

农业综合

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

农产品

000061

推荐

走在全渠道发展前列的农产品流通业龙头

公司是我国从事农产品批发市场网络化经营、农产品电子商务、供应链管理的大型农产品流通龙头企业。公司在全国拥有 28 个已开业或储备中的农批市场/物流中心; 电子商务业务涵盖标准化和非标类农产品 B2B、B2C 和农产品交易所; 供应链管理涵盖了供应链金融、检测、物流等多项业务。公司传统农批市场的网络价值和土地价值尚未得到充分体现, 电子商务和供应链金融则为公司成长性打开了巨大空间。

投资要点:

- **农产品流通业龙头:** 公司以实体农产品批发市场为依托, 以信息、资金、物流、食品安全检测等为保障, 打造实体农批市场、农产品电子商务、供应链管理(金融)为主体的多品种、多层次、多模式农产品“绿色交易”体系。
- **农批市场为经营基石:** 1、公司在全国 18 个省的 19 个城市拥有农产品批发市场、物流中心; 已开业项目达 18 个, 另有储备项目约 10 个; 在 2011 年全国农产品批发市场交易额前 50 强中, 公司旗下农批市场占据 11 席; 公司在深圳的市占率接近 90%, 对成都、长沙等市场也具控制力。2、旗下农批市场和储备项目总计土地面积达 1639 万平米, 权益面积约 908 万平米; 以 5000 元/平米的土地价格保守估计, 公司权益土地的价值约 454 亿元, 约是目前市值 136 亿元的 3.34 倍。
- **全渠道、全品类、多层次的农产品电子商务体系:** 1、中农网股份-公司电子交易平台运营主体, 由阿里巴巴前 CEO 卫哲任董事长、管理层持股 5.95%, 涵盖食糖、茧丝、棉花等大宗、标准化农产品 B2B 和生鲜等非标类农产品的 B2C; 2、全资拥有深圳前海农产品交易所, 具有创新流通模式、提升流通效率、培育新盈利增长点战略意义; 3、筹备深圳市农产品电子商务有限公司, 打通旗下农产品批发市场经营户线上、线下双向渠道, 发展农产品的 O2O 业务。
- **供应链金融存巨大成长空间:** 供应链金融是公司供应链管理中最重要的环节, 包括融资担保、P2P 业务、小额贷款业务。1、成长空间大: 根据广东省对担保、小贷公司的管理办法, 经估算, 公司融资担保业绩存在 3.5 倍空间, 小额贷款公司业绩存在 3 倍空间; 2、严谨规范、安全性高: 服务对象产业链上的农户、经营户、批发商、零售商等, 至今未有一笔坏账业务。
- **盈利预测与估值:** 预测公司 13-15 年 EPS 为 0.06、0.10、0.12; 公司农批市场业绩将平稳增长, 土地价值严重低估, 多层次电子商务业务蓝图清晰, 供应链金融存在巨大成长空间。按公司 2013 年 3 季度每股净资产 2.85 元, 给予 3.3 倍 PB, 目标价 9.4 元, 首次给予“推荐”评级, 长期价值低估, 短期需静待催化剂。

风险提示: 新农批市场培育时间超预期; 电商业务战略调整时间长, 利润贡献缓慢

6-12 个月目标价: 9.40 元

当前股价: 8.00 元

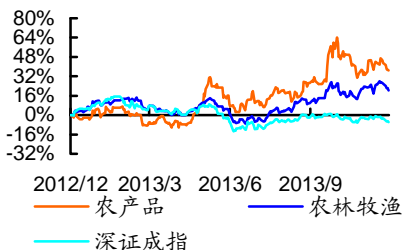
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2127.79
总股本(百万)	1697
流通股本(百万)	1368
流通市值(亿)	109
EPS	0.04
每股净资产(元)	2.85
资产负债率	49.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
农产品	-0.19%	8.17%	17.80%
农林牧渔	-1.19%	9.66%	15.21%
深证成指	-3.71%	-3.93%	-3.25%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1682	2272	3011	3926
收入同比(%)	-6%	35%	33%	30%
归属母公司净利润	48	84	144	173
净利润同比(%)	-77%	75%	72%	20%
毛利率(%)	35.4%	36.5%	39.5%	39.2%
ROE(%)	1.5%	2.6%	4.3%	4.9%
每股收益(元)	0.03	0.06	0.10	0.12
P/E	231.39	132.41	77.06	64.04
P/B	3.47	3.45	3.31	3.14
EV/EBITDA	44	27	17	14

