



# 上市公司公告点评

研究报告  
批发和零售贸易

买入维持

农产品 (000061)

2010 年 3 月 31 日

## 外延扩张再提速,公司进入新一轮扩张周期 具有战略必然性

2010 年 3 月 30 日收盘于 14.71 元  
6 个月目标价: 18.00 元

批发和零售贸易行业首席分析师: 路颖  
luying@htsec.com  
SAC 执业证书编号: S0850203100078  
021-23219403

汪立亭  
联系人  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

潘鹤  
联系人  
panh@htsec.com  
021-23219423

**公告内容。**公司今日 (2010年3月31日) 公告: (1) 投资参与建设京津国际农产品物流加工区项目; (2) 出资成立天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司 (暂用名); (3) 出资成立广州深农岭南农产品批发市场有限公司 (暂用名); (4) 出资成立济南市盖世农产品物流交易中心有限公司 (暂用名); (5) 增资沈阳海吉星农产品物流有限公司等五个议案, 经董事会审议通过。

**公告简评和投资建议。**我们在此前的深度报告中 (农产品交易网络大平台价值凸显, 20100112) 提到: “城镇化建设提升市场发展空间, 并提高了对市场建设的规范化要求, 以及政府对食品安全不断重视, 合力催生了市场快速发展和整合机会, 这是公司农批市场发展的大逻辑, 而基于公司网络化战略考虑和扩张机遇期的考虑, 公司将加速市场外延扩张, 争取 2-3 年内, 达到在全国主要中心城市经营 30 家左右具有竞争优势的现代化农批市场的目标”

在 2009 年下半年公司新签约柳州、银川、长春、蚌埠和昆明等 5 个项目之后, 公司外延扩张再次提速, 又将新建或控股经营天津 2 个市场、济南市场和广州项目, 并增资沈阳项目, 完全符合我们此前的判断。实体市场网络布局更趋完善, 而且 4 个新的项目和 1 个增资项目均是在非常有利于市场经营的质量较高的中心城市, 具有较为有效的农产品消费需求保障, 作为销地市场, 更有利于公司的战略实施和长期内的业绩高增长。

我们认为新的机遇背景和公司充足的能力和资源储备条件下, 公司进入新一轮扩张周期具有战略必然性。而基于此, 后期公司仍将会在其他主要中心城市收购或新建市场, 从而更加完善其全国性农产品批发市场网络体系, 为整合资源、协同发挥网络化市场附加值提供坚强支撑。

上述 4 个新签项目和 1 个增资项目合计新增注册资金投资 2.46 亿元, 新增市场用地约 7000-8300 亩 (467-554 万平米), 相对于公司目前已经拥有超过 600 万平米的市场, 新增面积几乎翻倍。由于新签项目需要经历拿地、建设、开业经营等过程, 并且此次公告并未披露更多信息, 我们暂维持对公司 2010-2011 年 0.50 和 0.70 元的经常性 EPS 预测和 0.58 和 0.80 元的合并 EPS 预测, 维持 18 元的目标价。

我们再次重申对农产品的投资判断: 公司是国内农批市场中具有绝对规模优势和领先管理水平, 且发展战略清晰的行业龙头。2009 年是公司业绩拐点, 2010 年内, 基于民润超市股权转让完成、南宁和平湖市场的开业和“网络化”战略的加快实施, 2010 年之后, 预计公司业绩将有望保持数年的高增长, 具有长期投资价值。

以下是我们对农产品公告的 5 个主要事项进行简单介绍, 并分析了公司开始新一轮扩张周期的原因及未来趋势。

### 1. 项目简介及点评

公司此次共公告在天津、济南和广州三地投资建设四个项目：（1）投资参与建设京津国际农产品物流加工区项目；（2）出资成立天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司（暂用名）；（3）出资成立广州深农岭南农产品批发市场有限公司（暂用名）；（4）出资成立济南市盖世农产品物流交易中心有限公司（暂用名），并（5）增资沈阳海吉星农产品物流有限公司。

