

农产品 (000061.sz)

政策的春风，催化公司农产品供应链体系的建设

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：国务院办公厅发布意见，支持农产品流通体系建设

意见提出完善流通链条和市场布局，进一步减少流通环节，降低流通成本，建立完善高效、畅通、安全、有序的鲜活农产品流通体系。同时明确各地要依据城市总体规划和城市商业网点规划，制定并完善本地区农产品批发市场、农贸市场、菜市场等鲜活农产品网点发展规划。意见要求建立健全重要农产品储备制度，完善农产品跨区调运、调剂机制加快鲜活农产品质量安全追溯体系建设。

公司是农产品流通体系建设先行者，政策春风将加快各项业务推进

公司的各项业务明显已经走在政策的前列，自三年前公司提出“归核化”的战略以来，已经开始着手建立农产品流通体系。简单对比《意见》中的一些内容，可以轻易发现公司已经将规划变成了现实，并在不断的推广过程之中。《意见》的出台，无疑给公司发展各项业务、推进整体战略提供了政策上的支持，减少了公司在建立全国性农产品供应链体系的不确定性和政策风险。

公司建立农产品供应链体系的进度在国内遥遥领先，作为主导者的地位将难以撼动

不管从市场数量、交易规模、还是全国网络方面来看，公司都是毫无疑问的业内龙头企业，在建立农产品现代化立体式的供应链体系进度遥遥领先，公司作为农产品供应链体系主导者的地位将难以撼动。

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
主营收入(百万元)	1245.95	1370.82	1841.98	2597.17	3389.66
EBITDA(百万元)	272.75	135.07	669.84	881.73	1264.20
净利润(百万元)	85.19	276.95	406.89	472.21	591.73
净利润增长率(%)	60.53%	225.10	46.92%	16.05%	25.31%
每股收益(元)	0.11	0.36	0.53	0.61	0.77
市盈率(倍)	125.22	48.87	30.18	26.01	20.75
市净率(倍)	3.70	4.40	3.52	3.10	2.70
EV/EBITDA(倍)	36.08	93.39	18.22	12.54	7.89
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

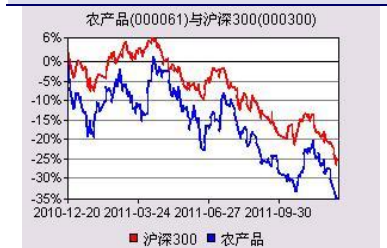
数据来源：深圳市农产品股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	12.34
目标价格(元)	18
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	-13.71%	-11.35%	-33.90%
沪深300	-8.52%	-11.01%	-26.08%

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

事件：国办发布《关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》，要求大力扶持农产品流通体系的建设。

意见提出完善流通链条和市场布局，进一步减少流通环节，降低流通成本，建立完善高效、畅通、安全、有序的鲜活农产品流通体系。

意见明确各地要依据城市总体规划和城市商业网点规划，制定并完善本地区农产品批发市场、农贸市场、菜市场等鲜活农产品网点发展规划。

意见要求建立健全重要农产品储备制度，完善农产品跨区调运、调剂机制加快鲜活农产品质量安全追溯体系建设。

意见同时提出以下七个方面的保障措施：一是增加财政投入，通过投资入股、产权回购回租、公建配套等方式，改造和新建一批公益性农产品批发市场、农贸市场和菜市场。发挥财政资金引导示范作用，带动和规范民间资本进入农产品流通领域。完善农产品流通税收政策，免征蔬菜流通环节增值税。二是加强金融支持，加大涉农贷款投放力度。三是保障合理用地，对于政府投资建设不以盈利为目的、具有公益性质的农产品批发市场，可按作价出资（入股）方式办理用地手续，但禁止改变用途和性质。四是强化监督管理，严厉打击农产品投机炒作，做好外资并购大型农产品批发市场的安全审查。五是严格执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策。六是加快农产品流通标准体系建设。七是各地各部门加强组织领导，加大政策扶持力度。

公司是农产品流通体系建设的先行者，政策春风将加快公司各项业务推进

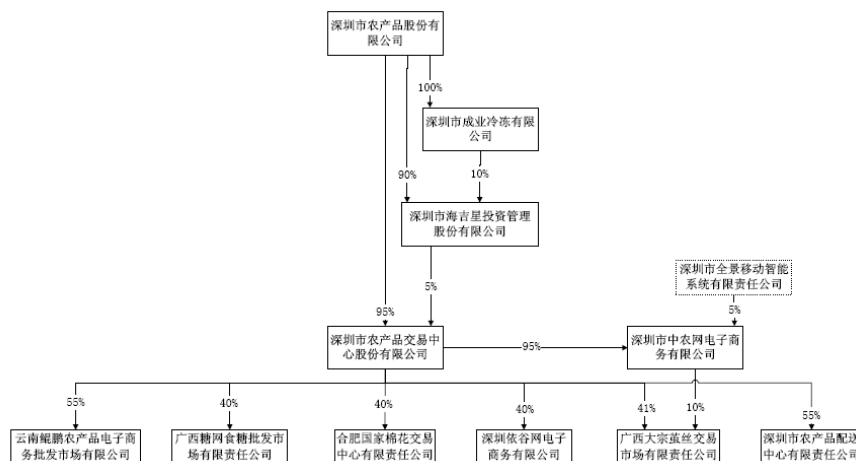
公司的各项业务明显已经走在政策的前列，自三年前公司提出“归核化”的战略以来，已经开始着手建立农产品流通体系。简单对比《意见》中的一些内容，可以轻易发现公司已经将规划变成了现实，并在不断的推广过程之中。

表 1:《意见》要求以及公司已经开展的工作

《意见》要求	公司已经开展的工作
鼓励流通企业跨地区兼并重组和投资合作。	公司已经全国投资 26 家实体批发市场，辐射全国十几个省级行政地区。并制定推出海吉星品牌，推动农批市场标准化连锁。
支持农业生产基地、农业产业化龙头企业、农民专业合作社在社区菜市场直供直销，推动在人口集中的社区有序设立周末菜市场及早、晚市等鲜活农产品零售网点。	深圳市政府联合公司推出“中央大厨房”项目，已经试点在深圳各社区推出移动零售网点。
要加强部门协作，完善市场监测、预警和信息发布机制。加快鲜活农产品质量安全追溯体系建设。	公司已经建立体系内各市场的价格指数、风险监控体系，并和商务部合资成立农产品检测科技中心，全面监控体系内的价格和食品安全。公司正在推广的电子交易，已经可以实现部分产品的可追溯。
加强金融支持，加大涉农贷款投放力度	公司已经成立担保公司，并建立海吉星金融网，打造融资平台。
强化监督管理，严厉打击农产品投机炒作	公司已经成立农产品交易所，用于监管旗下的电子交易。

数据来源：《国务院办公厅关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》、广发证券发展研究中心

图 1：公司电子交易品种的股权结构



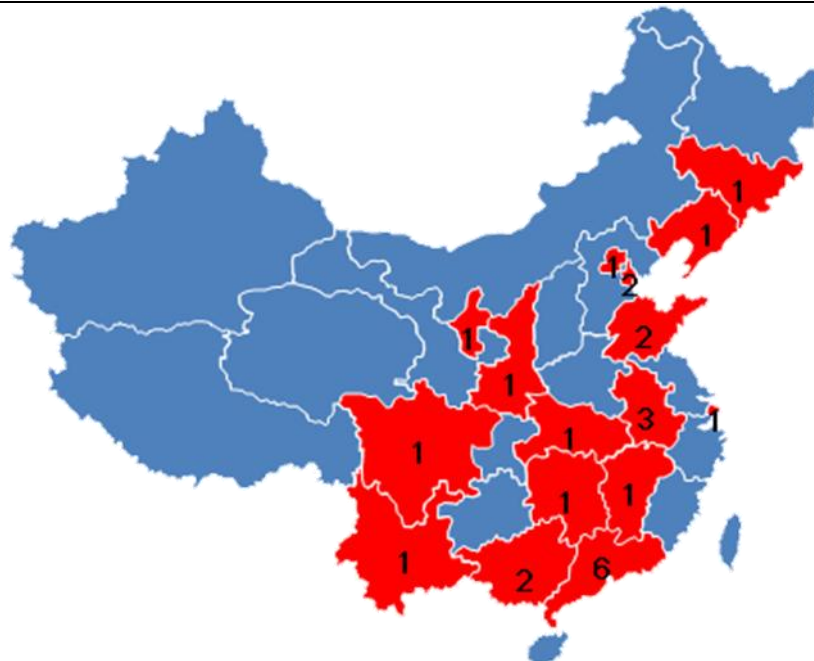
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据我们在此前深度报告《农产品公司深度研究报告：赢在战略，整合农产品物流平台，舍我其谁!》、《农产品公司深度研究报告：长与耕耘致岁丰，广厦雏形印证宏伟蓝图》和《农产品公司跟踪报告：未来中国农产品供应链体系的主导者!》中对公司未来发展方向的分析 and 预测，公司将整合中国农产品供应链体系。《意见》的出台，无疑给公司发展各项业务、推进整体战略提供了政策上的支持，减少了公司在建立全国性农产品供应链体系的不确定性和政策风险。《意见》的出台将加快公司各项业务的推进

公司建立农产品供应链体系的进度在国内遥遥领先，
作为主导者的地位将难以撼动

农产品供应链体系的建立，要求具有相当的网络和规模，而公司目前已经拥有31家市场，其中实体市场25家，电子商务市场6家，遍布全国15个省级行政单位。并且实体市场的规模有不断扩大的趋势，已经由原来的几十亩、几百亩，上升到千亩以上。根据公司的规划，“十二五”期间将使全国的实体市场数目再翻一倍达到50个。

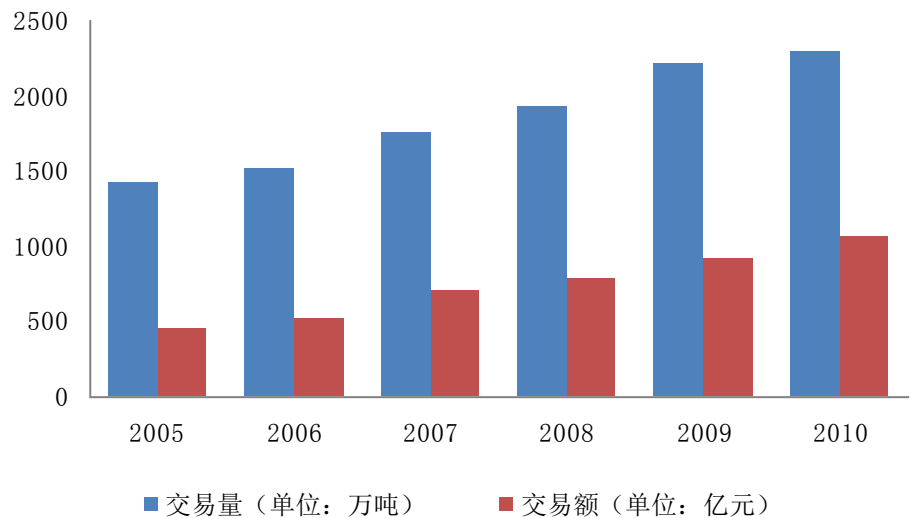
图 2: 公司26家实体市场在全国分布



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

规模来说,2010年公司交易额达到1060亿元,占全国规模以上市场交易额总量的10%。目前公司拥有4万稳定的批发商,每日4万辆车进场,每日交易人次达20万。公司“十二五”期间计划继续全力推进实体市场和网上交易市场的繁荣,规划2015年实体市场交易额达到1500亿元;现货网上交易额达到1000亿。

图 3：公司贸易额已经突破千亿，占全国规模市场总量的10%



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

相比较其他区域性批发市场，还远未走出异地扩张的步伐，至于标准体系、交易所的规范化运作、食品安全和价格的检测体系、金融服务平台的建立目前都还是停留在规划阶段。因此毫无疑问，公司以国内最大的网络规模和贸易规模，作为农产品供应链体系主导者的地位将难以撼动。

我们看好公司在建设全国性农产品供应链体系中面临的巨大发展机遇，维持“买入”评级

对于一个具有垄断优势的平台公司，商业价值无疑是巨大的，就像我们没有人会不好看好淘宝和支付宝一样。一旦公司率先建立起全国性的农产品供应链体系，其价值将不可估量。

短期市场对公司业绩的担忧也是我们需要认真思考的问题。公司目前正处于扩张期，体系建设并没有完成，目前旗下26家实体市场还有一半没有进入正常经营期，且老旧市场的管理模式比较落后，因此短期内公司的经常性业务收益还是难以达到投资者的要求。

我们认为，这种需要积累客户和人气的行业，急于盈利虽然能实现短期收益，但是却对长期的发展是有害的。例如，支付宝到目前用户超过2亿，仍然不盈利，而贸易额过万亿的淘宝网，也是不盈利。显然比盈利更重要的事情，那就是培育和垄断市场。

