



解构中国智慧农业

2015年1月

智慧融资，普惠三农，传动生机

2015年1月28日

投资要点

- ❖ **供应链融资是围绕核心企业、将上下游各方作为整体提供金融支持的模式，能够降低交易成本和不确定性。**供应链融资把供应链上的核心企业及其相关的上下游配套企业作为一个整体，根据供应链中企业的交易关系和行业特点（基于物流、信息流和现金流）制定整体金融解决方案。供应链融资模式捆绑了各方交易主体，有助于成员间建立相互信任的长效机制，降低交易成本和不确定性，避免道德风险和逆向选择。
- ❖ **海外链融资模式先行先试，核心物流企业主导、企业集团合作和商业银行服务三种模式并行不悖。**（1）物流企业主导（美国UPS与沃尔玛合作模式），通过掌握抵押货物的精确信息，为面临赊账压力的客户提供了短期应收账款融资服务；（2）企业集团合作（GE模式），卖方企业为买方提供融资租赁、设备租赁等服务，在垫付货款的同时收取融资利息；（3）银行主导（渣打银行模式），具有更高的标准化程度、更广的可复制范围。
- ❖ **中国银行业供应链融资业务逐渐成熟，平安银行是先行者。**我国商业银行供应链融资发源于2000年前后，在2007-2010年广泛普及。以平安银行为例，供应链金融业务已成为其发展资产规模、维护企业集团客户、获取收益的重要业务，截至2014年中期，公司贸易融资余额已高达4600亿，过去7年均增速超过25%，不良率低于0.5%。目前，兴业银行、招商银行、中信银行等股份制银行均在大力发展贸易融资业务，显示该业务的发展空间仍然广阔。
- ❖ **农村金融尚属蓝海，链融资模式普惠面广。**农村金融是全球金融业公认的难点，虽然存在大量非政府组织运营的农村小额贷款补充机构，但据专家估计，其中不足1%具有财务可持续性。如果将供应链金融业务导入现有的农村金融服务框架，可能改善农村金融机构盈利能力、降低金融风险、完善微型金融体系。现有的农村供应链金融模式中，一般以农户、企业、金融机构三方为主，根据情况可能灵活引入农业园区、担保公司、农村合作社、科研院所、政府等第四方参与。
- ❖ **重点案例：大北农，农村供应链金融的产业先驱。**大北农依托客户管理平台的信息采集，通过大数据分析和处理对养殖客户进行资信评级，并凭借这类资信评级帮助客户争取银行信贷类融资，我们认为这已经构成供应链金融的基本要件；公司还推广了附加在供应链上的其他金融服务，包括支付结算、财务核算、现金管理等。对商业银行而言，能够通过与大北农的战略合作，将金融服务嵌入供应链，最大化满足中小客户的多元金融需求。
- ❖ **风险因素：宏观经济金融环境恶化对银行经营和资产质量的挑战。**
- ❖ **投资策略：供应链融资模式创新是银行市场化经营的重要体现。银行股长期逻辑依然在不断验证，关注优质公司。**供应链融资类业务为商业银行介入农村金融这一蓝海市场提供了良好的切入方式，在该领域具有科技和管理优势的银行有望受益于此类业务带来的客户群体扩大和资产风险改善。当前，监管层对杠杆资金入市的审慎态度，可能阶段性制约增量资金流入板块的速度；但长期而言，金融风险化解的核心逻辑依然稳定成立，我们看好2015年的板块机会，建议投资者等待配置良机。个股层面可重点关注催化剂鲜明、具有中期上行空间的兴业银行（大金融平台+投行化转型）、浦发银行（上海国资金融平台+互联网金融）和平安银行（综合金融转型），同时关注受益于人民币国际化的中国银行（海外业务+“一带一路”）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB 15E	评级
		13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E		
兴业银行	15.45	2.18	2.54	2.70	2.92	7.1	6.1	5.7	5.3	1.1	增持
浦发银行	15.63	2.21	2.52	2.64	2.80	7.1	6.2	5.9	5.6	1.1	增持
平安银行	14.40	1.60	1.64	1.60	1.76	9.0	8.8	9.0	8.2	1.2	增持
中国银行	4.84	0.59	0.63	0.62	0.64	8.3	7.7	7.8	7.5	1.2	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2015年1月23日收盘价