表 1 农产品新项目基本情况

| 公司或项目名称            | 股权比例<br>% | 总投资额<br>万元 | 农产品出资额<br>万元 | 项目所在地       | 用地规模（估算）<br>亩 |
|--------------------|-----------|------------|--------------|-------------|---------------|
| 京津国际农产品物流加工区项目     | 42        | 30000      | 12600        | 天津静海县北环工业园  | 5000-6000     |
| 天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司  | 51        | 5000       | 2550         | 天津北辰区青光镇韩家墅 | 约 900         |
| 广州市深农岭南农产品批发市场有限公司 | 65        | 10000      | 6500         | 广州市白云区江高镇   | 300-400       |
| 济南市盖世农产品物流交易中心有限公司 | 51        | 3000       | 1530         | 济南市         | 800-1000      |
| 增资沈阳海吉星农产品物流有限公司   | 70        | 12000      | 8400         | 沈阳          | 400           |
| 合计                 |           | 60000      | 31580        |             | 7000-8300     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：沈阳海吉星项目本次为增资，增资额为 1400 万元（股权比例为 70% 不变），因此单独计算本次公告项目农产品出资额为 24580 万元

### （1）京津国际农产品物流加工区项目

该项目为公司与深圳莱蒙泰盛信息咨询有限公司及战略投资者共同投资成立的有限责任公司，位于天津市静海县北环工业园，公司注册资本3亿元，其中农产品出资12600万元，控股42%，莱蒙泰盛出资12000万元，占40%股权，其他深圳祥恒昶贸易、深圳臻康贸易和华锐资产分别出资3000万元、1500万元和900万元，分别占比10%、5%和3%股权。

该项目定位为辐射环渤海地区的国际标准的农产品大流通一级交易平台。我们判断该项目总用地规模在5000-6000亩，其中包含市场交易、物流加工及市场配套等综合功能，用地属性依然类同于公司此前签约的项目，为物流工业用地，因此拿地价格也会参照该用地属性进行土地招拍挂，参考农产品近年拿地价格（如南宁市场34万元/亩、成都市场40万/亩、合肥市场31.5万/亩，考虑返还后净用地价格更低），我们猜测本次拿地价格应在40万/亩左右。

预计公司成立后，将开始进入相关的拿地流程，由于用地规模比较大，政府可能分期供地，首期拿地后的建设周期应在1年左右，因此将略增加2011年的相关成本费用支出，但后期收益巨大。

### （2）天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司

该项目为公司与天津市北辰区青光镇韩家墅农工商联合公司共同投资成立，合作经营、开发天津韩家墅农产品批发市场。公司注册资本5000万元，其中农产品出资2550万元，控股51%，韩家墅公司现金出资 2450万元人民币，占49%股权。

该项目定位为服务天津市的农产品物流中心，我们判断项目用地规模在900亩左右（租赁经营，不涉及拿地），由于公司将经营的市场是由北辰区青光镇韩家墅农工商联合公司于1年前新建的市场，属于已有市场，因此此次合作后将有新公司为主体经营该市场，将农产品的资金、优秀的市场经营团队和管理经验导入市场，预期将会有较好的收益。

对于天津的两个项目，我们的总体判断是京津国际农产品物流加工区和韩家墅项目合计有6000亩左右的规模，扣除其他加工区和商业配套用地等，市场交易净用地规模应在4000亩左右，一般一个800-1000亩用地规模的市场，可辐射300-400万人口，天津市是一个有1500万人口的大城市，消费需求足以支撑公司上述市场交易额和市场盈利的增长。

另外，京津国际农产品物流加工区作为体量较大的市场，其定位于大流通概念，将在服务天津市的基础上，更加辐射环渤海的华北地区，并依赖良好的交通物流条件，作为中转市场向东北地区辐射输送各类农产品，因此对公司拓展巩固华北、东北市场，构建更为坚实的网络运营体系具有重要的战略意义。

### （3）济南市盖世农产品物流交易中心有限公司

该项目为公司与山东盖世农贸有限公司共同投资成立，合作经营管理山东盖世农副产品市场。公司注册资本为3000万元，其中农产品出资1530万元，控股51%，盖世公司出资1470万元，占49%股权。

该项目为定位于服务济南市场农产品物流中心，并且具备中转服务东北地区的功能。我们判断用地规模在800-1000亩（租赁经营，不涉及拿地），该市场类同于天津韩家墅市场，也是已有市场，我们也将后续对该市场进行跟踪了解，从而期望更好的判断市场预期收益情况。

