

农产品(000061)的投资逻辑

投资逻辑:

公司本质上为农产品物流公司:

公司主营农批市场业务,农批市场本质上为农产品物流体系中最重要一环,在中国小农业的生产格局下,基于“生产者——农批市场——零售市场——消费者”的农产品流通体系将在“果蔬农产品、鲜活农产品”等难以标准化的农产品流通体系中占据主流地位,而公司主营的农批市场则为“生产者——农批市场——农贸市场——消费者”的农产品流通体系的核心环节。

农产品物流的发展趋势:

根据农产品是否可以标准化,农产品流通模式可以分为两类:对于第一类难以标准化的农产品,不论交易方式如何,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;而对于第二类易于标准化的农产品,可以通过网上交易、期货交易然后线下交割的模式完成农产品流通。

根据全球农产品流通模式发展历史的实践经验与理论推演,我们认为中国农产品物流体系的发展将呈现如下趋势:

- 一、对于第一类难以标准化的农产品,“生产商—批发市场—零售市场—终端消费者”的物流模式在长时间内依然是中国的主流,并且农批市场之间逐步实现互联互通,而互联互通的基础在于农批市场电子化结算为基础上的信息化;
- 二、对于第二类可以标准化的农产品:大力发展网上交易、线下交割,实现电子商务(线上)与现代物流(线下)的结合与联动,逐步通过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。

农批市场的互联互通以及大宗农产品电子化交易平台的建立,将能够提高交易与物流效率、降低整体的交易与物流成本,减少农产品中间环节毁损,在此过程中,降低的农产品损耗与物流成本再进行利益再分配,逐步实现农产品生产者收入提高、终端消费者价格降低、农产品物流提供者单位收入提升。

公司战略得当,正在推行“农批市场电子化结算”与“农产品电子化交易平台”建设

公司目前正在大力推进农批市场的电子化结算和农产品电子化交易平台的建设,通过电子化结算的实施,公司的农批市场收入将从固定租金逐步转向与交易额相关的佣金,在电子化结算能够逐步实施并可有效提升效率的前提下,我们认为公司的农批市场佣金提升空间巨大(目前水平约为0.63%,国际实行电子化交易的农批市场水平约为4%);而农产品电子化交易平台的建设则使得公司介入到可标准化农产品的物流体系中,这一块空间巨大,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,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,体现在财务特征上为主营业务毛利率水平呈现出向上逐步提升的趋势。

农产品物流体系的两大类别与发展方向

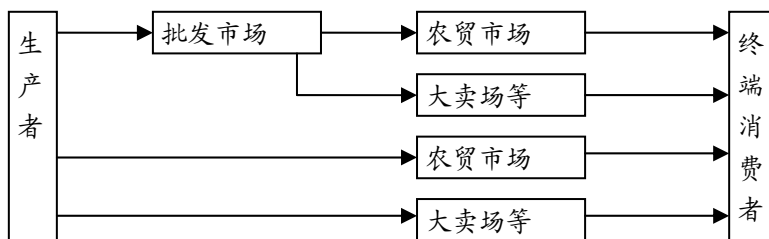
基于农产品是否可标准化产生农产品两大物流体系

农产品主要分为三类：一、果蔬，如各类蔬菜、水果；二、鲜活农产品，如各种鱼类等；三、大宗农产品，如玉米、小麦、糖等，前两种农产品的流通由于产品难以标准化因此在交易的过程大都必须有当面的验货环节，而对于大宗农产品的流通由于产品容易标准化而可以缺少当面的验货环节。

因此，从全球范围来看，农产品的物流体系基于产品是否可以标准化大致可以分为两大类：

对于第一类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“生产者—批发市场—零售市场—终端消费者”或者“生产者—终端零售商—终端消费者”的模式完成农产品的流通。

