

中国农产品线下物流、线上交易的领导者

农产品 (000061.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

近期,物流行业部分公司开始由重资产向轻资产业务扩张,呈现线下、线上业务共同发展的新趋势。

2. 我们的分析与判断

我们认为公司有望成为中国农产品线下物流、线上交易的领导者,重申“推荐”评级。

农产品流通领域领先的电商与供应链服务商

公司作为中国农产品流通领域的领导者,近年来大力推进农产品“网络化”建设,目前公司已经搭建了相对完整的农产品 B-B、B-C 线上交易平台。

农产品流通具备“开放式平台”发展的三大要素

根据我们的初步研究,我们认为在某细分市场建立开放式交易平台必须满足三个宏观要素:一、行业容量巨大,开放式平台具备增长空间;二、产业链具备重构的宏观基础;三、行业存在海量中小型交易者。中国农产品行业年交易量在万亿的数量级;同时,中国农产品流通目前依然大部分采用传统的“农产品生产—农批市场—农贸市场—消费者”流通模式,产业链重构具备基础;行业内存在海量的中小型交易者,满足我们所认为开放式平台存在的三大宏观要素。

基于线下、线上农产品物流拓展供应链金融业务

公司通过控股的深圳市农产品小额贷款有限公司和参股的深圳市农产品融资担保有限公司为公司农产品流通体系中的客户提供供应链金融服务,一方面扩大盈利来源,同时通过为客户提供供应链金融服务增强客户粘性。

3. 投资建议

维持推荐评级,因 1) 公司农产品线上交易平台布局基本完整,具有广阔的发展空间; 2) 公司资产项重估空间巨大 3) 公司从传统的重资产扩张逐步过度到轻资产扩张,风险相对有限。

近几年以来,虽然公司业绩未能有效体现,但由于公司尚处于重资产扩张以及处理亏损业务阶段,我们预计公司 2013 年至 2014 年公司每股收益为 0.1/0.15 元,重申“推荐”的投资评级。

4. 风险提示

公司的投资风险在于农产品线上平台发展低于预期。

分析师

李军

☎: 021-20252645

✉: lijun_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090004

范倩蕾, CFA

☎: 0755-83471963

✉: fanqianlei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090005

周晔

☎: 021-20252616

✉: zhouye_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090006

吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

市场数据 时间 2013.10.10

A 股收盘价(元)	8.23
A 股一年内最高价(元)	8.23
A 股一年内最低价(元)	4.10
上证指数	8685.79
市净率	4.38
总股本(万股)	169696.41
实际流通 A 股(万股)	136831.87
限售的流通 A 股(万股)	32864.55
流通 A 股市值(亿元)	112.61

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

致力于中国农产品流通领先的电子商务与供应链服务商

公司大力推进中国农产品线上交易

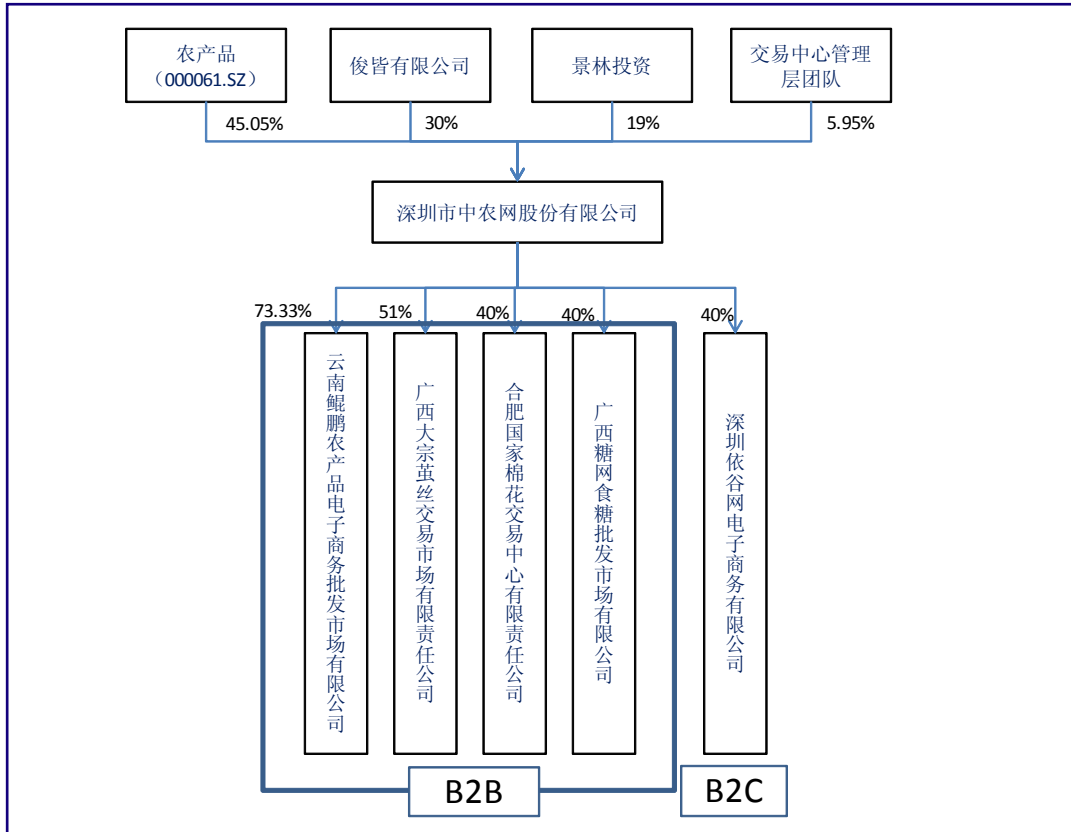
作为中国农产品流通领域的领导者，公司近年来大力推进农产品“网络化”建设。“网络化”建设的第一层含义为单个实体批发市场的网络连接；第二层含义为加快电子交易品种的市场培育，构建农产品电子交易市场。

