

农产品(000061.sz)

赢在战略，农产品供应链公司正在崛起

杨志清 交通运输业 研究员
电话: 021-68828417
eMail: yzq3@gf.com.cn

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

市场对公司的业务属性存在较大的分歧，通常将公司划入农业、商业或地产行业。而实际上，无论是经营模式、作业模式、收费模式和资产模式，公司与典型的农业和商业公司相距甚远。我们认为，公司属于典型的第四方物流服务商。

对外：公司正在大力扩张全国网络

公司近 2 年大力扩张全国网络，09 - 10 年成立的市场就达到 14 家，占总额的 48%。已经覆盖 15 个省区，总市场家数达到 29 家。可以预期，公司还会继续在异地扩张网络。从已有的市场经营来看，成熟的市场在周边区域中具有相当的影响力，成为各省重要的农产品集散地。如果一旦全国网络建设完毕，公司的网络效应将产生巨大的效益，成为农产品流通领域中的关键平台。

对内：由物流服务商向供应链服务商升级

除物流服务之外，公司向信息流和资金流方向升级。在信息流方面，公司推出了中农网、依谷网、广西茧丝、广西糖网、合肥棉花、昆商糖网等电子商务公司，打造农产品贸易平台。在资金流方面，公司大力推进电子结算，并成立农产品担保公司，为客户提供小额贷款融资服务，打造农产品流通产业金融服务平台。我们认为，公司“三流”同步发展，供应链服务商的模式正在逐步成型。

公司拐点已过，业绩快速增长将成趋势

我们认为，民润基本计提完毕，公司的经营拐点已过，随着新市场的投产，次新市场的成熟，未来主营业务的增长将成为趋势。我们预测 2010-2012 年的 EPS 为 0.56 元、0.68 元和 0.75 元，给予公司买入评级。

风险提示

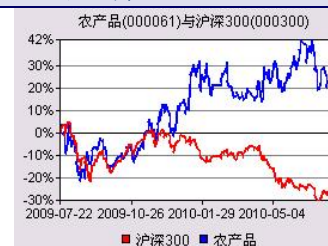
新市场的培育进度低于预期，电子化交易推进速度低于预期。

公司评级

买入

当前价格(元)	16.60
目标价格(元)	20.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.96%	-0.96%	28.22%
沪深 300	-1.31%	-14.19%	-23.83%

股票数据

总股本(万股)	76,850.79
流通 A 股(万股)	64,506.92
主要股东:	

深圳市国有资产监督管理局	
主要股东持股比例	21.52%
流通 A 股比例	83.94%

财务比率

ROE	2.95%
ROA	3.76%
资产负债率	50.54%
每股净资产(元)	3.75

2009 年报数据。

目录索引

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性	3
公司不属于农业企业	3
公司也不属于商业企业	4
第四方物流服务商才是公司的真正行业属性	4
对外：全国性网络扩张正在进行时	5
对内：由物流服务商向供应链服务商升级	8
信息流：大力推广电子商务	8
资金流：打造农产品金融服务平台	8
公司拐点已过，业绩快速增长将成趋势	8

图表索引

图 1：公司毛利率与农业行业对比	3
图 2：公司存货占比与典型农业企业对比	4
图 3：公司存货占比与典型商业企业对比	4
图 4：公司市场平均面积越来越大	5
图 5：公司 29 家农产品批发市场全国分布图	6
图 6：公司权益土地面积扩张近年来明显提速	6
图 7：公司市场数目扩张近年来明显提速	7
表1：公司与有关行业的特征对比	5
表2：公司各市场状况	7

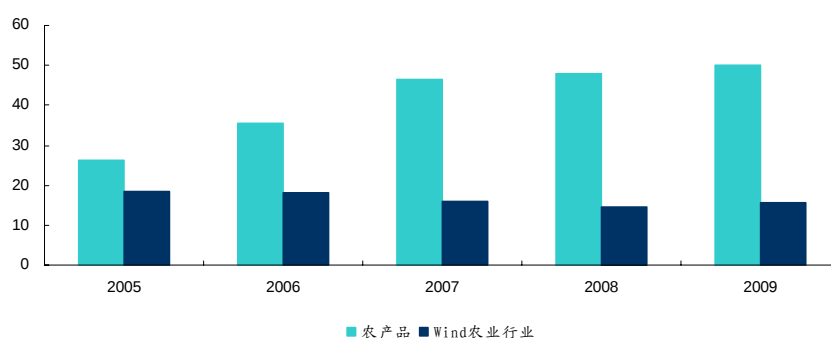
第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