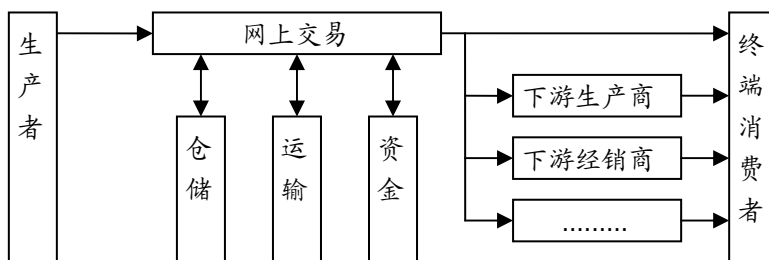
图 1： 难以标准化的农产品流通模式



资料来源：华泰联合证券研究所

对于第二类易于标准化的农产品，可以通过网上交易、期货交易然后线下交割的模式完成农产品流通。

图 2： 可以标准化的农产品流通模式



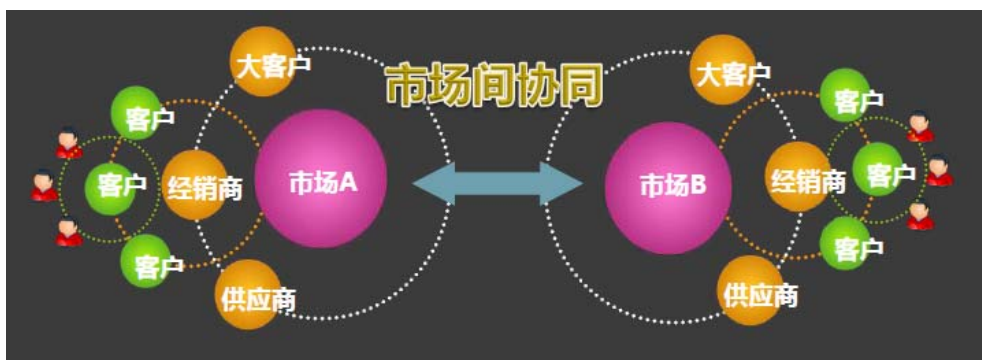
资料来源：华泰联合证券研究所

农产品物流体系的发展方向

无论农产品是否可以标准化，采取哪种农产品物流体系，从理论上物流体系的逻辑推演和国际成熟国家的现实发展路径都可以看出，市场的互联互通、线上线下联动是农产品物流体系的唯一发展方向，唯有此才可提高交易与物流效率、降低交易与物流成本，减少农产品中间环节毁损，从而提高农产品生产者收入，降低终端消费者农产品消费价格。

所谓市场的互联互通，首先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。

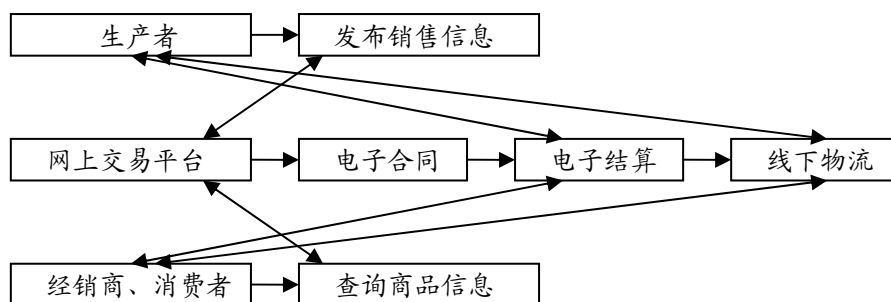
图 3： 市场互联互通示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

所谓线上线下联动，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。

图 4： 线上线下联动示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

因此，对于非标农产品的农产品物流体系，以电子化结算为手段，加强原有市场的互联互通；对于可标农产品的农产品物流体系，以农产品网上交易平台的建立为手段，推进电子商务的发展，均是实现互联互通、线上线下联动的唯一路径。

与此同时，逐步加强农产品的标准化工作，将原先并不标准化的农产品通过包装、细分类别的方式逐步标准化，开展网上交易、网下配送的方式进行农产品流通，也是未来农产品流通的方向之一。

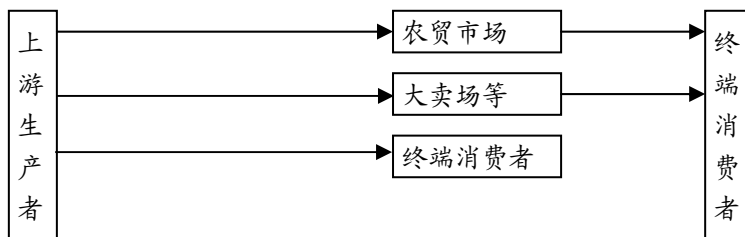
“农批市场”在第一类农产品物流体系中的主流地位与发展趋势

前面我们谈到，对于大部分难以标准化的农产品而言，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，具体在中国而言，我们认为第一种农产品流通体系在目前及未来将是主流的流通模式，也即“农批市场”在大部分难以标准化的农产品中流通中占据不可替代的地位。

第一类农产品流通模式的两种主流农产品物流模式

从全球范围来看，对于大部分果蔬农产品而言，目前主流的农产品流通模式主要有两类，分别以美国和日本为代表，第一种农产品流通模式：以产销直挂为主导，生产者按照购销合同，将农产品直接卖给大型零售商和超市，这种模式以美国为代表，目前美国果蔬通过产销直挂的比例约占 80%，而经由批发市场销售的仅为 20%左右；第二种农产品流通模式：批发市场在农产品物流体系中占据主导地位，农批市场作为农产品流通体系发展的功能平台，是农产品流通与市场开拓的最重要渠道，这种模式以日本为代表。

