

农产品 (000061.sz)

打造天津、南宁两大农产品进口市场枢纽

杨志清 首席分析师
电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511020011

事件: 公司调整非公开发行底价, 细化募投项目方案

公司2010年权益分派实施之后, 将发行底价调整为16.45元/股; 非公开发行股票数上限相应调整为151,975,684股; 募集资金总量仍为25亿元。其中16亿元将投资于天津翰吉斯国际农产品物流园项目, 4亿元将投资于广西海吉星农产品国际物流中心项目, 5亿元将用于偿还银行贷款, 减少财务费用。

继续加强沿海枢纽对内地市场辐射作用

公司利用募集资金扩大天津及广西两地沿海市场规模, 打造两地沿海市场的区域地位, 进一步落实公司管理层将上海、深圳、天津、南宁四地市场打造成为农产品进口枢纽市场, 辐射内地各大兄弟市场的战略。

偿还银行贷款减轻财务费用压力

根据公司半年报披露信息, 公司目前长期借款与短期借款总额约20.87亿元, 上半年财务费用为3521.7万元, 公司在全中国范围内的大举扩张使得财务费用支出压力较大, 利用募集资金偿还银行贷款能有效减轻公司财务费用压力。

目前股价低于定增价格每股16.45元, 具有较大安全边际

公司调整后非公开发行价格为每股16.45元, 截至9月6日收盘公司股票收盘价为14.08元, 相对定增价格每股折价2.37元。目前市场股价已经低于定增价格, 具有较大安全边际, 因此我们重申对公司“推荐”评级。

风险提示:

市场扩张速度低于预期, 网络化连结和信息化低于预期, 国家政策出现变化。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,245.95	1,370.82	1,576.44	1,812.90	2,084.84
增长率(%)	-2.66%	10.02%	15.00%	15.00%	15.00%
EBITDA(百万元)	386.83	532.31	119.80	169.20	171.00
净利润(百万元)	85.19	276.95	649.00	715.00	800.00
增长率(%)	60.53%	225.10%	134.29%	10.16%	11.89%
每股收益(元)	0.111	0.360	0.840	0.930	1.040
市盈率	125.27	48.86	18.80	17.00	15.20
市净率	3.70	4.40	3.30	2.70	2.30
EV/EBITDA	26.95	25.01	93.40	57.90	53.20

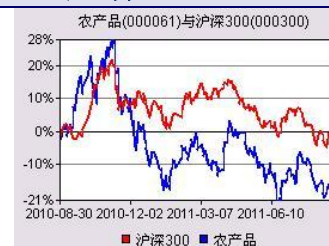
数据来源: 深圳市农产品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.40
目标价格(元)	24.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-9.14%	-8.35%	-17.38%
沪深300	-4.01%	-3.44%	-2.13%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	768.51/760.80
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%

财务比率

ROE	9.00%
ROA	4.79%
资产负债率	58.54%
每股净资产(元)	4.01
2010年报数据	

目录索引

事件：公司调整非公开发行底价，细化募投项目方案	3
继续加强沿海枢纽对内地市场辐射作用	3
偿还银行贷款减轻财务费用压力	6
目前股价低于定增价格每股 16.45 元，具有较大安全边际	6

图表索引

图 1：公司四大沿海市场分销进口农产品	3
图 2：四大沿海市场进口农产品辐射全国网络	3
图 3：东盟是我国重要水果进口来源地	4
表 1：公司重点建设四大沿海枢纽市场	3
表 2：两大沿海枢纽市场周边港口机场设施极为便利	4
表 3：中国-东盟自由贸易区降税安排，未来水果进口关税最终将削减为零	5
表 4：泰国水果经上海与天津港运至北京成本对比	5

事件：公司调整非公开发行底价，细化募投项目方案

公司2010年权益分派实施之后，将发行底价调整为16.45元/股；非公开发行股数上限相应调整为151,975,684股；募集资金总量仍为25亿元。其中16亿元将投资于天津翰吉斯国际农产品物流园项目，4亿元将投资于广西海吉星农产品国际物流中心项目，5亿元将用于偿还银行贷款，以减少财务费用。

