

买入 首次

农产品 (000061)

2010 年 1 月 12 日

股票价格

1 月 11 日收盘价	13.55 元
6 个月内目标价	18.00 元
59 周内股价波动	6.18-14.32 元

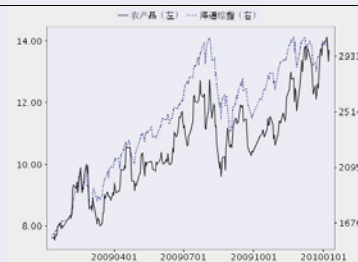
主要估值指标

	2008	2009E	2010E
市盈率	196.23	38.55	23.57
市净率	6.23	3.66	3.53
PEG	8.14	4.38	2.99
EV/EBITDA	19.34	17.31	11.51

股本结构

总股本 (万股)	76851
流通 A 股 (万股)	76851
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



相关研究

批发和零售贸易行业研究团队

汪立亭
电话: 021-23219399
Email: wanglt@htsec.com

路颖 CFA 首席分析师
电话: 021-23219403
Email: luying@htsec.com

潘鹤
电话: 021-23219423
Email: panh@htsec.com

农产品交易网络大平台价值凸显

公司是国内农批市场中具有绝对规模优势和领先管理水平,且发展战略清晰的行业龙头。2009 年是公司业绩拐点,基于民润超市股权转让完成、南宁和平湖市场的开业和“网络化”战略的加快实施,2010 年之后,我们预计公司业绩将有望保持数年的高增长。

主要财务数据及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率 (%)	199.18	-68.91	408.97	63.59	38.49
毛利率 (%)	46.43	47.94	34.73	40.73	42.43
净资产收益率 (%)	10.88	2.35	9.32	14.30	18.01
每股经营性现金流 (元)	0.92	0.36	0.82	1.27	1.30
每股收益 (元)	0.22	0.07	0.35	0.57	0.80

资料来源：海通证券研究所

- **行业前景:** 国家支持农业发展和农民增收、对食品安全日益重视,以及加快推进城镇化,将扩大行业发展空间,并催生整合机会,这是公司农批市场发展的大逻辑。
- **竞争优势:** 农批市场进入壁垒高,而公司具有领先的规模优势、成功的政府合作和异地扩张经验,以及管理、技术优势形成的强大市场竞争力,是国内农批市场的绝对龙头,能够最大化的分享行业发展和整合成果,有望持续提高市场占有率。
- **战略定位:** 聚焦农批主业之后,公司战略愈趋明晰: 建立多层次的、全国性的农产品流通的网络大平台,其外在表现为:以实体市场为支撑,以网络市场为平台,达到实体和网络的有机结合和协同支持,实现实体市场向网络平台的延伸和网络功能向交易品种的渗透。
- **商业模式:** 在网络化战略推动下,公司的商业模式开始逐渐由重资产实体市场扩张,向轻资产网络化布局的平衡性过渡,将有助于提升公司的盈利水平,提速盈利增长。
- **预测与建议:** 在基本假设条件下,预测公司 2009-2011 年的经常性利润 EPS 分别为 0.20、0.50、0.71 元,考虑非经常性损益后的综合 EPS 为 0.35、0.57、0.80 元。

农产品因其行业特性和业务发展,拥有的大量土地和物业成为其防御性价值的体现。而农批主业和网络平台效应则是公司未来业绩快速增长的主要来源,按照 2010 年的经常性 EPS 为基础,以 35-40 倍 PE 考虑,公司合理价值在 17.5-20.0 元,我们给出 **18.0 元** 的 6 个月目标价。

公司具有良好的成长性和长期投资价值,业绩即将进入高增长期,建议投资者予以积极关注,择机进行行战略性持仓,分享长期高额收益,首次给予“**买入**”评级。
- **面临挑战:** 主要有两点,一是农超对接对行业有持续但缓慢的侵蚀;二是异地扩张中可能存在政策博弈因素;我们做了简要分析,并认为公司能够较好应对上述挑战。

目 录

1. 行业前景：政策催生行业发展与整合机会.....	5
1.1 农产品自身量价规律：交易额稳步提升.....	5
1.2 政策支持三农，行业发展受益.....	5
1.3 城镇化提升市场空间和市场建设的规范水平.....	6
1.4 对食品安全的重视利于行业的有序竞争与整合.....	7
2. 竞争地位：农批业务龙头，竞争优势突出.....	7
2.1 市场规模领先.....	7
2.2 管理优势明显.....	8
2.3 制度激励良好.....	9
3. 战略定位：搭建农产品交易的网络大平台.....	10
3.1 战略支撑点.....	10
3.2 战略实现前提.....	11
3.3 战略的后台体系.....	11
4. 商业模式：轻与重的平衡.....	11
4.1 重资产扩张.....	11
4.2 轻资产布局.....	12
5. 业务架构：市场梯次发展，电子结算加速推进.....	13
5.1 农批业务在公司业务体系中占主导地位.....	13
5.2 农批市场增速良好，潜力巨大.....	14
5.3 电子结算将加速推进.....	15
5.4 非核心业务：转让民润与减持深深宝.....	16
6. 盈利预测与估值：长短结合，多元价值.....	18
6.1 短期的盈利预测：以市场为预测单元.....	18
6.2 长期的利润空间：以交易额与佣金率为核心指标.....	21
6.3 估值：业务价值+平台价值+地产价值.....	22
6.4 投资建议.....	24
7. 风险分析：农超对接与政策博弈.....	24
7.1 农超对接：侵蚀行业空间？.....	24
7.2 政策博弈：阻滞异地复制？.....	24

图目录

图 1 农产品批发价格指数长期趋势上升	5
图 2 城市化率不断提升	6
图 3 城市人口增速快于总人口增速	6
图 4 农产品从生产到消费的流通环节	7
图 5 公司农批市场历年交易量和交易额	8
图 6 农产品网络大平台战略示意图	10
图 7 农产品 09 年市场和土地面积再创新高	10
图 8 农产品商业模式示意图	11
图 9 公司主要业务构成及定位	13
图 10 农产品与苏宁、小商的估值比较	23

表目录

表 1 农产品批发市场网络体系	8
表 2 农产品市场土地和建筑面积	12
表 3 农产品市场土地和建筑面积	12
表 4 主要业务毛利率对比（%）	13
表 5 主要业务收入、毛利贡献度（%）对比	14
表 6 农产品市场分类	14
表 7 主力市场对公司利润贡献度（占比批发市场总权益利润，%）	14
表 8 公司旗下主要市场简述和业绩增长点	15
表 9 主要实施佣金制市场业绩增速（%）对比	15
表 10 2009 年度的非核心业务处理	16
表 11 民润超市主要财务数据（万元）	17
表 12 减持深深宝股权前后的持股情况	17
表 13 减持股权的情景假设	17
表 14 公司历年的主要减值准备计提（万元）	18
表 15 农产品各市场近三年盈利预测（万元）	19
表 16 南昌商铺销售数据	20
表 17 平湖市场商铺销售的净利润贡献（万元）	20
表 18 农产品历年的政府补贴收入（万元）	21
表 19 农产品长期佣金收入和利润计算	21
表 20 农产品与苏宁电器的特征对比	22
表 21 农产品与小商品城的特征对比	22
表 22 PS 估值的敏感性分析（2010 年）	23

概述：

农产品（000061）本质上是以农副产品为交易内容，以农批市场为经营单元的商业连锁企业，也是目前A股市场上规模最大且唯一上市的农批市场公司。

历史上，因非核心业务处理进度、新市场建设进度低于预期，该公司业绩一直受到拖累。当前，在民润超市处理接近尾声，平湖市场2010年10月开业的背景下，公司业绩拐点已经出现；并且，清晰地认识公司的发展趋势从而判断未来业绩增长，更具投资上的指导意义。

本报告试图阐述农产品发展的行业机会、战略定位、商业模式以及所面临的挑战，希望我们所做出的逻辑判断能够一定程度地揭示公司的真正价值，并为投资者提供参考。

逻辑：

（1）行业前景：国家支持农业发展和农民增收、加快推进城镇化、以及对食品安全问题日益重视，将扩大行业发展空间，并催生整合机会，这是公司农批市场发展的大逻辑。

（2）竞争优势：农批市场进入壁垒高，而公司具有领先的规模优势、成功的政府合作和异地扩张经验，以及管理、技术优势形成的强大市场竞争力，是国内农批市场的绝对龙头，能够最大化的分享行业发展和整合成果，有望持续提高市场占有率。

（3）战略定位：聚焦农批主业之后，公司战略愈趋明晰：**建立多层次的、全国性的农产品流通的网络大平台**，其外在表现为：以实体市场为支撑，以网络市场为平台，达到实体和网络的有机结合和协同支持，实现实体市场向网络平台的延伸和网络功能向市场品种的渗透。

（4）商业模式：在网络化战略推动下，公司的商业模式开始逐渐由重资产实体市场扩张，向轻资产网络化布局的平衡性过渡，作为其中主要环节的电子结算正在加速推进，模式转换将有助于提升公司ROE水平，带动净利润增长。

预测：

在基本的假设条件下，预测公司2009-2011年的以农批业绩为主的经常性EPS分别为0.20、0.50、0.71元，考虑非经常性损益后的综合EPS为0.35、0.57、0.80元。

农产品因其行业特性和业务发展，存在多元价值：大量的自有土地和物业是其防御性的体现，而农批主业在佣金制趋势下的业务价值和网络大平台加快形成后的延伸价值更是其内涵所在。按照2010年扣除非经常性损益的EPS为基础，以35倍-40倍PE估值，公司**短期合理价值在17.5-20.0元区间**，我们给出**18.0元**的6个月目标价。