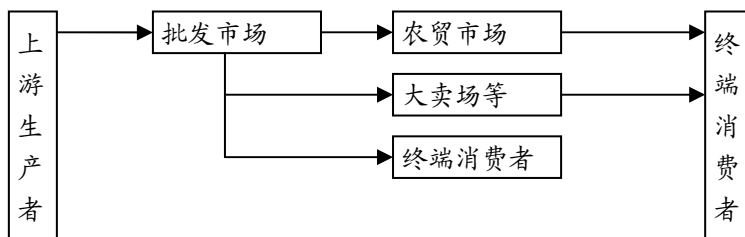
图 5： 以产销直挂为主导的农产品物流模式



资料来源：华泰联合证券研究所

第一种以产销直挂为主导的农产品物流模式的基本流程为生产者按照购销合同，将大量农产品直接卖给大型零售商和超市，或者通过集配中心分级包装后出口，经由批发市场流通的农产品比例不高，美国目前果蔬类农产品经由产销直挂的比例约占 80%，经由批发市场销售的仅占 20%左右。

图 6： 以农批市场为主导的农产品物流模式



资料来源：华泰联合证券研究所

第二种以农批市场为主导的农产品物流模式的基本流程为农产品首先通过农户、农产品收购商等进入大型农产品批发市场；再进入农贸市场；再进入终端消费者，在此种模式下，农产品经由农批市场再进入农贸市场（或者直接进入终端消费者）再进入终端消费者在整个农产品流通领域的占大部分比例。

第一类农产品流通模式中两种农产品物流模式的动态发展历程

我们认为：最优的农产品物流模式主要为一国的经济发展水平、城市化进程、农业生产组织方式三大因素所决定，因此我们看到：一、从历史的角度来看，每个国家的农产品物流模式在动态变化；二、从静态的角度来看，同一时期每个国家的农产品物流模式不尽相同。

我们之所以详细的回顾了两种农产品物流模式的演化历史，在于给出如下结论：

- 一、小农业、大流通的格局使得以“农批市场”为核心的农产品物流体系依然是中国未来数年的主流农产品物流模式。
- 二、“农批市场”的信息化、电子化、物流化是目前不二的发展方向，唯有此才能提升物流效率，降低物流成本。
- 三、“产销直挂”农产品物流模式作为能够减少农产品物流环节，能更低成本、更有效率的进行农产品流通，在上游农产品生产端更加集约化、下游农产品流通段更加现代化的前提逐步满足的情况下为农产品物流模式未来的发展方向。

第一种农产品物流方式动态发展历程：以美国为例，目前占主导的农产品流通模式为产销直挂为主导，但美国的农产品物流模式也大概经历了三个阶段：第一阶段：19世纪初至20世纪初，大的背景为美国从传统的农业社会向工业社会跨越，在此100年间美国铁路得到了极大的发展，19世纪末，美国建成通达东西海岸的四条铁路干线，到1902年，铁路线几乎已直接通过或接近美国所有的大小村庄；同时美国的城市化率由5%提升至约40%，因此在19世纪下半叶，大量的“车站批发市场”（类似于农产品批发市场）产生，农产品经由乡村汇集点汇集至“车站批发市场”，再分配到食品零售商手中，再销售至终端消费者，当时的“车站批发市场”不仅是收购、储存、展览和分配产品的地方，同时是农产品价格形成中心，在此阶段批发商主导美国的农产品流通，以纽约为例，在二十世纪初，通过农批市场进入纽约市区的蔬菜、水果占总销售量80%左右；第二阶段：20世纪20年代至40年代，大的背景为美国完成城市化，同时农业生产的机械化、区域化、现代化逐步实现，在此期间产销直挂模式逐步发展起来，主要是农场主与生产合作社、产地生产商和大型超市或批发企业签约进行销售，在此期间果蔬通过产销直挂的方式进入消费者逐步取代经由农批市场进入消费者的方式；第三阶段：20世纪50年代至今，大的背景为美国逐步进入后工业化时间和知识经济，大农业生产的方式完全确立，同时随着现代流通系统广度深度的扩大，大流通体系完全建成，因此产销直挂的方式在农产品物流体系中的主导地位完全确立，目前，美国果蔬类农产品通过产销直挂的方式流通的比例约占80%，经由批发市场销售的仅为20%左右，现在美国超市农产品的价格之所以很便宜，是因为产销直挂后减少了流通中间环节，节省了成本费用；而且超市需要通过提高流通效率、降低价格来提高自身的竞争力。