### （4）广州市深农岭南农产品批发市场有限公司

该项目为公司与广州岭南国际企业集团共同投资成立，重点新建“广州江高中央大厨房核心商务区项目”及整合区域行

业资源。公司注册资本1亿元，其中农产品出资6500万元，控股65%，广州岭南集团出资3500万元，占35%股权。

该市场位于白云区江高镇，市场会按照“中央大厨房”项目思路，选择高端配送业务作为切入点，逐渐培育和丰富市场交易品种。市场经营初期，将会采取与广州江南市场（国内经营较好，规模较大的农批市场之一）错位竞争的策略。

### (5) 增资沈阳海吉星农产品物流有限公司

公司为进一步提升沈阳海吉星农产品物流有限公司的经营能力，实施“沈阳海吉星东北亚花卉交易中心项目”，经与沈阳海吉星另一方股东协商，拟同意将原注册资本人民币1亿元，增至人民币1.2亿元，即增加注册资本人民币2000万元，所增加注册资本由股东双方按原出资比例以现金认缴，即公司按70%股权比例出资1400万元，深圳明信投资按30%股权比例出资600万元。

沈阳项目是农产品于2007年10月签约成立的公司，但公司成立后由于项目位置相对较偏，公司当时意图待逐步成熟后开发，本次增资后，将会先把冷库做起来，开始运营，并实施东北亚花卉交易中心项目。

以上是公司公告以及我们所跟踪了解的各项目的的基本情况，由于公告披露数据有限，我们将对上述项目进行后续跟踪，从而期望较好判断新增项目对公司盈利贡献影响。

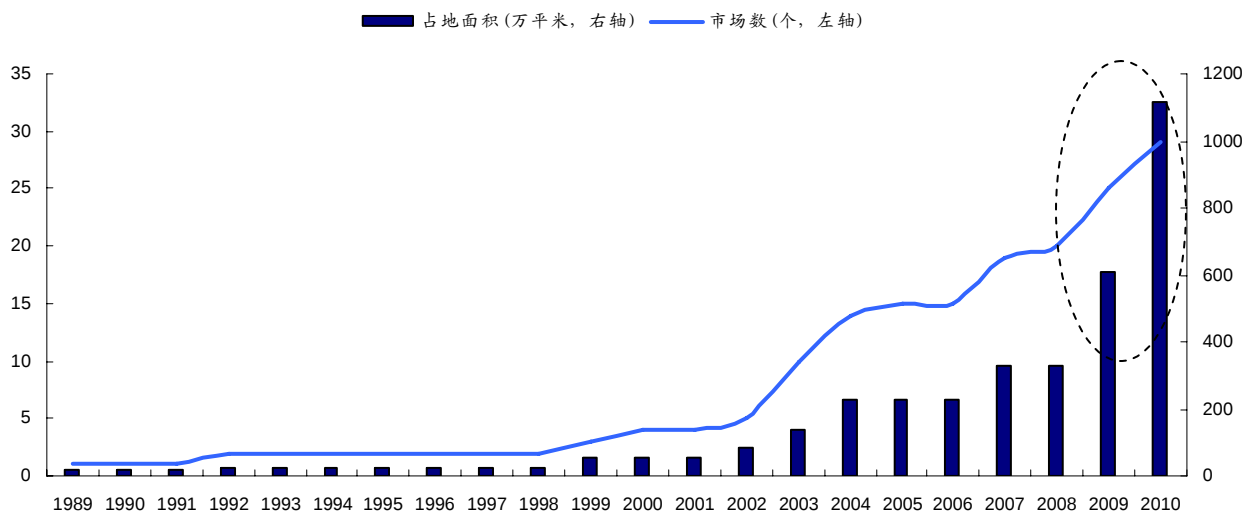
## 2. 新的机遇背景+充足的能力和资源储备，公司进入新一轮扩张周期具有战略必然性

农产品自1989年在深圳成立第一家市场——布吉市场后，1992年收购深圳南山市场，1997年于深交所上市，此后借助国资背景和资金实力开始异地扩张之旅，1999年收购南昌市场，2002年收购寿光，2003-2004年新收购或签约合作共9个市场，是公司历史上第一轮扩张期。

2005-2008年放缓扩张速度，进行积累总结异地扩张经验和人员储备工作。从2009年开始，公司专门成立市场投资部，并由经验丰富的副总领导，专门负责新市场的谈判收购、新建及项目规划建设。我们可以明显发现公司的外延扩张再次提速，2009年下半年新签5家市场，并大幅扩建合肥市场，2010年伊始，即再次公告新建4个项目，并增资沈阳项目，公司开始进入历史上的新一轮扩张周期。并且可以发现新的扩张周期内，具有市场规模大、投资金额多，规划水平高的特点，当前的扩张时点和扩展特点有其深层次的内在原因，也更加彰显农产品加快实施网络化布局，打造国际一流的农产品流通网络的战略雄心。

