

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

农产品 (000061)
推荐

零售

业绩预增及系列公告快评

(维持评级)

2011 年 1 月 28 日

业绩增长主要由非经常性损益贡献 主业低于预期

证券分析师： 孙菲菲 0755-82130722 sunff@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书
 编码：S0980510120031

事项：

农产品发布系列公告：1) 2010 年业绩预计比上年同期增长：200%左右，预计全年盈利约：25,500 万元，即 2010 年业绩约合 0.33 元/股，略低于预期；2) 参股公司民润公司的资产及债务处置的议案；3) 同时公司公告合设立深圳市中央大厨房物流配送有限公司，注册资本：5000 万元人民币，公司现金出资 2000 万元人民币，占 40% 股权；4) 设立 B2C 电子商务交易平台公司——深圳依谷网电子商务有限公司，注册资本：2000 万元人民币，公司全资子公司农产品交易中心股份有限公司现金出资 800 万元人民币，占 40% 股权的公告。

公司的业绩预告低于预期，而且我们认为公司的盈利预测面临调整的必要性，但几个事项仍具有不确定性，我们等年报时详细拆分后一起调整。我们维持 2011 年将是公司经常性损益的真正拐点，由于公司 09 年以来的强力扩张，未来批发市场的土地面积将扩张 1.4 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 17~22 元/股，估值中枢为 20 元，暂时维持 20 元的目标价格。

评论：

■ 公司 2010 年业绩预增 200% 的由非经常性因素贡献，批发市场主业远低于 09 年，低于预期

公司低于预期，全年业绩甚至低于出售渔人码头的一次性的收益。我们通过拆分，公司全年批发市场及果菜公司及其他业务合计贡献盈利 9000 万元，由于中报时公司的批发市场已经有 8589 万元的净利润，而且 09 年公司的批发市场（不含寿光市场）共实现净利润 2.96 亿元，权益净利润 1.76 亿元，因此全年的批发市场业务的利润远低于预期。

由于公司的公告信息不足，无法确切了解盈利下降的具体市场和下属公司。我们猜想其中的主要原因一是公司今年的新开市场较多（包括新柳邕、南宁、银川、云南等），新开办费用及新增折旧偏高；第二个原因是四季度搬迁公司总部，可能新增折旧 1500 万元，加之搬迁费用等一次性的支出等。

表 1：2010 年业绩预增公告分析（百万元）

公司名称	2010 前 3Q	2010E	第 4 季单季变化
净利润	320	255	
出售收益	260.0	260.0	
坏帐及深深宝股权	7.3	7.3	出售所得 1950 万元，坏帐 1220 万元
民润公司担保新增损失	0.0	-71.1	11 月 5 日公告两银行扣划
农牧公司	-27.0	-31.6	即 4Q 单季亏损 460 万元（51% 股比）
批发市场及果菜等	87.0	90.4	即 4Q 单季新增盈利 340 万元

资料来源：国信证券经济研究所

公司2010年的业绩的主要非经常因素包括:

- 1、公司 2010 年上半年完成转让深圳市西岸渔人码头商业有限公司股权，增加一次性税后收益约 26000 万元;
- 2、公司 2010 年上半年通过出让深圳市深宝实业股份有限公司股票 274.92 万股，增加税后收益约 1950 万元;
- 3、2010 年深圳市农牧实业有限公司受猪肉价格波动、饲料原料价格上涨及面临无序竞争等，对公司 2010 年度净利润的影响约为-3160 万元。(前三季度亏损约 2700 万元);
- 4、11 月 5 日公司为民润超市的担保被银行扣划公司账户人民币 1.36 亿元，造成公司 2010 年的亏损 7105 万元。

■ 关于民润超市的历史遗留问题基本解决，利于公司轻装上阵

公司公告将民润公司将62间门店网点资源（承租权）及其经营性资产处置给华润万家，截至2010年年底，公司对民润公司的长期股权投资账面价值已减至0元，民润公司已经全面停业且资不抵债。公司对民润公司的相关债务，历史上计提共包括三项，累计对民润公司债权合计2.78亿元（详见表2）

公司公告称，华润万家将清偿民润公司不高于人民币27177万元的债务（其中包括华润万家同意有条件代民润公司向公司偿还7238万元款项）。我们认为，华润的清偿金额及方案符合前期的约定，民润的一系列历史遗留问题，至此算基本完全解决。有利于公司未来轻装上阵，归核化战略的继续实施。

表 2：公司为民润公司的相关债务累计计提及负担

事项	金额
历史遗留账款的累计计提金额为 1.42 亿	142.7
09 年为民润担保计提损失	65.0
2010 年 11 月被两银行扣划金额	71.0
合计	278.8

资料来源：国信证券经济研究所

■ 关于成立深圳市中央大厨房物流配送有限公司的议案

公司公告投资成立深圳市中央大厨房物流配送有限公司，注册资本为5000万元人民币，公司现金出资2000万元人民币，占40%股权；新希望集团有限公司现金出资1500万元人民币，占30%股权；深圳市比多味贸易有限公司现金出资1500万元人民币，占30%股权。中央大厨房具体是指城市流通空间里的农副产品物流配送基地。建立城市“中央大厨房”，一方面集约解决市民“一日三餐”所需的肉类食品、农副产品、其他食品和副食品供给全过程质量监控；另一方面，通过配送中心、物流中心、配送节点等要素体系的合理配置，从“菜篮子”源头的加工、流通环节不断完善食品安全的市场准入和退出以及监测机制，确保从“田间”到“餐桌”整个流程的卫生安全。我们认为深圳的中央大厨房项目与2010年4月广州的项目类似，应该是一个农产品的深加工、物流、配送、质量控制平台。

■ 关于成立深圳依谷网电子商务有限公司的议案

依谷网于1月18日开始运营，注册资本：2000万元人民币，公司全资子公司农产品交易中心股份有限公司现金出资800万元人民币，占40%股权，广州腾越投资有限公司现金出资600万元人民币，占30%股权；深圳市优生活投资有限公司现金出资320万元人民币，占16%股权。深圳市博凯投资有限公司现金出资280万元人民币，占14%股权。我们观察发现，依谷网主要是一个面向终端消费者的B2C平台，其通过对于“三口之家”、“四口之家”等不同家庭对于生鲜食品的不同需求，可以定制不同的营养套餐，我们这种一种全新的农副产品购物方式，可能对于当地的消费者的食品采购习惯产生影响。农产品公司旗下“美益”鲜肉、“田地”蔬菜、“益民”豆腐、“深宝”、“三井”等知名品

牌，都可以为依谷网购提供了安全可靠的源头保证，而且公司旗下的批发市场体系以及中农网公司先进的全程食品安全备案，配合可追溯技术的电子商务应用技术，可以为依谷网购提供了质量及交易安全保障。

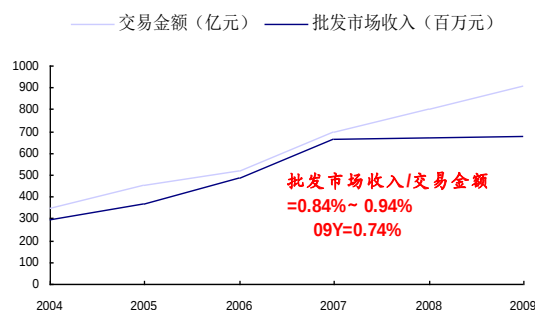
设立上述合资公司，我们认为体现了公司作为全国最大的农批市场运营商，一直在努力对于各种新生的需求及商业模式进行积极的探讨与尝试。我们认可其中的依谷网的运营模式，假设公司能够投入较大的宣传和策划力度，并集中投入处理好质量、配送及物流问题，那种这种便捷和健康的购物模式，可能受到当地消费者的欢迎。但这种模式有两个缺陷，一是由于前期的投入及费用较高，短期较难实现盈利。二是由于生产基地、配送和物流的约束，扩张存在一定的限制，较难在短时间内全国复制和扩张。中央大厨房项目在广州和深圳均未开业，我们难以判断其具体的运营模式。但我们认为上述两个项目均是公司在新商业模式上的尝试，盈利暂时无法预期。

■ 我们对于农批市场的看法维持正面

我们一直认为：1）农批市场兼具批发及零售企业特征，由于设计及经营均按市政规划进行，具有“特许经营、寡头垄断”的性质；2）农产品的时效性要求，市场活跃度对客户最为重要，客户对农批市场的品牌最为看重，从而市场的经营者拥有了较强议价能力；3）巨大的场内交易，可能带来大量的服务性收入及场外交易收入，场内及场外市场的有强烈的“共振效应”——基于上述三点，我们认为农批市场是一个先发优势明显、强者恒强的行业。

公司在农批市场经营上占尽先发优势，目前交易额约占全国规模以上农批市场的 10%。而且过去 5 年来看，其批发市场的收入，与市场的总交易金额是正相关的。

图 1：批发市场收入与交易金额呈正比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

■ 盈利预测及评级

公司的股价经过前期下跌，已经自高点 24.8 元跌过 32%，我们认为这显示了资本市场对于三方面的担忧，一是国家调控物价、特别是食品价格的担忧，二是对于农超对接范围和比例扩大，长期将影响农批市场交易量的担忧，三是对于 2010 年接连的两笔非经常性支出对于公司业绩的担忧。从以上三方面的担忧来看，我们认为其影响均已经消除或减弱，一是公司的批发市场收入虽然与交易金额成正比（见我们前期的报告分析），但是食品物价在 2011 年虽然可能不会大幅上升，但下降的风险不高；二是农超对接目前在全国的商务部市场建设司司长常晓村 2010 年底表示，目前全国农产品经由直采直销销售的比例为 15%，有望在“十二五”的五年内达到 30% 左右，可见农超对接是一个渐进的过程，三是拖累公司多年的民润超市的问题在新年伊始即告解决，对此担忧基本可以消除。而且公司也通过自查，今后大金额的坏帐担忧也基本

消除。因此，我们认为，从消息面对于公司的利空短期已经缓解。

从估值上来说，我们认为应该考虑以下盈利变化因素：1）我们前期对于公司的盈利较为乐观，现在批发市场的盈利 08 年、09 年批发市场的盈利分别为 1.66 亿元和 1.76 亿元，但 2010 年批发市场的盈利可能是下滑的，我们可能调低盈利预测；2）华润如果偿还公司的款项，将增加当年的一次性盈利，华润承诺偿还不高于 2.7 亿元的款项，折合公司每股 0.35 元；3）平湖市场开业推迟将影响当年的盈利，现我们预测平湖市场将于 2011 年 7 月左右。但上述三项仍具有不确定性，我们等年报时详细拆分后一起调整。我们维持 2011 年将是公司经常性损益的真正拐点，由于公司 09 年以来的强力扩张，未来批发市场的土地面积将扩张 1.4 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 17~22 元/股，估值中枢为 20 元，暂时维持 20 元的目标价格。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。