2000 年开始，公司就成立了中农网电子商务有限公司，开始了农产品的电子商务市场的探索。2005 年，公司开始整合食糖电子交易业务。2006 年，推进交易电子结算。2008 年涉足棉花和茧丝网上交易。

2010 年 1 月，公司成立深圳市农产品交易中心股份有限公司(于 2013 年 5 月份更名为深圳市中农网股份有限公司，公司持股 45.0451%)，并于 2011 年引进战略投资者嘉御(中国)投资基金和景林高盈投资有限公司，其中嘉御(中国)投资基金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；同时公司管理层团队持有增资后交易中心 5.95% 股份。嘉御(中国)投资基金的联合创始人卫哲为阿里巴巴公司前执行董事兼行政总裁，具有丰富的电子商务运营与物流行业经验，出任交易中心董事长。

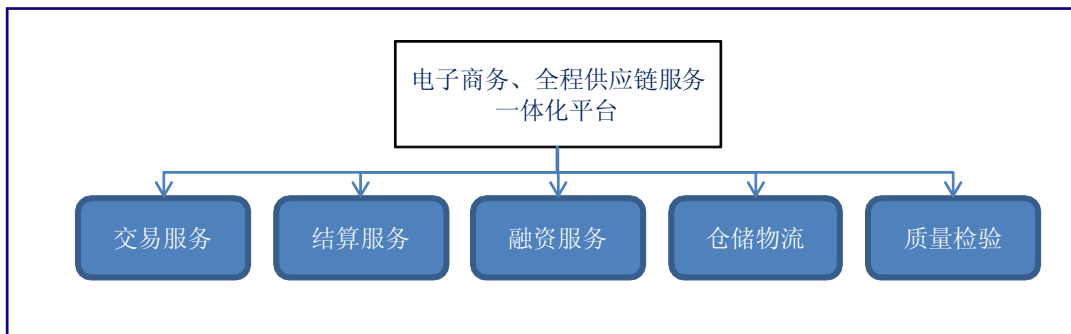
目前深圳市中农网股份有限公司旗下资产包括云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司(交易中心持股 73.33%)、广西大宗茧丝交易市场有限责任公司(交易中心持股 51.00%)、合肥国家棉花交易中心有限责任公司(交易中心持股 40.00%)、广西糖网食糖批发市场有限公司(交易中心持股 40.00%)、深圳依谷网电子商务有限公司(交易中心持股 40.00%)。2012 年交易中心实现净利润 2279 万元，同比增长 21.74%。

