

买入 维持

农产品 (000061)

2010 年 10 月 15 日

三季度农批利润增长约 63%，期待 11 年的高成长

2010 年 10 月 14 日收盘于 21.20 元
6 个月目标价：21.00 元以上

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

汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

公告内容。农产品今日（10月15日）公告2010年前三季度业绩预告。2010年1-9月份实现净利润约3.2亿，合每股收益0.416元，同比增长102%。其中第三季度实现净利润1700万，对应每股收益0.022元，同比下降约11%。

简评和投资建议。对于上述公告信息，我们认为：

一、估算三季度农批业务实现净利润 2850 万元，同比增长约 63%

1. 公司前三季度业绩大幅增长 102%至 3.2 亿元，其中主要源于上半年确认了深圳西岸渔人码头 51%股权和深深宝部分股权转让的投资收益，致 2010 上半年约 3.04 亿元的净利润较去年同期增长 121.56%。而关于其中非经常性业务和经常性业务，以及农批业务与农牧公司的业绩分拆对比也在我们此前的中报点评中有详细分析。请参考我们于 2010 年 8 月 21 日发表的中报点评：《拐点向上的业绩与有待认识的价值，维持买入》。

2. 具体于三季度而言，单季实现净利润 1700 万元，同比下降 11%。季度内公司并未有非经常性损益项，2009 年同期也如此，因此具有可比性。但从结构分拆看，农牧公司 2009 年三季度实现权益净利润约 150 万，而 2010 年 3 季度则亏损约 700 万。另外，考虑总部管理费用的增加因素，根据上半年增加约 950 万的数额，估算三季度总部费用增加 450 万。因此我们测算三季度农批业务约实现净利润为 2850 万元，同比增长 63%左右（相对于 3Q09 的 1750 万），增长较快。

二、渠道是本质，农产品是内容，通胀受益，趋势性上涨仍将持续

公司近期股价表现较好，具有和农业股较类似的走势特征。我们认为公司从业务模式上是一个提供农产品批发交易服务的平台，渠道特征是其本质特征，但作为交易内容的各类农产品也不可避免的使公司同时包含农业属性，在通胀背景下，公司业绩将从以下角度受益：

1. 农产品需求具有刚性特点，对于绝大多数交易品种（蔬菜、肉类、水果等）而言，价格上涨并不会过多减少其需求量，因此市场交易金额会有上升，公司旗下已有多个市场的成熟品种实施了与交易额挂钩的佣金制，因此收入和利润会受益于交易额的提升。而农产品价格的上涨也将是中长期趋势，这将在公司佣金制加快推行的背景下，带来公司业绩提升。

2. 公司是国内规范化经营农批市场的龙头企业，拥有专业化的经营团队，也具有全国性的产地、中转和销地市场网络，在灾害性天气、食品价格上涨的情况下，相比其他批发市场而言，公司在组织货源、物流调配、调剂余缺从而满足消费者需求方面具有更明显的优势，因此交易将更加向公司旗下的市场集中，从而带来市场交易活跃和收入利润提升。

3. 公司的其他部分收入如管理费、服务费等也有和市场交易额相匹配的特征，而短租约性质的租金收入也会一定程度受益于市场交易活跃和交易额的增加。

因此，我们判断公司业绩受益通胀较明显，三季度农批业务的业绩快速增长即是佐证。在全球货币放松、美元贬值、以及国际国内农产品价格上涨的背景下，公司二级市场的良好表现也将持续。

三、公司判断：2011 年开始将有拐点后的业绩高成长，估值理解有待深化

我们认为对公司的观察可从长期、中期和短期三个层面去看。

长期看战略竞争地位和本质价值。我们重申长期看好公司的逻辑：在长期专注农批市场运营的过程中，公司已经基本布局完成高质量的全国市场网络，拥有专业敬业的管理团队，在行业升级和加速发展背景下，公司综合竞争力正日益凸显，成为“中国农业产业链核心环节的主导者”。公司将获取基于市场巨量交易额流转和有效管理控制之上的直接价值（租金、佣金、管理费等收入）和附加值（物流、信息流、资金流价值），是公司值得长期看好的根本所在。

中期看盈利拐点及业绩高成长。这主要来自于两个方面的驱动力：（1）基于公司业务结构、市场结构和收入结构的优化以及利润弹性，将带来农批主业业绩高速增长。这其中将于 2011 年春节前后开业的平湖市场将是公司外延增量和内生驱动力（佣金率和佣金覆盖率提高）出现拐点的重要标志；此处将三个结构优化略作阐述，供参考：

（A）业务结构优化（非经常的负面干扰因素不再存在）。一般而言，批发市场经营的利润率在 25%左右，农产品旗下部分成熟市场如上海、合肥市场的净利率可达 40%左右。公司此前利润率不高（08、09 年分别为 9.8%、12.6%）主要由于非经常性因素（非核心业务亏损、对待处理的民润超市进行的减值计提等）的干扰，而 2010 年开始，非经常干扰因素将不再存在，农批市场利润可以正常体现，因此，公司将出现利润率回升。

（B）市场的结构优化（将以平湖为代表的成熟和成长期市场为主）。公司旗下 26 家在运营市场以成熟和成长期市场为主，成都、长沙、南昌等市场经过 2-3 年的培育，开始进入业绩快速成长期，唯一亏损的西安市场也开始扭亏为盈，而 2010-2011 年开始，南宁、天津、济南及平湖市场开业，由于市场基础较好，培育期短，平湖市场更是能够在 2011 年开始直接贡献利润，因此市场结构的优化是利润提升的原因之一。

（C）收入结构的优化（电子结算和佣金制加速推进，以佣金为主的收入构成）。从收入结构讲，电子结算加速推进，将形成以佣金收入为主的结构，2011 年开始，以平湖、南宁为代表的市场也能较快的实施佣金制，收入和利润弹性更高，也对公司未来利润增长有愈趋明显的贡献。

（2）我们判断公司未来市场开发和运营模式将发生转换，即在建设市场的同时，将市场配套的商业开发同时做起来，从而提高资金使用效率和资产收益率，有利于公司统筹市场开发和资金安排，匹配资金投入和产出，公司将获取可持续的商铺长租及出售收益。（以上在我们此前的系列报告和纪要中均有深入阐述）

因此，在结构优化和营运模式将发生转换的推动下，公司业绩将在 2011 年开始进入较明确的高增长阶段，并且也将由此带来对其业务价值的重新考量和估值理解的深化。业绩和估值的双重提升将使公司在 2011 年迎来更大的投资机会。

短期可期待利好催化剂。在大的宏观背景之外，从公司层面，其股价表现的催化剂仍可能有：（1）新市场包括济南、银川、昆明、平湖等市场开业；（2）新市场的签出；（3）在激励、融资等方面可能推出相关方案；（4）民润转让的最终完成等。

四、暂维持公司盈利预测和长期买入评级

我们暂维持对公司 2010-2012 年经常性 EPS 的预测分别为 0.38 元、0.65 元和 0.86 元，11-12 年分别同比增长 71.1%和 32.3%；合并 EPS 预测分别为 0.78 元、0.75 元和 0.98 元。维持长期买入评级。

五、不确定性及风险。

虽然我们从趋势上判断公司 2011 年将有较大的业绩释放能力和动力，并且在农批市场经常性收益之外，将从 2011 年有商铺长租及出售收益（比如平湖干货交易区、南宁商铺、银川商铺等），但由于在收益总额、确认方式及持续稳定性增长方面仍存在不确定性，暂不纳入我们的盈利预测和估值中，我们也将更深入的考察之后，做出我们的盈利和估值更新。更详细分析，敬请参考我们此前的系列报告。

相关报告：

农产品公告点评：民润股权转让仍在磋商进行，2011 年公司将迎来可持续业绩高成长，维持买入 20100920

农产品 2010 年中报点评：拐点向上的业绩与有待认识的价值，维持买入 20100821

农产品预增公告点评：非经常收益是中报业绩大幅增长的主要贡献因素，维持买入 20100715

农产品渔人码头 51%股权转让公告点评：-剩余股权彻底转让，获取 3.3 亿税前投资收益，增厚业绩约 0.32 元（买入，维持）20100517

农产品2009年报点评：2010拐点之年，变化中见未来（买入，维持）20100422

农产品调研简报（短期可能面临一定不确定性，中长期看好，维持买入）20100408

农产品公告点评：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（买入，维持）20100331

农产品预增公告点评：农批业务增长良好，计提准备预示民润转让在即（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、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

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。

免责声明

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。