第二种农产品物流模式动态发展历程：以日本为例，目前占主导的农产品流通模式为农批市场为主导，同美国一样，日本的农产品物流模式也大概经历了三个阶段：第一阶段：19 世纪中期至 20 世纪 50 年代，大的背景为日本从传统的农业社会向工业社会跨越，城市化率逐步提升至约 40%，在此期间，农产品批发制度逐步形成，交易方式主要是对手交易，在对手交易的交易方式下，价格形成的可信度缺乏制度保证，价格欺诈行为容易产生，因此在 1923 年，政府颁布《中央批发市场法》，日本的批发市场制度由此形成。该法明确规定“鲜活农产品交易采用拍卖制，废除秘密的对手交易”，《中央批发市场法》的制定是日本农产品流通史上划时代的改革，由此在此时期逐步确立了以批发市场为主导的农产品物流体系；第二阶段：20 世纪 60 年代至 70 年代，大的背景为日本逐步走向工业社会全盛期，城市化率逐步提升至 70%以上，农业生产开始走向工业化和现代化，在此期间，日本开始兴起农产品农批市场外流通（类似于产销直挂），但农批市场依然为农产品流通的主流方式，农批市场为了应对场外流通以及下游大型连锁超市的要求，逐步改变仅有摊位和仓库的局面，开始配备完善的保管、冷风冷藏、加工、配送等设施，开始向农产品物流中心演化；第三阶段：20 世纪 70 年代至今，大的背景为日本逐步开始从工业经济社会向知识经济和信息社会转变，

决定农产品物流模式的内在因素

最优的农产品物流模式主要为一国的经济发展水平、城市化进程、农业生产组织方式三大因素所决定。

扣除经济发展水平与城市化进程之外，我们认为影响一国的农产品物流模式的最重要的因素为一国的农业生产组织方式，农业生产的集中化、规模化越高，则“产销直挂”的农产品物流模式具备良好的发展基础，规模化越低，则必然增加农产品物流环节。

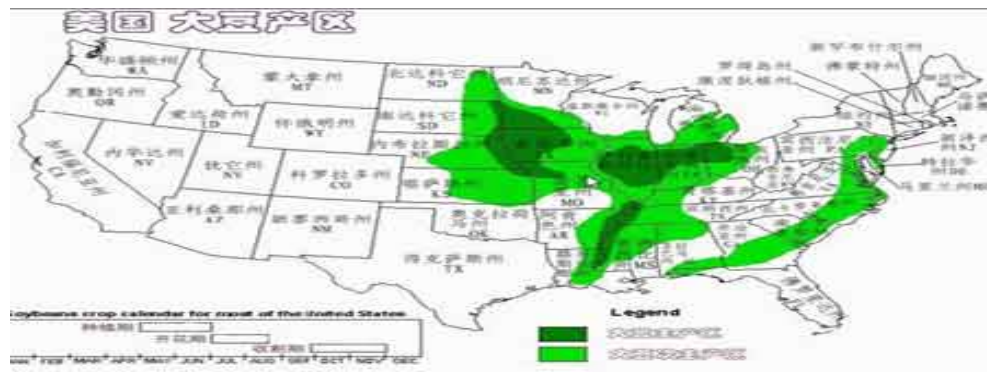
美国农业生产以高度专业化、区域化和规模化著称。其具有如下特点：1、产地市场集中；2、单个农场主的生产规模化大；3、农产品生产区域化程度高，总体而言以“大生产大流通”为主要特点。美国农业生产的规模化促进了其生产组织相对容易的建立，生产者组织的发展和组织之间的合作使生产组织的控制力不断增强、控制范围不断延伸；强大的生产者组织与下游规模化的销售商能够迅速有效的建立联系，促进了“产销直挂”农产品物流模式的发展。

图 7： 美国主要农产品生产区域示意图



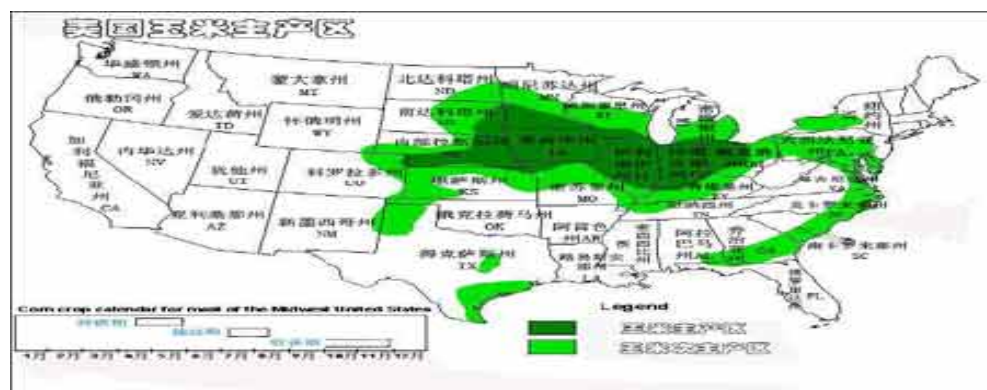
资料来源：华泰联合证券研究所

图 8： 美国大豆主要生产区域示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

图 9： 美国玉米主要生产区域示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

日本较之美国，农业生产小规模分散进行，规模化经营比例较小，所以我们看到虽然目前日本通过农业生产协作组织销售的农产品占农产品总销售的比例超过 90%，至今“产销直挂”的农产品流通模式在日本的农产品流通中占比依然低于 20%，经由“农批市场”的农产品流通模式在日本的农产品流通中占比接近 80%。

