

农产品(000061.sz)

赢在战略，农产品供应链公司正在崛起

杨志清 交通运输业 研究员
 电话: 021-68828417
 eMail: yzq3@gf.com.cn

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

市场对公司的业务属性存在较大的分歧，通常将公司划入农业、商业或地产行业。而实际上，无论是经营模式、作业模式、收费模式和资产模式，公司与典型的农业和商业公司相距甚远。我们认为，公司属于典型的第四方物流服务商。

对外：公司正在大力扩张全国网络

公司近 2 年大力扩张全国网络，09 - 10 年成立的市场就达到 14 家，占总额的 48%。已经覆盖 15 个省区，总市场家数达到 29 家。可以预期，公司还会继续在异地扩张网络。从已有的市场经营来看，成熟的市场在周边区域中具有相当的影响力，成为各省重要的农产品集散地。如果一旦全国网络建设完毕，公司的网络效应将产生巨大的效益，成为农产品流通领域中的关键平台。

对内：由物流服务商向供应链服务商升级

除物流服务之外，公司向信息流和资金流方向升级。在信息流方面，公司推出了中农网、依谷网、广西茧丝、广西糖网、合肥棉花、昆商糖网等电子商务公司，打造农产品贸易平台。在资金流方面，公司大力推进电子结算，并成立农产品担保公司，为客户提供小额贷款融资服务，打造农产品流通产业金融服务平台。我们认为，公司“三流”同步发展，供应链服务商的模式正在逐步成型。

公司拐点已过，业绩快速增长将成趋势

我们认为，民润基本计提完毕，公司的经营拐点已过，随着新市场的投产，次新市场的成熟，未来主营业务的增长将成为趋势。我们预测 2010-2012 年的 EPS 为 0.56 元、0.68 元和 0.75 元，给予公司买入评级。

风险提示

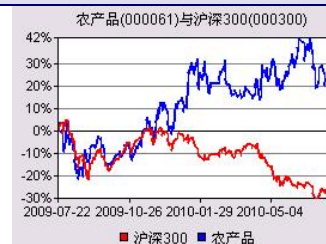
新市场的培育进度低于预期，电子化交易推进速度低于预期。

公司评级



当前价格(元)	16.60
目标价格(元)	20.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.96%	-0.96%	28.22%
沪深 300	-1.31%	-14.19%	-23.83%

股票数据

总股本(万股)	76,850.79
流通 A 股(万股)	64,506.92
主要股东:	

深圳市国有资产监督管理局	
主要股东持股比例	21.52%
流通 A 股比例	83.94%

财务比率

ROE	2.95%
ROA	3.76%
资产负债率	50.54%
每股净资产(元)	3.75

2009 年报数据。

目录索引

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性	3
公司不属于农业企业	3
公司也不属于商业企业	4
第四方物流服务商才是公司的真正行业属性	4
对外：全国性网络扩张正在进行时	5
对内：由物流服务商向供应链服务商升级	8
信息流：大力推广电子商务	8
资金流：打造农产品金融服务平台	8
公司拐点已过，业绩快速增长将成趋势	8

图表索引

图 1：公司毛利率与农业行业对比	3
图 2：公司存货占比与典型农业企业对比	4
图 3：公司存货占比与典型商业企业对比	4
图 4：公司市场平均面积越来越大	5
图 5：公司 29 家农产品批发市场全国分布图	6
图 6：公司权益土地面积扩张近年来明显提速	6
图 7：公司市场数目扩张近年来明显提速	7
表1：公司与有关行业的特征对比	5
表2：公司各市场状况	7

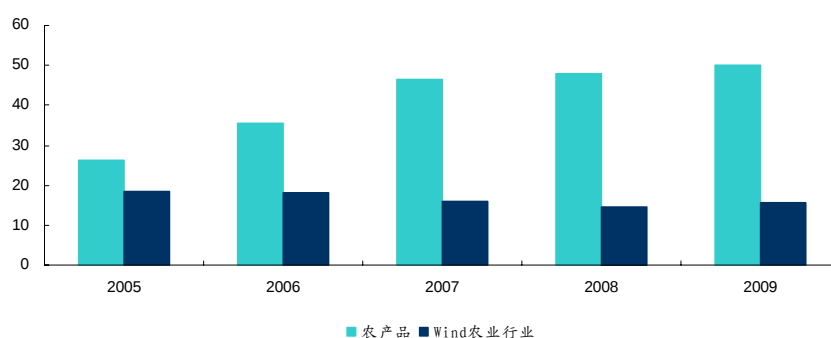
第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

市场对公司的业务属性存在较大的分歧，目前主要的研究机构通常将公司划入农业、商业或地产行业，而我们认为，如果不能首先对公司的行业属性有一个清晰的认识，这将影响到对公司前景的判断和价值的评估。

公司不属于农业企业

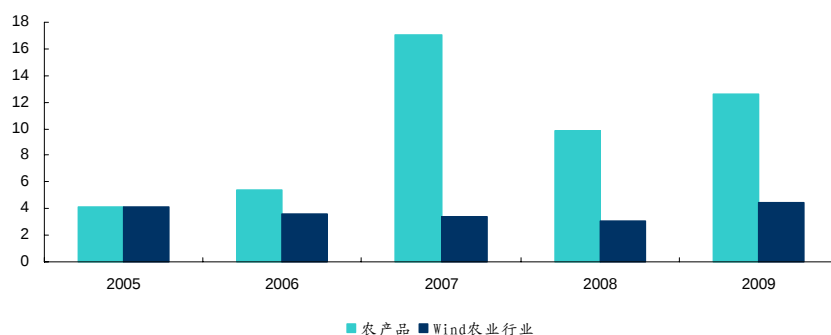
公司的主要收入来源是分布在各地的农批市场租金与管理费，而典型的农业企业则主要依靠各种食品的生产加工构成主业收入。农批市场收入稳定，成本主要就是新开市场的投资和已有市场的维修、管理等，因此毛利率较高，一般在35%以上，净利率在10%以上；而农业生产企业则以农产品的生产加工为主业，收入要受到市场供求、天气的影响，成本则要受到饲料、农业生产原料的制约，因此毛利率一般维持在20%以下的水平，净利率在5%左右。所以，毛利率和净利率水平的差异能说明农产品不属于农业企业。

图1：公司毛利率与农业行业对比



数据来源：广发证券研发中心

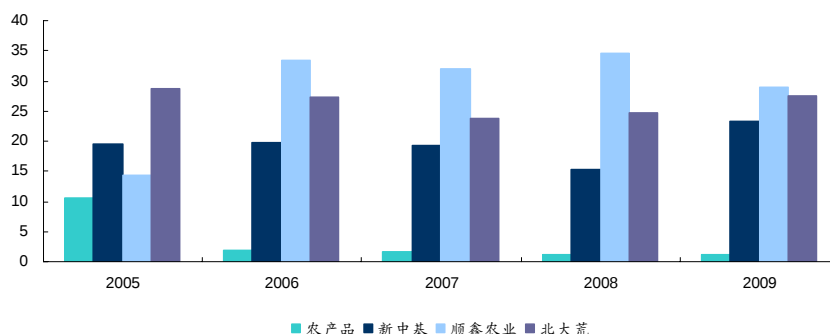
图2：公司净利率与农业行业对比



数据来源：广发证券研发中心

此外，由于公司主要的收入来自于非生产性的农批市场业务，所以公司的存货水平要显著的低于典型的农业生产企业，这从另一方面说明了公司的业务和农业相差较远。

图2: 公司存货占比与典型农业企业对比

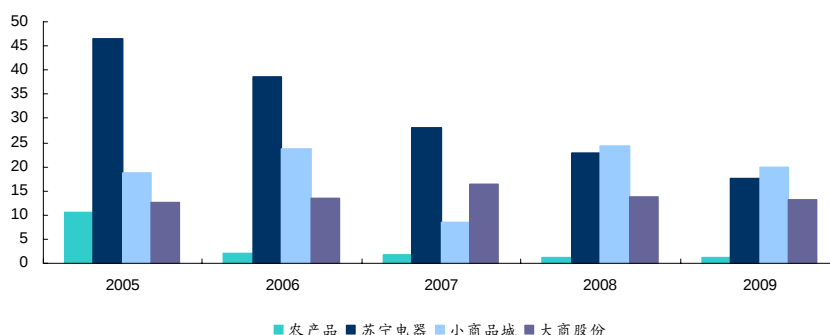


数据来源: 广发证券研发中心

公司也不属于商业企业

我们认为, 尽管公司在行业分类中属于批发和零售贸易, 但是农产品公司的经营模式区别于典型的零售商与批发商。无论是百货、连锁超市还是零售业作为主营业务收入主要部分的公司, 它们的收入都是来自于产品的购销差价, 而公司却并不直接参与贸易, 却是为贸易双方提供服务。因此公司的存货占比也是显著低于典型的商业企业。