图 1: 深圳市中农网股份有限公司股权结构及主要电商业务



资料来源: 中国银河证券研究部、公司网站

图 2: 公司平台主要功能



资料来源: 中国银河证券研究部、公司网站

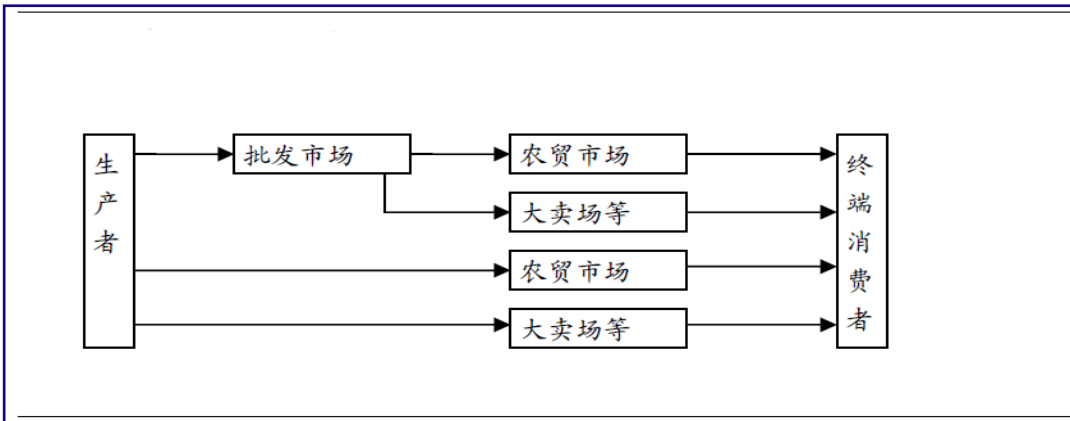
线下互联、线上交易与线下交割是中国未来农产品流通的方向

从全球农产品流通的经验来看, 中国农产品流通的发展方向在于: 1) 通过农批市场交易方式的线下互联; 2) 对于易于标准化的农产品通过网上现货交易、网上期货交易然后线下交割的模式完成农产品流通。

1) 线下农批市场的互联互通

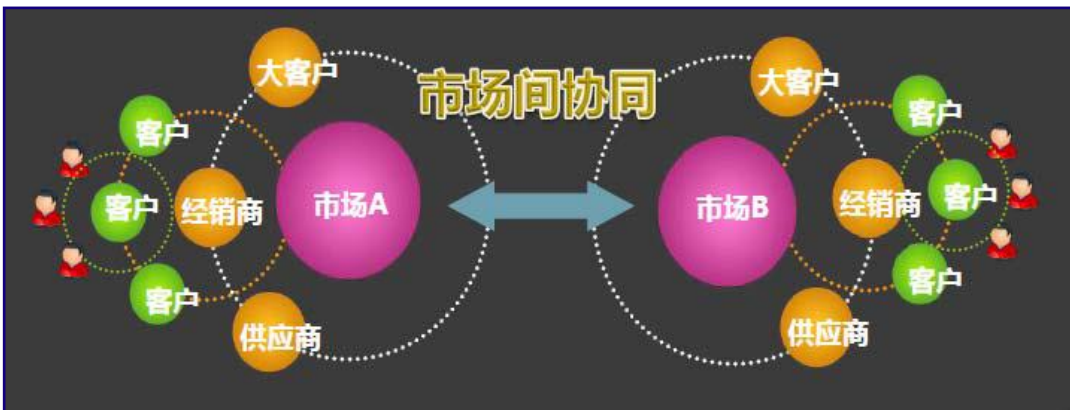
所谓农批市场的线下互联指指的是不同农产品交易市场的信息能够互通,进而实现农产品在及时、有效信息的指引下完成不同市场之间最优效率的分配,实现农产品在同一交易市场内最快速的交易,而手段就在于电子化结算。这一类交易方式主要适用于难以标准化的农产品,不管交易方式如何,终究需要在实物市场开展面对面交易;此类农产品物流体系大都经过“生产商—批发市场—零售市场—终端消费者”或者“生产商—终端零售商—终端消费者”的模式完成农产品的流通。