目前，农产品已经在全国18个城市经营或新签约实体市场26个，电子网络市场4个，覆盖华南地区的深圳、广州、南宁、柳州、惠州等城市，华东地区的上海、合肥、南昌、蚌埠等城市，华中地区的长沙，华北地区的北京、天津，东北地区的沈阳、长春等城市，西南地区的成都、昆明等城市，西北地区的西安、银川城市等，区域网络布局依然形成。

图1 农产品09-10年市场和土地面积再创新高



资料来源：公司公告，海通证券研究所；注：以签约市场和协议土地面积为准

公司选择在 2009 年进入新一轮扩张期，主要基于几个方面的原因：

### （1）有机会：政策支持三农+城镇化+食品安全

**政策支持三农：**趋势上，支持三农，促进民生发展，以及提高消费在经济中占比将成为政策导向，农批市场作为农产品流通渠道上的关键环节，连接生产和消费两端，提供交易场所，组织交易活动，并承担生产端促进农业发展和农民增收，消费端保障城市食品安全和食品畅通供给的任务，在政策导向支持下，农批市场正迎来更为乐观的发展前景。

政策上持续性的支持体现在农批市场建设与发展的各个方面，如提高规范化水平、提供土地和资金支持、加大补贴力度等，而这为优势龙头企业提供了更好的发展机遇。

**城镇化提升市场空间和市场建设的规范水平：**原来的城市管理者，对批发市场的定位、作用认识不足，不敢做大的投资，原来都是收购老市场为主，上海市场 300-400 亩，当时比较大，但回头看，现在低于 500 亩的都没有。南宁 700 亩，回头看是最小的。公司 2009 年以后的 9 个新项目和合肥扩建项目用地规模均在 1000 亩左右，甚至更高，已经显现随着城镇化发展，政府对批发市场的功能定位认识更加充分，着重于提升市场建设规模和规划设计的规范化水平，提升市场物流周转效率的改善等，这为行业龙头公司提供了新的更广阔的发展空间。

**对食品安全的重视利于行业龙头进行整合与扩张：**由于国家对食品安全的重视度很高，政府倾向于选择具备管理和技术优势，业内口碑好的优质企业经营本地区的批发市场，由于农产品在长期的市场经营过程中积累的丰富的经验，尤其是在食品安全追溯体系，检验检疫技术水平等方面具备领先水平，值得信赖，因此这种对食品安全的重视为农产品公司创造了进行行业整合的机会。

### （2）有能力：国资背景+先进管理和技术优势+雄厚资金+异地复制的成功经验

农产品自 1999 年开始异地扩张以来，一直保持较高的成功率，来源于多方面的能力包括：国资背景、雄厚资金，先进管理和技术优势，持续累积的品牌效应，市场和客户资源的沉淀和网络协同、丰富的异地扩张经验、体系化的团队建设和优秀且充足的人才储备等。这些综合竞争力使其成为业内最具扩张和整合能力的农批市场龙头。

### （3）有意愿：网络化战略的内在要求

在面临好的行业扩张背景下，公司也已经具备了再次快速扩张的能力和资源储备。从意愿上来说，公司正在加速实施网络化战略，其中，拥有足够数量和质量的实体市场，是公司网络战略的有效支撑。因此，农产品的市场扩展目标是：2-3 年时间后，在全国主要中心城市经营 30 家左右具有竞争优势的现代化农批市场，新一轮外延扩张符合公司网络化战略推进的要求。

因此，我们认为新的机遇背景和公司充足的能力和资源储备条件下，公司进入新一轮扩张周期具有战略必然性。而基于此，后期公司仍将会在其他主要中心城市收购或新建市场，从而更加完善其全国性农产品批发市场网络体系，为整合资源、协同发挥网络化市场附加值提供坚强支撑。

### 相关报告：

农产品预增公告点评：农批业务增长良好，计提准备预示利润转让在即（买入，维持）20100129

农产品深度报告：农产品交易网络大平台价值凸显（买入，首次）20100111

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

**增持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

**中性：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

**卖出：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

**中性：**我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。