农批市场在中国第一类农产品流通体系中的主流地位

农业生产方式：小农业、大规模生产特点

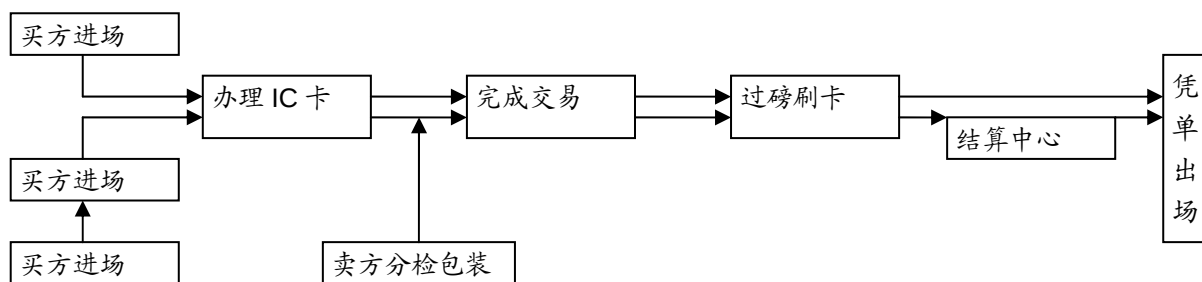
目前我国的农业生产经营基本上以家庭为单位的“小规模、大群体”性的生产方式，这一点与美国农产品的生产有着显著的区别，与日本比较相似，同时我国的农业生产技术、各种农业协会、农业合作组织在生产端的渗透率与日本仍有较大差距。

中国农批市场的发展趋势

以电子化结算为手段的互联互通

从全球经验来看，农批市场的发展趋势首先在于市场之间的互联互通，互联互通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。

图 10： 农批市场电子化结算程序

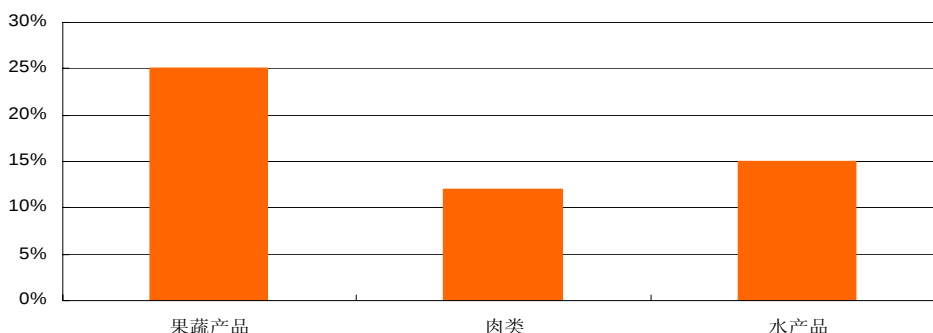


资料来源：华泰联合证券研究所

电子化结算能够提升农产品供应链效率、降低交易环节毁损率

农产品在整个流通环节的毁损主要产生在两个环节，一、交易环节；二、运输环节。目前市场对于农产品在运输环节的毁损率关注较多（原因在于市场对于冷链运输的关注），而对于交易环节由于交易方式的不同对于农产品的毁损率影响却认识不够，电子化结算的施行（尤其是具有全国网络的农批市场电子化结算的施行）使得农产品价格信息的迅速汇集，生产者能直接、迅速、准确地了解市场需求，批发商也可以迅速的了解市场供给情况，迅速的与对手达成交易，从而避免了因产品过剩而导致超额的运输、储藏、加工及损耗成本，从这个角度而言，我们认为电子化结算的施行能够大幅的提升交易效率，降低由于交易方式的落后导致的农产品在交易环节的毁损。

图 11： 中国农产品物流环节毁损率



资料来源：华泰联合证券研究所

电子化结算的实施能可提升交易效率，进而提升农批市场佣金水平

前面我们谈到，电子化结算的实施可以提高农产品在农批市场交易环节的交易效率，降低农产品在交易环节中的毁损率，农批市场在实施电子化结算的过程中，可以分享

到毁损率降低所带来的利益再分配，表现为租金制向佣金制转变过程中的佣金率水平的不断提升。

2010 年农产品公司合并报表的农批市场交易金额约为 1060 亿元，2010 年度公司农批市场收入 6.69 亿元，折合的佣金率大约为 0.63%，远低于目前美国、日本农批市场 4%至 5%的佣金率水平，由此可以看出，如若电子化结算能够逐步实施，并有效提升农产品在农批市场交易环节效率，降低农产品在农批市场交易环节毁损率，中国农批市场的平均佣金率水平将具有巨大的提升空间。