资料来源: 中投证券研究所

一、农产品流通业龙头：实体市场+电子商务+供应链

管理

深圳市农产品股份有限公司是我国从事农产品批发市场网络化经营、农产品电子交易、供应链管理等业务的大型农产品流通企业。公司传统主业为农产品批发市场的开发、建设、经营和管理，业务范围涵盖农产品流通、大宗农产品电子交易和蔬菜种植、牲畜养殖、屠宰加工等。公司确立了“网络化”发展战略，以实体农产品批发市场为依托，以前海农产品交易所为龙头，以信息、资金、物流、食品安全检测等为保障，加快推进农批市场、电子商务、供应链金融等各业务平台的“转型升级”，打造多品种、多层次、多模式的农产品“绿色交易”新体系。

截至 2013 年 3 季度末：

实体市场方面：公司在全国拥有 18 家农产品批发市场/物流中心和 10 个储备项目，总计土地面积约 1639 万平米；

电子商务方面：公司通过深圳市中农网股份有限公司参股 5 家电子商务公司，涉足品类包括粮食、茧丝、棉花等大宗农产品和生鲜、干货的 B2C 业务；此外，公司还全资拥有深圳前海农产品交易所股份有限公司和深圳市农产品电子商务有限公司（B2B 业务，筹备中）。

供应链管理方面：公司控股深圳市农产品小额贷款有限公司，持股比例 75%；参股深圳市农产品融资担保有限公司，持股比例 40%，下设全资子公司负责运营 P2P 业务海吉星金融网；全资控股深圳市星联国际供应链管理有限公司和深圳市果菜贸易有限公司，持有深圳海吉星农产品检测科技中心有限公司 78.34% 的股权。

图 1 公司分业务营业收入（亿元）及占比

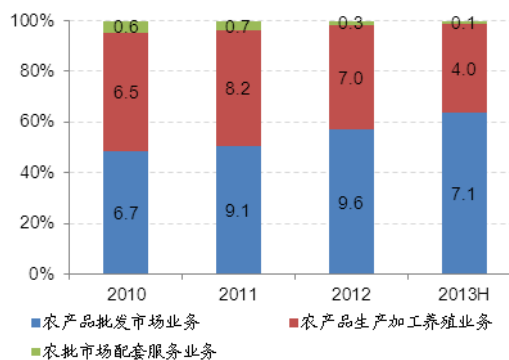
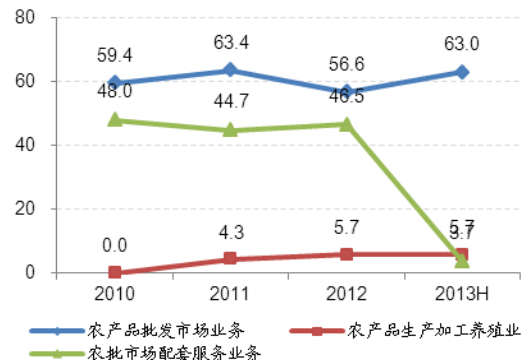


图 2 公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

分业务看：2010-2013 年上半年，农产品批发市场业务（租金、佣金、中农网引入战略投资者之前的电子商务业务收入等）约占公司营业收入的 48-64%；农产品生产加工养殖业务约占 35-47%；农批市场配套服务业务占比不到 1%。

农产品的流通关乎居民的米袋子、菜篮子、果篮子，担负着平抑物价、改善民生的重要责任。历年的中央文件均有相关政策保障农产品流通的顺畅、推动流通模式的创新：

表 1 2008 年以来政策对农产品流通业的支持

日期	政策	农产品流通相关问题
2008	《党中央国务院关于加强农业基础设施建设若干意见》	建立健全适应现代农业发展的大市场、大流通；落实农产品批发市场用地按工业用地对待的政策。
2009	《中共中央国务院关于促进农业发展农民增收若干意见》	加大力度支持重点产区和集散地农产品批发市场、集贸市场等流通基础设施建设。
2010	《国务院关于加大统筹城乡发展力度，进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	支持重点农产品批发市场建设和升级改造，落实农产品批发市场用地等扶持政策。
2010	《农产品冷链物流发展规划》（发改委）	1、推广现代冷链物流理念与技术；2、完善冷链物流标准体系；3、建立主要品种和重点地区农产品冷链物流体系；4、加快培育第三方冷链物流企业；5、加强冷链物流基础设施；6、加快冷链物流装备与技术升级；7、推动冷链物流信息化。
2011 年 3 月	《我国国民经济和社会发展十二五规划纲要》	扶持壮大农产品加工业和流通业；推动农产品、大宗矿产品、重要工业品等重点领域物流发展。
2011 年 4 月	《关于 2011 年开展农产品现代流通综合试点有关问题的通知》	在江西、四川、安徽等 8 省开展农产品现代流通综合试点；鼓励地方在规划、用地、用水、用电、税收、资金等方面出台优惠政策；对纳入试点的项目，中央财政将提供不超过项目总投资额 50% 的资金支持
2012 年 12 月	《关于加快推进鲜活农产品流通创新的指导意见》（商务部）	加强交易创新，鼓励利用互联网、物联网等现代信息技术，发展线上线下相结合的鲜活农产品网上批发和网上零售；形成以农批对接为主体、农超对接为方向、直销直供为补充、网上交易为探索的多种产销衔接的流通格局。
2013 年	中央一号文件	重点支持重要农产品集散地、优势农产品产地市场建设，加强农产品期货市场建设，适时增加新的农产品期货品种，培育具有国内外影响力的农产品价格形成和交易中心；大力培育现代流通方式和新型流通业态，发展农产品网上交易。
2013 年 5 月	《关于印发深化流通体制改革加快流通产业发展重点工作部门分工方案的通知》	鼓励流通企业建立或依托第三方电子商务平台开展网上交易；推动营销网、物流网、信息网的有机融合；一定期限内免征农产品批发市场、农贸市场城镇土地使用税和房产税

资料来源：政府网站，中投证券研究总部

二、农批市场为经营基石；权益土地面积达 685 万平米

经过 20 余年的发展，公司已在全国 18 个省的 19 个城市拥有农产品批发市场、物流中心；已开业项目达 18 个，另有储备项目约 10 个。在异地扩张的过程中，公司多以参与增资扩股方式与当地有影响力的农产品批发市场合作。相比股权比例的高低，公司更看重对实际经营的管理权、控制权。在全国城市农贸中心联合会公布的 2011 年全国农产品批发市场交易额前 50 强排名中，公司旗下农批市场占据 11 席。在深圳，公司市占率接近 90%；其中深圳海吉星物流园经营的蔬菜、水果、干货分别占到深圳市民消费量的 85%、90% 和 60% 以上，不仅服务深港两地，还辐射整个华南地区；在南昌、上海浦东和长沙，公司旗下农批市场的市占率也非常稳固、对当地市场拥有控制力。

表2 公司旗下农批市场、物流中心等权益、土地信息

已开业项目					
序号	市场名称	省份/城市	权益比例	土地面积 (万平方米)	权益面积 (万平方米)
1	南昌深圳农产品中心批发市场	江西/南昌	51%	18.67	9.52
2	上海农产品中心批发市场	上海	62.8%	8.5	5.34
3	成都农产品中心批发市场	四川/成都	51%	4.67	2.38
4	长沙马王堆农产品批发市场	湖南/长沙	50.98%	20	10.2
5	西安摩尔农产品有限责任公司	陕西/西安	51%	8.5	4.34
6	深圳市布吉海鲜市场	广东/深圳	51.22%	15	7.68
7	北京大红门京深海鲜批发市场	北京	42%	10	2.15
8	深圳市福田农产品批发市场	广东/深圳	72.99%	7.96	5.81
9	深圳市南山农产品批发市场	广东/深圳	58%	10	5.8
10	惠州农产品物流配送中心	广东/惠州	51%	34.7	17.7
11	合肥周谷堆农产品批发市场	安徽/合肥	44.68%	18.67	8.34
12	深圳海吉星国际农产品物流园	广东/深圳	100%	30.3	30.3
13	广西海吉星国际农产品物流中心	广西/南宁	100%	40.4	40.4
14	沈阳海吉星农产品物流交易中心	辽宁/沈阳	95%	26.87	25.53
15	蚌埠海吉星农产品物流交易中心	安徽/蚌埠	45%	80	36
16	宁夏海吉星国际农产品物流中心	宁夏/银川	70%	113.3	79.31
17	天津韩家墅海吉星农产品物流中心	天津	51%	63.3	32.28
18	九江市琵琶湖农产品物流中心	江西/九江	55%	10.08	5.5
合计				521	329
储备项目					
19	南昌深圳农产品中心批发市场(二、三期)	江西/南昌	51%	22.67	11.6
20	深圳海吉星国际农产品物流园(西区,平湖的粮油、海产品交易)	广东/深圳	100%	10.08	10.08
21	上海农产品中心批发市场(二期)	上海	62.8%	21.3	13.4
22	天津海吉星农产品物流中心(一期)	天津	100%	71.21	71.21
23	长春海吉星农产品物流中心	吉林/长春	78.2%	78.57	61.4
24	广西新柳邕农产品批发市场中心	广西/南宁	65%	80	52
25	云南东盟国际农产品物流中心	云南/昆明	60%	17.5	10.5
26	武汉城市圈海吉星农产品物流中心	湖北/武汉	41%	280	114.8
27	溧阳国际农产品物流园	江苏/溧阳	30%	36.67	11.0
28	武汉东海吉星农产品物流园(一期)	湖北/武汉	45%	500	223.5
合计				1,118	579
总计(已开业+储备项目)				1,639	908