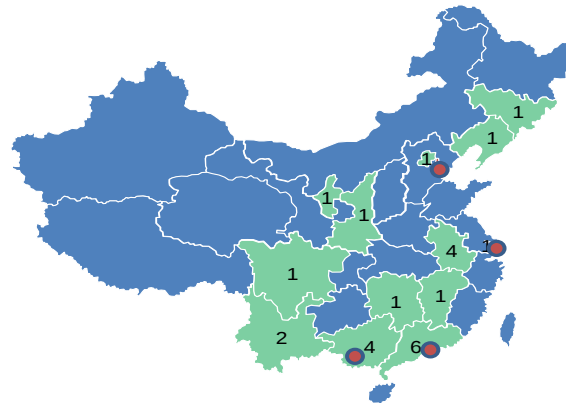
继续加强沿海枢纽对内地市场辐射作用

公司利用募集资金扩大天津及广西两地沿海市场规模，能够有效巩固两地沿海市场的区域地位，进一步落实公司管理层将上海、深圳、天津、南宁四地市场打造成为农产品进口枢纽市场，辐射内地各大兄弟市场的战略。未来四大沿海市场枢纽将共同承担起农产品进口中转的任务，促进各大兄弟市场互联互通，增加市场间交易量。

图 1：公司四大沿海市场分销进口农产品



图 2：四大沿海市场进口农产品辐射全国网络



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1：公司重点建设四大沿海枢纽市场

	枢纽市场	成立时间	规划面积(平方米)	总投资(万元)
上海	上海农产品中心批发市场	1998	270,000	-
深圳	深圳市海吉星国际农产品物流园	2011	303,000	180,000
广西	广西海吉星农产品国际物流中心	2014	404,202	116,785
天津	天津翰吉斯国际农产品物流园	2015	711,758	224,198

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

● 两大增资市场交通便利

公司增资扩张的天津、南宁两大市场均为区域交通枢纽城市。天津位于环渤海经济圈的中心地带，对内腹地辽阔，辐射华北、东北、西北13个省市自治区，对外面向东北亚，是中国北方最大的沿海开放城市。广西地处中国-东盟自由贸易区中心位置，是我国大多数省份进入东盟最便捷的通道，有能力承担起中国对接东盟物流中心的重要角色。

表 2：两大沿海枢纽市场周边港口机场设施极为便利

	港口	港口吞吐量(万吨)	机场	机场货邮吞吐量(万吨)
天津	天津港	40000	滨海国际机场	20.2
	唐山港	25000		
南宁	防城港	7650	吴圩国际机场	6.1
	钦州港	3022		
	北海港	1250		

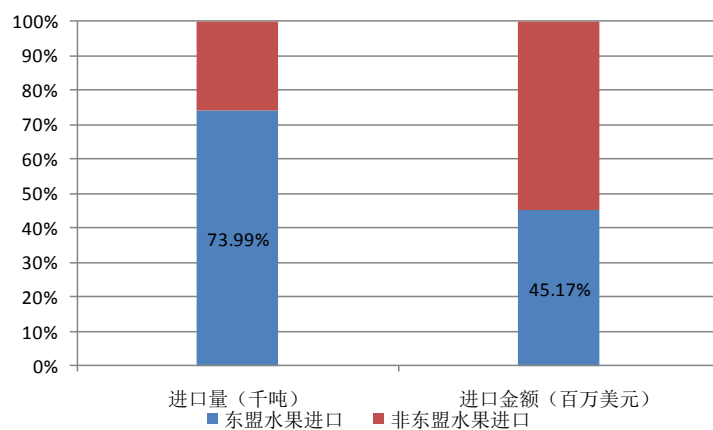
数据来源：中港网、各大机场官方网站、广发证券发展研究中心

● 广西市场：东盟自贸区农产品贸易枢纽

广西南宁周围有防城港、钦州港、北海港以及吴圩国际机场等重要区域交通枢纽，且地处中国-东盟自由贸易区中心位置，距离越南边境陆地距离仅150公里左右，是我国对接东盟各国贸易往来的物流中心。

以水果进口为例，我国从东盟进口水果量占水果进口总量73.99%，进口金额占水果进口总金额45.17%。随着自由贸易区降税协议的逐步落实，我国与东盟的农产品贸易额将进一步提升，公司位于南宁的海吉星农产品国际物流中心作为农产品中转枢纽也将在东盟国际农产品贸易中受益。

图 3：东盟是我国重要水果进口来源地



数据来源：CEIC、中国海关统计数据库、广发证券发展研究中心

表 3：中国-东盟自由贸易区降税安排，未来水果进口关税最终将削减为零

中国、东盟老成员文莱、印尼、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾	一轨正常商品	自 2005 年 7 月 1 日开始降税, 2007 年 1 月 1 日和 2009 年 1 月 1 日各进行一次关税削减, 2010 年 1 月 1 日将关税最终削减为零
	二轨正常商品	与一轨正常商品的降税模式完全相同, 区别在于在按降税模式降到 5% 以下时, 可保持不超过 5% 的关税, 在 2012 年 1 月 1 日取消关税
	一般敏感商品	2012 年 1 月 1 日削减至 20%, 2018 年 1 月 1 日削减至 5% 以下
	高度敏感商品	在 2015 年 1 月 1 日将高度敏感商品关税削减至 50% 以下
东盟新成员越南、老挝、缅甸、柬埔寨	一轨正常商品	自 2005 年 7 月 1 日开始降税, 2006-2009 年每年 1 月 1 日要进行一次关税削减, 2010 年不削减关税, 2011 年起每 2 年削减一次关税, 至 2015 年将关税削减为零
	二轨正常商品	与一轨正常商品的降税模式完全相同, 区别在于在按降税模式降到 5% 以下时, 可保持不超过 5% 的关税, 在 2018 年 1 月 1 日取消关税
	一般敏感商品	2015 年 1 月 1 日削减至 20%, 2020 年 1 月 1 日进一步削减至 5% 以下
	高度敏感商品	在 2018 年 1 月 1 日将高度敏感商品关税削减至 50% 以下

数据来源：中国-东盟“早期收获计划”、《货物贸易协议》、广发证券发展研究中心

● 天津市场：辐射津京唐的“销地型”市场

天津位于环渤海经济圈的中心地带，对内腹地辽阔，辐射华北、东北、西北13个省市自治区，对外面向东北亚，是中国北方最大的沿海开放城市。天津港腹地包括了14个省、市、自治区，面积占到整个国土面积52%，农产品进口途径天津将大大节省运输费用。我们计算了泰国进口水果分别途径上海与天津海运至北京的成本对比，结果显示经由天津入关的运输费用较上海入关具有258.7元/吨的成本优势。

表 4：泰国水果经上海与天津海运至北京成本对比

来源地		泰国曼谷	
入境地点		天津海关口岸	上海海关口岸
目标市场		北京	
海运部分	海运费用(元/吨)	350/17.5*6.38=127.6	236/17.5*6.38=86.03
	备注	根据中国航运网数据，目的地为上海的东南亚航线运价为每集装箱 236 美元（天津航线运距约为上海航线 1.5 倍）。每集装箱重量按 17.5 吨计算。	
陆地运输部分	陆地运输费用(元/吨)	100(运费)+50(接驳)=150	500
	备注	陆地运输按公路运输计算，根据陆运中国“上海-北京”线路数据以 500 元/吨计算运价；“天津-北京”线路数据以 100 元/吨计算运价，天津港口接驳费为 50 元/吨	
总计(元/吨)		277.6	586.3