虽然公司经常性盈利还未达到目标，但是从长远的发展来看，我们看好公司的发展机遇，维持“买入”评级。

风险提示

市场扩张进度低于预期、网络化联结和信息化低于预期，经常性盈利低于预期

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	
货币资金	2212.30	3170.89	2328.05	1903.67	
应收账款	41.32	38.94	65.22	84.00	
预付款项	476.61	544.62	460.67	607.02	
应收利息	0.00	0.00			
应收股利	0.00	4.15			
其他应收款	101.50	226.53	241.46	325.60	
存货	82.10	94.86	81.18	102.70	
流动资产合计	2920.83	4083.73	3176.59	3022.99	
长期股权投资	308.94	526.21	526.21	526.21	
固定资产	1500.56	1665.84	1842.63	2030.74	
在建工程	704.82	910.56	1000.28	1060.09	
无形资产	929.98	1161.66	1103.58	1048.40	
长期待摊费用	27.60	25.61			
递延所得税资产	51.66	86.61	0.00	0.00	
非流动资产合计	4090.17	5029.03	5147.42	5340.23	
资产总计	7011.00	9112.76	8324.02	8363.22	
短期借款	911.50	1764.32	1727.29	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	49.80	66.98	54.86	68.96	
预收款项	71.12	210.43	193.95	336.07	
应付职工薪酬	49.77	72.04	53.60	75.09	
应交税费	55.73	83.13	97.05	147.17	
应付利息	1.08	2.58			
应付股利	1.51	0.32	0.00	0.00	
其他应付款	1007.43	1201.96	863.51	1161.74	
流动负债合计	2774.54	4621.37	3584.08	2856.33	
长期借款	448.95	426.95	526.95	676.95	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	19.03	15.30			
预计负债	0.00	0.00			
递延所得税负债	0.08	0.33	0.00	0.00	
非流动负债合计	768.48	713.56	526.95	676.95	
负债合计	3543.01	5334.92	4111.03	3533.28	
股本	768.51	768.51	768.51	768.51	
资本公积	1651.72	1629.98	1629.98	1629.98	
盈余公积	104.28	115.66	176.69	247.52	
未分配利润	360.47	564.89	910.74	1312.12	
少数股东权益	583.00	699.10	727.07	871.81	
负债股东权益总计	7011.00	9112.76	8324.02	8363.22	
每股净资产(元)	3.75	4.01	4.54	5.15	

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	1245.95	1370.82	1841.98	2597.17	
营业成本	620.99	948.23	686.62	974.92	
营业税金及附加	35.33	39.21	51.36	73.45	
销售费用	171.11	68.38	184.58	248.83	
管理费用	292.24	334.94	434.39	618.74	
财务费用	40.11	50.15	29.03	-5.49	
资产减值损失	94.70	34.32	0.00	0.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	204.38	419.65	73.53	85.59	
营业利润	195.86	315.25	529.52	772.31	
营业外收入	79.95	27.50	50.29	50.29	
营业外支出	68.16	4.76	0.00	0.00	
利润总额	207.65	336.39	579.81	822.60	
所得税费用	51.17	56.98	144.95	205.65	
净利润	156.48	279.41	434.86	616.95	
归属于母公司净利润	85.19	276.95	406.89	472.21	
少数股东损益	71.30	2.46	27.97	144.75	
EPS(元)	0.11	0.36	0.53	0.61	

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	516.51	663.28	-162.56	1495.26	
投资活动现金流量	-331.51	-489.79	-266.00	-257.42	
筹资活动现金流量	406.08	845.09	-414.27	-1662.22	
现金及现金等价物净增加额	591.08	1018.59	-842.83	-424.38	
期末现金余额	2152.30	3230.89	2328.05	1903.67	
每股经营活动现金流(元)	0.67	0.86	-0.21	1.95	

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	-2.66%	10.02%	34.37%	41.00%	
营业利润增长率	329.43%	60.96%	67.97%	45.85%	
毛利率	50.16%	30.83%	62.72%	62.46%	
营业利润率	15.72%	23.00%	28.75%	29.74%	
净利率	6.84%	20.20%	22.09%	18.18%	
净资产收益率	2.95%	9.00%	11.67%	11.93%	
总资产收益率	1.22%	3.04%	4.89%	5.65%	
流动比率	105.27%	88.37%	88.63%	105.83%	
资产负债率	50.54%	58.54%	49.39%	42.25%	
所得税税率	24.64%	16.94%	25.00%	25.00%	

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。