中性（维持）

中信证券研究部

肖斐斐

电话：0755-23835396

邮件：xff@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

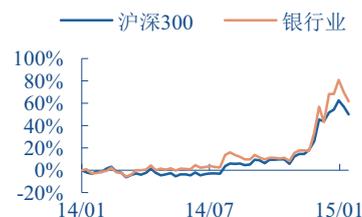
向启

电话：010-60838757

邮件：xiangqi@citics.com

执业证书编号：S1010512090006

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目录

供应链融资概述	1
什么是供应链融资	1
供应链融资的优势	1
国际经验：供应链融资在成熟经济体的主要模式	2
核心企业主导模式	2
企业集团合作模式	3
商业银行服务模式	4
我国现实：银行主导的供应链融资尝试	5
先发的供应链融资战略：平安银行	5
基于总对总业务模式的供应链金融	6
其他银行在供应链金融领域的探索	6
供应链融资在农村金融中的意义	7
农村金融业务面临的现实困难	7
开展供应链金融可能存在的意义	7
农村供应链金融的真实案例	7
农村供应链金融的产业先驱：大北农	8
大北农供应链金融业务现状	8
未来与商业银行可能的合作方式	9
风险因素	10
投资策略：长期逻辑稳定，关注优质公司	10

插图目录

图 1: 一个典型的供应链	1
图 2: UPS 与沃尔玛的供应链金融合作	3
图 3: GE 信用公司的供应链金融业务模式	4
图 4: 渣打银行为买方提供的供应链金融业务	4
图 5: 渣打银行为卖方提供的供应链金融业务	4
图 6: 企业+农户+金融机构合作模式	8
图 7: 企业+农户+园区+金融机构合作模式	8
图 8: 大北农养殖行业生态系统	9
图 9: 大北农智慧金融模式	10

表格目录

表 1: 供应链融资在理论上具有的优势	2
表 2: 供应链融资与传统融资的主要区别	2
表 3: 三种典型供应链融资对比	2
表 4: 物流企业主导的供应链金融一般具有的特点	3
表 5: 商业银行供应链融资规模情况	5
表 6: 平安银行供应链金融业务发展历程	5
表 7: 平安银行贸易融资类业务规模变化	6
表 8: 平安银行供应链金融业务发展历程	6

供应链融资概述

什么是供应链融资

供应链融资（SUPPLY CHAIN FINANCE）是把供应链上的核心企业及其相关的上下游配套企业作为一个整体，根据供应链中企业的交易关系和行业特点制定基于货权及现金流控制的整体金融解决方案的一种融资模式。

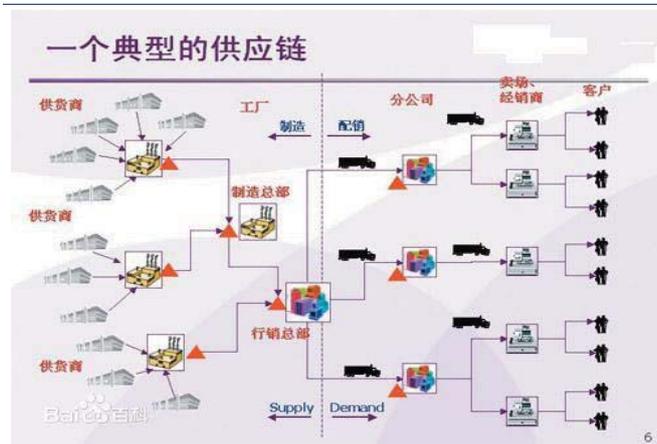
供应链融资与供应链管理密切相关。供应链管理是针对核心企业供应链网络而进行的一种管理模式，供应链融资则是银行或金融机构针对核心企业供应链中各个节点企业而提供金融服务的一种业务模式。

供应链是现代企业管理的重要理论

供应链的概念是从扩大的生产概念发展而来，现代管理学上一般以三方面特征作为供应链定义：1）围绕核心企业；2）对信息流、物流、资金流的控制贯穿始终，从采购原材料开始、到制成中间产品以及最终产品、最后由销售网络把产品送到消费者手中；3）各参与方（供应商、制造商、分销商、零售商等）与最终用户连成一个整体的功能网链结构。

简单地说，供应链管理就是优化和改进供应链活动，其对象是供应链参与方和他们之间的“流”，应用的方法是集成和协同，目标是满足客户的需求，最终提高供应链的整体竞争能力。供应链管理的实质是深入供应链的各个增值环节，将顾客所需的正确产品能够在正确的时间、按照正确的数量、正确的质量和正确的状态送到正确的地点，并使全系统总成本最小。

