

农产品 (000061.sz)

战略投资者进入，电商及物流业务有望快速扩张

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

事件：公司公告引进战略投资者

公司旗下子公司农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者：嘉御（中国）投资基金 I 期持有增资后交易中心 30% 股份；景林高盈投资有限公司持有增资后交易中心 19% 股份；管理层团队持有增资后交易中心 5.95% 股份。

专业电商投资人增资，公司电商和物流业务有望快速扩张

嘉御（中国）投资基金的董事长为卫哲，阿里巴巴公司前执行董事兼行政总裁，在阿里巴巴工作 5 年，具有丰富的电商运营和发展经验。嘉御基金战略入股农产品公司，将会大力推进公司的电商业务，推动公司电商业务和传统的农批市场业务结合，加快农产品供应链与物流体系的构建和推广。我们认为，公司的依谷网 B2C 业务有望和“中央大厨房”项目相结合，首先取得快速突破，构建农产品 B2C 平台。

PE 及管理层持股，未来具有分拆上市的可能

我们认为，PE 和管理层同时持股，巧妙避开了国企体制僵硬的弊端，将财务投资人与管理层利益统一，对于交易中心股份有限公司未来持续的成长具有积极的意义。同时 PE 的入股，预示着未来具有分拆上市的可能性。

公司的长期成长趋势清晰，维持“买入”评级

从公司目前的各项业务进展来看，公司通过增发融资、引进战略投资者等方式正在不断突破瓶颈，构建全国性的农产品供应链体系。我们认为，公司的长期成长趋势清晰，而目前的股价也已经低估了公司的价值，我们维持“买入”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

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1245.95	1370.82	1841.98	2597.17	3389.66
增长率(%)	-2.66%	10.02%	34.37%	41.00%	30.51%
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
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	125.22	48.87	30.18	26.01	20.75
市净率	3.70	4.40	3.52	3.10	2.70
EV/EBITDA	36.08	93.39	18.22	12.54	7.89

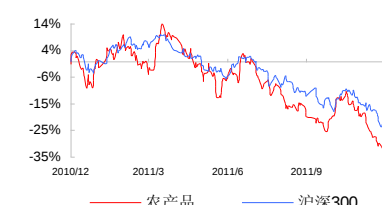
数据来源:深圳市农产品股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.08 元
合理价值	18.00 元
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	-20.86	-21.47	-34.17
沪深 300	-10.31	-11.59	-24.20

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

768/651

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%

流通 A 股比例 84.77%

财务比率

ROE	9.00%
ROA	3.44%
资产负债率	58.54%

2010 年报数据

事件：公司公告引进战略投资者

公司12月29日发布旗下子公司农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者公告：通过增资扩股的方式公开招募引进战略投资者取得进展，Vision Knight Capital (China) Fund I. L. P[嘉御（中国）投资基金I期]增资价格为人民币188,191,620元，持有增资后交易中心30%股份；景林高盈投资有限公司（Greenwoods Top Surplus Investment Limited）增资价格为人民币119,188,026元，持有增资后交易中心19%股份。本次增资管理层团队按谈判最终报价出资，增资价格为人民币37,355,754元，持有增资后交易中心5.95%股份。

专业电商投资人增资，公司电商和物流业务有望快速扩张

公开资料显示，嘉御（中国）投资基金的董事长为卫哲，阿里巴巴公司前执行董事兼行政总裁，在阿里巴巴工作5年，具有丰富的电商运营和发展经验。此前嘉御基金投资了卡帝乐鳄鱼，持有1/3股权。从投资风格来说，嘉御基金不仅仅是财务投资，还给公司提供咨询服务，帮助公司构建电商服务平台，并为卡帝乐鳄鱼物色了一位电商高管。

我们认为，电商业务是一种新兴的业态，相比较农产品公司长期从事的传统农批业务而言，公司虽然已经初步开展了B2B和B2C的电商业务及供应链整合业务，但是经验和人才仍然非常缺乏。我们此前在深度报告中提过，专业人才的引进是公司突破业务瓶颈的重要催化剂。

嘉御基金战略入股农产品公司，将会大力推进公司的电商业务，推动公司电商业务和传统的农批市场业务结合，加快农产品供应链与物流体系的构建和推广。我们认为，公司的依谷网B2C业务有望和“中央大厨房”项目相结合，首先取得快速突破，构建农产品B2C平台。