第二类农产品流通模式——网上交易、线下交割方式的发展

前面我们谈到，对于第二类易于标准化的农产品，目前美国等发达国家的主流流通模式为通过网上现货交易、网上期货交易然后线下交割的模式完成农产品流通，采用网上交易的方式，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”的联动。

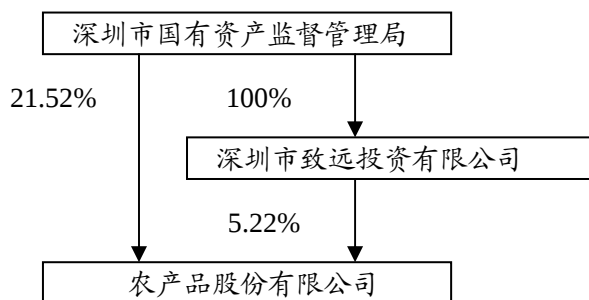
近年来，随着中国自身电子商务技术的不断发展以及第三方物流体系的逐步成熟，中国农产品的电子化交易也开始逐步兴起，大概分为开展期货交易的电子商务（代表为大连商品交易所的玉米、大豆、豆粕；郑州商品交易所的小麦、棉花）；开展现货交易的电子商务（代表为中农网）；提供电子商务平台的电子商务（阿里巴巴）；同时具有虚拟市场和实体市场的电子商务（中农网）。

农产品公司——农批市场龙头、电子化交易推动者

1、公司是国内农批市场龙头

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 26.74%的股份。

图 12：农产品公司股权结构图



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

农批市场规模全国领先

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 2010 年底，公司投资经营的批发市场达 33 家，其中合并报

表 27 家，参股市场 6 家；实体批发市场 28 家，网上交易市场 5 家，公司农批市场 2010 年交易金额超过 1000 亿元，居于全国领先地位。

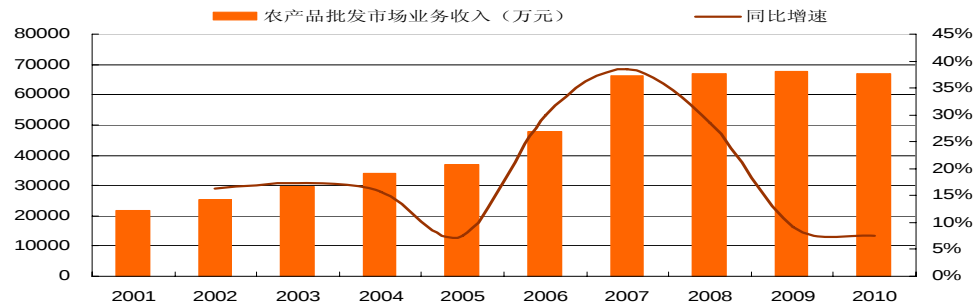
表格 1：公司农产品批发市场业务（实体与网上交易市场）

市场名称	是否合并报表	持股	2010 年净利润（万元）
深圳布吉农产品中心批发市场	是	51.00%	5,818
福田农产品批发市场有限公司	是	72.99%	-547
布吉海鲜批发市场有限公司	是	51.20%	656
其中：北京大红门京深海鲜公司	否	21.50%	1,132
南昌深圳农产品中心批发市场有限公司	是	51.00%	1,971
上海农产品中心批发市场经营管理公司	是	62.80%	4,513
西安摩尔农产品有限责任公司	是	51.00%	49
长沙马王堆农产品股份有限公司	是	50.98%	1,539
成都农产品中心批发市场有限公司	是	51.00%	1,110
惠州农产品物流配送中心有限公司	是	51.00%	495
深圳市南山农产品批发配送有限公司	是	58.00%	185
沈阳海吉星农产品物流有限公司	是	70.00%	-164
深圳市海吉星国际农产品物流管理公司	是	100%	0
广西海吉星国际农产品物流有限公司	是	100%	-1,131
宁夏海吉星国际农产品物流有限公司	是	70.00%	-406
长春海吉星农产品物流有限公司	是	71.00%	-412
广州海吉星市场管理有限公司	是	60.00%	-197
青岛市海吉星农产品物流中心有限公司	是	100%	0
云南东盟国际农产品物流有限公司	是	100%	-137
济南盖世农产品市场有限公司	是	51.00%	-228
广西新柳邕农产品批发市场有限公司	是	65.00%	-125
天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司	是	51.00%	-382
九江市琵琶湖农产品物流有限公司	是	55.00%	-3
深圳市南方农产品物流有限公司	是	51.00%	-383
天津海吉星农产品物流有限公司	否	42.00%	-227
蚌埠海吉星农产品物流有限公司	否	45.00%	-208
合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司	否	44.68%	4,092
深圳市集贸市场有限公司	否	50.00%	761
深圳市农产品交易中心股份有限公司	是	100%	1,698
其中：云南鲲鹏农产品电子商务批发市场	是	55.00%	1,360
广西大宗茧丝交易市场有限责任公司	是	51.00%	26
合肥国家棉花交易中心有限责任公司	是	40.00%	-302
广西糖网食糖批发市场有限公司	否	40.00%	6,262