图 1：一个典型的供应链



资料来源：百度百科，中信证券研究部整理

供应链融资的优势

供应链融资从理论上讲可以解决委托代理矛盾和降低交易成本。供应链融资模式捆绑了各方交易主体，有助于成员间建立相互信任的长效机制，降低交易成本和不确定性，避免道德风险和逆向选择。

表 1：供应链融资在理论上具有的优势

理论	主要涵义
交易成本理论	供应链金融将各个交易主体捆绑在一起，各个成员相互信任，建立了长期、稳定、重复合作的良好机制，频繁的交易加强了银行的规模效应，保护了交易投资，将不确定性降到最低，道德风险和违约风险的几率降低
委托代理理论	商业银行和融资企业之间存在信息不对称，因而是委托代理关系，银行为融资企业融资即是一个博弈的过程，供应链金融的设计是在融资企业和银行之间建立一个最优契约，有利于解决“道德风险”和“逆向选择”

资料来源：《商业银行供应链金融研究》（王瑞），中信证券研究部

供应链融资操作方式通过对供应链核心企业和整体情况的掌握，将中小企业融入供应链的大环境中，用动态的长久的目光考察情况，挖掘中小企业真正的核心价值并进行准确授信。这打破了原来商业银行对中小企业授信过程中静态、孤立的评估标准，一方面改善金融服务效率，另一方面也有助于银行控制风险、维持长期稳定的业务需求。

表 2：供应链融资与传统融资的主要区别

	传统融资	供应链融资
授信主体	单个企业	企业集群
抵押担保	核心资产/第三方担保	动产/货物
评级方式	主体评级	主体评级/债项评级
评级范围	企业	个体企业/供应链
银行参与	静态	动态
风险管理	实时跟踪单一企业经营状况	全面跟踪供应链整体经营状况
实际风险	较大	较小
服务品种	相对单一	相对多样
服务效率	因为程序繁琐而相对低下	因为程序便捷而相对高效
服务内容	企业单次融资需求	企业长期持续信用需求
服务作用	缓解企业短期资金压力	提升供应链整体竞争力

资料来源：《商业银行供应链金融研究》（王瑞），中信证券研究部

国际经验：供应链融资在成熟经济体的主要模式

我们参考了国际上较为成熟的供应链融资模式，根据其主导方的不同区分为三类，三类模式分别体现出各自的优势和适用范围。相对而言，商业银行主导的供应链融资具有更高的标准化程度、更广的可复制范围。

表 3：三种典型供应链融资对比

	物流企业主导模式	企业集团合作模式	商业银行服务模式
融资主导方	物流企业主导融资方案	企业集团双方平等商议	双向选择、银行提议
运作优势	网络、信息、资金优势	低融资成本和规模效应	网络以及操作经验优势
信息掌控	物流企业实时掌握信息	企业集团共享信息集团	银行主导建设信息平台
适用对象	大型物流企业与核心客户	大型企业集团之间	一般意义上的中小企业
法律要求	准入法律要求高	准入法律要求高	无法律准入限制

资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部整理

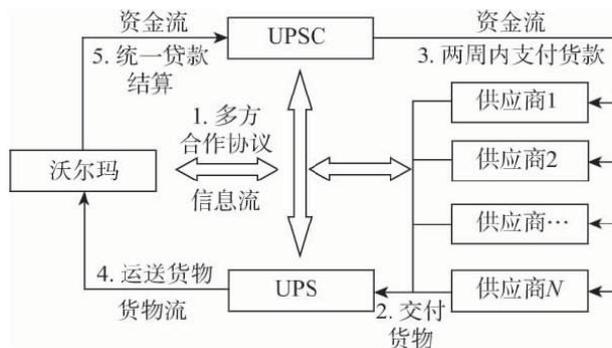
核心企业主导模式

在含有赊销条款的国际贸易中，如果买方处于强势地位，卖方往往需要垫付部分或者全额资金，到货后一段时间才能结算货款，因此资金压力非常大，供求双方关系紧张。而在物流企业主导供应链融资后能够利用自身所掌握的信息优势和客户关系优势，通过掌握抵押货物的精确信息，为面临赊账压力的客户提供了短期应收账款融资服务，并收取相应回报。