PE及管理层持股，未来具有分拆上市的可能

景林高盈投资有限公司注册地为香港，持股19%，而公司管理层持股5.95%。我们认为，PE和管理层同时持股，巧妙避开了国企体制僵硬的弊端，将财务投资人与管理层利益统一，对于交易中心股份有限公司未来持续的成长具有积极的意义。同时PE的入股，预示着未来具有分拆上市的可能性。

公司的长期成长趋势清晰，维持“买入”评级

我们在此前的深度报告《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！》中已经对公司未来的成长路径进行了清晰的分析，并认为公司要实现未来的宏伟蓝图，还面临人才、资金和网点的瓶颈。从公司目前的各项业务进展来看，公司通过增发融资、引进战略投资者等方式正在不断突破瓶颈，构建全国性的农产品供应链体系。我们认为，公司的长期成长趋势清晰，而目前的股价也已经低估了公司的价值，我们维持“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，电子商务的扩张低于预期，经常性盈利低于预期

资产负债表

单位：百万元

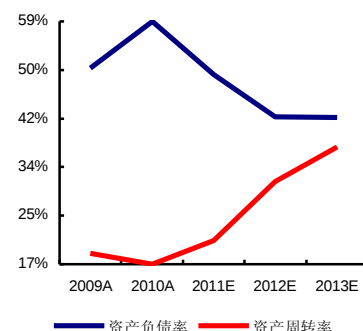
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,921	4,084	3,177	3,023	4,554
货币资金	2,212	3,171	2,328	1,904	3,134
应收及预付	619	810	767	1,017	1,297
存货	82	95	81	103	123
其他流动资产	7	8	0	0	0
非流动资产	4,090	5,029	5,147	5,340	5,417
长期股权投资	309	526	526	526	526
固定资产	1,501	1,666	1,843	2,031	2,221
在建工程	705	911	1,000	1,060	999
无形资产	966	1,198	1,140	1,085	1,032
其他长期资产	610	728	639	639	639
资产总计	7,011	9,113	8,324	8,363	9,971
流动负债	2,775	4,621	3,584	2,856	3,371
短期借款	912	1,764	1,727	0	0
应付及预收	1,235	2,194	1,857	2,856	3,371
其他流动负债	628	663	0	0	0
非流动负债	768	714	527	677	827
长期借款	449	427	527	677	827
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	320	287	0	0	0
负债合计	3,543	5,335	4,111	3,533	4,198
股本	769	769	769	769	769
资本公积	1,652	1,630	1,630	1,630	1,630
留存收益	465	681	1,087	1,560	2,151
归属母公司股东权益	2,885	3,079	3,486	3,958	4,550
少数股东权益	583	699	727	872	1,223
负债和股东权益	7,011	9,113	8,324	8,363	9,971

利润表

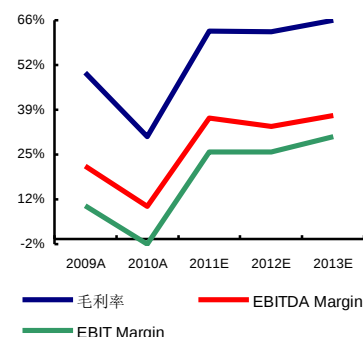
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1246	1371	1842	2597	3390
营业成本	621	948	687	975	1156
营业税金及附加	35	39	51	73	96
销售费用	171	68	185	249	278
管理费用	292	335	434	619	812
财务费用	40	50	29	-5	-62
资产减值损失	95	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	204	420	74	86	96
营业利润	196	315	530	772	1207
营业外收入	80	50	50	50	50
营业外支出	68	29	0	0	0
利润总额	208	336	580	823	1257
所得税	51	57	145	206	314
净利润	156	279	435	617	943
少数股东损益	71	2	28	145	351
归属母公司净利润	85	277	407	472	592
EBITDA	273	135	670	882	1264
EPS (元)	0.11	0.36	0.53	0.61	0.77

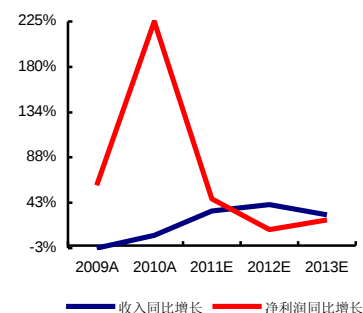
资产负债率趋势



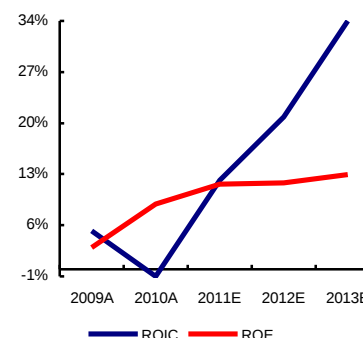
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