建议：

公司具有良好的成长性和长期投资价值，业绩即将进入高增长期，建议投资者予以积极关注，择机进行战略性持仓，分享长期高额收益，给予“**买入**”评级。

1. 行业前景：政策催生行业发展与整合机会

1.1 农产品自身量价规律：交易额稳步提升

公司农批市场以农副产品为主要交易标的，市场的发展首先与农产品交易额（量）紧密相关。由于农产品消费需求相对刚性，受经济周期影响小，交易量稳定，而城镇化率的提升和城市人口的增加，将更多的自给需求转化为交易性需求，进入流通领域交易的农产品量稳定增加。

从长期角度看，农产品价格水平处于一个上升通道中。具体到中国发展，由于生活水平提高，居民对农产品的标准化包装、营养价值、新鲜度等方面要求提高，也会带动交易价格的上升。

因此，综合农产品交易的量价情况，农产品交易额将有稳步提升。而综合性农批市场的年成交额也将保持 15% 左右的增速。

图 1 农产品批发价格指数长期趋势上升



资料来源：农业部，海通证券研究所

1.2 政策支持三农，行业发展受益

趋势上，支持三农，促进民生发展，以及提高消费在经济中占比将成为政策导向。

而农产品批发市场的功能定位主要有三个：一是作为农产品流通渠道上的关键环节，连接生产和消费两端，提供交易场所，组织交易活动；二是承担生产端促进农业发展和农民增收，消费端保障城市食品安全和食品畅通供给的任务；三是促进农产品在全国范围的周转流通，平衡不同农副产品在区域间的消费需求和价格。

因此，在政策导向支持下，农批市场自身具有与之契合的功能定位，行业将迎来更为乐观的发展前景。

实际上，我们从近几年先后出台的政策也可以看出，国家对于农批市场的建设与发展一直都是予以支持的：

首先是 2006 年的中央一号文件《中共中央关于推进社会主义新农村建设的若干意见》，其中在“加强农村现代流通体系建设”中提到“积极推进农产品批发市场升级改造”，随后商务部决定从 2006 年起在全国实施“双百市场工程”：“力争用三年时间，通

过中央和地方共同推动以及重点市场、重点企业示范带动，完成全国一半左右（约 2000 家）农产品批发市场升级改造，使农产品流通成本明显降低，流通环节损耗大幅减少。”

2009 年，中央一号文件再次用专门章节阐述“加强农产品市场体系建设”，提出要“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。推进大型粮食物流节点、农产品冷链系统和生鲜农产品配送中心建设。”

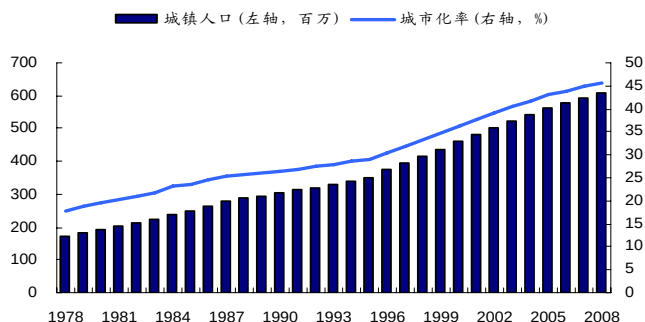
这种政策上持续性的支持体现在农批市场建设与发展的各个方面，如提高规范化水平、提供土地和资金支持、加大补贴力度等，体现了农批市场在流通领域中的重要作用得到充分认可，而这为优势龙头企业提供了更好的发展机遇。

另外，新土地政策和农业生产规模化将有效促进农产品质量等级化和和标准化，为公司交易模式创新和网络化、信息化建设提供了良好契机。

1.3 城镇化提升市场空间和市场建设的规范水平

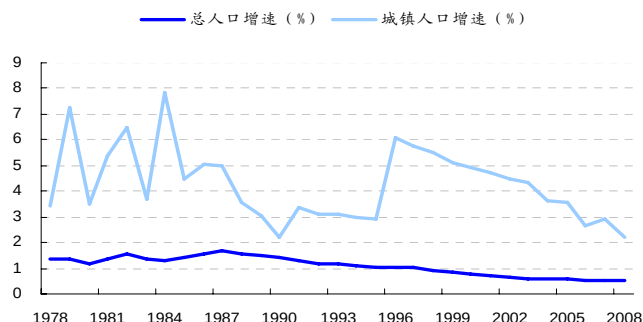
我国的城镇化率从 1978 年的 17.92% 上升至 2008 年的 45.68%，城镇人口增速始终高于全国人口增速，大量新增人口不断涌入城市，未来数年，我国的城镇化具备快速发展的空间和可能性，最新结束的中央经济工作会议明确指出，“积极稳妥的推进城镇化，提高城镇发展质量和水平”，预计我国城镇化率每年将提高 1% 左右，到 2010 年，我国城镇化率达到 47%，到 2020 年达到 55%。

图 2 城市化率不断提升



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 3 城市人口增速快于总人口增速



资料来源：CEIC，海通证券研究所

城镇化加速将从至少三个方面利好行业和公司发展：

（a）提高农产品的消费需求和市场的交易规模：城镇人口增速加快，规模上升，从而提高对农产品的消费需求，拉动批发市场建设规模扩大和交易量增速提高；

（b）提升农产品已有市场商铺的租售价：农产品在全国主要城市拥有 21 家实体市场，伴随着城市的长期发展和城镇化步伐加快，许多市场都已成为或将成为城区一部分，提高了其稀缺性价值，这将从商铺售价和租价提升的角度，最终体现在业绩的增长上；

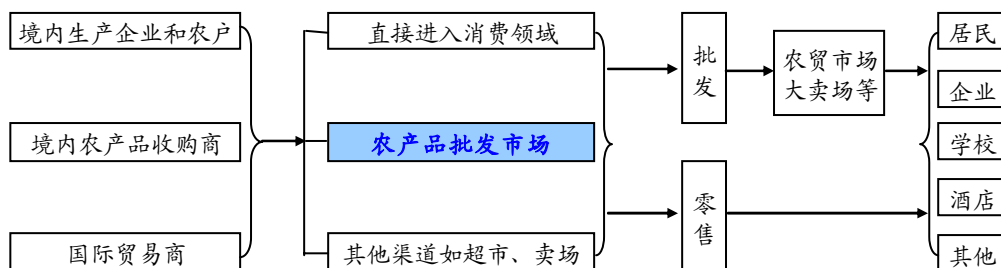
（c）城市规划利于农产品的行业整合和异地复制：从未来市场发展角度，由于城市快速扩张，很多城市已将农批市场视作城市基础设施，并纳入到城市发展整体规划中，这样可以有效遏止农批市场的低水平重复建设和恶性竞争。基于规划的长期性和稳定性，政府倾向于提高市场建设规模，并选择资质良好，实力雄厚的大型农批市场作为城市“菜篮子”的经营主体，实际上是提高了准入门槛。一批低标准、小规模、脏乱差和妨碍城市整体建设的农批市场将被限制发展甚至关停，这种趋势为农产品行业整合和

快速异地复制提供了良好机会。

1.4 对食品安全的重视利于行业的有序竞争与整合

公司经营的农批市场，属于农产品“分散—集中—分散”流通环节上的核心，我国大约 70% 的农产品要经过批发市场进入终端消费，其更适合成为食品安全监督的标的。

图 4 农产品从生产到消费的流通环节



资料来源：海通证券研究所

经过多年的快速扩张和规范发展，以及超前的战略布局，农产品公司已成为行业标杆。当前，国家对食品安全重视程度日益提高，随着 2009 年 6 月 1 日正式实施的《食品安全法》逐步推广深入，农产品更有机会成为政策指令上通下达的示范单位，也就更有机会获得政府政策的倾斜支持。

事实上，因食品安全问题而获得政策倾斜支持和主导市场整合的机会已经发生在农产品下属市场中。比如上海农批市场曾经出现“瘦肉精”事件，但由于市场建立良好的食品安全追溯体系，在很短的时间内查出问题源头，获得政府信任，在后续发展中也得到大力支持；再如 2008 年成都两家批发市场出现食品安全问题，当地政府随即限制两家市场发展，并最终关停，而农产品成都市场具有较好的软硬件设施，而且响应政府号召，引入先进的猪肉滑轨交易和电子结算，因此，政府主动把一些大的经营户介绍给成都市场，并给予较多的补贴政策。

我们相信，随着中央和各地方政府对食品安全的重视度提高，有可能合力催生农批市场的整合，在食品安全监控、追溯、检验检疫等方面拥有领先技术和经验的农产品，将拥有更多的发展和整合机会。

小结：国家支持农业发展和农民增收、加快推进城镇化、以及对食品安全问题日益重视，将扩大行业空间，规范行业竞争，催生整合机会，这是公司农批市场发展的大背景和大逻辑。

2. 竞争地位：农批业务龙头，竞争优势突出

2.1 市场规模领先

公司 1989 年成立并开发了深圳布吉农产品中心批发市场，1997 年上市后，借助国资背景和政府力量，先后进行了 20 多次收购和新建市场，低成本整合了业内大批资产质量高、发展前景好的优质市场。

公司目前已在各地拥有实体和虚拟市场 25 家，2009 年交易额将达 900 亿元以上，在市场规模、成交额等各指标上均远超其他农批市场。

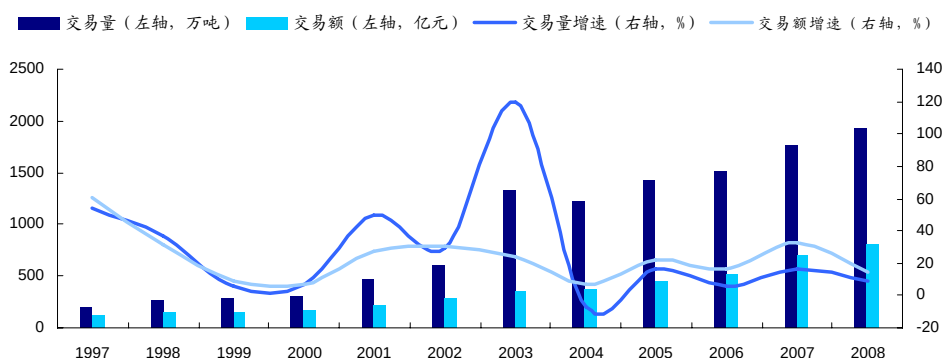
目前其他较知名的批发市场有如：广州江南市场、北京新发地市场、宁波市场、河北乐亭、武汉白沙洲、上海江桥市场等。基本上都是单体市场、或者单一品类批发市场。

表 1 农产品批发市场网络体系

序号	时间	市场	权益比例 (%)	建筑面积 万平米	08 年权益利润 万元
1	1989 年 10 月	布吉市场	100.00	20	5755
2	1992 年 5 月	福田市场	72.99	15	917
3	1999 年 8 月	南昌市场	51.00	60	509
4	2000 年	布吉海鲜	51.20	6	46
5	2002 年	上海市场	62.80	40	2548
6	2003 年 4 月	广西柳糖	40.00	虚拟	1802
7	2003 年 10 月	合肥市场	44.68	80	1116
8	2003 年 12 月	京深海鲜	21.00	10	219
9	2003 年 12 月	西安市场	51.00	20	-611
10	2004 年 1 月	成都市场	51.00	40	126
11	2004 年 3 月	南山市场	58.00	10	468
12	2004 年 4 月	长沙市场	50.98	80	510
13	2004 年 8 月	惠州市场	51.00	60	463
14	2005 年 11 月	鲲鹏市场	55.00	虚拟	1587
15	2007 年 5 月	中国茧丝网	51.00	虚拟	-132
16	2007 年 10 月	南宁物流园	54.00	60	0
17	2007 年 10 月	平湖物流园	100.00	80	0
18	2007 年 10 月	沈阳海吉星	70.00	120	-120
19	2008 年 3 月	合肥棉花交易中心	40.00	虚拟	0
20	2009 年 7 月	新柳邕市场	70.00	占地约 800 亩	
21	2009 年 10 月	银川市场	70.00	810 亩商业用地	
22	2009 年 10 月	合肥大兴新市场	44.68	36.52	
23	2009 年 12 月	长春市场	51.00	总用地 570 亩	
24	2009 年 12 月	蚌埠市场	45.00	净用地 1200 亩	
25	2009 年 12 月	昆明市场	100.00	净用地 296 亩	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 公司农批市场历年交易量和交易额



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2.2 管理优势明显

- **连锁化、标准化经营**：公司在长期发展过程中逐步实现连锁化、标准化、规范化经营，形成了可复制的优秀管理经验，通过连锁模式植入到各批发市场经营管理之中。

- **不断成熟的技术手段：**在公司的发展历程中，农产品人率先推进电子结算模式，采用 RIFD 射频识别和滑轨交易技术，自主研发一体机并且运行良好，建立业内领先的检验检疫技术并申报专利，另外，公司还开创海吉星标准，打造高端品牌，并开始探索网络一体化的电子商务平台，交易技术不断成熟。
- **强大的异地扩张能力：**公司多采取农产品控股、地方国资参股的合作模式，以地方已有市场为依托，输入优秀管理经验、滚动开发的同时，申请土地建设新市场，从而实现市场的升级和规模扩张。在此过程中，与地方政府的合作关系更趋强化，而良好的口碑也更增强了农产品的扩张能力。
- **后续扩张依然迅猛：**公司未来将保持每年 2-3 家市场的扩张速度，实现市场规模体系的外延发展，不断巩固规模优势。

2.3 制度激励良好

公司拥有较为优秀且稳定的管理团队，管理人员拥有多年的市场管理经验；并且公司具有较强的“造血”功能，能够为有志于进入农批行业的年轻人提供良好的职业发展平台。在我们对公司的长期跟踪中，也深刻感受到农产品人的专业、敬业。

农产品是由深圳国资委控股，而公司同时也拥有多层次的、有效的管理激励措施，从制度层面保障了战略的有力执行、管理能力的充分发挥和盈利的确定性释放。

● **股权激励：**根据 2005 年股权分置改革方案，公司除国家股外的其他法人股股东将其拥有的农产品 2620.43 万股（占总股本的 6.76%）按照 3.5 元/股的价格出售给公司管理层，参与公司股权激励约束计划的公司中高层管理人员及业务骨干共 232 人。因满足激励条件，2620.43 万股股份已于 2008 年 8 月 25 日过户完毕，并于 2008 年 11 月 25 日上市交易，其中，公司董事、监事及高管人员所持股份自过户之日起 6 个月之后（2009 年 2 月 25 日）按证监会的有关规定每年解冻 25%。

2009 年 4 月 22 日，公司公告以资本公积金按 10 转增 7 的比例转增股本，公司高管及业务骨干持股数同比例增加至 4455 万股。我们根据 2009 年 12 月 7 日最新披露的高管持股情况计算，主要（原）高管合计持有的 2038 万股中，已减持 421 万股，减持比例约为 20%。

● **EVA 考核：**所谓 EVA（经济增加值）是指从企业税后净营业利润中扣除包括股权成本和债务的所有资本成本后的经济利润。它蕴涵的基本思想是：只有投资收益超过资本成本，投资才能为投资者创造价值。EVA 能够更加客观地评价企业的业绩，在指导企业目标设定、战略评估、资源分配、财务规划及预算、管理改善、价值提升等方面，具有其他管理工具无法比拟的优势。

公司已经对旗下二级市场经营者引入 EVA 评价体系，将其年薪水平与企业创造的经济增加值相结合。条件成熟时，将全系统员工的薪酬与经济增加值结合起来，通过对标管理，重点挖掘系统内市场的潜力，提升市场管理水平和盈利能力。

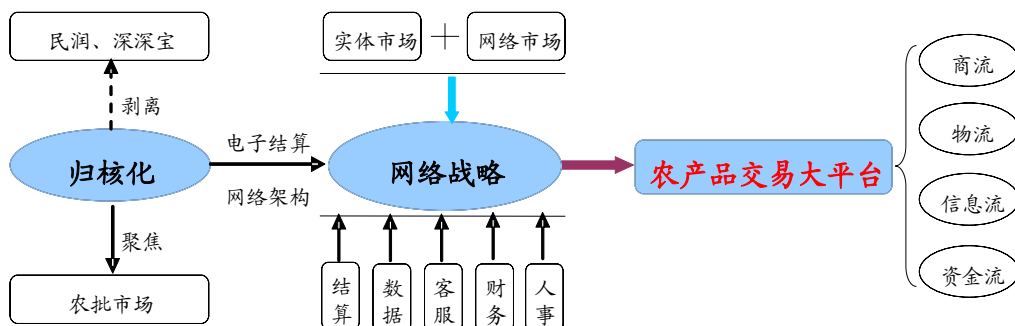
● **管理层持股：**公司或以新成立的农产品交易中心公司作为试点，考虑农产品控股，主要管理团队成员参股的模式，从而将各方利益趋同化，有利于管理团队积极性的发挥，实现业绩较快增长。

小结：农批市场的稳定增长和高进入壁垒，公司领先的规模优势、成功的政府合作和异地扩张经验，以及管理、技术优势形成的强大市场竞争力，使其成为国内农批市场的绝对龙头，并有望持续提高市场占有率。

3. 战略定位：搭建农产品交易的网络大平台

农产品本质上是一个以农批市场为经营单元的连锁企业。其**战略目标是：建立多层次的、全国性的农产品流通的网络大平台**，公司有意在 3 年内构建完成网络平台的雏形。

图 6 农产品网络大平台战略示意图



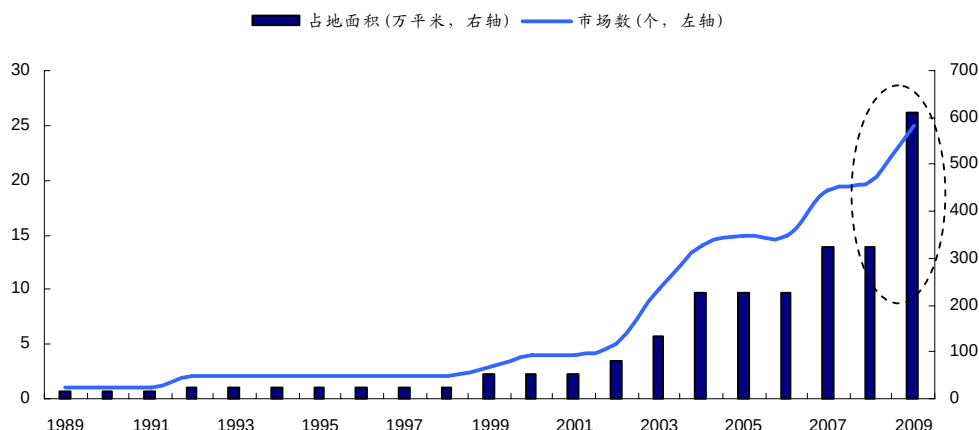
资料来源：海通证券研究所

3.1 战略支撑点

拥有足够数量和质量实体市场，是公司网络战略的有效支撑。因此，农产品的市场扩展目标是：2-3 年时间后，在全国主要中心城市经营 30 家左右具有竞争优势的现代化农批市场。而做大做强市场已有交易品种和开拓新交易品种（如冻品、花卉、粮油等）也是提升实体市场竞争质量的有效方式。

公司目前拥有实体市场 20 家，其中，2009 年下半年，公司分别在柳州、银川、长春、蚌埠、昆明等地新签约 5 家大体量的新市场，并以合肥市场为基础，新建 1263 亩（可能增至 2210 亩）新市场。我们认为，公司有意加快低成本扩张速度，未来将保持每年 2-3 家市场扩张速度（如华北、西北等地区的布点等），而已有市场如长沙、南昌等都将有新增土地获批，用于后期开发。

图 7 农产品 09 年市场和土地面积再创新高



资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：以签约市场和协议土地面积为准

3.2 战略实现前提

一定程度的电子结算覆盖率是该战略的前提条件。公司正在加快推进各市场的电子结算，因为各市场的商流、物流、信息流和资金流只有通过电子结算，才能及时有效的传输和归集，从而真正发挥协同效益。

我们此前判断，2009 年是公司电子结算加速启动元年，事实确实如此，根据我们对总部和各主要市场的调研，快速推进市场主要交易品种的电子结算及提高覆盖率，是各个市场的重要任务之一。其中，上海、南昌、长沙和成都重点去推，2009 年实现电子交易金额同比增长 30%。

3.3 战略的后台体系

统一且高度协同的结算、数据和客服中心等后台体系，是网络战略的核心要素。结算中心已经在总部层面成立，意在归集市场的资金流，从而实现资金的统筹集中利用，获取财务协同；

数据中心将于 2010 年初成立，意在归集市场的信息流，进行分析和再处理后，对客户实施有偿使用和提供增值服务，提高客户粘性，从而为之后提高佣金率打基础；

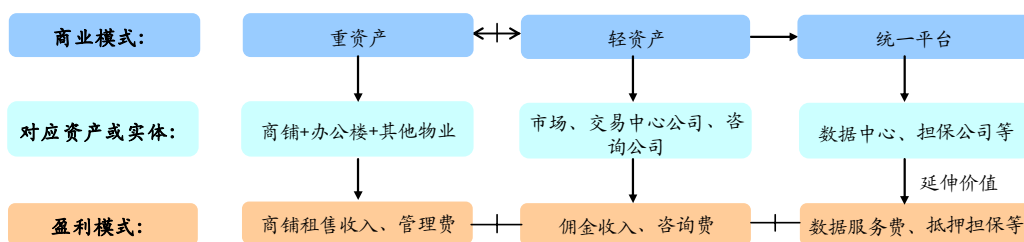
客服中心已经成立，意在加强信息传递的畅通性、规范性和价值性，提高客户满意度和服务壁垒。

4. 商业模式：轻与重的平衡

网络化战略的外在表现是：以实体市场为支撑，网络市场为平台，达到实体和网络的有效结合和协同支持，实现实体市场向网络平台延伸和网络功能向市场品种渗透。

在此战略推动下，公司的商业模式也逐渐开始由重资产实体市场扩张，向轻资产网络化布局的平衡性过渡。

图 8 农产品商业模式示意图



资料来源：海通证券研究所

4.1 重资产扩张

农产品商业模式的一个重要环节就是异地扩张中的低成本拿地，从而为后续业务经营首先确立成本优势。

公司在快速扩张中沉淀了大量的低成本土地和商铺资产，体系内现有 20 个综合性实体农批市场，一方面，部分现有的批发市场面临搬迁和改造，另一方面，公司仍在继续进行外延扩张，公司的土地和商铺价值是动态增加的。

农产品单个市场的土地除工业用地外，一般至少有 7% 的商业用地配套，而公司旗下的福田和银川两家市场是 100% 商业用地，成都市场有 22% 住宅用地，南宁市场 30% 商业用地。工业用地用于开发市场交易大厅或商铺，然后用于向市场内经营户出售或出租；商业用地可用于开发住宅和临街店铺。而上述用地全部能以工业用地价格获得。农产品由于经营批发市场，土地和商铺价值均是通过租金来获取，但此前由于长租约和固定租金的限制，其资产价值远远没有得到应有体现。

表 2 农产品市场土地和建筑面积

序号	市场名称	权益比例 (%)	土地面积 (万平方米)	商业比例 (%)	建面 (万平方米)	权益土地面积 (万平方米)	权益商业用地 (万平方米)	权益建面 (万平方米)
1	布吉农批	100.00	15.0	7	20	15.0	1.1	20.0
2	布吉海鲜	51.20	2.0	7	6	1.0	0.1	3.1
3	福田农批	72.99	10.0	100	15	7.3	7.3	10.9
4	南山农批	58.00	6.0	7	10	3.5	0.2	5.8
5	上海农批	62.80	28.0	7	40	17.6	1.2	25.1
6	南昌农批	51.00	43.0	7	60	21.9	1.5	30.6
7	西安农批	51.00	14.0	7	20	7.1	0.5	10.2
8	成都农批	51.00	34.8	22	40	17.8	3.9	20.4
9	合肥农批	44.68	89.1	7	80	39.8	2.8	16.3
10	长沙农批	50.98	44.5	7	80	20.9	1.5	37.6
11	惠州农批	51.00	40.0	7	60	20.4	1.4	30.6
12	京深海鲜	21.00	4.7	7	10	1.1	0.1	2.1
13	沈阳物流园	70.00	67.0	7	120	46.9	3.3	84.0
14	南宁物流园	51.00	41.2	30	60	21.0	6.3	30.6
15	平湖物流园	100.00	30.3	7	83	30.3	2.1	82.8
16	新柳邕市场	65.00	53.4	7	-	34.7	2.4	41.6
17	银川市场	70.00	54.0	100	65	37.8	37.8	45.4
18	长春市场	51.00	38.0	7	18	19.4	1.4	23.3
19	蚌埠市场	45.00	80.0	7	95	36.0	2.5	43.2
20	昆明市场	100.00	19.7	7	23.7	19.7	1.4	23.7
21	深圳海吉星	51.00	3.0	-	5.7	1.5	0.0	2.9
合计			718.1		960.2	420.8	78.8	590.2

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：各市场无论是何种用地性质，基本是以工业用地的价格拿到

未来而言，依据公司战略，佣金收入和网络附加值收入是其主要的盈利来源。对于市场配套的住宅和临街店铺，公司将考虑引入市场化竞拍机制进行出售或出租。对于市场中不适合佣金制的品种，可能会出租该部分商铺。租金和租期上，公司可能学习小商品城的模式，通过短租约和滚动提租方式，使土地和商铺资产价值得以体现。

由于各个市场土地用途差别较大，我们此处并未计算公司的 RNAV，但显而易见的是，部分重估农产品土地和商铺价值是有意义的，这也为对公司的投资提供了良好的安全边际。

表 3 农产品市场土地和建筑面积

公司市值 (亿元)	市值/权益土地面积 (元/平方米)	市值/权益建面 (元/平方米)
104.13	2474.69	1764.24

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：(1) 市值计算以 2010 年 1 月 11 日为准；(2) 由于未获得相关数据，关于权益土地面积和建面的统计未包含公司交易大厦、农牧公司、集贸市场等所拥有的土地和建筑面积。

4.2 轻资产布局

公司网络化布局的战略内涵，本身就是轻资产的发展取向。农产品将在春节前完成子公司——农产品交易中心股份有限公司的工商注册，并正在筹建上海翰吉斯市场管理有限公司。前者作为构建虚拟交易平台的基础，后者作为公司实施管理输出的窗口。

交易中心公司：该公司注册资本 8000 万，2009 年 8 月开始筹备，预计春节前成立。公司未来拟将发展成熟的柳糖、昆糖，以及新成立的合肥棉花网，新收购的广西茧丝网，打包置入其中，打造统一交易平台上的多产品交易，作为网络交易平台的基础，追求客户、资金、信息等的协同，也为实体交易品种向网络平台的引入提供机会。伴随着公司的成立，公司未来也将大力开发新交易品种，包括粮油等大宗商品、生鲜、花卉等非标产品。

翰吉斯市场管理公司（筹）：公司正与世界最先进的农批市场——巴黎翰吉斯国际市场进行战略合作，投资建立该管理咨询公司，将国际和国内最先进的农批市场经营管理技术相结合，用作公司学习融合国际经验，并进一步对外进行管理输出的平台。

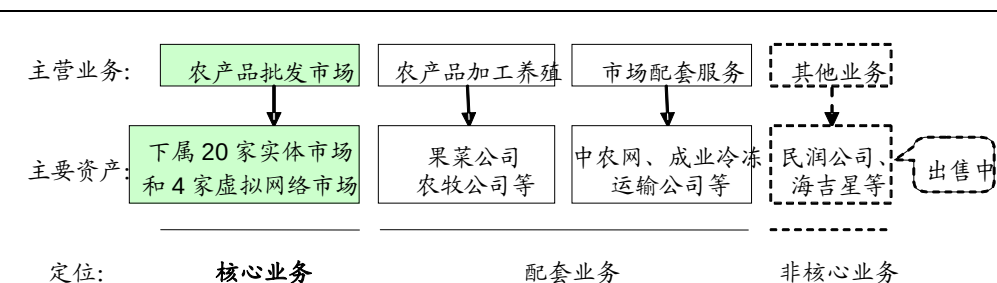
公司管理层预见未来国内农批市场将普遍存在的管理问题，为公司的管理输出提供了较大的市场空间，公司将可在不需要较大资金投入的情况下，即能获取管理收益。另外，与翰吉斯合作，也为公司未来业务成熟后，进行国际化扩张埋下伏笔。

上述两家子公司都是明显的轻资产发展模式。我们认为：土地和商铺等重资产的效益得到有效实现，而轻资产发展的效益获得具体效果，将实现公司轻重资产的平衡发展模式，从而综合提升公司的 ROE 水平和盈利增速。

5. 业务架构：市场梯次发展，电子结算加速推进

公司共有三项主营业务，包括农批市场、农产品加工生产养殖和市场配套服务。

图 9 公司主要业务构成及定位



资料来源：海通证券研究所

5.1 农批业务在公司业务体系中占主导地位

其中农产品批发市场是毛利率高且稳定的业务，也是公司的核心业务，贡献了公司 50% 以上的收入和 80% 以上的毛利额。

表 4 主要业务毛利率对比（%）

业务	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
农批市场	64.1	70.6	74.3	74.8	77.8	75.1	73.3
生产加工养殖	19.9	16.7	17.5	14.1	5.8	17.0	15.7
配套服务	41.7	54.3	46.9	27.5	48.5	47.3	52.6
零售连锁（民润超市）	-	-	18.4	19.1	14.1	-	-