图 3: 难以标准化的第一类农产品流通模式



资料来源: 中国银河证券研究部、公司网站

图 4: 农批市场市场互联互通示意图



资料来源: 中国银河证券研究部

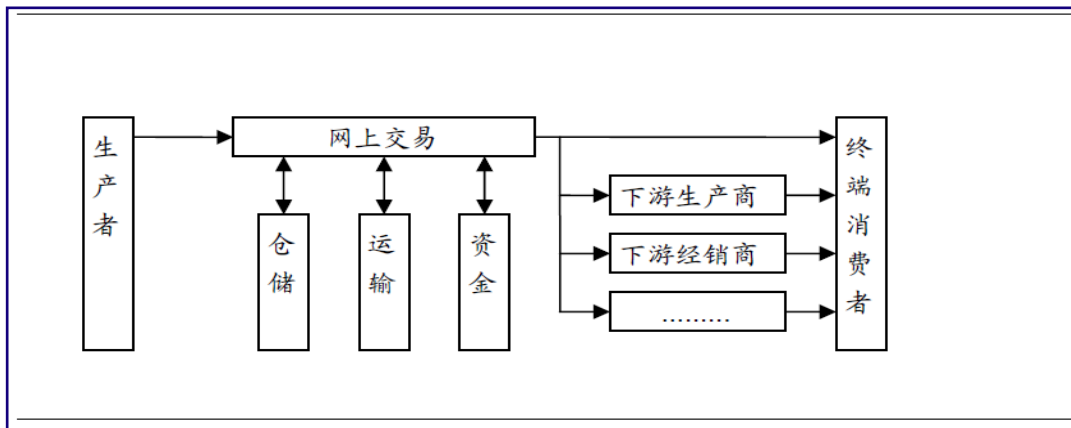
2) 线上交易、线下交割

所谓农产品的线上交易、线下交割指的是采用网上交易的方式,指的是电子商务(线上)与现代物流(线下)的结合与联动,电子商务与现代物流相互支撑来完成农产品从交易到运输的各环节,提高交易效率和流通效率。

由于信息传递的无限性,首先解决了市场的分割问题,信息在统一的网上信息汇总与交易平台上瞬间传递给所有的产品供应商、经销商与终端客户,同时,网上交易、线下交

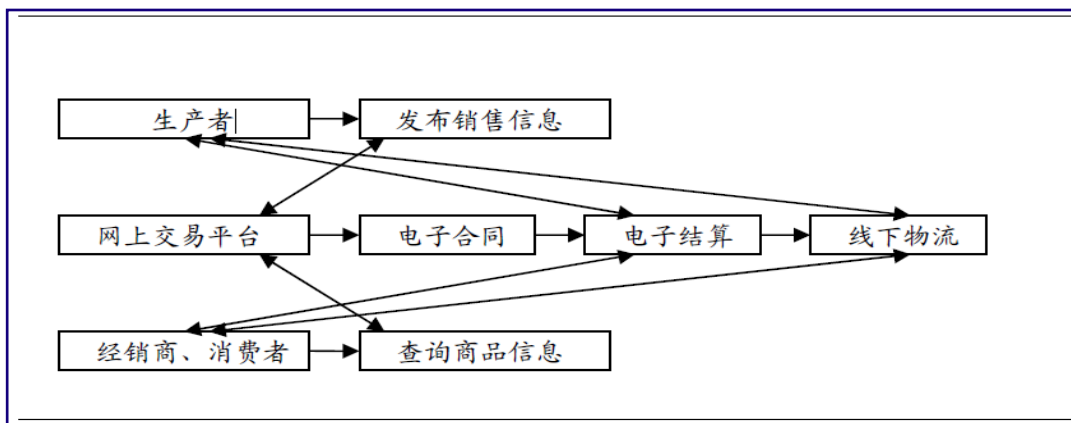
割的农产品流通方式，通过规模化的仓储、最优的物流配送方案的选择良好的实现了“线上线下一体化”的联动。

图 5： 易于标准化的第二类农产品流通模式



资料来源：中国银河证券研究部

图 6： 农产品线上交割、线下交易示意图



资料来源：中国银河证券研究部

近年来，随着中国自身电子商务技术的不断发展以及第三方物流体系的逐步成熟，中国农产品的电子化交易也开始逐步兴起，大概分为开展期货交易的电子商务（代表为大连商品交易所的玉米、大豆、豆粕；郑州商品交易所的小麦、棉花）；开展现货交易的电子商务；提供电子商务平台的电子商务（阿里巴巴）；同时具有虚拟市场和实体市场的电子商务（代表为公司持股 45% 的中农网）。

农产品流通行业具备“开放式平台”存在的三大要素

根据我们的初步研究，我们认为在某细分行业发展开放式交易平台必须满足三个宏观要素：

- 1) **行业容量巨大、使得开放式平台具备成长空间**：行业容量巨大，交易量巨大（至少满足千亿级别以上交易量）是平台型公司生存的必要条件，因为开放式平台的首要收入来源为交易佣金，次之为衍生的供应链物流、金融服务收入，千分之几

级别的交易佣金/收入比使得交易量小的行业难以支持开放式平台的成长。

- 2) **产业链具备重构的宏观基础**: 传统的“采购-生产-分销”由于产业链条过长、效率低下等因素存在重构的基础,以农产品流通产业链为例,中国传统的基于“农产品生产—农批发市场—农贸市场—消费者”流通链条过长,同时由于大部分采用线下交易导致交易效率低下,而开放式平台的建立明显的有助于流通链条的减少以及交易效率的提升。
- 3) **行业存在海量中小型 B-B、B-C 交易者**: 海量中小型 B-B、B-C 交易者存在的意义在于:一、由于成本过高,中小型客户倾向于外购分销渠道来完成产品、服务推广;二、海量用户的存在使得平台消费者使用该平台发布(获取)信息、完成交易可节约销售、购买成本;三、购销双方如果均是大型客户,更倾向于采用私下撮合的方式完成交易,因此我们认为是否存在海量的中小型 B-B、B-C 交易者是开放式平台能否生存的第三个必要条件。

