

G农产品(000061)

核心业务快速增长 预期之外情理之中

G农产品 2006 年中报点评

瞿永祥

21-62580818-319

quyongxiang@gtjas.com

- 本报告导读:**
- 透过现象看本质，名为亏损实为盈利
 - 核心业务发展速度超过市场预期
 - 股东数量和构成发生很大变化

事件:

- 今日 G 农产品公告了 2006 年中期报告
- 除了中报公告的事项外，有些对上市公司未来发生很大积极作用的事件或信息需要我们平时调研、关注

评论:

- 全部计提完金信信托股权投资减值准备 6000 万元是造成本次亏损的直接原因。这属于非经常性损益，早解决早让投资者安心。扣除这个因素，该公司上半年实际盈利超 4000 万元，远超上年同期业绩。
- 该公司核心业务（即农产品批发市场开发、管理和服务）毛利水平很高，已成为利润的主要来源。
- 无论是基数比较大的寿光、上海、布吉，还是基数比较小的市场，基本上都形成了快速增长的态势，特别是净利润增长速度更快。
- 上海和寿光这两个市场之所以能在原来不低的基数上，在收入和净利润这两个指标上形成很高的增幅，最主要的原因在于都全部或大部分实施了电子交易结算系统，开创了“佣金+租金”的新盈利模式。
- 无论是行业的垄断性、成长性、抗周期性、农产品价格的震荡上行、国家相关政策的支持，还是 G 农产品增长模式的优越性，都支持其核心业务的大力发展。
- 我们在前期关于上海销地市场和寿光产地、中转市场的调研报告中都揭示了快速增长的势头。
- 虽然市场常常在今年或明年的业绩上争论不休，但是 G 农产品独一无二、看得见摸得着的发展前景正在被市场认同。我们从中报透露出的股东信息就可以感觉到这一点。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **¥32.00**

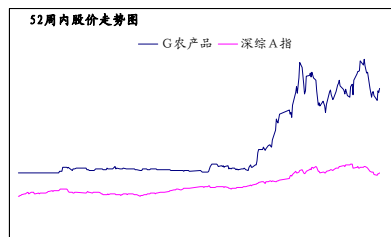
上次预测: ¥32.00

当前价格: **¥9.37**

2006.08.11

交易数据

| | |
|------------------|---------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 4.05 ~ 11.85 |
| 总市值 (百万元) | 3,547 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 387.66/237.99 |
| 流通 B 股/H 股 | |
| 流通股比例 | 61.4% |
| 日均成交量 (百万股) | 4.8 |
| 日均成交值 (百万元) | 32.5 |



相关报告

解析寿光 寻求突破

(06.08.07)

飞跃从此开始

(06.07.13)

1. 名为亏损，实为盈利

2006年1至6月，G农产品实现主营收入9.56亿元，利润总额230.9万元，净利润-1701万元，同比减少3274万元。截止2006年6月30日，总资产39.08亿元，比年初减少5.11亿元，减幅为11.58%；总负债20.19亿元，比年初减少5.55亿元，减幅为21.56%；净资产13.98亿元；资产负债率51.67%。

合并主体的变动是造成上述相关指标变化的主要原因。本次中报减少了合并主体民润公司。

全部计提完金信信托股权投资减值准备6000万元是造成本次亏损的直接原因。这属于非经常性损益，早解决早让投资者安心。扣除这个因素，该公司上半年实际盈利超4000万元，远超上年同期业绩。

2. 核心业务快速发展，预期以外情理之中

2.1. 核心业务已成最主要利润贡献者

主营业务行业构成情况表

| 行业 | 主营业务收入 | 主营业务成本 | 毛利率 (%) | 主营业务收入比上年同期增减 (%) | 主营业务成本比上年同期增减 (%) | 毛利率比上年同期增减 (%) |
|-----------|----------------|----------------|---------|-------------------|-------------------|----------------|
| 农产品批发市场 | 226,277,609.02 | 50,101,962.61 | 77.86% | 23.56% | 12.50% | 2.18% |
| 零售超市 | 275,321,370.39 | 235,950,356.60 | 14.30% | -53.27% | -51.90% | -2.44% |
| 农产品加工生产养殖 | 354,321,705.61 | 318,114,135.56 | 10.22% | 9.61% | 17.31% | -5.90% |
| 市场配套服务 | 98,903,193.30 | 71,958,198.72 | 27.24% | 68.07% | 85.87% | -6.97% |
| 其中行业抵消 | -1,273,738.48 | 0.00 | 100.00% | -107.98% | -100.00% | — |
| 合计 | 956,097,616.80 | 676,124,653.49 | 29.28% | -16.02% | -18.79% | 2.42% |

资料来源：公司中报

我们从上表中明显，该公司核心业务（即农产品批发市场开发、管理和服务）毛利水平很高，已成利润的主要来源。

2.2. 核心业务毛利水平不断提高

核心业务毛利水平对照表

| 时间 | 主营业务收入 | 主营业务成本 | 毛利率 (%) | 主营业务收入比上年同期增减 (%) | 主营业务成本比上年同期增减 (%) | 毛利率比上年同期增减 (%) |
|---------|----------------|---------------|---------|-------------------|-------------------|----------------|
| 2004上半年 | 226,588,075.86 | 93,502,905.07 | 58.73% | 64.40% | 110.51% | -0.94% |
| 2005上半年 | 183,132,238.46 | 44,535,005.94 | 75.68% | -19.18% | -52.37% | 16.95% |
| 2006上半年 | 226,277,609.02 | 50,101,962.61 | 77.86% | 23.56% | 12.50% | 2.18% |

资料来源：公司中报

同比前两年，2006 年中期核心业务毛利水平又有一定幅度提高。

2.3. 核心业务快速发展

各大市场核心业务发展形势表

| 公司名称 | 权益比例 % | 业务收入 1-6 月 | 业务收入 同比增减 % | 净利润 1-6 月 | 净利润同比增减 % |
|--------------------|-----------|---------------|-------------------|--------------|--------------|
| 深圳布吉农产品中心批发市场 | 100% | 6906.93 | 11.64% | 3138.14 | 39.7% |
| 深圳市福田农产品批发市场有限公司 | 52.30% | 2749.24 | 18.37% | 560 | 460.00% |
| 南昌深圳农产品中心批发市场有限公司 | 51% | 1197.78 | 10.33% | 436.12 | -16.13% |
| 上海吉农投资有限公司 | 100% | 3565.72 | 18.40% | 504.66 | 44.74% |
| 山东寿光蔬菜批发市场有限公司 | 54.41% | 3398.49 | 43.57% | 1997.13 | 154.80% |
| 长沙马王堆农产品股份有限公司 | 50.98% | 1754.64 | 17.07% | 72.94 | 151.40% |
| 深圳市集贸市场有限公司 | 100% | 1845.51 | 73.06% | 707.27 | 214.06% |
| 成都农产品中心批发市场有限公司 | 51% | 389.9 | — | 8.6 | — |
| 云南鲲鹏电子商务批发市场有限公司 | 55% | 180.38 | — | 117.54 | — |
| 广西糖网食糖批发市场有限责任公司 | 40% | — | — | 780 | 10.34% |
| 合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司 | 44.68% | — | — | 329.9 | 34.46% |
| 惠州农产品物流配送中心有限公司 | 51% | — | — | — | — |
| 深圳市南山农产品批发配送有限公司 | 48% | — | — | — | — |
| 小 计 | — | 21922.71 | 23.11% | 8652.3 | 71.86% |

资料来源：公司中报（布吉海鲜市场因部分区域调整经营，没有列入上表进行比较）

从上表中，我们可以明显地看到，无论是基数比较大的寿光、上海、布吉，还是基数比较小的市场，基本上都形成了快速增长的态势，特别是净利润增长速度很快。（南昌市场净利润同比下降 16.13%，剔除去年同期收到财政的所得税返还 168 万元这个退税因素的影响，实际经营净利润比去年同期增加约 84 万元。）

我们在前期关于上海销地市场和寿光产地、中转市场的调研报告中都揭示了快速增长的势头。

2.4. 预期以外，情理之中

核心业务的发展速度超出市场一般的预期，特别是寿光市场在本来较高的基数上还有 150%以上的利润增幅，令人惊叹。

其实，这是合情合理的。上海和寿光这两个市场之所以能在原来不低的基数上，在收入和净利润这两个指标上形成很高的增幅（上海的核心业务收入的同比增幅其实接近 30%），最主要的原因在于都全部或大部分实施了电子交易结算系统，开创了“佣金+租金”的新盈利模式。相比之下，还是实行老的“租金+管理费”盈利模式的布吉市场，其真正的市场价值没有被开发出来。

用现代的技术手段，实施新的盈利模式，是实现核心业务快速发展的根本所在。

3. 核心业务发展前景极为广阔

我们在以往的相关的报告中已经多次论述到农产品批发市场的美好发展前景。

无论是行业的垄断性、成长性、抗周期性、农产品价格的震荡上行、国家相关政策的支持（如最近商务部出台的关于对农产品批发市场建设在贷款方面的优惠政策），还是 G 农产品增长模式的优越性，都支持其核心业务的大力发展。

G 农产品在其掌控的全公司系统内实施以电子交易结算系统为核心手段的新盈利模式，必将实现公司新的飞跃。

上海市场的扩建，寿光市场极有可能发生的大变革，必将再次创造奇迹。布吉市场现在开始尝试实施新的盈利模式，加上未来的改扩建，必将爆发出新的能量。如果成都市场能够顺利实施类似上海的猪肉交易模式，潜力之大难以想象。

新盈利模式在公司系统内的稳步、快速实施，对公司业绩提升的作用将在明年明显展现出来。

除此以外，类似成功举办储备粮电子竞价交易会，近 6 万吨储备粮通过电子竞价全部成交，已经拉开公司探索大宗农产品电子商务竞价交易模式的序幕。新盈利模式下的增值业务，以及以大宗农产品电子商务竞价交易为代表的从有行到无形的尝试，都意味着公司离真正意义上的农产品交易所已经不太遥远。

4. 投资价值正在被市场认同

虽然市场常常在今年或明年的业绩上争论不休，但是 G 农产品独一无二的、看得见摸得着的发展前景正在被市场认同。我们从中报透露出的股东信息就可以感觉到这一点。

公司前十名股东、前十名无限售条件流通股股东的持股情况

| 截止 2006 年 6 月 30 日股东总数 (户) | | 23,655 | | | |
|----------------------------------|-------------|--------|------------|-------------|------------|
| 前 10 名股东持股情况 | | | | | |
| 股东名称 | 股东性质 | 持股比例 | 持股总数 | 持有有限售条件股份数量 | 质押或冻结的股份数量 |
| 深圳市人民政府国有资产监督管理委员会 | 国家股 | 22.88% | 88,703,978 | 88,703,978 | 0 |
| 深圳国际信托投资有限责任公司 - 农产品股权分置改革集合财产信托 | 其他 | 6.76% | 26,204,253 | 26,204,253 | 0 |
| 华安创新证券投资基金 | 其他 | 5.00% | 19,380,000 | 0 | 0 |
| 深圳市投资管理公司 | 国家股 | 2.21% | 8,565,446 | 8,565,446 | 0 |
| 景宏证券投资基金 | 其他 | 2.13% | 8,253,042 | 0 | 0 |
| 科汇证券投资基金 | 其他 | 1.98% | 7,675,142 | 0 | 0 |
| 易方达平稳增长证券投资基金 | 其他 | 1.97% | 7,626,930 | 0 | 0 |
| 博时精选股票证券投资基金 | 其他 | 1.71% | 6,626,650 | 0 | 0 |
| 广州铁路集团广深铁路实业发展总公司 | 其他 | 1.70% | 6,595,852 | 6,595,852 | 0 |
| 深圳市劳动和社会保障局 | 其他 | 1.70% | 6,595,852 | 6,595,852 | 0 |
| 前 10 名无限售条件流通股股东持股情况 | | | | | |
| 股东名称 | 持有无限售条件股份数量 | | 股份种类 | | |
| 华安创新证券投资基金 | 19,380,000 | | A 股 | | |
| 景宏证券投资基金 | 8,253,042 | | A 股 | | |
| 科汇证券投资基金 | 7,675,142 | | A 股 | | |

| | | |
|---------------|-----------|----|
| 易方达平稳增长证券投资基金 | 7,626,930 | A股 |
| 博时精选股票证券投资基金 | 6,626,650 | A股 |
| 全国社保基金一零七组合 | 6,025,827 | A股 |
| 全国社保基金一零四组合 | 5,738,160 | A股 |
| 安信证券投资基金 | 5,000,000 | A股 |
| 诺安平衡证券投资基金 | 4,500,000 | A股 |
| 科瑞证券投资基金 | 4,399,657 | A股 |

资料来源：公司中报

作者简介:**瞿永祥:**

长期从事证券投资、行业研究等方面的工作。2003年和2004年被《新财富》评为农林牧渔行业最佳分析师第三、第二名。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;
- 谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
- 中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
- 减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
- 中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
- 减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海
上海市延平路 121 号 17 楼
邮政编码: 200042
电话: (021) 62580818

深圳
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼
邮政编码: 518029
电话: (0755) 82485666

北京
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层
邮政编码: 100088
电话: (010) 82001542

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com