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从毛利率看，公司农批市场毛利率自 2002 年开始逐年提升，近年也基本保持稳定，体现出市场良好的运行基础和稳定的交易。

从收入看，由于业务结构问题，2004 和 2005 年民润超市收入占比较大，2006 年开始，公司超市业务由于经营不善而逐渐退出，农批业务的收入占比迅速提升，目前稳定在 50% 的水平，由于公司业务归核于农批市场，未来占比仍有提高空间，而高毛利业务占比提升，也提高了农批市场的毛利贡献率。

表 5 主要业务收入和毛利贡献度对比（%）

项目	业务	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入贡献率	农批市场	34.5	33.5	14.8	15.3	29.1	47.9	52.6
	生产加工养殖	54.2	61.2	27.2	31.0	43.8	48.4	42.5
	配套服务	11.4	5.3	3.7	7.0	5.1	5.4	5.5
	零售连锁（民润）	0.0	0.0	54.3	48.1	21.6	0.0	0.0
	其他（内部抵消）	0.0	0.0	0.0	-1.4	0.4	-1.7	-0.6
毛利贡献率	农批市场	58.7	64.4	40.0	43.2	72.8	78.1	80.7
	生产加工养殖	28.7	27.8	17.3	16.5	8.2	17.9	14.0
	配套服务	12.6	7.8	6.4	7.3	8.0	5.5	6.1
	零售连锁（民润）	0.0	0.0	36.3	34.7	9.8	0.0	0.0
	其他（内部抵消）	0.0	0.0	0.0	-1.7	1.2	-1.4	-0.8

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5.2 农批市场增速良好，潜力巨大

对于公司的农批市场体系，可以分为以下几类：成熟期市场、成长期市场、新开市场、在建（新签约）市场和电子网络市场五个部分。

表 6 农产品市场分类

类别	市场
成熟期市场	布吉市场、南山市场、福田市场、上海市场、合肥市场
成长期市场	成都市场、长沙市场、惠州市场、南昌市场、京深海鲜
培育期市场	西安市场
新开市场	平湖市场、南宁市场、沈阳市场
新签约（在建）市场	新柳邕市场、银川市场、合肥大兴市场、长春市场、蚌埠市场、昆明市场
电子网络市场	广西柳糖、鲲鹏市场、广西糖网、中国茧丝绸网、合肥棉花网

资料来源：海通证券研究所

其中，布吉、上海、合肥和柳糖市场是公司的主力市场，对公司的权益利润贡献比例较大，合计占比约 69%。

表 7 主力市场对公司利润贡献度（占比批发市场总权益利润，%）

市场	2005	2006	2007	2008	1H09
布吉	36.97	44.56	40.60	34.49	39.60
上海	6.95	11.05	11.46	15.77	13.68
合肥	2.18	3.41	5.24	6.69	6.92
柳糖	7.11	7.29	6.53	10.80	8.72
合计	53.20	66.32	63.82	67.75	68.93

资料来源：公司公告，海通证券研究所

根据我们对公司的长期跟踪，我们对市场的总体判断是：成熟市场可以保持稳定的利润增长；成长期市场尤其是成都、长沙、南昌、惠州市场业绩潜力大；新开南宁市场、平湖市场及合肥新市场将成为未来 3-5 年内业绩增长的主要看点；电子网络市场中的柳

糖、昆糖增长迅猛；茧丝绸和棉花网尚在培育之中。

公司成熟期和成长期市场居多数，部分将开业或将建设市场如平湖、大兴市场等，由于基础好，培育期短，能够迅速实现盈利。公司农批业务将呈现更快速的增长。

其他新签约（在建）市场中，银川土地完全平整，并且已完成场内商业街建设，2010 年约 3 万平米的商铺销售可以贡献较大利润；长春市场已有可用的建筑体；新柳邕市场有较好的老市场基础，预期不需要太多培育时间。

表 8 公司旗下主要市场简述和业绩增长点

市场	业绩增长点
布吉、南山、福田市场	搬迁平湖后，该类市场定位二级农贸市场，其中南山是供港市场，增长潜力大
上海市场	猪肉作为市场优势品种，佣金率有望持续提高到 1.5% 的水平；蔬菜交易全部进行电子化结算；果品的整合和水产交易对未来业绩贡献大
合肥市场	市场基础好，短期增长点在于佣金率和服务费率的提升，未来 2210 亩新市场将再次带来巨量外延增量
成都市场	水产、蔬菜等优势品种增势迅猛；猪肉实施电子化结算，且在政府支持下，有巨大增量扩张，成为业绩最大增长点；未来几个月内，区域竞争结构将有较大的有利变化
长沙市场	2009 年，将首先启动水产产品的电子化结算，然后逐步推广到蔬菜、水果等品种，业绩增长潜力大；试点效果良好的商铺竞拍机制在更大范围铺开
南昌市场	当地唯一市场，潜力大，新市场扩张的外延贡献大，新增交易面积
惠州市	当地最大的现代综合市场，未来水果搬迁和实施电子结算成为业绩增长点
平湖市场	开业当年在于商铺长租收益，其后在于市场交易额迅速的扩大和佣金制推行
南宁市场	2009 年 10 月临时交易区试营业，商铺招商火爆，随着公司佣金制的推行、商铺的建设和出售，公司的盈利将进入爆发增长期

资料来源：海通证券研究所

单个市场的业绩增长：（a）**外延扩张**：包括市场交易面积的增加等。（b）**内生增长**：包括农产品市场的自然增长、新的交易品种的引入、公司内生管理效益的发挥、以及结合电子化结算推进而产生的盈利模式升级推动。

其中，电子化结算的推进和盈利模式升级最为重要，将成为公司未来业绩内生增长的最大驱动力。

目前推行电子化结算的市场主要有：上海市场、合肥市场、成都市场、长沙市场以及两个电子网络市场柳糖和昆糖。另外，布吉、南山、福田、西安等市场也已制定方案，选择品种或按区域分步实施。

从已经实施或部分实施电子结算和佣金制的市场业绩看，基本表现出了高于平均水平的利润增长。

表 9 主要实施佣金制市场业绩增速对比（%）

	权益比例	2006	2007	2008
上海市场	60.8	53.9	40.7	39.0
合肥市场	44.7	51.7	108.6	28.7
广西柳糖	40.0	-0.8	21.5	67.0
昆明糖网	55.0		66.7	12.2
批发市场合计		-20.2	32.6	26.4

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5.3 电子结算将加速推进

2008 年，公司所有交易额中，电子化结算的覆盖率约为 20%，综合佣金率不到

1.5%。从长期的角度看，基于公司的战略取向和现实的背景条件，整体市场实现 70% 的覆盖率和 2.5%~3%合理佣金率水平，是现实的，公司也正在加速推进电子结算。

现实的背景：电子结算作为先进的结算模式，为国际大型农批市场普遍采用，并借此实施佣金制，国内有一定交易规模的如广州、宁波和上海的主要农批市场，已经实施电子结算和佣金收费模式，推行电子结算和佣金制是大势所趋。

现实的利益：推行电子结算，符合客户、公司和政府等各层面的利益。并且，佣金是流通环节的利润再分配，未必会提高交易双方的交易成本。

现实的条件：首先，农产品在推行电子化结算过程中，已经获取了行之有效的经验和技巧；其次，农产品在各个区域市场拥有对商户的较强控制力，推行难度小；再次，平湖市场是公司在深圳实现由租金转向佣金制的契机，且对于现有市场和新开市场具有较强的示范作用。最后，民润和海吉星问题解决后，“归核化”战略基本完成，公司领导层有精力加速推进电子化结算，这本身也是“网络化”战略必然要求。

佣金成长空间：公司目前仍处于电子化结算和佣金制模式形成初期，因此佣金收取比例较低，属于让利推广阶段。按照国际惯例，农批市场交易佣金率在 3-5%，佣金覆盖率不低于总交易额的 80%，国内部分非农产品体系的农批市场如宁波、上海的市场已经达到 3-4%，我们强烈看好佣金收入的成长性。

可以预期，随着电子化结算的不断推进，公司业绩将有加速增长趋势，且成长质量更高、持续性强。

5.4 非核心业务：转让民润与减持深深宝

2009 年度，公司继续处理非核心业务，包括转让海吉星渔港、南投贸易公司，减持深深宝股权等，合计已完成交易金额 7482 万元，税后投资收益约 4071 万元。

表 10 2009 年度的非核心业务处理

日期	事项	进展	成本价 (元/股)	交易股数 (万股)	交易金额 (万元)	税后收益 (万元)
2009-05-26	转让海吉星渔港 49%股权	已完成	0.96	1470	2550	851
2009-10-28	转让南投贸易公司 100%股权	已完成	1.00	100	2398	1750
2009-06-24 2009-12-02	两次减持深深宝合计 1.54%股权	已完成	2.05	280	2534	1470
2009-10-24	转让深圳西岸渔人码头 51%股权	已公告、未完成	0.96	1530	-	-
合计					7482	4071

资料来源：公司公告，海通证券研究所

关于后续的非核心业务的处理，主要是指民润超市剩余 47.76%的股权的出售，深深宝股权的转让，以及西岸渔人码头 51%的股权转让等。

（1）**民润超市。**民润超市的巨额亏损是近年来压制公司业绩的最大因素，公司在 2006 年转让 52.24%的股权之后，也一直寻机出售剩余 47.76%的股权，彻底甩掉亏损包袱。

目前为止，公司在民润超市中的长期股权投资已经归零，原则上从 2009 年开始已经不再会对公司带来亏损负担。

进展：公司与华润集团的谈判正在进行之中，目前华润团队已经对民润超市实施了托管，并对超市进行了实质性的经营调整。

我们乐观预期谈判将在 2010 年一季度完成，而可能的谈判结果是：农产品将向华润出售所持民润超市所有 47.76% 的股权，1.3 亿元担保解除，而农产品部分放弃对民润 1.4 亿元的应收账款，由于公司已经对此计提了约 7173 万元的减值准备，民润超市对农产品利润表的增量负面影响已经不大。

表 11 民润超市主要财务数据（万元）

民润超市	2004	2005	2006	2007	2008
营业收入	125586	115868	35691	101741	72000
营业成本	102537	93786	30660		
毛利	23049	22081	5031		
毛利率（%）	18.35	19.06	14.10		
净利润	-3870	-4126	-1172	-16270	-11980
持股比例（%）	84.61	100.00	47.76	47.76	47.76
权益净利润	-3274	-4126	-1172	-7771	-5722
民润公司期末净资产额				1982	-100
权益法核算的实际长期股权投资额			8652	947	-48

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）深深宝。公司原持有深深宝 5374 万股，占其总股本的 29.54%，经过 2009 年度内的两次转让，目前持股减少为 5094 万股。

表 12 减持深深宝股权前后的持股情况

股份性质	减持前持有股份		减持后持有股份	
	股数（万股）	占总股本比例（%）	股数（万股）	占总股本比例（%）
合计持有股份	5374.33	29.54	5093.93	28.00
其中：无限售条件股	909.62	5	629.21	3.46
有限售条件股	4464.72	24.54	4464.72	24.54

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司目前持有的深深宝股份中，仍有 629 万股可自由流通，剩余约 4465 万股也已于 2009 年 7 月 27 日解除限售。后续期间，公司将有更多的方式处理剩余深深宝股权，包括继续采用集中竞价交易、大宗交易以及协议转让等。

我们认为，转让深深宝股权本来就是公司“归核化”战略目标，而公司由于加快市场拓展速度，资金需求量大，因此，公司将加快减持速度，获取可用现金流。根据测算，2010 年，若公司继续转让 629 万股，将增厚 2010 年业绩 0.049 元，若全部转让，则累计可增厚业绩约 0.376 元。

表 13 减持股权的情景假设

	减持股数（万股）	减持均价（元）	减持总价（万元）	税前投资收益（万元）	增厚 EPS（元）
情景 1	629.21	10.00	6292.07	5033.66	0.049
情景 2	4464.72	9.50	42414.83	33485.39	0.327
合计	5093.93		48706.90	38519.05	0.376

资料来源：海通证券研究所

注：深深宝 2010 年 1 月 11 日收盘价为 10.16 元，我们取整 10 元/股计算

（3）西岸渔人码头。农产品及其全资子公司-果菜公司此前持有西岸渔人码头（原名海吉星渔港）100% 股权，2009 年 5 月 26 日公告完成转让 49% 的股权。2009 年 10 月 24 日，公司董事会公告称拟转让剩余 51% 的股权。

该项后续转让符合公司既定的“归核化”战略，且能有效保护公司资产、维护公司权益，有利于集中资源发展公司核心业务，提升资产配置效率。

我们认为该项股权转让将在 2010 年内完成，考虑到公司拥有深圳蛇口约 3 万平方米土地，具有巨大的地产开发价值，此次 51% 股权转让的税后收益将不低于此前一次转让，等比例计算可获得税后投资收益 885.89 万元，增厚公司 EPS 约 0.012 元。

6. 盈利预测与估值：长短结合，多元价值

公司过往几年业绩有明显的波动，主要原因在于民润超市的亏损和一些减值准备对业绩的扰动。

民润超市亏损：民润经营不善，给公司造成严重拖累，2007 年和 2008 年权益亏损额分别为 7771 万元和 5722 万元。虽然民润超市已经不会再给公司报表带来增量亏损，但民润问题的彻底解决将成为公司农批业务利润正常体现，公司业绩拐点出现的标志。

多次计提减值准备：公司自 2005 年开始，每年都计提了大额减值准备，较大程度地影响了当期利润。其中 2005、2006 两年合计计提金信信托股权投资减值准备 1 亿元，2008 年对民润超市计提 6794 万元的减值准备。

表 14 公司历年的主要减值准备计提（万元）

	2005	2006	2007	2008
减值资产	金信信托	金信信托	青联公司	民润超市
计提减值准备额	-4000	-6000	-2086	-6794

资料来源：公司公告、海通证券研究所

另外，由于股权转让，公司已在 2009 年对 1 亿元的金信信托减值准备进行冲回，因此，2009 年的业绩预测包含该一次性因素。

农批市场自身原因：主要是搬迁、商铺出售造成的非经常性损益。2009 年以后，大部分市场已经进入成长期或稳定期，未来这方面的因素将逐渐消除。

6.1 短期的盈利预测：以市场为预测单元

当前农产品旗下各农批市场发展程度和盈利状况差异较大，尤其是中短期内形成业绩主驱动的电子化结算在各市场间进展不同。因此，我们现阶段对农产品的盈利预测仍然采用分市场方式进行。

我们按照农产品控股和参股子公司为主体，分业务模块进行盈利预测，首先是公司核心业务的农产品批发市场；其次是农产品生产加工养殖业务，再次是市场配套服务业务，另外，我们单独考虑了民润超市和海吉星渔港的问题，扣除总部费用从而得到公司的经常性利润。最后，在考虑非经常性损益因素后，预测得到合并的归属于公司的净利润。

主要假设：

（1）关于批发市场：各农批市场中，假设成熟市场能够保持稳定的增长，成长期市场如成都、南昌、长沙、惠州等将有快速甚至爆发增长；南宁市场已于 2009 年 10 月试营业，我们对其 2010 年的利润贡献采取相对保守的假设，但 2011 年会有较大的利润增长；平湖市场将于 2010 年开业，当期会有部分商铺出售收益，此后的租金和佣金收入迅速上升。新签约市场有相当部分基础较好，可以实现少量盈利。其他各市场的利润预测，分别考虑了市场本身的业务特征和发展趋势。

（2）关于农牧公司：农牧公司由于主营生猪养殖业务，其业绩与生猪价格走势密切相关，该公司 2009 年上半年仅略有盈利，下半年由于猪肉价格回升，公司的盈利也

在快速回升。未来考虑生猪行业景气度回升，以及公司业务更为扩大，农牧公司的利润相比 2009 年会有大幅增加。

（3）关于非经常性损益：主要包含了转让海吉星渔港股权、转让南投贸易公司股权、两次减持深深宝股权的收益，以及转让寿光市场股权的投资收益等。减值准备中，金信信托股权减值冲回 1 亿，另假设 2009 年度计提 3000 万左右的减值准备。而 2010 年的非经常性损益主要为深深宝的减持、西岸渔人码头股权转让等。

（4）关于总部费用：由于公司市场经营趋向良好，平湖及其他市场的商铺出售和交易佣金贡献收益，金信信托减值准备冲回，以及融资券发行带来的借款利率结构优化，公司资产负债表和现金流将可持续改善，财务费用呈降低趋势。

最后，考虑到公司的股权激励及 2009 年正式实施的 EVA 考核机制对旗下市场的经营激励作用，市场的业绩释放更具确定性。

预测公司 2009-2011 年经常性 EPS 分别为 0.20、0.50 和 0.71 元，考虑非经常性损益后的综合 EPS 分别为 0.35、0.57 和 0.80 元。以下是我们的盈利预测结果输出：

表 15 农产品各市场近三年盈利预测（万元）

净利润预测	权益比例（%）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
布吉市场	100.00	5428	6710	5755	6200	5000	3500
平湖市场	100.00	0	0	0	0	9880	12844
福田市场	72.99	1280	1218	1256	1407	1688	2026
海鲜市场	51.20	-927	-556	90	540	1188	1426
南山市场	58.00	146	408	807	1049	1311	1574
上海市场	62.80	2143	3015	4191	5121	6692	8586
寿光市场	54.40	2481	2528	3055	2045	0	0
合肥市场	44.70	930	1940	2497	3121	4214	9000
南昌市场	51.00	1947	6651	998	2096	3000	3900
长沙市场	51.00	278	780	1001	1502	3003	3904
成都市场	51.00	1928	13	248	1000	3750	4875
惠州市场	51.00	-203	-971	907	1542	2159	2806
西安市场	51.00	-763	-1109	-1198	0	400	480
广西柳糖	40.00	2220	2697	4505	5857	7613	9517
昆明糖网	55.00	1542	2571	2885	3606	4688	5626
广西茧丝绸	51.00	0	-328	-258	-100	0	200
沈阳海吉星	70.00	0	0	-171	-50	0	500
合肥棉花网	50.00	0	0	-88	0	50	200
南宁市场	51.00	0	0	0	0	1814	3266
柳邕市场	65.00	0	0	0	0	-500	1000
银川市场	70.00	0	0	0	0	5340	6942
长春市场	51.00	0	0	0	0	2500	3000
蚌埠市场	45.00	0	0	0	0	-1000	1000
昆明市场	100.00	0	0	0	0	0	1000
农批业务利润合计		18430	25567	26480	34935	62791	87170
农批业务权益利润		12180	16529	16687	21205	40657	54628
yoy（%）			35.70	0.96	27.08	91.73	34.36
集贸市场	50.00	1070	902	449	500	625	781.25
果菜公司	100.00	1142	1002	1242	1650	2063	2578
农牧公司	51.00	1006	2578	2371	1000	2450	3675
青联公司	33.98	-2046	-2017	-1449	-900	-300	0
配送公司	55.00	130	101	-190	-100	0	100

加工养殖权益利润	1385	2138	2079	2049	3523	4898
民润公司	47.76	-1172	-7771	-5723	0	0
深圳海吉星	51.00	0	-322	0	-1020	-255
配套服务权益利润	454	-93	48	276	461	666
总部费用	-7554	-9423	-7643	-7200	-6200	-6000
经常性利润	5322	1005	5249	15310	38185	54191
yoy (%)		-81.11	422.06	191.68	149.41	41.92
经常性 EPS (元)	0.07	0.01	0.07	0.20	0.50	0.71
非经常性损益	6382	18148	6852	6000	6000	7000
计提 (冲回) 减值准备	-6000	-2086	-6794	5500	0	0
净利润合计	5705	17067	5307	27010	44185	61191
yoy (%)		199.18	-68.91	408.98	63.59	38.49
合计 EPS (元)	0.07	0.22	0.07	0.35	0.57	0.80

资料来源：公司公告，海通证券研究所

关于盈利预测，我们想强调一点特殊性，即“非经常性损益”经常化，包括商铺销售收入和政府补贴收入。

（1）商铺销售收入

我们判断，农产品未来公司的收入和利润将更多的依赖市场交易额和佣金率水平，而商铺租金在收入中的占比和重要性降低。因此，部分不适于实施佣金制的品种对应的商铺，其价值将更多的通过长租（本质上是出售）来实现，因此未来期间，部分成长期市场的存量商铺、新开平湖和南宁市场的新增商铺，以及大量在建和新签市场的潜在增量商铺，将渐次处置并贡献收入，该项收入将是一个持续性的经常收入。

参照南昌市场的商铺销售，我们对 2010 年平湖商铺销售的利润贡献做简要分析。

表 16 南昌商铺销售数据

销售面积 (万平米)	4.3	占总面积比例 (%)	45
销售收入 (万元)	13660	销售单价 (元/平米)	3177
扣减：成本及税金 (万元)	7160	成本率 (%)	52.42
税前利润 (万元)	6500	利润率 (%)	47.58
税后利润 (万元)	4359	净利率 (%)	31.91

资料来源：公司公告，海通证券研究所

对于平湖市场，主要是对干货区 7-7.5 万平米交易面积进行销售，目前当地住宅销售均价约 6000-8000 元/m²，考虑到农产品公司的品牌和平湖市场商铺的稀缺性，价格估计在 1.2 万元/m²之上。我们参照南昌市场商铺出售 31.9%的净利率，保守采用 25%的净利率假设，预测商铺销售贡献的净利润如下：

表 17 平湖市场商铺销售的净利润贡献 (万元)

	销售面积 (万平米)		
	21000	6	7
单价 (万元/平米)	1.1	16500	19250
	1.2	18000	21000
	1.5	22500	26250

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（2）补贴收入

公司经营的农产品批发市场，属于衔接农产品由生产到消费的渠道环节，中央政府

和各地地方政府一直有各种相关的补贴政策，如“菜篮子工程”补贴，价格平衡基金等，总部和各分市场所获补贴呈稳步增加趋势，因此可将公司的补贴收入视为具有持续性的“经常”收入。

表 18 农产品历年的政府补贴收入（万元）

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008
补贴收入	689	570	728	1911	2063	4441
占比农批收入（%）	2.3	1.7	2.0	4.0	3.1	6.6

资料来源：公司年报，海通证券研究所

6.2 长期的利润空间：以交易额与佣金率为核心指标

随着电子结算的全面推广，公司将形成以佣金收入为主导的“佣金+租金”收费模式，此模式下，交易额和佣金率是评价农批市场价值的核心指标，公司业绩将易于预测。

把农批市场看成一个统一结算的连锁卖场，交易额视为公司的销售额，佣金率看作扣点率，则可计算公司农批业务的长期利润空间。

目前，公司旗下市场总交易额超过 900 亿，权益交易额超过 560 亿，但佣金覆盖率仅 20% 多，综合佣金率不到 1.5%。我们判断在 2-3 年的加速推进之后，公司的佣金收费模式对利润增长的贡献将可体现，且佣金收入和利润的增长空间较大。

主要假设：

（1）2010 年，公司旗下市场总交易额超过 1100 亿，权益交易额超过 700 亿，由于公司 2009 年开始加快推进电子结算，并且佣金率较高的蔬菜、水果占比较高，假设 2010 年佣金覆盖率达到约 30%，综合佣金率率达到 1.5%。此后交易额稳定增长，而至 2015 年，佣金覆盖率达到 50%，综合佣金率达到 2.2%。

（2）由于农批业务的经营成本主要是折旧摊销、租金等固定成本，因此佣金覆盖率和佣金率的提高的利润弹性更大，利润增幅大于收入增幅。

表 19 农产品长期佣金收入和利润计算

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
交易额（万元）	8000000	9200000	11040000	13800000	16836000	19866480	22846452	26273420
yoy（%）	14.29	15.00	20.00	25.00	22.00	18.00	15.00	15.00
农批收入（万元）	66855	81880	108192	147774	196657	253360	318972	405133
yoy（%）	1.11	22.47	32.13	36.58	33.08	28.83	25.90	27.01
净利润（万元）	26480	37898	60282	89139	125942	170980	225616	299689
yoy（%）	3.57	43.12	59.06	47.87	41.29	35.76	31.95	32.83
收入/交易额（%）	0.84	0.89	0.98	1.07	1.17	1.28	1.40	1.54
净利润/交易额（%）	0.33	0.41	0.55	0.65	0.75	0.86	0.99	1.14
权益系数（%）	62.70	63.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00
权益交易额（万元）	5016012	5796000	7176000	8970000	10943400	12913212	14850194	17077723
权益收入（万元）	41918	51585	70325	96053	127827	164684	207332	263337
权益净利润（万元）	16603	23876	39183	57940	81862	111137	146650	194798
EPS（元）	0.22	0.31	0.51	0.75	1.07	1.45	1.91	2.53
yoy（%）	0.81	43.80	64.11	47.87	41.29	35.76	31.95	32.83

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6.3 估值：业务价值+平台价值+地产价值

自 2003 年以来，民润、青联等的亏损和资产减值对业绩的压制一直比较严重，而大量的一次性损益又给公司业绩带来明显波动，相对稳定增长的农批市场业务利润无法正常体现。在上述问题逐一得到解决之后，应基于农批市场的业务价值和网络平台价值对公司进行合理估值。

（1）价值内涵：与苏宁和小商品城的比较

清晰认识农产品公司的本质和战略目标，是对其进行合理估值的起点。农产品的战略和目标可以概括为：**建立多层次的、全国性的农产品流通的网络大平台**。公司本质上是一个以单个农批市场为经营单元的连锁企业。

因此，其价值包含几个方面：（a）连锁模式下，农批市场的业务价值；（b）随着网络化平台的构建和虚拟电子交易市场的快速发展，公司的农产品电子商务交易平台的价值也正逐步显现；（c）最后，由于农产品的重资产扩张，一定比例的商铺会通过出售（租）来实现其价值。

我们此处给出了农产品与商业连锁龙头苏宁和综合市场经营龙头小商品城的简要对比，以便投资者能够更好地认识到农产品的价值。

表 20 农产品与苏宁电器的特征对比

特征\企业	农产品	苏宁
扩张方式	自建/收购，速度慢，成本有限	租赁，开店快，成本低
单店特征	销售额大，利润大	销售额较大，利润较大
交易方式	逐步实现统一结算	统一结算
资产	重资产，土地和商铺资产的沉淀和增值	轻资产（加大自有物业比例）
行业空间	大	较大，家电和 3C
竞争度	传统农批市场，弱	国美、BestBuy 等，强
行业地位	行业领导者	行业领导者之一
金融创新	强	-
客户特征	规模小，下游分散	下游大而集中，规模化
信息价值	信息集成收费空间	市场分析，数据自用

资料来源：海通证券研究所

表 21 农产品与小商品城的特征对比

特征\企业	农产品	小商品城
地理依赖性	业务发展不依赖于某一特定区域	业务发展集中于义乌区域
业务模式	连锁模式已形成，网络协同价值将体现	单一市场的分期分阶段发展
盈利模式	由“租金+管理费”，升级为以交易佣金为主，商铺出售（租）及其它收入为辅	实体市场承担展示功能，市场以租金收入为主
竞争威胁	受到冲击的可能性和幅度较小	--

资料来源：海通证券研究所

（2）估值方法：PE 估值为主，未来可参考 PS 估值

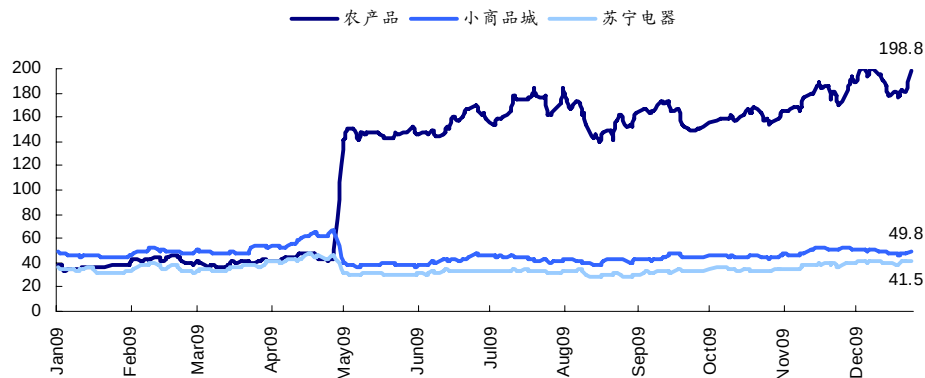
PE 估值：高成长的商业连锁企业

我们前面提到，农产品本质是一个商业连锁企业。2010 年，公司将彻底甩掉亏损业务、农批业务利润将可正常体现。而农批业务本身，公司又在加快推进市场拓展和电子结算，从而全面实施网络化战略，公司业绩拐点出现，并将进入快速增长通道。

通过于苏宁和小商品城的对比，并且考虑到公司经常性业务的未来高成长，我们认

为参考农产品 2010 年的经常性业绩，给予 35-40 倍左右的估值水平是合适的，则其合理的价值在 17.5-20.0 元。

图 10 农产品与苏宁、小商的估值比较



资料来源：Wind，海通证券研究所

PS 估值：佣金模式下，可参考的估值方法

公司正以电子化结算的推行为契机，构建网络化的体系，农批连锁逐步转化为现实，未来角度看，农批市场开始实现了统一结算交易后，场内经营户自负盈亏，市场收取一定比例的交易佣金。本质上类似苏宁电器的联营模式，净利润与市场交易额的比例关系趋向稳定，这为我们提供了 PS 估值的基础。

2010 年，预测苏宁电器的净利率为 5.77%，市销率为 1.32 倍。从前文中的业绩预测表中可以看出，农产品的收入/交易额在 2010 年达到 0.98%，净利/交易额为 0.55%；到 2015 年可能分别达到 1.54%和 1.14%。

假定 2010 年农产品拥有 0.2 倍的市销率，按照 748 亿元的权益销售额，对应市场价值为 150 亿元，折合每股价值 19.5 元。

由于到 2015 年，佣金收费模式更加成熟，公司业绩受商铺销售和其他非经常性因素的影响更小，PS 估值的参考意义更大。

表 22 PS 估值的敏感性分析（2010 年）

		权益交易额增长率（%，2 年复合增长）				
PS	19.5	18.1	20.1	22.1	24.1	26.1
	0.05	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2
	0.10	9.1	9.4	9.7	10.1	10.4
	0.15	13.7	14.1	14.6	15.1	15.6
	0.20	18.2	18.8	19.5	20.1	20.8
	0.25	22.8	23.5	24.3	25.1	26.0
	0.30	27.3	28.3	29.2	30.2	31.1
	0.35	31.9	33.0	34.1	35.2	36.3

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（3）. 估值结论：价值区间为 17.5-20.0 元

在分析农产品价值内涵的基础上，我们认为，农产品短期价值为 17.5-20.0 元/股，我们给出 6 个月 18.0 元的目标价，长期可参照进行 PS 估值。

6.4 投资建议

公司具有良好的成长性和长期投资价值，业绩即将进入高增长期，建议投资者予以积极关注，择机进行行战略性持仓，分享长期高额收益，给予“买入”评级。

7. 风险分析：农超对接与政策博弈

7.1 农超对接：侵蚀行业空间？

不可避免的是，农超对接对农批市场行业是一个侵蚀。但应该认识到：

（1）基于市场专业化分工特点，农产品“生产上的分散——向农批市场集中——向下游分散零售”的模式短期无法改变，加之农超对接产品的适用性问题，农超对接对行业空间的挤压虽是趋势性的，但同时也是非常缓慢的。

（2）农批市场空间巨大，而农产品公司在行业中的市场占有率仍有较大提升可能；

（3）农产品构建的网络交易大平台，超越了简单的实体批发市场概念，扩大了交易品种和创新了交易方式，有助于抵消不利影响。

7.2 政策博弈：阻滞异地复制？

目前批发市场行业仍处于无序竞争状态，另外，批发市场本身是比较容易产生地方保护主义的领域，因此，公司实体市场外延扩张中，可能面临地方政府非市场化操作的干扰，从而带来一定政策风险，比如，公司转让寿光市场股权一度成为市场关注热点。

寿光事件的主要影响在于可能打击市场对农产品异地复制的信心。但我们认为：

农产品自 2001 年开始异地扩张以来，一直保持较高的成功率，来源于多方面的优势包括：国资背景、雄厚资金，先进管理和技术优势，持续累积的品牌效应，市场和客户资源的沉淀和网络协同等。

退出寿光市场，只是一个包含其它因素的个案，并不会影响公司的异地扩张速度。恰恰相反，基于对“扩张机遇期”的判断，公司发展正呈现加速扩张的趋势，2009 下半年先后签约 5 家体量较大的市场，并大幅扩建合肥市场，进一步证明了其优异的扩张能力。

至于外延扩张风险的应对上，我们认为：

（1）公司并非盲目追求实体市场量的增加，而只是依据战略考虑，在主要中心城市布点，对应的政府市场化、规范化程度较高，可以一定程度规避政策风险；

（2）公司加快推进“网络化”战略，可以使其业务发展减少对实体市场外延扩张的依赖；

（3）公司拟成立咨询公司的管理输出模式，也能较好的平衡各方利益关系，进而减弱外延扩张风险。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	196.23	38.55	23.57	17.02
P/B	6.23	3.66	3.53	3.23
P/S	8.14	4.38	2.99	2.21
EV/EBITDA	19.34	17.31	11.51	8.75

偿债能力指标	2008	2009E	2010E	2011E
负债权益比率	0.81	0.93	0.98	0.96
借款/股东权益	0.38	0.35	0.28	0.25
已获利息倍数	3.19	11.90	28.37	46.07
流动比率	1.00	0.92	0.88	0.93
速动比率	0.97	0.86	0.81	0.86
现金比率	0.71	0.52	0.42	0.41

盈利能力指标（%）	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	47.94	34.73	40.73	42.43
息税摊销折旧利润率	26.90	25.57	26.01	25.38
净利润率	4.15	11.35	12.68	12.98
净资产收益率	2.35	9.32	14.30	18.01
资产回报率	2.19	5.64	8.03	9.71
投资回报率	5.06	10.10	15.12	18.79

经营效率指标	2008	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转天数	54.36	40.63	42.76	45.28
存货周转天数	43.83	27.37	33.86	34.22
总资产周转率（%）	1633.64	1009.00	786.36	659.30
固定资产周转率（%）	307.88	385.09	521.09	624.90

盈利增长（%）	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	-10.22	85.85	46.50	35.30
主营利润增长率	-7.46	35.66	73.32	41.18
EBIT 增长率	-59.05	309.23	67.19	38.97
EBITDA 增长率	-29.53	76.64	49.04	32.03
净利润增长率	-68.91	408.97	63.59	38.49

利润表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	128000	237888	348506	471529
主营业务成本	66632	155259	206545	271439
主营业务利润	57952	78616	136258	192373
营业费用	14518	18171	27183	35365
管理费用	29262	29965	44609	58941
利润总额	13763	44330	73500	100830
EBIT	20042	48397	76186	103067
折旧摊销	14390	16119	17819	19732
EBITDA	34432	60822	90649	119686
投资收益	4009	17875	9700	5000
其他营业外收入	9703	4029	2000	0
所得税	1197	7256	13230	18149
少数股东损益	7260	10063	16085	21489
归属于母公司的净利润	5307	27010	44185	61191
每股收益（元）	0.07	0.35	0.57	0.80

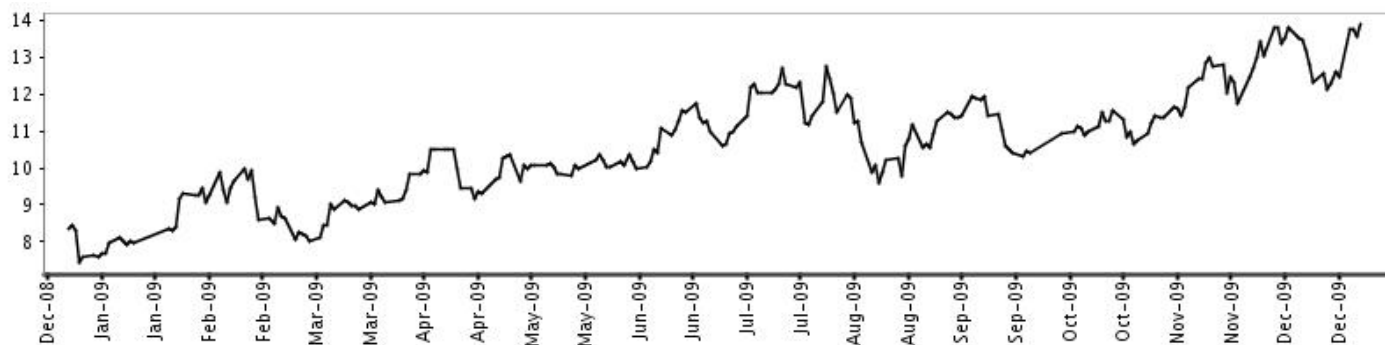
资产负债表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	156122	152693	152861	167154
应收款项	46152	76128	114546	156126
存货	7077	16208	22117	28784
流动资产	219427	270883	316952	375046
固定资产	209704	248891	295984	343531
总资产	615461	699764	801892	901556
应付帐款	7219	17538	23843	30789
长期借款	30248	25248	15248	15248
长期负债	55567	43034	34413	36005
总负债	274595	337883	396422	440529
少数股东权益	56662	66725	82810	104300
股东权益	340866	361882	405469	461028
付息负债	130248	125248	115248	115248
每股净资产（元）	2.17	3.70	3.84	4.20

现金流量表（万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	12567	37073	60270	82680
折旧摊销	14390	12425	14464	16619
营运资金变动	-10130	9941	16048	-12421
经营活动现金流	27883	63064	97340	99610
固定资产投资	-36474	-27000	-40000	-43000
无形资产投资	-2013	-20000	-30000	-15000
资本支出	-38486	-47000	-70000	-58000
投资活动现金流	-40150	-45435	-70489	-58196
公司自由现金流	-10248	21031	29053	43249
股权自由现金流	29888	12629	16851	41415
债务变化	42155	-5000	-10000	0
股票发行	6440	31644	0	0
融资活动现金流	52383	-133440	-159099	-151329
现金净流量	40116	-115811	-132248	-109914
每股经营性现金流（元）	0.36	0.82	1.27	1.30

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

股价表现与投资建议历史跟踪



资料来源：海通证券研究所

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、皮革城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zgihan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工及造纸印刷行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方 维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219073
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongwei@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(021) 23219397
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com