资料来源：公司网站，草根调研，中投证券研究总部

营收模式：公司大部分农批市场仍采用租金模式；深圳海吉星物流园和广西海吉星物流园已全面推行了电子结算，会完整保留包括交易双方基本信息在内的交易数据，既为市场食品安全追溯体系建设提供支持，也有助于推进租金+佣金的模式。佣金采取从量或从额的方式。农批市场是大吞大吐的市场，租金和佣金仅占一级批发商交易额的2-3%左右。

公司旗下农批市场的核心竞争力:

- 1、建筑设计编排合理，物流体系高效。农产品，尤其是生鲜产品的价格时效性强，物流效率是经营户关注的重点因素；
- 2、注重市场秩序，打击罪恶势力，保护经营户权益；
- 3、信息优势、增值服务：结合布局全国的已开业 18 家实体农批市场、其他合作方、电商平台，公司给予经营户价格、广告、物流等多方位的增值服务。

物业重估价值:

公司已开业和储备项目总计土地面积 1639 万平米，权益土地面积约 908 万平米；其中，已开业项目土地面积 521 万平米，占比 32%；已开业权益土地面积 329 万平米，占比 36%。

农批市场、物流中心一般选址城市较偏远的位置，但随着城镇化的推进，老市场所处的地段日益繁华，土地价值攀升。2013 年 3 月，公司公告对布吉农批市场进行整体搬迁和关闭。根据深圳市政府和罗湖区政府规划，布吉农批市场片区已纳入“笋岗-清水河片区”城市发展单元规划大纲，将按照罗湖区“国际消费中心”的定位进行城市更新。公司在该市场一期冷库项目的拆迁中可实现 1000 多万元的拆迁补偿收益。为加快推进布吉农产品中心批发市场城市更新项目，公司与合作方合资成立了信祥公司并持有其 40% 的股权，享有该项目共同投入、共同收益的权利。与布吉农批市场类似，所处地段逐渐繁华，存在改建预期的还有：深圳市福田区农产品批发市场、深圳市南山农产品批发市场、上海农产品中心批发市场等。

以 5000 元/平米的土地价格保守估计，公司权益土地的价值约 454 亿元，约是目前市值 136 亿元的 3.34 倍。

三、全渠道、全品类、多层次的农产品电子商务体系

公司是我国农产品实体流通企业中最早布局大宗商品电子商务的公司之一，品类涵盖食糖、茧丝、棉花等，业务范围包括现货、期货的交易、物流配送、信息服务、广告服务、价格指数等。公司还依托现有实体农产品批发市场进行生鲜、干货的 B2C 业务，即依谷网；通过农产品电子商务有限公司进行非大宗商品类农产品的 B2B 业务。目前，公司全渠道、全品类、多层次的农产品电子商务体系已成型。

表 3 公司电子商务业务

序号	公司名称	权益	模式	主营业务	网址	营业收入 (万元)		净利润 (万元)	
						2012	2013H	2012	2013H
1	深圳市中农网股份有限公司	45.05%				7,361	72,888	2,279	-241
	①云南鲲鹏农产品电子商务有限公司 (中农网持股 73.33%)	33.04%	B2B	食糖现货交易和网上交易为主，同时提供有关商品的信息咨询服务	www.sugarinfo.net	3,142	27,843	1,601	355
	②广西大宗茧丝交易市场有限责任公司 (中农网持股 51.00%)	22.98%	B2B	茧丝电子交易	www.cnksen.com/	1,597	392	608	31

③合肥国家棉花交易中心有限责任公司(中农网持股40.00%)	18.02%	B2B	棉花电子交易网络平台(棉花的即期、中远期现货电子交易)	www.chinacotton.com	19		-79	-37
④广西糖网食糖批发市场有限公司(中农网持股40.00%)	18.02%	B2B	以电子商务平台来开展食糖销售、物流及信息服务	www.gsmn.com.cn/	14,156	5,758	4,974	1,709
⑤深圳依谷网电子商务有限公司(中农网持股40.00%)	18.02%	B2C	生鲜、干货等食品B2C	www.egu365.com	2,596	1,219	-194	-128
2 深圳前海农产品交易所股份有限公司	100%	交易所						19
3 深圳市农产品电子商务有限公司	100%	B2B	农产品 B2B		7,361	72,888	2,279	-241

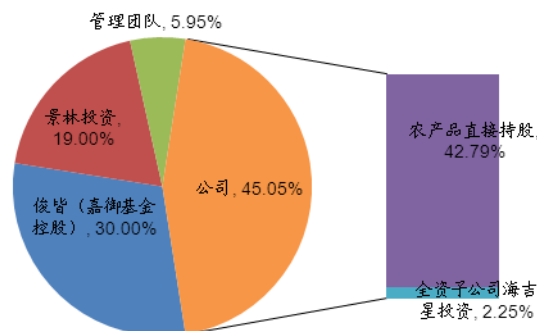
资料来源：公司公告，中投证券研究总部

➤ 中农网股份 — 公司电子交易平台运营主体

深圳市中农网股份有限公司是公司电子交易平台运营主体，在 2013 年 5 月 15 日更名前为深圳市农产品交易中心股份有限公司。

深圳市农产品交易中心股份有限公司成立于 2010 年 1 月 11 日，注册资本 2 亿元，由公司和公司全资子公司深圳市海吉星投资管理股份有限公司分别持股 95%、5%。2012 年 1 月，农产品交易中心以增资扩股方式引入战略投资者。嘉御基金控股子公司俊皆有限公司以相当于人民币 1.88 亿元的美元认购新增股份 1.33 亿股，占交易中心增资后总股本的 30%；景林投资以相当于人民币 1.19 亿元的美元认购新增股份 8436 万股，占交易中心增资后总股本的 19%；管理层团队董事长齐志平、首席执行官孙炜、首席运营官董华新、首席风险官史伟鹏、首席信息官李华以人民币 3736 万元认购新增股份 2644 万股，占交易中心增资后总股本的 5.95%。2012 年 11 月，交易中心新增注册资本到位，公司类型变更为未上市的中外合资股份有限公司。嘉御基金合伙人、阿里巴巴前 CEO 卫哲出任交易中心董事长。2013 年，在卫哲的率领下，中农网股份有限公司在管理机制、新项目培育上做了重大变革。2013 年上半年，中农网股份净利润-241 万元，同比减少 113%，主要是由于：国家对农产品的电子交易监管从严、税收从紧、主要农产品交易品种价格低迷、交易量下降；人民币升值带来新增资本的汇总损失。

图 3 中农网股份引入战略投资者后的股权比例



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司成立于 2006 年 1 月，是云南东西部合作的重要项目，注册资金 4000 万元。公司业务以进行食糖现货交易和网上交易为主，同时提供有关商品的信息咨询服务。该公司现有会员 400 多家，涵盖了全国主要的制糖企业、流通商、终端企业，以 B2B 方式建立了“电子商务交易、统一管理制度、物流配送服务”三合一的食糖电子交易市场。2012 年，该公司实现营业收入 3142 万元，净利润 1601 万元；2013 年上半年，营业收入达 2.78 亿元（统计口径有变化），净利润 355 万元。

广西大宗茧丝交易市场有限责任公司前身是广西大宗工业原料交易市场，成立于 2004 年 12 月 27 日；茧丝交易网（www.cnscsen.com）是该公司的 B2B 茧丝交易电子商务平台。目前公司通过中农网股份间接持有该公司 51% 的股权；2012 年，该公司营业收入 1597 万元，净利润 608 万元；2013 年上半年，营业收入 392 万元，净利润 30.56 万元。

合肥国家棉花交易中心有限责任公司由公司、中国储备棉管理总公司全资子公司中储棉花信息中心和安徽省棉麻有限责任公司等共同出资设立，是以“网上交易、现货交收”为主要特点的电子化棉花批发市场，运营和结算中心设在安徽省合肥市，交易和交收业务辐射国内各棉花主产区和主销区。公司通过中农网间接持有合肥国家棉花交易中心有限责任公司 40% 的股权。

广西糖网食糖批发市场有限责任公司成立于 2003 年 6 月，由公司和柳州市产业投资有限公司共同投资组建。广西糖网是我国第一家提出以现货交易和物流配送为发展方向的食糖批发市场，首创了“周合同”交易模式，整合了社会仓储、运输、金融、质检等各种服务资源，创建了“电子商务&现代物流配送”的食糖 B2B 流通模式。目前，广西糖网占我国食糖交易额的比例近 30%。公司通过中农网间接持有广西糖网 40% 的股权。2012 年和 2013 年上半年，广西糖网营业收入分别为 1.4 亿元和 5758 万元，净利润分别为 4974 万元和 1709 万元。

深圳依谷网电子商务有限公司成立于 2011 年 3 月，是公司旗下农产品垂直类 B2C 购物网站，商品定位高端，致力于为白领家庭解决菜篮子、米袋子和果篮子问题。公司通过中农网间接持有依谷网 40% 的股权。2012 年及 2013 年上半年，依谷网分别实现营业收入 2596 万元和 1219 万元，分别亏损 194、128 万元。

➤ 深圳前海农产品交易所

2011 年 10 月 21 日，公司出资 2 亿元成立农产品交易所，其中，上市公司直接出资 1.4 亿元，占比 70%，旗下全资子公司海吉星投资出资 6000 万元，占比 30%。

2012 年 12 月 18 日，农产品交易所获得交易场所运营资格。2013 年 5 月 27 日，获准进入前海；6 月 20 日，更名为深圳前海农产品交易所股份有限公司；11 月 4 日，“前海·中国农产品批发市场价格系列指数”。

深圳前海农产品交易所具有重要的战略意义：

- 1、充分利用深圳市前海深港现代服务业合作区“先行先试”的政策优势：前海农产品交易所是获准在前海挂牌的 4 所交易所之一，深圳市政府重视度高，给予土地、税收、融资等多方面的优惠政策。

- 2、综合利用金融工具和物联网等现代信息技术，创新盈利模式：设计不同品种的电子交易、撮合交易、订单拍卖，以沉淀资金、收取佣金等方式创新盈利模式；
- 3、对接国际、国内特色农产品，创新农产品流通模式、提升流通效率：承接国外特色农产品（如希腊猕猴桃等）进入中国，以交易所交易品种的方式锁定出口商和进口商的风险；助力国内产地相对集中、收获季度固定的特色农产品（如桂林罗汉果、陕西猕猴桃等）在前海农产品交易所挂牌交易。

➤ 深圳市农产品电子商务有限公司

为拓宽经营渠道，进一步推进“网络化”战略，公司公告拟出资 4000 万元成立全资子公司深圳市农产品电子商务有限公司，旨在打造连接农产品交易批发商与中下游零售商和终端消费者的网上交易平台，打通旗下农产品批发市场经营户线上、线下双向渠道，发展农产品的 O2O 业务。

四、供应链管理业务：供应链金融存巨大成长空间

表 4 公司供应链管理业务主要子公司和参股公司

序号	公司名称	股权比例	注册资本	营业收入（万元）		净利润（万元）	
				2012	2013H	2012	2013H
1	深圳市农产品小额贷款有限公司	75%	10,000	12	486	-66	325
2	深圳市农产品融资担保有限公司	40%	12,500	1,553	1,538	597	559
4	深圳市星联国际供应链管理有限公司	100%	2,000		470		-164
5	深圳海吉星农产品检测科技中心有限公司	78.34%	1,381		99		-115
6	深圳市果菜贸易有限公司	100%	13,000		15,474		32

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

目前，供应链金融为公司供应链管理的核心业务，主要包括控股子公司深圳市农产品小额贷款有限公司、参股公司深圳市农产品融资担保有限公司及其全资子公司海吉星电子商务有限公司。

➤ 融资担保与 P2P 业务

深圳市农产品融资担保有限公司成立于 2009 年，注册资本 1.25 亿元，公司持股比例 40%，为最大股东；该公司的主要业务为向产业链上的农户、经营户、批发商、零售商等提供融资担保业务。

深圳市农产品融资担保有限公司于 2011 年成立了全资子公司海吉星电子商务有限公司，负责运营海吉星金融网。海吉星金融网是专注于为个人提供专业的融资咨询和信用管理的网络 P2P 投融资服务平台。通过建设网络 P2P 投融资服务平台，为投融资双方提供完成投融资所需的撮合、代理签署法律协议、信用增级、资金结转和监管、财务管理、回款等服务。

2013 年，融资担保业务量激增，农产品融资担保有限公司上半年实现营业收入和净利润分别为 1538 万元、559 万元。

根据《广东省融资性担保公司管理暂行办法》实施细则：“融资性担保公司的融资性担保责任余额不得超过其净资产的 10 倍”，则估算公司融资担保公司的担保余额上限约为 14 亿元，按担保费率为同期同档次贷款基准利率的 50% 估算，则不考虑海吉星金融网 P2P 业务的情况下，融资担保公司营业收入上限约为 4000 万元，则其营业收入和净利润尚存在 3.5 倍空间。

➤ 小额贷款业务

深圳市农产品小额贷款有限公司成立于 2011 年 8 月，注册资本 1 亿元，公司持股比例 75%。2013 年上半年，小贷公司扭亏，实现营业收入和净利润分别为 486 万元、325 万元，净利率高达 67%。

公司供应链金融业务面向经营户展开，风险可控，目前尚未出现一例违约、坏账。根据《广东省小额贷款公司管理办法（试行）》和《深圳市小额贷款公司试点管理暂行办法》：“贷款利率上限不得超过人民银行公布的同期同档次贷款基准利率的 4 倍”；“从不超过 2 个银行业金融机构融入的资金，余额不得超过公司资本净额的 50%”。由此估算，公司小贷公司的营业收入上限约为 3000 万元，小贷公司的营业收入和净利润尚存在 3 倍的空间。

➤ 深圳市中央大厨房物流配送有限公司，兼具公益性和渠道价值

2011 年 6 月，公司与新希望集团、深圳市比多味贸易有限公司共同出资成立深圳市中央大厨房物流配送有限公司。注册资本 5000 万元，公司占 40%，新希望集团占 30%，比多味公司占 30%。

2010 年 11 月 19 日，国务院发布《关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》。广东省、深圳市政府响应国家号召，创造性地采用“门店+车”模式，量身打造了流动售卖车这种独特的平价商店形式。作为平抑物价的惠民工程，该项目由政府出资购买 300 辆流动售卖车，由深圳市中央大厨房物流配送有限公司统一运营管理，在全市 900 个流动网点出售品牌为“鲜品 300”的蔬菜、水果、肉品等。