市场对公司的业务属性存在较大的分歧，目前主要的研究机构通常将公司划入农业、商业或地产行业，而我们认为，如果不能首先对公司的行业属性有一个清晰的认识，这将影响到对公司前景的判断和价值的评估。

公司不属于农业企业

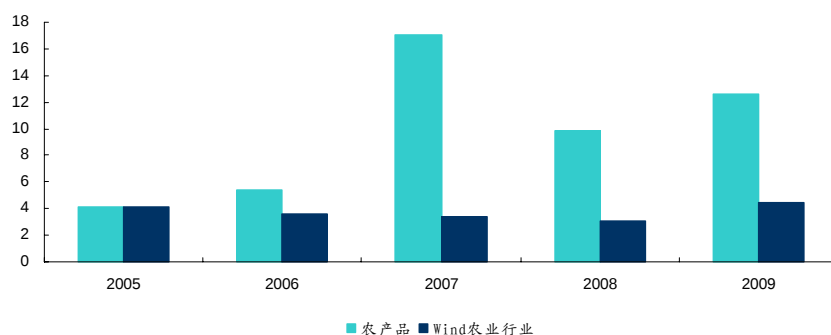
公司的主要收入来源是分布在各地的农批市场租金与管理费，而典型的农业企业则主要依靠各种食品的生产加工构成主业收入。农批市场收入稳定，成本主要就是新开市场的投资和已有市场的维修、管理等，因此毛利率较高，一般在35%以上，净利率在10%以上；而农业生产企业则以农产品的生产加工为主业，收入要受到市场供求、天气的影响，成本则要受到饲料、农业生产原料的制约，因此毛利率一般维持在20%以下的水平，净利率在5%左右。所以，毛利率和净利率水平的差异能说明农产品不属于农业企业。

图1：公司毛利率与农业行业对比



数据来源：广发证券研发中心

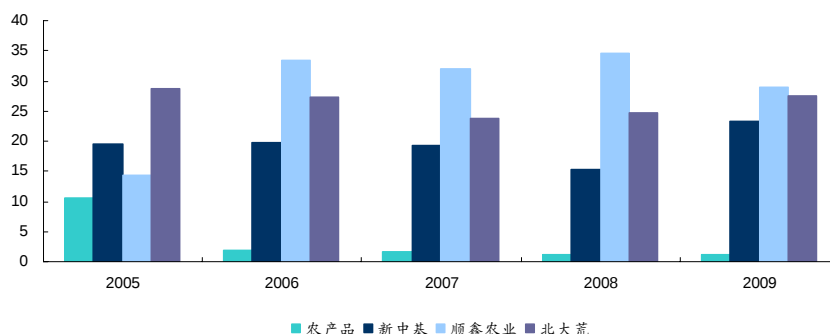
图2：公司净利率与农业行业对比



数据来源：广发证券研发中心

此外，由于公司主要的收入来自于非生产性的农批市场业务，所以公司的存货水平要显著的低于典型的农业生产企业，这从另一方面说明了公司的业务和农业相差较远。

图2: 公司存货占比与典型农业企业对比

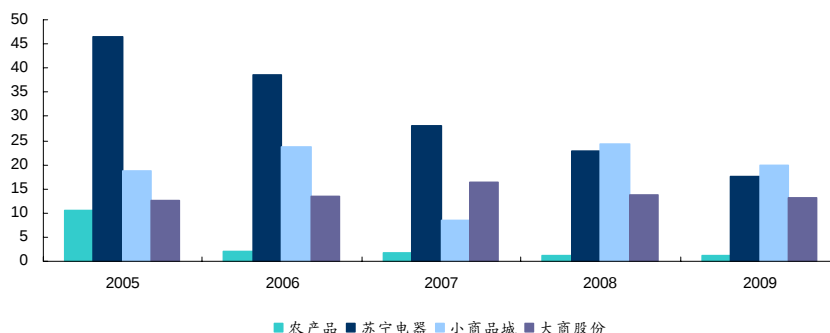


数据来源: 广发证券研发中心

公司也不属于商业企业

我们认为, 尽管公司在行业分类中属于批发和零售贸易, 但是农产品公司的经营模式区别于典型的零售商与批发商。无论是百货、连锁超市还是零售业作为主营业务收入主要部分的公司, 它们的收入都是来自于产品的购销差价, 而公司却并不直接参与贸易, 却是为贸易双方提供服务。因此公司的存货占比也是显著低于典型的商业企业。