中国农产品行业年交易量巨大,在上万亿的数量级,同时根据我们的研究,中国农产品流通目前依然大部分采用传统的“农产品生产—农批发市场—农贸市场—消费者”流通模式,产业链重构具备基础,同时行业内存在海量的中小型交易者,满足我们所认为开放式平台存在的三大宏观要素。

公司已成为中国农产品线下交易的领导者

公司为中国农产品线下交易农批发市场龙头

农产品公司控股股东为深圳市国资委,深圳市国资委以及深圳市国资委全资子公司深圳市致远投资有限公司合计持有公司 29.53% 的股份。

公司于 1989 年成立了深圳布吉农产品中心批发市场,1997 年上市,主营农批市场业务,上市之后通过新建、收购的方式大力发展农批市场,目前已经初步形成了全国性的农批市场网络,截至 2012 年底,公司投资经营的实体农批市场近 30 家,年交易金额超过 1000 亿元,居于全国领先地位。

公司已基于线下、线上农产品物流拓展供应链金融业务

公司与全资子公司海吉星投资、参股公司深圳市农产品融资担保有限公司(公司持有 40% 股权)于 2012 年 12 月共同投资成立深圳市农产品小额贷款有限公司,公司持有 75% 股权,介入小额贷款业务,参与农产品流通供应链金融业务。

表1. 深圳市农产品小额贷款有限公司股权结构示意表

股东名称	出资额（万元）	股权比例
深圳市农产品股份有限公司	4,000	40%
深圳市海吉星投资管理股份有限公司	3,500	35%
深圳市农产品融资担保有限公司	2,500	25%
合计	10,000	100%

资料来源：中国银河证券研究部、公司定期报告

公司同时持有深圳市农产品融资担保有限公司 40% 股权，经营融资担保业务。公司通过旗下的深圳市农产品小额贷款有限公司和深圳市农产品融资担保有限公司为公司农产品流通体系中的客户提供供应链金融服务，一方面扩大盈利来源，同时通过为客户提供供应链金融服务增强客户粘性。

重申公司的“推荐”评级

公司资产重估潜力巨大

截止 2013 年 6 月，公司资产项目中土地使用权项无形资产账面价值 23.7 亿元，固定资产项中房屋建筑物账面价值为 26.5 亿元，两者合计约为 50.2 亿元，净值 43.8 亿元。公司房屋建筑物资产和土地使用权资产目前重估潜力巨大。

公司农产品线上开放式交易平台具有巨大发展空间

自公司 2000 年开展农产品网上交易以来，到成立深圳市农产品交易中心股份有限公司、再至成立为深圳市农产品交易中心股份有限公司引进战略投资者，公司已经搭建了相对完整的农产品 B-B、B-C 线上交易平台。

公司在农产品线上交易领域布局较早，并且作为农产品线下交易的领导者，通过十余年农批市场经营的积累，在农产品流通领域积累了丰富的经验，2012 年公司农产品线上交易金额已经达到约 240 亿元的规模，并已经实现盈利。

农产品线上交易由于行业容量巨大，产业流通链条从发展趋势上需要重构等因素（根据全球经验来看，80% 的可标准化农产品均通过网上电子化交易完成。），具备广阔的发展空间，公司借助于其在农产品流通领域的丰富经验以及布局完整等先天条件，具有广阔的发展空间。

重资产向轻资产扩张、风险有限

公司通过农产品电子化交易平台的建立实现从实体农产品交易市场到虚拟农产品交

易市场的拓展，并实现从第一类农产品物流体系到第二类农产品物流体系的拓展，在此过程中公司从传统的重资产扩张逐步过度到轻资产扩张，一方面符合中国农产品流通的发展趋势，同时轻资产扩张风险相对有限。

重申“推荐”评级

近几年以来，虽然公司业绩未能有效体现，但由于公司尚处于重资产扩张以及处理亏损业务阶段，我们预计公司 2013 年至 2014 年公司每股收益为 0.1/0.15 元，但 1) 公司资产项被严重低估，账面原值 50.2 亿元，净值 43.8 亿的公司房屋建筑物资产和土地使用权资产目前重估潜力巨大；2) 公司积极拓展、基本完成布局的农产品线上交易开放式平台具有广阔的发展空间，维持公司“推荐”的投资评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李军，范倩蕾，周晔，吴立，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn