稳定（20%左右），如公司2008年批发市场主营业务收入同比增长28.85%；2009年上半年在国内外经济严重下滑的形势下，公司批发市场主营业务收入同比增长17.82%。只是由于新开市场需要占用一定的前期费用，产生效益一般也要1-2年的培育期，所以主营业务业绩略低于预期。我们认为随着新开市场渐入佳境，未来几年该公司的业绩释放应该快于前两年。至于佣金比例提升速度低于市场预期，我们认为那是前期市场过分炒作的结果，事实上随着公司网络化战略的推进和电子交易平台的建设，公司电子交易和佣金模式所占比例正逐年提升，据公司介绍，公司目前电子交易所占比例接近40%，佣金所占比例20%—30%。

2. 民润问题久拖不决

民润是公司拖的时间最长、亏损最大的、也是最后的一个包袱。市场对民润问题何时解决，损失多大一直有疑虑，虽然民润公司已经于今年4月份由华润总公司正式接管经营（其实早在2008年底华润就已经进场），但股权收购协议尚未正式签定，最后结果仍有不确定性。不过据我们了解华润通过提供货源、关闭到期门店和经营不善门店、加强管理等方式，民润目前的经营已经基本止血。农产品对民润的投资帐面净值已经归0，对民润的大约1.5亿应收帐款已经在2008年计提了一半。所以民润在2009年应该不会象过去几年那样，成为继续拉低农产品的利润的主要因素。

3. 平湖市场建设进度低于预期

市场以前预计平湖市场将于2009年内建好第一期工程并从2010年初

开始运营，但实际建设进度落后于市场预期，我们估计平湖项目第一期可能要推迟到2010年七、八月才能正式营业。据我们了解，主要是因为主要涉及市政垃圾填埋厂等工厂拆迁问题，这些问题已作为市政府办公会议议题正抓紧落实解决。

4. 退出寿光市场

2009年10月24日，公司宣布将所持寿光公司54.41%的股权按评估值人民币86,539,482.24元为作价依据（评估基准日2009年7月31日）转让。一时间引起市场的各种猜测和担忧。市场主要担心这种情况会否也在其他异地市场出现。经过我们的实地调研和其他途径了解，我们认为农产品退出寿光市场是明智选择，而且只是一个个案，并不具有普遍性。而且从另一角度来说，如果农产品退出寿光市场后新的股东和管理团队未能让该市场继续保持较好的发展态势，则从反面证明了农产品公司作为我国一流农批市场专家的市场稀缺性。

正是市场对上述问题的误解和疑虑，导致今年以来该股走势一直偏弱，当然，这也正好为我们提供了一次补涨的投资机会。

盈利预测与投资建议

1. 主营业务盈利预测

未来三年，由于次新市场渐入佳境，平湖等新市场相继开业，我们认为公司农批市场业务的增长率将快于过去三年。我们预计2009—2011年公司农批市场业务收入平均每年增长32%，农批市场业务利润平均每年增长28%。

由于平湖市场规模很大，政府给予7%的配套商业地产开发，广发证券商业地产研究员经过估算认为该部分总计贡献净利润1.18亿元，我们在2010年和2011年分摊，即2010年和2011年各增加商铺销售利润5590万元。其他新市场如南宁、沈阳等的配套商铺销售利润我们按常规主营收入的一部分考虑。

农牧公司2008年净利润2371元，按51%权益，农产品公司分得1209万元。今年上半年仅由于下半年生猪价格反弹，加上种猪销售态势良好，屠宰厂8月28日开始运行，我们预计2009年该公司利润1800万元，2010年3500万，2011年4000万，农产品按51%占比，2009—2011年可分得净利润分别为918万元、1785万元、2040万元。

2. 非经常性收益

我们在前面已经详细计算，公司今年有可能实现的税后非经常性收益为23200元，折合每股0.302元。2010—2011年的非经常性收益将主要来自深深宝股权减持，农产品在2010—2011年可供减持的深深宝股票有4465万股，按12月4日收盘价（9.72元）计算，总市值约为4.34亿，可为农产品带来大约3亿左右的净利润，我们假设2010—2011年每年平分1.5亿元，即2010-2011年每年贡献0.195元EPS。

公司的其他收入如配套业务收入、利息收入、果菜公司、社区农贸市场收入等，以及其他费用如总部费用等，我们假设正好抵消。

表 5: 各项业务利润汇总				
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
农批市场主营业务权益净利润	16602	21251	27201	34818
平湖配套商铺销售净利润			5590	5590
农牧业务净利润	1209	918	1785	2040
主营业务净利润	19558	24370	34576	42448
主营业务 EPS	0.254	0.317	0.45	0.552
非经常性净收益	-7342	23200	15000	15000
非经常性净收益贡献 EPS	-0.10	0.302	0.195	0.195
净利润	5307	47570	49570	57448
EPS	0.13	0.619	0.645	0.747

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计09-2011年公司主营业务eps为0.317、0.45和0.552元，含非经常性净收益eps为0.619、0.645和0.747元。我们给予强烈“买入”评级。由于公司2010-2011年处于业绩爆发增长期，且农批业务弹性较大，我们对2010年主营业务EPS按40倍PE计算，公司目前合理价值18元。若考虑公司近2—3年非经常性收益对EPS的显著贡献，我们给予该公司一年内20元的目标价。

表6: 资产负债表

单位：万元

至12月31日	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	219427	226761	238550	244545
货币资金	156121	139692	112050	85000
应收账款	6221	5281	6000	6000
其它应收款	25367	48320	48000	48000
预付账款	24455	25103	25000	25000
非流动资产	396034	409683	415200	428500
长期股权投资	28532	29801	32009	35000
固定资产	158904	156538	152400	162550
无形资产	93191	91391	95000	96000
资产总计	615461	663031	712601	771049
流动负债	219028	208726	215000	233500
短期借款	100000	77150	85000	100000
应付账款	7219	9000	10000	12000
非流动负债	55567	71957	78550	89100
长期借款	30248	47092	51000	55120
其他非流动负债	14949	15000	15000	15000
负债合计	274595	280682	281850	292440
归属母公司股东权	284205	331775	381345	438793
负债和股东权益	615461	663031	712601	771049

数据来源：广发证券发展研究中心

表7: 利润表

单位: 万元

至12月31日	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	127999	216833	286219	377810
营业成本	127448	175029	231038	304971
营业税金及附加	3416	3605	3771	3870
营业费用	14518	15010	15541	16100
管理费用	29262	31200	33090	34910
财务费用	6279	3120	5920	6800
资产减值损失	7342	500	500	500
公允价值变动收益				
投资净收益	4009	23200	15000	15000
营业外收入	9703	10000	10000	10000
营业外支出	501	500	500	500
利润总额	13763	61841	64441	74682
归属母公司净利润	5307	47570	49570	57448
EPS (元)	0.13	0.619	0.645	0.747

数据来源: 广发证券发展研究中心

表8: 现金流量表

单位: 万元

至12月31日	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流				
销售商品收到的现	131900	158006	205408	267030
收到其他有关经营	17748	30772	45500	58600
现金收入	150500	189007	245709	319422
购买商品支付的现	61150	114160	148408	192930
支付职工工资	19424	25646	33340	43340
现金流出	122617	164975	214468	278808
投资活动现金流				
投资收益	-7342	23200	15000	15000
筹资活动现金流				
现金流入	16983	17248	22422	29149
现金流出	74500	20275	26358	34265
现金净增加额	44863	26555	45804	68522

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

农产品(000061)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。