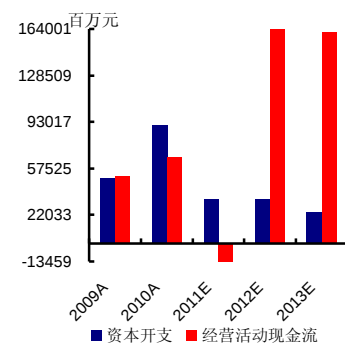
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	517	663	-163	1,495	1,268
净利润	156	279	435	617	943
折旧摊销	146	155	185	200	216
营运资金变动	282	557	-876	729	214
其它	-69	-329	93	-51	-105
投资活动现金流	-332	-490	-266	-257	-146
资本支出	-504	-909	-340	-343	-242
投资变动	156	159	74	86	96
其他	17	260	0	0	0
筹资活动现金流	406	845	-414	-1,662	109
银行借款	3,409	3,218	63	-1,577	150
债券融资	-2,830	-2,348	-346	0	0
股权融资	54	147	0	0	0
其他	-227	-171	-131	-85	-41
现金净增加额	591	1,019	-843	-424	1,231
期初现金余额	1,561	2,212	3,171	2,328	1,904
期末现金余额	2,152	3,231	2,328	1,904	3,134

主要财务比率

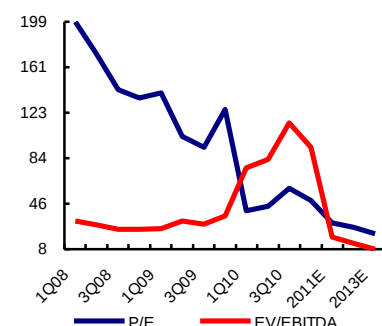
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-2.7%	10.0%	34.4%	41.0%	30.5%
营业利润	329.4%	61.0%	68.0%	45.9%	56.2%
归属于母公司净利润	60.5%	225.1%	46.9%	16.1%	25.3%
获利能力					
毛利率	50.2%	30.8%	62.7%	62.5%	65.9%
净利率	12.6%	20.4%	23.6%	23.8%	27.8%
ROE	3.0%	9.0%	11.7%	11.9%	13.0%
ROIC	5.3%	-1.0%	12.2%	21.0%	34.2%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	58.5%	49.4%	42.2%	42.1%
净负债比率	-23.8%	-24.3%	-1.8%	-25.4%	-40.0%
流动比率	1.05	0.88	0.89	1.06	1.35
速动比率	0.85	0.75	0.74	0.81	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.17	0.21	0.31	0.37
应收账款周转率	24.07	34.16	28.24	30.92	29.52
存货周转率	8.12	10.72	9.24	9.93	9.57
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.36	0.53	0.61	0.77
每股经营现金流	0.67	0.86	-0.21	1.95	1.65
每股净资产	3.75	4.01	4.54	5.15	5.92
估值比率					
P/E	125.2	48.9	30.2	26.0	20.8
P/B	3.7	4.4	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	36.1	93.4	18.2	12.5	7.9

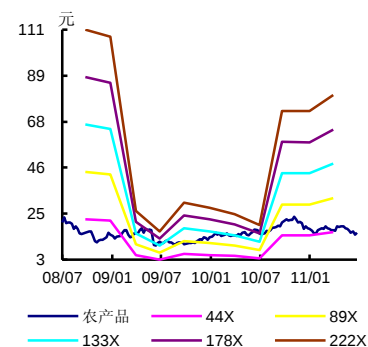
资本支出与经营活动现金流



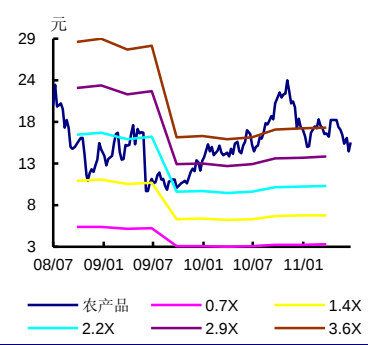
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，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): 未来中国农产品供应链体系的主导者!	杨志清	2011-06-02
农产品(000061.sz)——国务院关于加强农产品流通体系建设意见的点评:	杨志清	2011-12-20
农产品(000061.sz): 长与耕耘致岁丰，广厦雏形印证宏伟蓝图:	杨志清	2011-09-22

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。