

农产品 (000061)

买入/维持评级

股价：RMB14.9

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

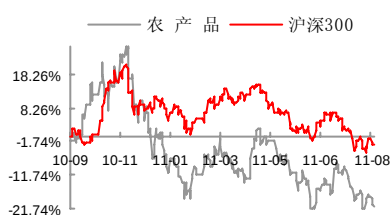
lijunyjs@mail.htlthsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	769
流通 A 股 (百万股)	769
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	11,451

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

农产品网络交易平台稳步推进

- 1H2011 传统农批业务改善低于预期：**2011 年上半年，农产品公司实现营业收入 7.46 亿元，同比增长 19.18%；实现利润总额 20921 万元，同比下降 45.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 15492 万元，同比下降 48.97%，其中公司农批业务权益利润为 8119 万元，同比增长 7.98%；投资收益 1.05 亿元，同比 2010 年上半年的 3.81 亿元大幅下降 2.76 亿元，同比下降 72.44%；费用方面，2011 年上半年，公司共产生财务费用 5244 万元，同比 2010 年上半年增加 3046 万元，财务费用同比提升 56.14%。
- 1H2011 农牧公司亏损同比大幅减少：**2011 年上半年，公司持股 51% 的农牧公司亏损 1262 万元，同比 2010 年上半年亏损 4052 万元大幅减亏 2790 万元，2010 年农牧公司亏损的主要原因在于猪肉价格的下跌以及深圳地区猪肉屠宰市场的过度竞争所致，2011 年以来，猪肉价格持续上涨，农牧公司亏损大幅减少，从而导致公司由于农牧公司产生的亏损额大幅降低约 1423 万元。
- 农产品网络交易平台稳步推进：**公司于近日公告《关于同意深圳市农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者的议案》，我们认为此举标志着公司农产品网上交易平台建设进入一个新的阶段，公司首先受让深圳市中农网电子商务有限公司 95% 的股权及云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司 15% 的股权，股权受让完成后，公司将公司旗下的农产品网上交易市场全部集中于农产品交易中心股份有限公司运营，同时公司拟同意交易中心通过增资扩股的方式公开招募引进战略投资者；引进战略投资者后，交易中心的注册资本为人民币 4.44 亿元，农产品公司持有 45.05% 的股权，原核心管理团队持有 5.95% 的股权，互联网与电子商务战略投资者持有 30% 的股权，股权投资基金持 19% 的股权，农产品交易中心资金实力的增强、专业化管理团队的引进、完善的公司治理结构的建立，农产品交易中心将逐步建成为中国的农产品网上交易大平台。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.63 元/股、0.80 元/股、1.02 元/股的预测，维持“买入”的投资评级。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1370.8	1871.0	2357.0	2723.0
(+/-%)	10.0	36.5	26.0	15.5
归属母公司净利润(百万元)	276.9	481.0	614.0	781.0
(+/-%)	225.1	73.7	27.7	27.2
EPS(元)	0.36	0.63	0.80	1.02
P/E(倍)	41.3	26.8	21.0	16.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

1H2011 传统农批业务改善低于预期

净利润同比下降近 50%

2011 年上半年,农产品公司实现营业收入 7.46 亿元,同比增长 19.18%;实现利润总额 20921 万元,同比下降 45.88%;实现归属于上市公司股东的净利润 15492 万元,同比下降 48.97%,净利润同比下降接近 50%。

主营农批市场业务权益利润 8119 万,同比增长 7.98%

2011 年上半年,公司农批业务权益利润为 8119 万元,同比增长 7.98%,其中广西海吉星、长春海吉星等新开市场亏损的进一步扩大以及广西糖网食糖批发市场有限公司净利润的大幅下降成为 2011 年上半年公司农批市场业务利润增速低于 10%并且低于我们预期的主要原因。

投资收益同比下降 72.44%

2011 年上半年,公司实现投资收益 1.05 亿元,同比 2010 年上半年的 3.81 亿元大幅下降 2.76 亿元,同比下降 72.44%,主要原因在于 2010 年同期有获得转让深圳西岸渔人码头股权和出让深深宝股权,上述两项并其他收益合计贡献 2010 年中报 29255 万元净利润,而 2011 年上半年获取的投资收益却相对有限,主要为公司未参加深深宝本次非公开发行,持股比例由非公开发行前的 26.33%下降至非公开发行后的 19.09%,公司将按新的持股比例计算的应享有深深宝因增发股份而增加的净资产的份额与应结转长期股权投资账面价值的差额约 8,265.05 万元所产生的投资收益。

财务费用大幅上升

2011 年上半年,公司共产生财务费用 5244 万元,同比 2010 年上半年增加 3046 万元,财务费用同比提升 56.14%,近两年来,由于公司新开市场较多,资本开支增加,导致公司 2011 年上半年财务费用大幅增加。

主营持续增长、农牧公司亏损减少、网络交易平台稳步推进

主营持续增长

公司建设农产品物流体系的基础业务——农批市场业务 2011 年上半年利润同比增长 7.98%,利润增长幅度略低于我们预期,但主要由于新开市场的亏损所致,同时长沙、南昌、成都、惠州和西安等市场依然保持较高增长,总体而言,公司的农批市场业务依然保持着稳定而又可持续的增长,预计随着平湖市场的开业、新开市场逐步步入正轨,从 2012 年开始,公司的农批市场业务净利润增速将提升。

农牧公司亏损减少

2011 年上半年,公司持股 51%的农牧公司亏损 1262 万元,同比 2010 年上半年亏损 4052 万元大幅减亏 2790 万元,2010 年农牧公司亏损的主要原因在于猪肉价格的下跌以及深圳地区猪肉屠宰市场的过度竞争所致,2011 年以来,猪肉价格持续上涨,农牧公司亏损大幅减少,从而导致公司由于农牧公司产生的亏损额大幅降低约 1423 万元。

农产品网络交易平台建设稳步推进

我们一贯认为，农产品公司的未来看点在于：1、传统农批市场业务的电子化结算的推进；2、中国农产品网上交易平台的建立；关于农产品网上交易平台的建立方面，公司一直在稳步推进，并于8月30日公告《关于同意深圳市农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者的议案》，我们认为此举标志着公司农产品网上交易平台建设进入一个新的阶段。

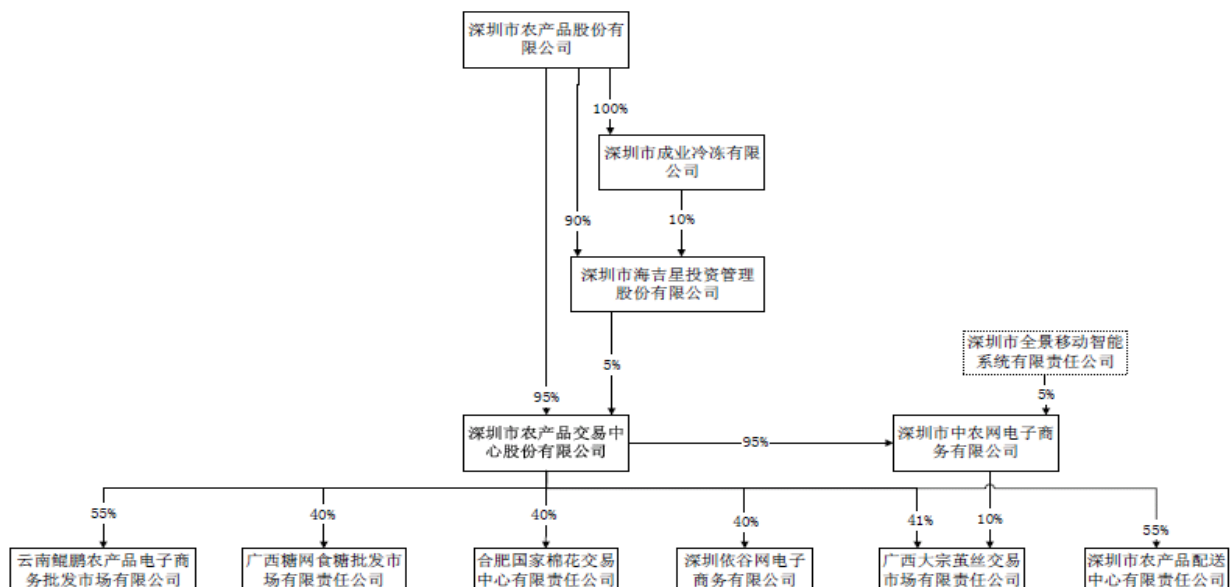
1、公司公告《关于同意深圳市农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者的议案》

为推进公司发展战略，加快全资子公司深圳市农产品交易中心股份有限公司（以下简称“交易中心”）业务发展，公司拟同意交易中心通过增资扩股的方式公开招募引进战略投资者；并以2011年6月30日为基准日，以资产评估报告为依据，且以不低于每股净资产溢价10%为基础，结合公开招募情况和谈判结果最终确定战略投资者的增资价格。引进战略投资者后，交易中心的注册资本为人民币4.44亿元，股本4.44亿股。农产品公司持有45.05%的股权，原核心管理团队持有5.95%的股权，互联网与电子商务战略投资者持有30%的股权，股权投资基金持19%的股权。原核心管理团队同意将其在股东大会上的各项表决权以法律文件形式全权委托给农产品公司。

2、公司同时公告交易中心受让两公司股权

公司同时公告交易中心将受让深圳市中农网电子商务有限公司95%的股权及云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司15%的股权，股权受让完成后，公司将公司旗下的农产品网上交易市场全部集中于农产品交易中心股份有限公司运营，通过专家化团队的引进和先进的治理机制的建立，将公司的网上交易平台建设推进一个新的阶段。

图1：农产品交易股份有限公司股权结构及下属公司图



资料来源：华泰联合证券研究所、公司公告

3、农产品交易中心将逐步成为中国农产品网上交易大平台

在深度报告《中国农产品物流体系建设的引领者》¹中，我们认为农产品流通模式可以分为两类：于第一类难以标准化的农产品，“生产商—批发市场—零售市场—终端消费者”的物流模式在长时间内依然是中国的主流，并且农批市场之间逐步实现互联互通，而互联互通的基础在于农批市场电子化结算为基础上的信息化；对于第二类可以标准化的农产品：大力发展网上交易、线下交割，实现电子商务（线上）与现代物流（线下）的结合与联动，逐步通过电子商务与现代物流相互支撑来完成农产品从交易到运输的各环节是最终的发展趋势。

农产品交易中心受让深圳市中农网电子商务有限公司 95%的股权及云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司 15%的股权完成后，公司同时拥有 1、大宗可标准化农产品网上交易平台（柳糖、昆糖、茧丝网、棉花网），同时拥有 2、可部分标准化农产品网上交易平台以及 B-C 农产品网上交易平台（依谷网），随着农产品交易中心资金实力的增强、专业化管理团队的引进、完善的公司治理结构的建立，农产品交易中心将逐步建成为中国的农产品网上交易大平台。

公司稳步推进农产品物流体系建设，维持“买入”评级

公司一直致力于推进农批市场的电子化结算和农产品电子化交易平台的建设，目前农产品网络交易平台建设稳步推进，公司通过农产品电子化交易平台的建立实现从实体农产品交易市场到虚拟农产品交易市场的拓展，并实现从第一类农产品物流体系到第二类农产品物流体系的拓展，在此过程中公司从传统的重资产扩张逐步过度到轻资产扩张，体现在财务特征上为主营业务毛利率水平呈现出向上逐步提升的趋势，我们维持公司在 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.63 元/股、0.80 元/股、1.02 元/股，维持“买入”的投资评级。

风险提示

公司电子化结算推进持续低于预期、农产品网络交易平台建设低于预期

¹ 《中国农产品物流体系建设的引领者》，2011 年 7 月 28 日。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4084	3439	3902	4438	营业收入	1371	1871	2357	2723
现金	3171	2392	2674	3079	营业成本	948	1038	1181	1281
应收账款	39	56	71	82	营业税金及附加	39	51	68	79
其他应收款	227	259	327	377	营业费用	68	70	74	78
预付账款	545	623	709	768	管理费用	335	371	408	445
存货	95	104	118	128	财务费用	50	56	58	54
其他流动资产	4	4	4	4	资产减值损失	34	0	0	0
非流动资产	5029	5343	5573	5834	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	526	526	526	526	投资净收益	420	243	164	170
固定资产	1636	2197	2779	3180	营业利润	315	528	733	957
无形资产	1162	1127	1093	1060	营业外收入	0	99	100	100
其他非流动资产	3	1492	1175	1068	营业外支出	29	5	5	5
资产总计	9113	8781	9475	10272	利润总额	336	622	828	1052
流动负债	4621	3891	3964	3953	所得税	57	137	207	263
短期借款	1764	1500	1515	1530	净利润	279	485	621	789
应付账款	67	73	83	90	少数股东损益	2	5	6	8
其他流动负债	600	2318	2365	2332	归属母公司净利	277	481	614	781
非流动负债	714	711	712	731	EBITDA	365	742	992	1253
长期借款	427	442	440	448	EPS (元)	0.36	0.63	0.80	1.02
其他非流动负	161	269	272	0	主要财务比率				
负债合计	5335	4602	4676	4684	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	699	704	710	718	成长能力				
股本	769	769	769	769	营业收入	10.0%	36.5%	25.9%	15.5%
资本公积	1630	1630	1630	1630	营业利润	61.0%	67.5%	38.7%	30.6%
留存收益	681	1077	1691	2472	归属母公司净利	225.1	73.5%	27.9%	27.1%
归属母公司股	3079	3475	4089	4870	获利能力				
负债和股东权	9113	8781	9475	10272	毛利率(%)	0.0%	44.5%	49.9%	53.0%
现金流量表					净利率(%)	20.2%	25.7%	26.1%	28.7%
单位: 百万元					ROE(%)	9.0%	13.8%	15.0%	16.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.9%	17.2%	19.0%	21.2%
经营活动现金	663	-123	522	767	偿债能力				
净利润	279	485	621	789	资产负债率(%)	58.5%	52.4%	49.3%	45.6%
折旧摊销	0	158	201	242	净负债比率(%)	127.70	42.69	43.84	44.30
财务费用	90	56	58	54	流动比率	0.88	0.88	0.98	1.12
投资损失	-420	-243	-164	-170	速动比率	0.86	0.86	0.95	1.09
营运资金变动	0	-622	-285	-221	营运能力				
其他经营现金	993	42	0	73	总资产周转率	0.17	0.21	0.26	0.28
投资活动现金	-490	-229	-267	-333	应收账款周转率	34	29	28	27
资本支出	914	453	471	534	应付账款周转率	16.24	14.80	15.07	14.73
长期投资	0	19	-40	-31	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	243	164	170	每股收益(最新	0.36	0.63	0.80	1.02
筹资活动现金	845	-427	27	-29	每股经营现金流	0.86	-0.16	0.68	1.00
短期借款	853	-264	15	15	每股净资产(最	4.92	4.52	5.32	6.34
长期借款	-22	15	-2	8	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	41.35	26.84	20.99	16.52
资本公积增加	-22	0	0	0	P/B	3.03	3.71	3.15	2.65
其他筹资现金	36	-178	14	-52	EV/EBITDA	39	16	12	9
现金净增加额	0	-779	282	405					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