资料来源：华泰联合证券研究所

公司农批市场收入发展趋势

图 13： 公司农批市场收入发展趋势

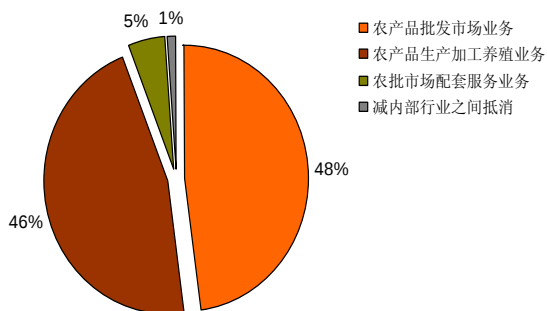


资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告（2009、2010 年收入扣除了山东寿光市场）

公司主营收入及主营利润构成

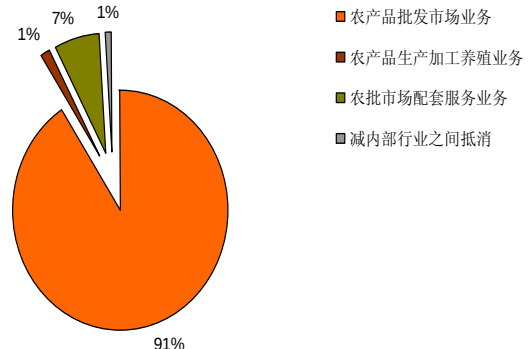
根据公司 2010 年报数据，目前公司主要收入来自于农批市场业务，农批市场业务收入占公司的主营业务收入比重为 48%，公司的主营业务利润更是基本上全部来自于农批市场业务，农批市场业务主营利润占公司全部主营业务利润比重超过 90%。

图 14： 公司主营收入构成



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

图 15： 公司主营利润构成



资料来源：华泰联合证券研究所、公司定期报告

2、做精做深第一类农产品物流体系——积极拓展农批市场电子化结算

农产品公司清楚的认识到“电子化结算”在未来将农批市场网络化经营中的所起的先导性作用、全球农批市场的发展规律以及中国农批市场未来的发展趋势，大力的推进具备条件的农批市场的电子化结算工作，农产品公司于 2006 年 10 月份开始推进电子化结算，首先在上海市场、福田市场推进电子化结算，随后逐步推进至合肥市场、长沙市场等，预计在今年下半年开业的平湖市场也采取电子化交易的方式，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。

3、积极打造第二类农产品物流体系——开始打造网络交易平台

从前文行业篇的分析可以看出，对于可标准化的农产品而言，最优效率的流通模式为网上交易、线下交割，同时存在大量可以逐步标准化的农产品，通过标准化后再进行网上 B-B 或者网上 B-C 交易，农产品公司近年来正在打造这样的农产品网上交易平台。

公司近年来大力推进“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

大平台，尽快完成信息一体化平台的搭建并应用等网络化基础工作，以此为目标，公司目前已经建立深圳农产品交易中心股份有限公司、广西糖网、昆明商品中心批发市场、广西大宗茧丝交易市场、合肥国家棉花交易中心、深圳市中农网电子商务有限公司、中国生鲜农产品交易网等7个电子化交易市场，其中深圳农产品交易中心股份有限公司、广西糖网已经实现盈利。

1)、深圳市农产品交易中心为公司

公司于2010年1月成立深圳市农产品交易中心股份有限公司，公司所持有的广西糖网食糖批发市场有限公司40%股权、云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司40%股权、广西大宗茧丝交易市场有限责任公司51%股权、合肥国家棉花交易中心有限责任公司40%股权装入到交易中心股份有限公司，在2011年1月，农产品交易中心股份有限公司与其它公司合资成立深圳依谷网电子商务有限公司，公司持股40%，至此公司通过全资持股的深圳市农产品交易中心股份有限公司持有和控制的农产品电子商务公司达到5家。

图 16： 公司开始打造农产品 B-B 网上交易平台网络



资料来源：华泰联合证券研究所、农产品交易中心网站

2)、广西糖网

公司持股 40% 的广西糖网食糖批发市场有限公司以广西糖网 (<http://www.gsmn.com.cn>) 为依托，采用国内最先进的电子商务平台来开展食糖的信息、销售及物流服务，在整合社会仓储、运输、金融、质检的基础上，建立与网上交易相配套的物流配送体系，创建了“电子商务+物流配送”的食糖流通模式，形成“网上交易、就近配送”的物流体系，据大概统计，目前广西有超过 90% 的制糖企业在广西糖网注册交易，国内大中型食糖经销商超过 60% 是广西糖网会员。