由于平抑物价、惠及民生的公益性，该项目尚未实现盈利，2013 年上半年亏损 287 万元。由于该项目持有深圳市政府发放的在全市 900 个网点出售农产品的牌照，其渠道价值远大于业绩影响，可与公司电子商务业务相结合，嫁接诸如网购自提点在内的多种功能。

五、业绩波动性大

图4 公司历年营业收入及增速

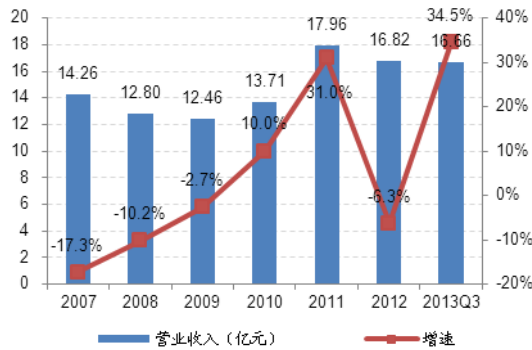


图5 公司历年归属净利润及增速

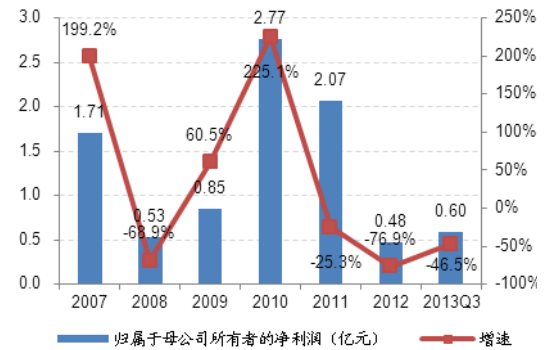


图6 公司历年非经常性损益

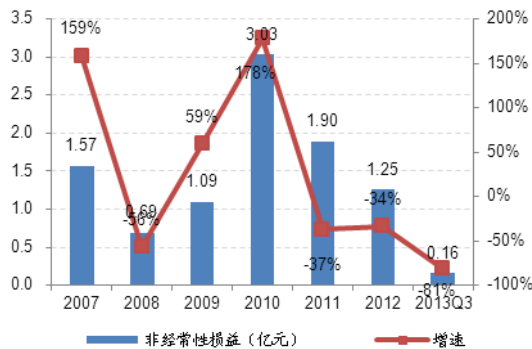
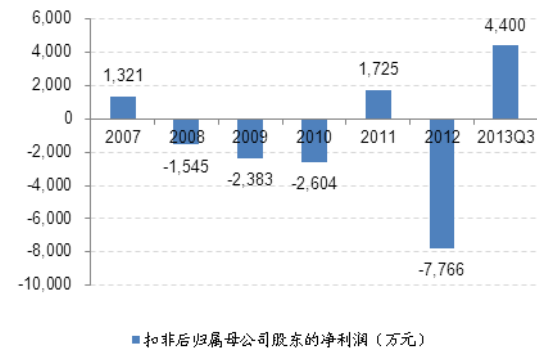


图7 公司历年扣非后归属净利润



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

公司营业收入、归属净利润等呈现较大的波动，非经常性损益占比高，主要原因有：

1、“归核化”，处置非主业资产及业务

2005 年以来，公司启动“归核化”战略，逐年处理与农产品批发市场、农产品电子商务主业相关度不高或盈利能力弱的资产与业务，如民润超市、农牧公司分立等。

2、各农批市场业绩分化，培育期、筹备期市场业绩亏损拖累实体市场整体增速。

以 2013 年上半年为例，南昌、广西、惠州、成都市场业绩增速均在 30% 以上，而天津韩家墅、银川、长春、昆明等市场仍处培育期或筹备期。

3、储备项目较多，资本开支波动大，财务费用迅速上升

图 8 公司历年资本开支（亿元）及增速

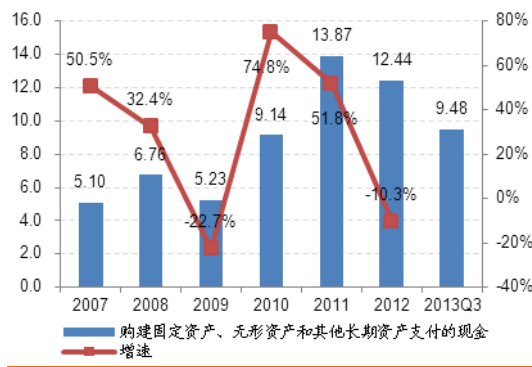
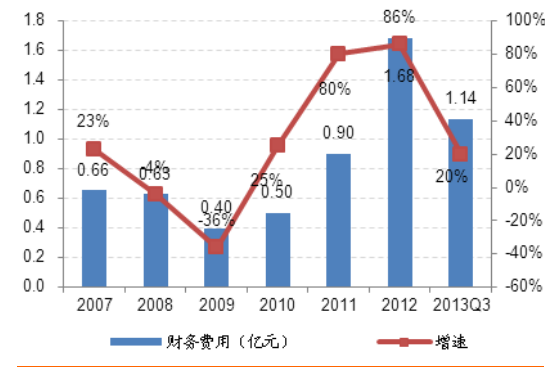


图 9 公司历年财务费用及增速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

展望 2013-2014 年，预计公司实体农批市场中成熟市场业绩抵消培育期、储备期市场的亏损后，整体业绩保持平稳增长；电子商务业务处于战略调整期，2013 年打平，2014 年出现快速增长但对整体业绩贡献较小；供应链金融业务快速增长，但盈利绝对金额较小，对整体业绩贡献较小；非经常性损益方面，上海市场大火损失的不可比因素消失；农牧公司分立后大幅减亏。

六、投资建议：推荐

预测公司 13-15 年 EPS 为 0.06、0.10、0.12；公司农批市场业绩将平稳增长，土地价值严重低估，多层次电子商务业务蓝图清晰，供应链金融存在巨大成长空间。按公司 2013 年 3 季度每股净资产 2.85 元，给予 3.3 倍 PB，目标价 9.4 元，对应 2013 年 145 倍 PE、7 倍 PS，首次给予“推荐”评级，长期价值低估，短期需静待催化剂。

七、风险提示

- 1、新农批市场业绩表现低于预期，培育期长或利润贡献较低；
- 2、中农网引入战略投资者后，在卫哲的率领下对管理机制、新项目培育做了重大变革，恰遇国家整顿农产品电子商务市场，短期内业绩表现低于预期；

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2597	3323	3949	4704	营业收入	1682	2272	3011	3926
现金	1506	1650	1780	1888	营业成本	1086	1443	1822	2387
应收账款	69	100	132	173	营业税金及附加	58	80	107	141
其它应收款	580	1023	1355	1767	营业费用	103	95	140	182
预付账款	258	346	437	573	管理费用	395	384	488	620
存货	102	144	182	239	财务费用	168	207	315	392
其他	81	60	62	65	资产减值损失	9	9	10	11
非流动资产	8020	8873	10095	11357	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1243	1350	1480	1620	投资净收益	116	100	140	150
固定资产	2922	4167	5326	6463	营业利润	-21	154	269	342
无形资产	1678	1678	1678	1678	营业外收入	179	100	100	100
其他	2177	1677	1610	1596	营业外支出	10	45	10	10
资产总计	10617	12196	14043	16061	利润总额	148	209	359	432
流动负债	5215	7220	8716	10352	所得税	43	63	108	130
短期借款	3299	5539	6923	8410	净利润	105	146	251	302
应付账款	127	144	182	239	少数股东损益	57	63	108	130
其他	1788	1537	1611	1703	归属母公司净利润	48	84	144	173
非流动负债	1081	578	678	758	EBITDA	341	561	852	1072
长期借款	528	578	678	758	EPS (元)	0.03	0.06	0.10	0.12
其他	553	0	0	0					
负债合计	6296	7798	9394	11110					
少数股东权益	1131	1193	1301	1431	主要财务比率				
股本	1383	1383	1383	1383	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1187	1187	1187	1187	成长能力				
留存收益	620	635	778	951	营业收入	-6.3%	35.1%	32.5%	30.4%
归属母公司股东权益	3190	3204	3348	3521	营业利润	-113.4	617.8%	74.7%	27.1%
负债和股东权益	10617	12196	14043	16061	归属于母公司净利润	-76.9%	74.8%	71.8%	20.3%
					获利能力				
					毛利率	35.4%	36.5%	39.5%	39.2%
					净利率	2.8%	3.7%	4.8%	4.4%
					ROE	1.5%	2.6%	4.3%	4.9%
					ROIC	2.2%	3.8%	5.1%	5.3%
					偿债能力				
					资产负债率	59.3%	63.9%	66.9%	69.2%
					净负债比率	62.48	78.95%	81.34	82.89%
					流动比率	0.50	0.46	0.45	0.45
					速动比率	0.48	0.44	0.43	0.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.17	0.20	0.23	0.26
					应收账款周转率	20	24	26	26
					应付账款周转率	9.04	10.62	11.16	11.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.03	0.06	0.10	0.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	-0.47	0.23	0.29
					每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.32	2.42	2.55
					估值比率				
					P/E	231.39	132.41	77.06	64.04
					P/B	3.47	3.45	3.31	3.14
					EV/EBITDA	44	27	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券百货零售、奢侈品分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434