图3: 公司存货占比与典型商业企业对比



数据来源: 广发证券研发中心

第四方物流服务商才是公司的真正行业属性

我们认为, 经过公司最近几年的战略转变, 公司的真正行业属性已经由商业地产模式转型为是第四方物流服务模式。

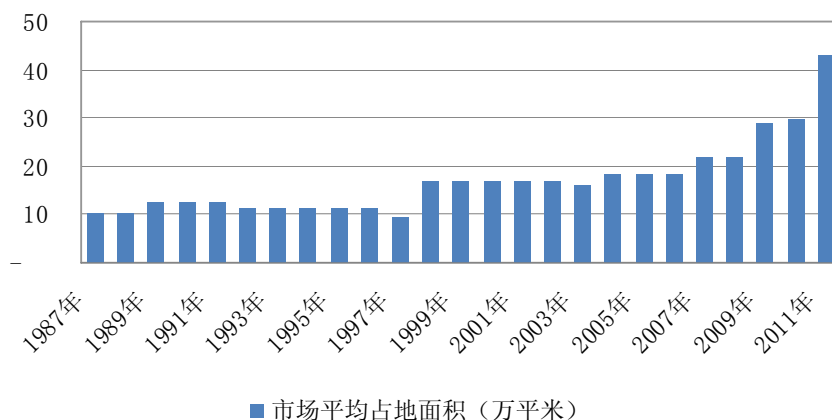
- 首先, 近几年新建立的市场, 已经在大量使用“××物流公司”作为子公司的名称, 这意味着公司已经将自己的行业属性定义为物流。
- 其次, 公司积极的推进收费模式改革, 由卖档位、收租模式改变为佣金模式, 这是公司试图改变此前商业地产经营理念的重要变化。
- 再次, 从公司的市场面积来看, 从2007年开始, 公司的单位市场面积开始急剧扩大, 从以前的10万平米/家扩大到超过40万平方米/家, 最大的市场更是超过300万平米。这是公司转型为物流服务商最重要的标志。当我们发现机场、港口等物流枢纽都具备巨大的土地面积时, 就不难理解为何公司的市场开始变得越来越

大。

我们将几个行业的特征进行对比后列于下表，那么公司的第四方物流服务商特征将显现无疑。

图4：公司市场平均面积越来越大

公司市场平均占地面积（万平米）近年来明显增大



数据来源：广发证券研发中心

表1：公司与有关行业的特征对比

行业或公司	农产品	机场行业	港口行业	商业地产行业
经营模式	为运货车辆提供到发服务，为买卖双方提供交易场所和货物的分拣场所	为飞机提供起降服务，为货物提供装卸、分拣、中转场所和服务	为轮船提供到发服务，为货物提供装卸、分拣和中转服务	为买卖双方提供交易场所
作业模式	车辆运输货物进场，商家对货物进行分拣、交易，然后按照目的地进行配送	飞机运输货物起飞或到达，进行分拣后，按照最终目的地进行二次运输或配送	轮船运输货物到港或离港，装卸后按照最终目的地进行二次运输或配送	商家进货交易
收费模式	车辆进场费、停靠费、装卸费、货物交易佣金、档位租金	飞机起降费、停泊费、机场设施租用费、货物分拣费、旅客人头费	船舶停靠费、港口设施使用费、货物装卸服务费	铺面租金、贸易提成
资产模式	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	巨大的土地规模，交通位置优越，商业地段不重要	土地规模不一定很大，商业地段很重要

数据来源：广发证券研发中心

对外：全国性网络扩张正在进行时

物流枢纽需要的就是全国性网络，公司近2年在全国进行大范围扩张，09-10年成立的市场就达到14家，占现有总额的48%。目前覆盖15个省份，总市场家数达到29家，覆盖中国半壁江山。可以预期，公司还会继续