

动态报告

商业贸易

零售

农产品 (000061)

动态报告

推荐

(维持评级)

2010年9月16日

盈利模式的一小步 市值的一大步

分析师: 孙菲菲 sunff@guosen.com.cn

0755-82130722

SAC 执业证书编号: S0980209070360

评论:

我们认为农产品无论从经营市场的经验与团队、项目储备,还是品牌优势上,都属于全国同行中最优秀的公司。但由于长期的盈利模式的固化、长期的非经常性损益使公司业绩低于预期,导致公司当期净利润持续较低,进而导致公司的市值处于较低的水平。但我们想指出的是,在经营团队、项目储备和品牌优势这些核心竞争力不发生改变的情况下,公司的盈利模式、或者说体现盈利的周期上,如果管理层稍微改变一点点,市场对公司估值的看法可能会形成很大的变化。

我们本次调高了对批发市场及配套业务的主营业务预测,2010~2012年分别贡献EPS为0.27元、0.55元及0.79元,增速分别为13%、48%和51%。同时,我们在7月1日的报告中完全没有考虑商铺出售带来的净利润,此次考虑这部分将在2011年~2013年分别贡献0.59元、0.55元及0.55元,即2010~2012年合计EPS分别为0.55元、1.14元及1.33元,对应前一交易日的收盘价18.8元,PE分别为34X、16X及14X,估值相对较低。

公司股价上涨的催化剂包括:公司明年可能有再融资需求、平湖市场预计明年2季度开业、公司高管可能有进一步实施股权激励的需求等。

我们认为公司无论从单位面积的市值角度、市值/交易金额比例角度,公司的市值均有非常大的上升空间。以前公司的股价持续低迷,主要是市场认为公司净利持续低于预期,因此净利润从低于预期到高于预期的转变(目前看有可能在明年业绩中体现),就是公司股价从“折价”回归合理水平的过程,应有较大的上升空间,重申推荐的投资评级。

- **公司进入新一轮调整扩张期,资金解决途径可能是出售部分商铺的所有权、以及明年底再融资:** 公司共有25家大型实体农产品批发市场和大宗农产品电子商务交易市场。公司05-08年的扩张速度较慢,09年外延扩张再次提速,09年下半年至今,09年下半年新签5家市场,2010年再新建4个项目,合计新建9个项目,并增资扩建合肥及沈阳2个市场;平均单个项目的投资规模14000万元,权益投资8000万元左右。值得注意的是,单个项目的平均土地面积是1312亩,与现有21个实体市场平均规模为502亩相比,扩大2.6倍。我们认为公司不但进入新一轮扩张周期,而且新市场的规模、电子化水平普遍提高,投资必然产生资金需求,我们认为公司解决资金需要可能通过两个途径,一是通过常规性的、固定的出售新市场的部分商铺的所有权,短期内收回投资现金(类似海宁皮城的模式);二是再融资,预计在明年底。主要原因是由于上月我们前往平湖时发现市政道路配套并未完全到位,判断平湖市场的开业时间可能在明年2季度左右,因此判断在平湖项目竣工结算后,可能启动下一步的融资计划。
- **公司与海宁皮城对买卖双方均有较强的议价能力,但两个公司盈利模式上的主要区别是是否出售商铺:** 通过表1的对比,我们可以发现,公司与海宁皮城最大的区别在于,公司以往开发的新市场不一定出售商铺、如

果出售，其时点、出售比例、金额也都不确定。而海宁皮城的新市场开业初期，往往通过出售商铺回收部分现金，回收现金额度与投资规模大致相同，投资者容易形成一致的预期。而农产品的新市场开业当年，可能由于折旧的增加及市场的培育，当年盈利可能略有影响。**除此之外，两者的扩张与经营模式类同，可视为一类公司。都具有稀缺性及一定的垄断性。而且农批市场对于买卖双方都有较强的议价能力，而皮革制品由于价格昂贵，市场即使稍微偏远，经营得当，其议价能力也是比较强的。**

表 1: 农产品与海宁皮城经营模式对比

	农产品	海宁皮城
盈利模式	租金+佣金+进场费等	租金+管理费+出售商铺一次性收益
收入来源	商铺出租+佣金	商铺及配套物业的租赁和销售
主营业务收入占比	55%	53%
销售模式	批发为主	按销售额分，批发、零售业务各占 50%；按客流量分，95%为零售、5%为批发客户
异地扩张	主要通过自建方式在全国扩张	
信息化建设	04 年起，着力于信息化网络建设，目前拥有成熟的信息化网络 5 个	--
商铺销售	出售商铺数量较少，且不确定性大	商铺销售比例保持约 10%，主要以收回投资资金
稀缺性	属于特许经营，稀缺及独占性强	经营者较少，且无全国扩张者
业务模式	连锁模式已形成，通过剥离非核心业务和加强网络化建设，网络协同价值将进一步体现。09 年又进入高速扩张期，预计仍可持续 3~5 年	步入快速扩张阶段，属于高速成长期

资料来源：国信证券经济研究所

- **单位权益面积产生的市值仅 1368 元/平方：**公司老市场加之新市场，目前合计面积约 1718 万平方，权益面积约 1056 万平方，由前一交易日的股价可以估算出其单位平方产生的市值约 1368 元。我们认为主要原因是农产品在市场定位、选址和利润率等方面与寿光农批、或海宁皮城之间存在的差异，而且 **09 年海宁皮城由出售商铺所带来的净利润为 8659 万元，占当期净利润的 32.1%。两方面的原因迭加，导致农产品的市值/面积值较低。另外，以市值与交易金额比值来看，农产品的比值仅为 0.2，也是非常低的水平。**

表 2: 市值空间对比

	权益比例	面积		权益建面(万 m²)	市值(亿元)	市场交易金额(09Y,亿元)	单位面积市值	市值/市场交易金额
		土地面积(万 m²)	建筑面积(万 m²)					
农产品	61.5%	1,718	960	1056	144.40	911	1,367.9	0.2
海宁皮城	98.8%	-	385	380	135.58	97	3,521.6	1.4
寿光物流园	70.0%	200	59.67	41.8	140	146	33,492	1.0

资料来源：国信证券经济研究所（寿光农批估值选取黑石等进入地利控股的成本计算，寿光市场的交易金额为 08 年数据）

- **盈利预测及评级：**我们对公司具体的预测如下表。我们维持调高了对批发市场及配套业务的主业预测，2010~2012 年分别预测为 0.27 元、0.55 元及 0.79 元，增速分别为 13%、48%和 51%。**同时，我们在 7 月 1 日的报告中完全没有考虑商铺出售带来的净利润，此次考虑这部分将在 2011 年~2013 年分别贡献 0.59 元、0.55 元**

及 0.55 元。即 2010 ~ 2012 年合计 EPS 分别为 0.55 元、1.14 元及 1.33 元，我们重申推荐的投资评级。

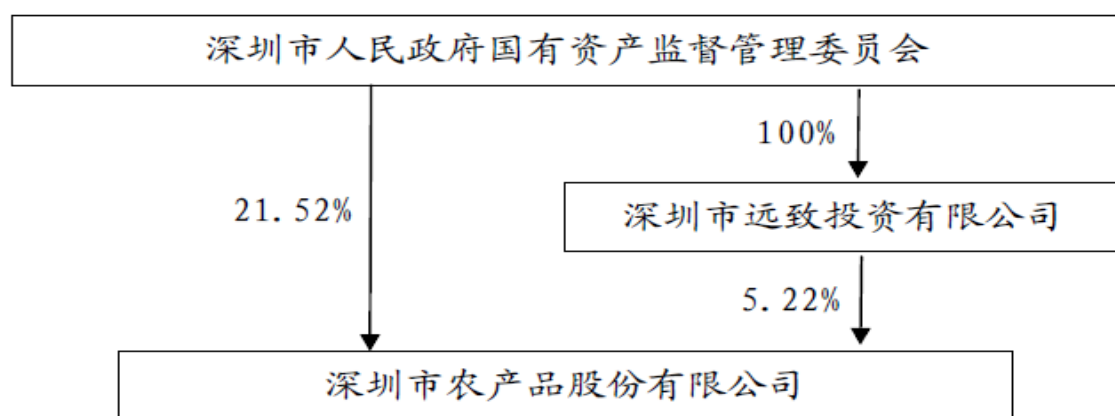
表 3: 出租商铺的盈利预测

年度	2010Y	2011Y	2012Y	2013Y
批发市场收益				
公司主业净利润 (百万元)	204.87	425.96	606.24	650.95
YOY	-32.5%	107.9%	42.3%	7.4%
权益净利润 (百万元)	218.54	323.48	488.10	514.58
YOY	13.4%	48.0%	50.9%	5.4%
EPS (元)	0.27	0.55	0.79	0.85
出售公司及商铺出售收益				
一次性出售收益	0.29	-	-	-
假设出售商铺收益 (百万元)	-	450	420	420
EPS (元)	-	0.59	0.55	0.55
合计 EPS (元)	0.55	1.14	1.33	1.39

资料来源: 国信证券经济研究所

- **公司治理结构良好，深圳国资委是公司的实际控制人，管理层股改时持股 6.8%:** 公司的大股东目前是深圳市国资委，国资委直接及间接持有公司 26.74% 的股权，合计 2.1 亿股，是公司的实际控制人；05 年股改时，公司除国家股外的其他法人股股东将其拥有的农产品 2620.43 万股，按照 3.5 元/股的价格出售给公司管理层，占总股本的 6.76%。公司董事、监事及高管人员所持股份自 09 年 2 月 25 日起每年解冻 25%。由于公司 08 年报 10 送 7，高管拥有股权增至 4455 万股，根据 09 年报披露数据，管理层出售的比例大约为 20%。目前的老管理层基本持股，但新任的总经理及董秘未有股权，因此判断未来公司有进一步进行股权激励的需求。

图 1: 公司股权结构

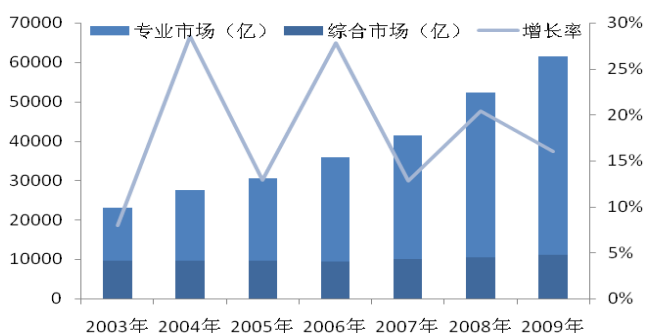


资料来源: 国信证券经济研究所

- **专业批发市场空间巨大:** 03-09 年间，亿元以上商品交易市场交易额复合增长率达 42%，08 年全国的商品交易市场（交易额亿元及以上）的总交易额达 52458 亿元，比上年增长 19 %。随着居民收入水平的提高，这一市场的成长空

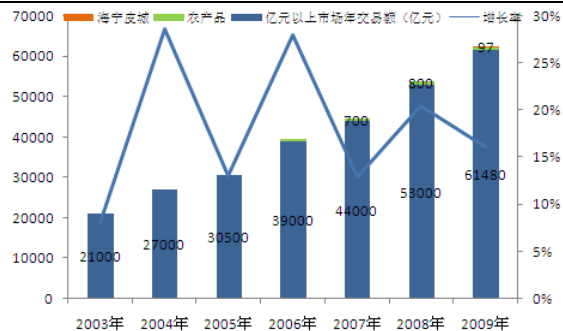
间持续看好。批发市场交易额对比：09 年农产品公司下属批发市场农副产品年度总交易额超过 911 亿元，海宁皮城的商品交易额 97 亿元，约占全国亿元以上批发市场交易总额的 1.5%和 0.18%，分别占农批交易金额的第一位和全国皮革专业市场第二。

图 2：商品交易市场空间巨大，专业化成行业发展趋势



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：农产品占全国亿元以上批发市场的 1.5%份额



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。