数据来源：中华航运网、陆运中国、广发证券发展研究中心

偿还银行贷款减轻财务费用压力

公司处于高速扩张期，各地新建市场资本开支较大，因此有息债务带来的财务费用是影响公司上半年业绩的主要原因之一。此次非公开发行将用5亿元募集资金偿还公司贷款，将有效减轻公司财务负担，在一定程度上增厚公司业绩。

按照公司公布《非公开发行预案》时一年期贷款利率6.31%计算，通过本次非公开发行偿还银行贷款50,000万元，在2011年可以为公司节省财务费用3,155万元，增加净利润2,397.8万元。假设本次非公开发行股票数量为151,975,684股，发行结束后公司总股本为920,483,535股，则偿还银行贷款50,000万元可以增加摊薄后每股收益约0.026元。

目前股价低于定增价格每股 16.45 元，具有较大安全边际

公司调整后非公开发行价格为每股16.45元，截至9月6日收盘公司股票收盘价为14.08元，相对定增价格每股折价2.37元。目前市场股价已经低于定增价格，具有较大安全边际，因此我们重申对公司“推荐”评级。

风险提示

市场扩张速度低于预期，网络化连结和信息化低于预期，国家政策支持出现变化。

资产负债表简表			单位：百万元	
报表项目	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	2212	1659	2341	3811
应收账款	41	62	125	182
预付款项	477	524	577	461
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	90	99	109
流动资产合计	2921	2444	3250	4672
长期股权投资	309	350	405	469
固定资产	1473	1644	2049	2650
在建工程	705	728	497	38
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	4246	4428	4587
资产总计	7011	6690	7678	9259
短期借款	912	332	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	65	127	194
预收款项	71	78	86	95
应付职工薪酬	50	65	127	194
应交税费	56	112	226	329
应付利息	1.07546	0	0	0
应付股利	2	0	0	0
其他应付款	1007	1108	1219	1341
流动负债合计	2775	1761	1784	2152
长期借款	449	549	649	749
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	19	38	95	146
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	2648	2828	3347
负债合计	3543	2648	2828	3347
股本	769	769	769	769
资本公积	1652	1652	1652	1652
盈余公积	104	194	316	475
未分配利润	360	766	1288	1843
少数股东权益	583	688	853	1201
负债股东权益总计	7011	6717	7705	9287
每股净资产(元)	4.51	5.29	6.35	7.73

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	2010	2011E	2012E
营业收入	1246	1865	3763	5482
营业成本	621	816	1579	2416
营业税金及附加	35	53	107	155
销售费用	171	171	241	301
管理费用	292	486	894	1344
财务费用	40	56	37	27
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	438	109	128
营业利润	196	721	1013	1366
营业外收入	80	50	50	50
营业外支出	68	0	0	0
利润总额	208	771	1063	1416
所得税费用	51	170	255	354
净利润	156	601	808	1062
归属于母公司净利润	85	496	643	714
少数股东损益	71	105	165	348
EPS (元)	0.11	0.65	0.84	0.93

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	239	1135	1578
投资活动现金流量	-332	-248	-241	-232
筹资活动现金流量	406	-543	-212	124
现金及现金等价物净增加额	0	-553	682	1470
期末现金余额	0	1659	2341	3811
每股经营活动现金流(元)	0.67	0.31	1.48	2.05

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%	50%	102%	46%
营业利润增长率	16%	39%	27%	25%
毛利率	50%	56%	58%	56%
营业利润率	16%	39%	27%	25%
净利润率	7%	27%	17%	13%
净资产收益率	5%	15%	17%	18%
总资产收益率	2%	9%	11%	11%
流动比率	105%	139%	182%	217%
资产负债率	51%	39%	37%	36%
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

广发交通运输行业研究小组

杨志清，首席分析师，同济大学工学博士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

农产品（000061.sz）_公司跟踪研究报告	杨志清	2011-06-02
农产品（000061.sz）——业绩低于预期，依然看好长期发展_年报点评	杨志清	2011-04-29
农产品（000061.sz）_公司深度研究报告	杨志清	2010-09-21

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。