3)、云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司

云南鲲鹏农产品电子商务批发市场有限公司以食糖专业门户网站昆商糖网 (www.sugarinfo.net) 为依托，建立了“B—eM—B”电子交易模式。实现了集“电子商务技术、统一管理制度、物流配送服务”三者于一体的食糖电子交易、配送体系。

4)、广西大宗茧丝交易市场有限责任公司

广西大宗茧丝交易市场有限责任公司以中国蚕丝交易网 (www.cnccsen.com) 为依托，是公司运营的 B-B 茧丝交易电子商务平台，公司通过中国蚕丝网以及线下的仓储设施、运输设施建立了蚕丝交易、配送的网上交易、网下配送的物流体系。

5)、合肥国家棉花交易中心有限责任公司

合肥国家棉花交易中心有限责任公司以中国棉花交易网（<http://www.chinacotton.com/>）依托，搭建棉花电子交易网络平台，面向全国开展棉花的即期、中远期现货交易，其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。

6)、深圳依谷网电子商务有限公司

深圳依谷网电子商务有限公司以依谷网(<http://www.egu365.com/>)为依托,将通过包装可以标准化的农产品开展B-C的网上陈列、检索等创新技术,实现生鲜农产品消费过程简单、便捷的电子商务创新模式,同时交易,为消费者提供了一种全新的农副产品购物方式,采用智能支付、物流、价格、为企业提供了全新的安全、便利、丰富和高质量的团购解决方案。

图 17： 公司打造的农产品 B-C 网上交易平台——依谷网



资料来源：华泰联合证券研究所、依谷网站

盈利预测与投资评级

我们预计公司在 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.63 元/股、0.80 元/股、1.02 元/股，给予“买入”的投资评级。

风险提示

公司电子化结算推进持续低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4084	3439	3902	4438	营业收入	1371	1871	2357	2723
现金	3171	2392	2674	3079	营业成本	948	1038	1181	1281
应收账款	39	56	71	82	营业税金及附加	39	51	68	79
其他应收款	227	259	327	377	营业费用	68	70	74	78
预付账款	545	623	709	768	管理费用	335	371	408	445
存货	95	104	118	128	财务费用	50	56	58	54
其他流动资产	4	4	4	4	资产减值损失	34	0	0	0
非流动资产	5029	5343	5573	5834	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	526	526	526	526	投资净收益	420	243	164	170
固定资产	1636	2197	2779	3180	营业利润	315	528	733	957
无形资产	1162	1127	1093	1060	营业外收入	0	99	100	100
其他非流动资产	3	1492	1175	1068	营业外支出	29	5	5	5
资产总计	9113	8781	9475	10272	利润总额	336	622	828	1052
流动负债	4621	3891	3964	3953	所得税	57	137	207	263
短期借款	1764	1500	1515	1530	净利润	279	485	621	789
应付账款	67	73	83	90	少数股东损益	2	5	6	8
其他流动负债	600	2318	2365	2332	归属母公司净利	277	481	614	781
非流动负债	714	711	712	731	EBITDA	365	742	992	1253
长期借款	427	442	440	448	EPS (元)	0.36	0.63	0.80	1.02
其他非流动负	161	269	272	0					
负债合计	5335	4602	4676	4684	主要财务比率				
少数股东权益	699	704	710	718	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	769	769	769	769	成长能力				
资本公积	1630	1630	1630	1630	营业收入	10.0%	36.5%	25.9%	15.5%
留存收益	681	1077	1691	2472	营业利润	61.0%	67.5%	38.7%	30.6%
归属母公司股	3079	3475	4089	4870	归属母公司净利	225.1	73.5%	27.9%	27.1%
负债和股东权	9113	8781	9475	10272	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	44.5%	49.9%	53.0%
					净利率(%)	20.2%	25.7%	26.1%	28.7%
					ROE(%)	9.0%	13.8%	15.0%	16.0%
					ROIC(%)	5.9%	17.2%	19.0%	21.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	58.5%	52.4%	49.3%	45.6%
					净负债比率(%)	127.70	42.69	43.84	44.30
					流动比率	0.88	0.88	0.98	1.12
					速动比率	0.86	0.86	0.95	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.17	0.21	0.26	0.28
					应收账款周转率	34	29	28	27
					应付账款周转率	16.24	14.80	15.07	14.73
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.36	0.63	0.80	1.02
					每股经营现金流	0.86	-0.16	0.68	1.00
					每股净资产(最	4.92	4.52	5.32	6.34
					估值比率				
					P/E	47.03	26.84	20.99	16.52
					P/B	3.45	3.71	3.15	2.65
					EV/EBITDA	44	16	12	9

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。