图3: 公司存货占比与典型商业企业对比



数据来源: 广发证券研发中心

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

我们认为, 经过公司最近几年的战略转变, 公司的真正行业属性已经由商业地产模式转型为是第四方物流服务模式。

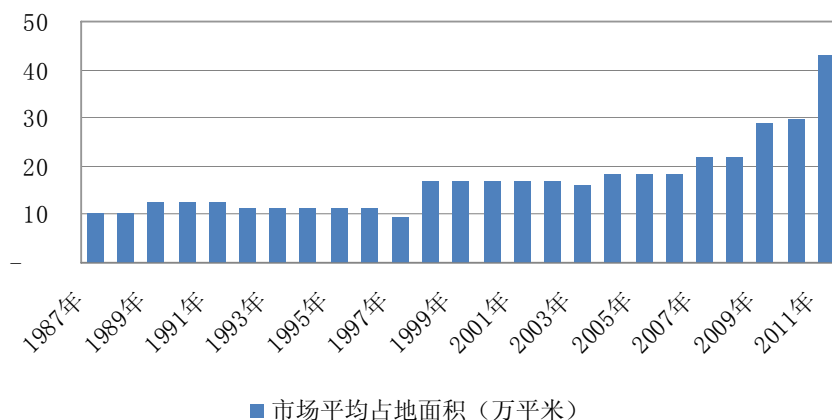
- 首先, 近几年新建立的市场, 已经在大量使用“××物流公司”作为子公司的名称, 这意味着公司已经将自己的行业属性定义为物流。
- 其次, 公司积极的推进收费模式改革, 由卖档位、收租模式改变为佣金模式, 这是公司试图改变此前商业地产经营理念的重要变化。
- 再次, 从公司的市场面积来看, 从2007年开始, 公司的单位市场面积开始急剧扩大, 从以前的10万平米/家扩大到超过40万平方米/家, 最大的市场更是超过300万平米。这是公司转型为物流服务商最重要的标志。当我们发现机场、港口等物流枢纽都具备巨大的土地面积时, 就不难理解为何公司的市场开始变得越来越

大。

我们将几个行业的特征进行对比后列于下表，那么公司的第四方物流服务商特征将显现无疑。

图4：公司市场平均面积越来越大

公司市场平均占地面积（万平米）近年来明显增大



数据来源：广发证券研发中心

表1：公司与有关行业的特征对比

行业或公司	农产品	机场行业	港口行业	商业地产行业
经营模式	为运货车辆提供到发服务，为买卖双方提供交易场所和货物的分拣场所	为飞机提供起降服务，为货物提供装卸、分拣、中转场所和服务	为轮船提供到发服务，为货物提供装卸、分拣和中转服务	为买卖双方提供交易场所
作业模式	车辆运输货物进场，商家对货物进行分拣、交易，然后按照目的地进行配送	飞机运输货物起飞或到达，进行分拣后，按照最终目的地进行二次运输或配送	轮船运输货物到港或离港，装卸后按照最终目的地进行二次运输或配送	商家进货交易
收费模式	车辆进场费、停靠费、装卸费、货物交易佣金、档位租金	飞机起降费、停泊费、机场设施租用费、货物分拣费、旅客人头费	船舶停靠费、港口设施使用费、货物装卸服务费	铺面租金、贸易提成
资产模式	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	土地规模不一定很大，商业地段很重要

数据来源：广发证券研发中心

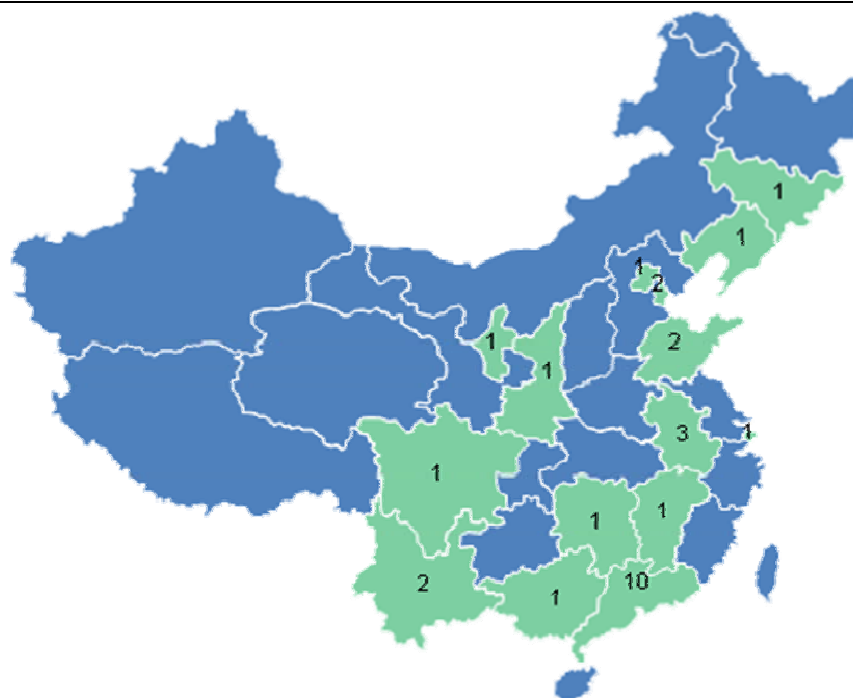
对外：全国性网络扩张正在进行时

物流枢纽需要的就是全国性网络，公司近2年在全国进行大范围扩张，09-10年成立的市场就达到14家，占现有总额的48%。目前覆盖15个省份，总市场家数达到29家，覆盖中国半壁江山。可以预期，公司还会继续

在异地扩张网络。

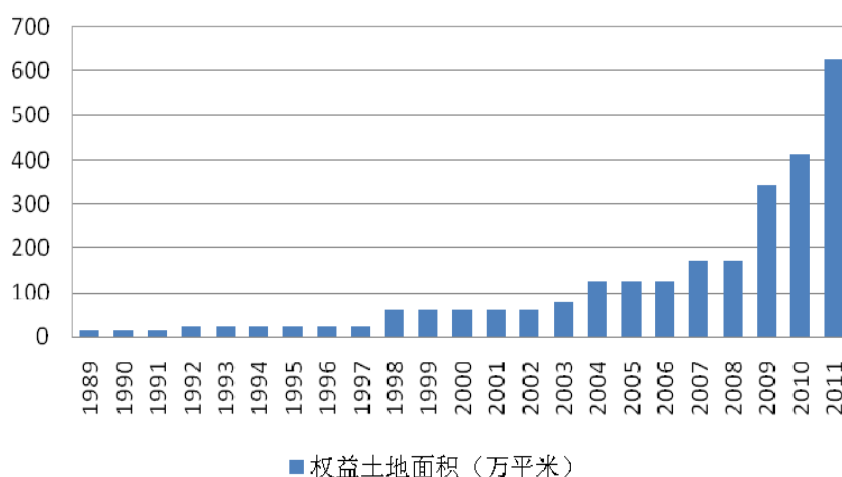
公司的批发市场主要从事一级批发业务，为周边的二级批发市场提供货源，是农产品的物流枢纽。从已有的市场经营来看，成熟的市场在周边区域中具有相当的影响力，成为各省重要的农产品集散地。如果一旦全国网络建设完毕，公司的网络效应将产生巨大的效益，成为农产品流通领域中的关键平台。

图5：公司29家农产品批发市场全国分布图



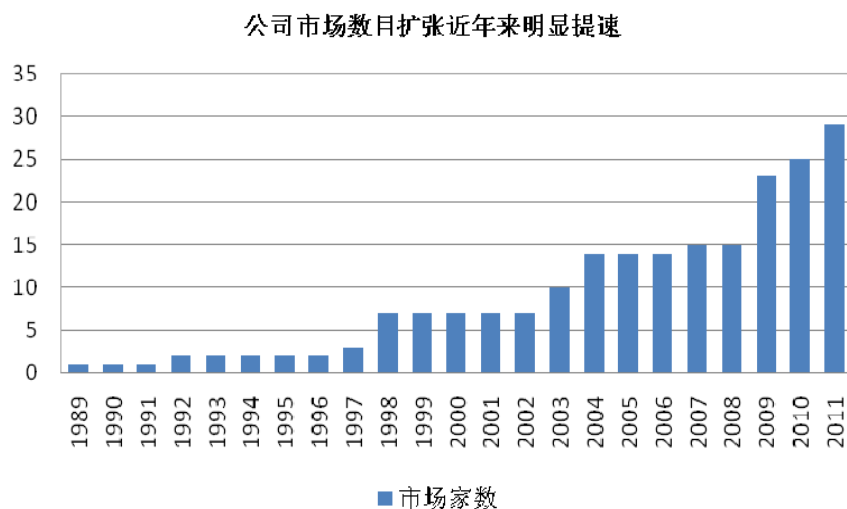
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：公司权益土地面积扩张近年来明显提速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：公司市场数目扩张近年来明显提速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表2：公司各市场状况

序号	市场名称	权益	成立时间	权益面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)
1	深圳布吉农产品中心批发市场	100%	1989年10月	15	25
2	深圳罗湖水产(综合)批发市场	51%	1997年	1	N/A
3	深圳市福田农产品批发市场有限公司	73%	1992年5月	9	15
4	深圳市布吉海鲜批发市场有限公司	51%	1997年3月	2	6
5	上海农产品中心批发市场经营管理有限公司	61%	1998年4月	27	40
6	深圳市集贸市场有限公司	50%	1998年9月	N/A	N/A
7	南昌深圳农产品中心批发市场有限公司	51%	1998年11月	37	60
8	合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司	45%	2003年10月	19	80
9	西安摩尔农产品有限责任公司	51%	2003年12月	14	20
10	北京大红门京深海鲜农产品批发市场	21%	2003年12月	10	10
11	成都农产品中心批发市场有限公司	51%	2004年1月	35	40
12	深圳市南山农产品批发配送有限公司	58%	2004年3月	10	10
13	长沙马王堆农产品股份有限公司	51%	2004年4月	13	80
14	惠州农产品物流配送中心有限公司	51%	2004年8月	35	60
15	沈阳海吉星农产品物流有限公司	70%	2007年10月	67	120
16	新柳邕农产品批发市场有限公司	70%	2009年7月	53	76
17	广州海吉星市场管理有限公司	60%	2009年8月	N/A	N/A
18	宁夏海吉星国际农产品物流有限公司	70%	2009年10月	53	65
19	周谷堆大兴新市场	45%	2009年10月	15	37
20	长春海吉星农产品物流有限公司	64%	2009年12月	53	18
21	青岛市海吉星农产品物流中心有限公司	100%	2009年12月	N/A	N/A
22	安徽蚌埠海吉星农产品物流中心有限公司	45%	2009年12月	80	95
23	昆明东盟国际农产品物流中心	100%	2009年12月	20	24

24	广西海吉星国际农产品物流有限公司	100%	预计 2010 年底	41	60
25	深圳市海吉星国际农产品物流管理有限公司	100%	预计 2010 年底	30	83
26	京津国际农产品物流加工区	42%	预计 2011 年	333	473
27	天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司	51%	预计 2011 年	63	90
28	广州市深农岭南农产品批发市场有限公司	65%	预计 2011 年	20	28.4
29	济南市盖世农产品物流交易中心有限公司	51%	预计 2011 年	53	76

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

对内：由物流服务商向供应链服务商升级

贸易活动包括三个组成部分，物流、信息流和资金流，物流是大宗产品贸易活动中最重要组成部分，当物流已经具备一定的优势之后，向供应链的其他两个方向延伸成为必然，因此物流服务商向供应链服务商的转变成为趋势。

信息流：大力推广电子商务

在信息流方面，公司推出了中农网、依谷网、广西茧丝、广西糖网、合肥棉花、昆商糖网等电子商务公司，为买卖双方提供贸易信息，促进贸易产生，打造农产品贸易平台。

资金流：打造农产品金融服务平台

在资金流方面，公司大力推进电子结算，并成立农产品担保公司，和国家开发银行深圳市分行以“直贷+担保”的合作模式，为公司在全国的20多家批发市场的经营商户、上游农户以及下游二级批发商或零售商提供小额贷款融资服务，提高农产品的流通效率，拓宽农户的销售渠道，打造一流的农产品流通产业金融服务平台。

我们认为，公司目前在信息流和资金流方面已经取得较大进展，配合全国市场网络的全面扩张，供应链服务商的模式正在日趋明朗。

公司拐点已过，业绩快速增长将成趋势

民润超市一直是公司利润的吞噬者，加上公司在过去两年一直处于快速拿地扩张阶段，因此业绩的增长受到压制。目前公司对民润超市的账面价值、7100万债权和50%的担保已经计提完毕，新市场的培育和扩张也进行了一段时期。我们认为，公司的经营拐点已过，随着新市场的投产，次新市场的成熟，未来主营业务的增长将成为趋势。

公司在“归核化”战略之下，正在不断处置资产，今年上半年转让渔人码头，增加税前利润3.3亿元。我们认为，公司不断转让非核心资产会给公司的经营业绩锦上添花。我们预测2010-2012年的EPS为0.56元、0.68元和0.75元，给予公司买入评级。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	2212	3376	5738	8440	
应收账款	41	63	107	158	
预付款项	477	681	1077	1715	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	102	102	102	102	
存货	82	117	186	295	
流动资产合计	2921	4347	7217	10716	
长期股权投资	309	342	384	431	
固定资产	1473	1650	2038	2541	
在建工程	705	742	485	33	
无形资产	930	883	837	790	
长期待摊费用	28	28	28	28	
递延所得税资产	52	52	52	52	
非流动资产合计	4090	4258	4384	4436	
资产总计	7011	8604	11600	15152	
短期借款	912	1311	2254	3377	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	50	71	113	179	
预收款项	71	180	364	635	
应付职工薪酬	50	71	112	179	
应交税费	56	114	194	285	
应付利息	1.1	0	0	0	
应付股利	2	0	0	0	
其他应付款	1007	1538	2613	3843	
流动负债合计	2775	3885	6250	9099	
长期借款	449	449	449	449	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	19	39	79	124	
预计负债	0	1	2	3	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	3543	4673	7078	9972	
负债合计	3543	4673	7078	9972	
股本	769	769	769	769	
资本公积	1652	1652	1652	1652	
盈余公积	104	178	266	365	
未分配利润	360	719	1150	1631	
少数股东权益	583	642	712	790	
负债股东权益总计	7011	8631	11627	15179	
每股净资产(元)	4.5	5.2	5.9	6.8	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1246	1902	3232	4753	
营业成本	621	888	1403	2234	
营业税金及附加	35	54	92	135	
销售费用	171	261	444	642	
管理费用	292	451	766	1093	
财务费用	40	73	98	137	
资产减值损失	95	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	204	397	287	300	
营业利润	196	572	717	813	
营业外收入	80	57	60	63	
营业外支出	68	0	0	0	
利润总额	208	629	777	876	
所得税费用	51	138	186	219	
净利润	156	491	591	657	
归属于母公司净利润	85	432	520	579	
少数股东损益	71	59	70	78	
EPS(元)	0.11	0.56	0.68	0.75	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	517	1121	1688	1824	
投资活动现金流量	-332	-276	-211	-155	
筹资活动现金流量	406	320	885	1032	
现金及现金等价物净增加额	0	1164	2362	2701	
期末现金余额	0	3376	5738	8440	
每股经营活动现金流(元)	0.7	1.5	2.2	2.4	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-3%	53%	70%	47%	
营业利润增长率	16%	30%	22%	17%	
毛利率	50%	53%	57%	53%	
营业利润率	16%	30%	22%	17%	
净利率	7%	23%	16%	12%	
净资产收益率	5%	12%	13%	13%	
总资产收益率	2%	6%	5%	4%	
流动比率	105%	112%	115%	118%	
资产负债率	51%	54%	61%	66%	
所得税税率	25%	22%	24%	25%	

数据来源：公司年报、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



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。