案例：美国联合包裹服务公司与沃尔玛合作

沃尔玛作为强势买方，一般要求供货商垫付全部货款，货物到岸后 30-90 天才结清款项，这对上游中小企业造成巨大资金压力。美国联合包裹服务公司（UPS）在供应链上提供金融服务，一方面保证沃尔玛能够延长账期，另一方面使供货商凭借沃尔玛的信用获取优惠利率应收账款融资，取得多方共赢的结果。

图 2：UPS 与沃尔玛的供应链金融合作



资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部整理

UPS 能够在这一供应链中发挥相关金融作用的原因包括：1) UPS 是供应链活动的直接参与者，能够避免信息不对称；2) 其下属信用部门前身是美国第一国际银行，具有专业风控能力；3) UPS 及其下属信用部门自身具有庞大的资金实力。

表 4：物流企业主导的供应链金融一般具有的特点

内容	详情	备注
融资方案	物流企业设计	包括确定融资实施过程中融资规模、融资利率以及还款方式
资金来源	物流企业（或下属财务公司）提供	只有规模庞大、网络广泛、财务运作能力强的物流企业才能实现
融资抵押物	由物流企业实质性掌控	用数字标签系统和产品信息平台掌控抵押物的实时状态，与核心企业结算后才交出货物控制权
信息渠道	物流企业建立并掌握	抵押物的变现价值与成本往往会随着状态与位置的变化而变化，物流企业需实时掌握货物的运输信息

资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部整理

企业集团合作模式

大型机械设备供应链一般而言具有单笔交易数额巨大、交易次数少、常规融资困难等特征，对买方的运营资金占用较大，也制约卖方订单数量。在企业集团合作供应链融资服务模式下，卖方企业为买方提供融资租赁、设备租赁等服务，在垫付货款的同时收取融资利息，不仅减少买方一次性付款压力、也提升卖方的销售规模。

案例：GE 供应链金融服务

在成立初期，GE 信用公司仅仅是单纯的为 GE 大型家电购买提供分期付款业务，其后业务范围开始多元化，并成为 GE 集团的核心业务（2011 年末其资产规模占 GE 集团总资产 80% 以上，位列全美前十大商业银行）。GE 信用公司主要提供三种供应链金融服务：融资租赁、存货代占和设备租赁。其中飞机租赁是最主要的业务，流程包括：GE 信用公司与航空公司签署融资租赁协议，同时向飞机制造商下单采购飞机，待飞机生产完成后交付航空公司，航空公司以营运收入按期支付租金。

图 3：GE 信用公司的供应链金融业务模式



资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部整理

以 GE 为代表的企业集团供应链融资模式主要具有下述特点：

- (1) 企业集团对产业链的覆盖本身比较齐全，供应链中的多数交易对手是自身关联方，非关联的交易对手可能来自于其他企业集团，总体而言买卖方的地位较为均等，不会出现明显的强势挤压情况，因此具有天然的长期合作伙伴特征；
- (2) 对企业集团综合管理运营能力要求较高，不仅需要控制产业和金融的双重风险，也需要有能力保持较低的融资利率，而这种核心优势一旦形成也将为企业集团带来良好回报。

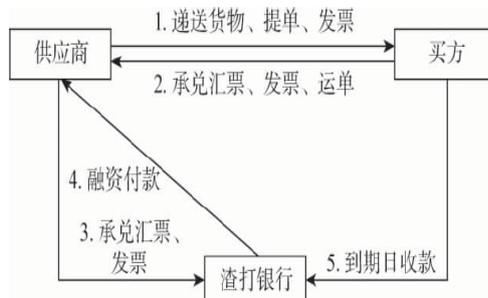
商业银行服务模式

除了供应链的强势参与方发起的供应链融资服务外，还有很多其他的供应链，这些供应链上中小企业的融资需要透过商业银行来满足。由于中小企业普遍意义上的抵押物缺乏，商业银行只能通过创新型的供应链金融服务，才能实现对此类客户的良好覆盖。

案例：渣打银行供应链金融服务

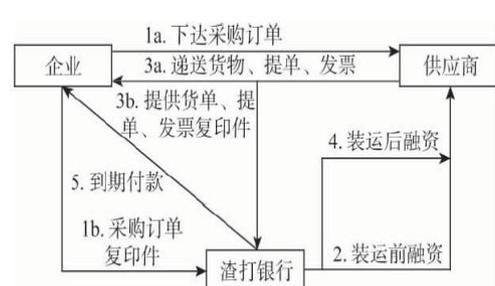
2009-2013 年，渣打银行负责供应链金融业务的现金和贸易结算部一直保持 50% 以上的增长率。渣打银行对其客户进行供应链金融服务融资时，分别制定了针对买方和卖方的融资流程，既可为买方代付货款从而既减少了其付现压力，又可为卖方提供装运前后融资，以便提前开展生产，并且对双方在同一国家内交易和跨国交易分别制定了审批流程。

图 4：渣打银行为买方提供的供应链金融业务



资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部

图 5：渣打银行为卖方提供的供应链金融业务



资料来源：《国际供应链金融三种典型模式分析》（谢世清、何彬），中信证券研究部

商业银行主导的供应链融资一般具有三方面特征：

- 1) 标准化。商业银行制订融资条件，但其融资条件的标准化程度更高，这是因为商业银行自身作为金融企业具有更高的运营效率，并且其仅是供应链的外部服务者（而并非实际参与者）。
- 2) 流程化。商业银行对供应链融资建设信息平台，其意义在于提升金融业务运营效率和通过信息平台掌握融资的分布特征（大数据），并在此基础上实现有效风险管理。
- 3) 批量化。商业银行与供应链实体处在双向选择的关系中，这决定了二者在协商与处理融资方案过程中处于基本平等的地位，也因此商业银行的供应链融资服务能够面向广泛的供应链加以复制。

我国现实：银行主导的供应链融资尝试

我国商业银行供应链融资发展至今，已经逐渐形成较为成熟的业务模式。对于此类业务启动较早的银行（平安银行、中信银行等）而言，相关业务体量已经趋于稳定，对中小微信贷产生正面贡献。我们分别以供应链金融的探索者平安银行、发展者中信银行为例，对我国商业银行主导的供应链融资进行分析。

表 5：商业银行供应链融资规模情况

	供应链融资规模	供应链融资余额	客户数
中信银行			
2010	累计融资规模 4528 亿		授信 5163 户
2014H		2265 亿元	授信 8843 户
招商银行			
2010	电子供应链金融交易 7000 亿		
2014H	电子供应链金融交易半年 9096 亿		核心客户 486 户，有效客户 2455 户

资料来源：公司财报

先发的供应链融资战略：平安银行

平安银行是我国率先尝试推行供应链融资业务的商业银行之一，相关实践在上世纪 90 年代即有开展。2006 年，平安银行在全国率先推出成体系的供应链金融服务，受到市场广泛认可，对自身业绩表现亦产生正面拉动。

表 6：平安银行供应链金融业务发展历程

时间	经营理念	代表性产品	备注
2000 年	初步覆盖供应链	票据专营	
2001 年	开始介入供应链上小企业经营	动产及存货质押授信	允许企业随时赎回部分质押物用于销售
2003 年	1+N VS N+1 模式	自偿性贸易融资	结合授信对象的上下游企业共同评判
2006 年	系统、完整的供应链金融服务模式	平安银行供应链金融品牌	将产业上下游的相关企业作为一个整体来提供融资服务
2009 年	借用互联网平台	线上供应链金融	在线嵌入核心企业的供应链电子商务平台，共享“1+N”供应链实时交易信息
2011 年	物流+金融	中铁物流合作供应链金融	

资料来源：《商业银行供应链金融研究》（王瑞），中信证券研究部

平安银行供应链金融业务的快速发展期为 2008-2011 年，客户数与授信规模的年化复合增速均达到 30% 以上，这与其“供应链金融”的先发品牌效应关联较大，也受益于电子化的互联网平台运用。其间，公司供应链金融品牌覆盖的行业逐渐扩充到钢铁、汽车、资源、橡胶、塑料、机械、化肥、纺织、建材、电子、电器、通信、食品、农产品等。

表 7：平安银行贸易融资类业务规模变化

	贸易融资客户数	贸易融资客户数年度增幅	贸易融资业务授信余额（亿元）	授信余额年度增幅	不良率
2007	3,369		792		0.52%
2008	4,380	30%	868	10%	0.05%
2009	5,738	31%	1,226	41%	
2010	7,614	33%	1,755	43%	0.29%
2011	9,921	30%	2,334	33%	0.26%
2012	9,376	-5%	2,873	23%	0.34%
2013			3,706	29%	0.28%
2014H			4,659	26%	0.23%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

平安银行供应链金融业务的核心在于对“N-1-N”的理解：1）第一个 N 在于广泛无序的中小企业融资需求，这一阶段公司主要进行撒网营销；2）第二个 1 在于准确定位供应链的核心企业并定点攻克，随后将核心企业的信用导入其上下游的中小客户；3）第三个 N 在于对核心客户和供应链的整体把握基础上推广一揽子综合金融解决方案。在当时而言，平安银行代表了供应链金融业务的最高水平，也在与大银行的竞争中取得主动，除了带来大量的有效融资需求、结算性存款等常规业务外，还撬动了资产托管、咨询顾问等手续费的高速增长。

基于总对总业务模式的供应链金融

如果说平安银行的供应链金融业务是在多年服务中小企业的过程中萌生，那么中信银行对供应链金融的布局主要是基于其传统强项：总行层面的对公业务。在实际操作过程中，中信银行总行统一授信锁定核心企业，通过行内三大平台（类似于事业部）的合力支持，打通目标企业供应链上下游，吸纳相关企业进入供应链融资体系。中信银行的核心竞争力，在于天然紧密的核心企业关系，并且将供应链融资作为帮助核心企业发展的一个环节，实现总对总层面的共赢。

案例：神龙汽车经销商

由于汽车下游经销商需要垫付较大数额资金，汽车销售周期长、回款慢，经销商在汽车完成销售之前资金高度紧张，垫付能力存在不足。中信银行出面与神龙汽车协商，决定由神龙汽车为 4S 经销商担保，中信银行提供融资。若经销商违约，神龙汽车/中信银行分别承担 15%/85% 的信用风险；并要求神龙汽车调剂经销商库存压力。在一年时间内，神龙汽车销售规模增长 30%。

对中信银行而言，供应链金融业务带来的效益增量可能超过其他银行，这是因为：1）供应链金融业务存款派生能力较好（超过 50%），中信银行负债结构严重失衡；2）供应链金融有助于应对核心企业客户脱媒趋势，而脱媒恰好是中信银行大客户战略最大的挑战之一；3）供应链金融有利于开拓增量中小企业信贷市场，这是中信银行的明显短板。

其他银行在供应链金融领域的探索

平安银行与中信银行代表我国商业银行积极探索供应链金融的两个典型。除此之外，其他一些全国性商业银行也顺应时势推出了供应链金融性质的金融产品，包括新的授信模式、客户关系管理模式等。

表 8：平安银行供应链金融业务发展历程

银行名称	产品名称	提出时间	产品特点
广发银行	物流银行	2003 年	以质押业务为主打产品
招商银行	电子供应链金融	2004 年	着眼于提供便利快捷的电子银行服务
民生银行	特色贸易金融	2005 年	事业部前身（石油、机电、冶金、交运）四大重点行业

银行名称	产品名称	提出时间	产品特点
浦发银行	企业供应链融资解决方案	2007年	融合供应链融资、电子化服务、离岸银行服务
华夏银行	融资供应链	2007年	七大产品链条，服务类别全面
兴业银行	“金芝麻”供应链金融	2008年	定位中小企业

资料来源：《商业银行供应链金融研究》（王瑞），中信证券研究部

供应链融资在农村金融中的意义

农村金融业务面临的现实困难

农村金融是全球金融业公认的难点。尽管全球范围内有诸多非政府组织运营的农村小额贷款补充机构，但据专家估计其中不足 1% 具有财务可持续性（《供应链金融在农村金融机构服务的应用研究》，王影）。我国银监会 2006 年提出建立现代农村金融制度，但尚未克服农村金融先天困难，具体而言主要包括：

- 1) 金融服务成本高。农村地区中低收入阶层、贫困农民及中小企业占较大比例，故农村金融业务单笔贷款金额小、笔数多、周期长、回收慢，相对而言金融机构服务成本更高。
- 2) 金融资产风险大。农村人群缺乏有效的担保品、农业生产经营同时受自然灾害风险和经营风险的双重威胁、农村的信用环境较差等多方面因素导致农村金融风险相对较高。

开展供应链金融可能存在的意义

如果将供应链金融业务导入现有的农村金融服务框架，可能存在的促进和改善意义主要在于：

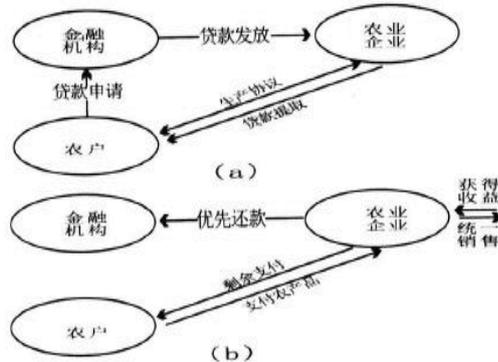
- 1) **拓宽服务范围，增加盈利空间。**农村金融机构采取供应链金融，可借助农产品种植—加工—销售这条供应链间核心企业与中小企业或农户的业务关系，如龙头企业以赊销生产资料、预付农产品应付购款、转让应收账款、存货等向农户提供商业信用，或责任捆绑方式等方式授信，将资金注入到相对弱势的农村中小企业、合作组织和农户，从而既扩大自身的盈利空间，同时缓解农村地区融资难的问题。
- 2) **降低相关金融业务风险。**首先，通过资信捆绑使核心企业对链上企业承担了连带责任，促进核心企业与供应链上的中小企业或农村经济组织形成战略协同关系，在经营过程中监督、帮助改善链上企业的经营，降低供应链经营风险的同时，降低银行信贷风险；其次，在供应链金融运作中，银行不仅仅是资金的提供者，也是与供应链上下游有着紧密关联的关联体，这有助于对企业的物流、信息流和资金流进行全方面了解、跟踪，从而巩固银企合作关系及降低风险；最后，打破了行业限期和地域界限，克服微型信贷因客户集中产生的风险。
- 3) **完善微型金融的局限性。**一方面有助于引导农户将资金投向有发展潜力的农业项目中，使金融机构的资金配置在农业供应链上，促进农业规模化、现代化发展；另一方面有助于将分散的农户集中，从而将小额贷款集中办理、管理，降低金融机构放贷成本。

农村供应链金融的真实案例

理论上讲，农业供应链金融借助农业企业信用为农户贷款进行信用增级，这就构成了“企业+农户+金融机构”的最简单、最原始供应链生态系统。但在实际运作中，由于各地方的条件千差万别，对供应链金融的需求也各不相同，因此往往会根据具体情况融入监管、担保、科技、财政等多种元素，引入农业园区、担保公司、农村合作社、科研院所、政府等第四方的参与，形成灵活多样的农业供应链金融模式。

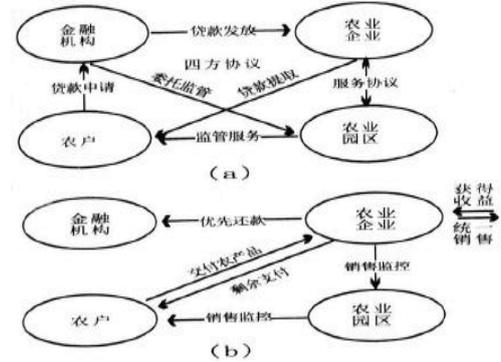
- 1) 图6是简单的三方合作模式：农户经由农业企业推荐，向金融机构提交贷款申请，农业企业对农户贷款提供担保、并对贷款资金进行统一的调控与管理，通过资金的封闭式流动而提升贷款的安全性。
- 2) 图7是引入农业园区作为第四方的合作模式：金融机构在信用评估基础上，为农户提供融资授信、并与农业园区签订委托监管协议，由农业园区对农产品的生产和销售进行监管和控制；农户利用农业园区的资源与技术优势，在农业企业的统一指导下进行日常的农业生产，产品集中交付农业企业负责销售。产业园区的引入，既通过对农产品的生产与销售进行监管，确保物流、资金流的全封闭运行，还可以形成预防农户恶意拖欠、提供统一质量标准、引进外部先进技术等补充功能

图6：企业+农户+金融机构合作模式



资料来源：《农业供应链金融的运作模式及收益分配探讨》（胡国晖），中信证券研究部

图7：企业+农户+园区+金融机构合作模式



资料来源：《农业供应链金融的运作模式及收益分配探讨》（胡国晖），中信证券研究部

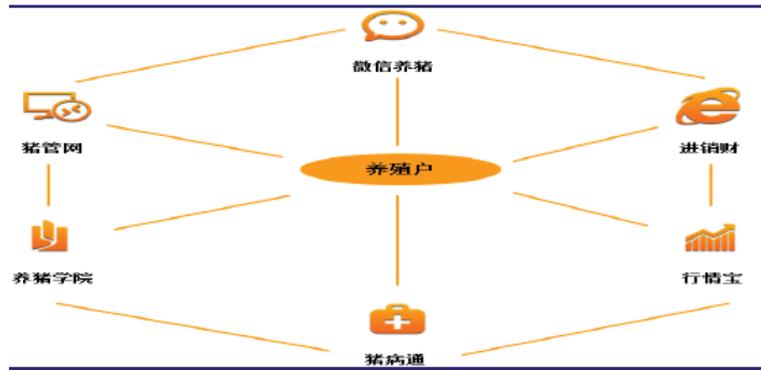
农村供应链金融的产业先驱：大北农

大北农供应链金融业务现状

大北农集团是以邵根伙博士为代表的青年学农知识分子创立的农业高科技企业，集团产业涵盖饲料、动保、疫苗、种猪、生物饲料、种业、植保等方向，其中饲料产品占上市公司2013年收入的94%。公司成立以来一直坚持科技兴农理念，代表中国饲料行业最高科技水平。

在与养殖户的长期合作中，大北农逐渐探索出一套能够实现共赢的养殖行业生态系统，即围绕养殖户，导入猪管网、进销财、养猪学院、行情宝、猪病通和微信养猪等多种功能，搭建完全信息共享平台，并在此平台上提供多种增值服务。

图 8：大北农养殖行业生态系统



资料来源：公司网站，中信证券研究部

大北农从事的供应链金融业务，正是基于上述平台的信息采集，通过大数据分析和处理对养殖客户进行资信评级，并凭借这类资信评级帮助客户争取银行信贷类融资。2013 年，公司向合作银行推荐的数百位农户合计融资 3.5 亿元，其中并无任何一例违约。与此同时，公司还推广了附加在供应链上的其他金融服务，包括支付结算（与银联商务合作）、财务核算（进销财业务）等。

我们认为，大北农基于自身对核心业务的深入理解、对客户群体的准确把握、对大数据的高频采集，改善金融行为中的信息不对称特征，强化零散中小融资者的资信评级，并据此导向融资类业务，这种模式符合供应链融资的本质特征，即使出资人并非大北农自身（而是通过合作银行），实际上也可视为企业集团主导的供应链金融生态。

未来与商业银行可能的合作方式

我们认为，大北农已经初步建立完整的供应链体系，涵盖了产品销售、客户培训、信息收集、决策服务等多个层面。在这一供应链中，大北农虽然处在上游环节，但由于自身体量庞大，在供应链中相对强势，能够扮演主导角色。其中，对中小客户的金融服务，可能成为增值服务中具有利润贡献度的重要业务。大北农自身并不具有金融服务职能，我们认为在金融业务方面投入过多资源亦不符企业科技农业的原始定位，因此与商业银行的合作空间较为广阔，包括：

- 1) 授信类业务：主要体现在为供应链参与方提供融资，大北农通过交易数据等提供信用增级，银行提供授信额度和融资便利；
- 2) 结算类业务：主要体现在对中小客户提供基础账户服务，银行可通过与大北农的战略合作打开这一市场；
- 3) 托管类业务：主要体现在现金管理等方面，银行嵌入大北农主导的供应链，能够自然获取此类业务。

图 9：大北农智慧金融模式



资料来源：公司网站，中信证券研究部

风险因素

宏观经济金融环境恶化对银行经营的挑战

如果出现宏观经济超预期下滑则会对资产质量乃至盈利增长带来挑战，需重点关注制造业中小企业和产能过剩领域企业的资产质量变化，以及长周期内经济企稳和企业经营恢复的稳定性。

投资策略：长期逻辑稳定，关注优质公司

我们认为，供应链融资类业务为商业银行介入农村金融这一蓝海市场提供了良好的切入方式，在供应链金融领域具有先发优势、科技优势、管理优势的银行（如平安银行），有望受益于此类业务带来的客户群体扩大和资产风险改善。而从市场层面看，监管层对杠杆资金入市的审慎态度，可能阶段性制约增量资金流入板块的速度；但长期而言，金融风险化解的核心逻辑依然稳定成立，建议投资者等待短期行情平复后再进行配置。个股层面建议结合公司战略，重点关注催化剂鲜明、具有中期上行空间的兴业银行（大金融平台+投行化转型）、浦发银行（上海国资金融平台+互联网金融）和平安银行（综合金融转型），同时关注受益于人民币国际化的中国银行（海外业务+“一带一路”）。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。