

农产品(000061.sz)

未来中国农产品供应链体系的主导者!

杨志清 分析师

电话: 021-68828417

eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020011

为什么公司业绩屡次低于预期, 我们仍然有信心?

虽然公司的利润一直低于市场预期, 但是 (1) 公司市场网点的规模和数量一直在扩张, (2) 公司贸易规模处于持续稳健上升的趋势, (3) 政府对行业大力扶持, (4) 公司积极推进网络化、信息化和标准化的态度, 给予了我们继续给予“买入”评级的信心。

更强的信心源于我们对产业发展方向的深刻理解

从产业发展的角度, (1) 要大规模降低流通成本, 必须要将流通体系中的“四流”分离并各自专业化, (2) 要实现食品安全监管、农产品流通的可追溯, 则必须经营主体要在横向和纵向高度整合。

公司以最大的贸易规模、最大的物流网络、国资背景和政府支持, 全面向供应链服务升级, 建设全国农产品流通体系。公司未来有望携物流优势, 最终成为农产品供应链的主导者。

理想和现实之间, 还有哪些鸿沟需要逾越?

按照建设全国农产品流通体系的需要, 公司还需要 (1) 大力扩展一级农产品物流枢纽, (2) 引进物流和电子商务行业的领军人物, 并 (3) 吸引资金。以上任一项能够取得突破, 都将对公司形成催化剂。

未到收获季节, 安全边际在哪里?

公司目前正处于扩张期, 体系建设并没有完成, 未到收获的季节。我们认为, 此次定增 25 亿, 定增价格不低于 16.65 元, 国资委现金参与认购, 考虑到国资的保值增值, 目前的股价就在安全边际附近。

风险提示

市场扩张低于预期、网络化联结和信息化低于预期, 国家政策发生变化。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,245.95	1,370.82	1576.44	1812.90	2084.84
增长率(%)	-2.66%	10.02%	15.00%	15.00%	15.00%
EBITDA(百万元)	272.83	135.00	119.80	169.20	171.00
净利润(百万元)	85.19	276.95	649.00	715.00	800.00
增长率(%)	60.53%	225.10%	134.29%	10.16%	11.89%
每股收益(元)	0.111	0.360	0.840	0.930	1.040
市盈率	125.27	48.86	18.80	17.00	15.20
市净率	3.70	4.40	3.30	2.70	2.30
EV/EBITDA	36.10	93.40	93.40	57.90	53.20

数据来源: 深圳市农产品股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.83
目标价格(元)	24.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-9.52%	-9.71%	6.41%
沪深300	-7.46%	-8.80%	6.54%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

768.51/649.25

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%

财务比率

ROE	9.00%
ROA	4.79%
资产负债率	58.54%
每股净资产(元)	4.01

2010 年报数据

目录索引

一、为什么业绩屡次低于预期，我们仍然有信心	3
（一）营业网点数量和规模一直在扩张	3
（二）贸易规模持续处于稳健上升趋势	5
（三）政府对行业大力支持	5
（四）公司积极推进网络化、信息化和标准化的态度	6
二、更强的信心源于我们对产业发展方向的深刻理解	7
（一）高物流成本下，“四流”相互分离的体系效率最高	7
（二）食品安全监管，需要高度整合的主体才可实现全程可控和可追溯	7
（三）谁最有可能承担这一重任？公司的可能性最大	7
（四）公司未来可能携物流优势，成为整个农产品供应链的主导者	8
三、现实和理想之间还有哪些鸿沟需要逾越？	11
（一）一级农产品物流枢纽的全国布点	11
（二）物流和电子商务方向的专业人才的加盟	11
（三）资金	11
四、未到收获的季节，安全边际在哪？催化剂在哪？	11
五、风险提示	12

图表索引

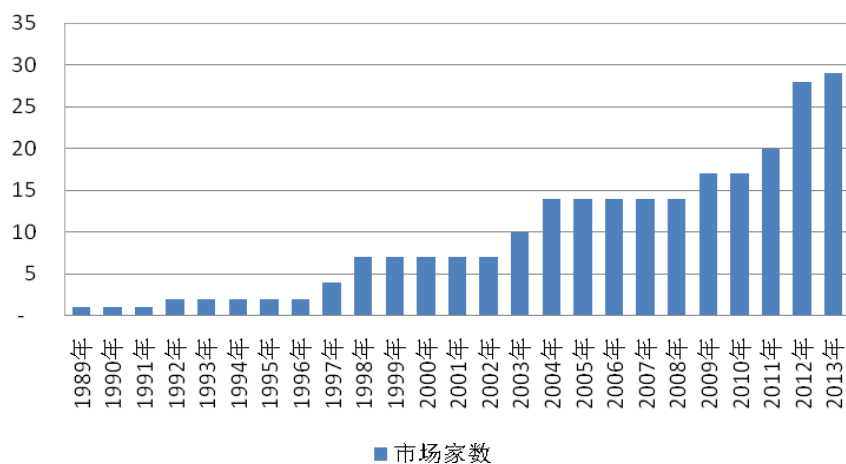
图 1：公司 25 家实体市场在全国分布	3
图 2：公司市场网络不断扩大，2015 年计划达到 50 个	4
图 3：公司权益土地面积不断扩大	4
图 4：市场平均占地面积迅速扩大	4
图 5：公司贸易额已经突破千亿，占全国规模市场总量的 10%	5
表 1：我国历年来中央文件当中涉及农产品物流的相关内容	5
图 6：我们预计农产品未来的业务层次图	9
表 1：我国历年来中央文件当中涉及农产品物流的相关内容	5

公司上市已经14年，经营业绩屡次低于预期。2010年经营性净利润为-2600万，2011年1季度净利润仅为1700万元，ROE仅为0.36%。利润是衡量公司成长的重要指标，虽然利润总是低于预期，为什么我们仍然在坚持跟踪并研究公司，且仍然有信心给予“买入”评级呢？

公司最近几年一直在快速扩张市场，一个是数量，二是规模。目前已经拥有31家市场，其中实体市场25家，电子商务市场6家，遍布全国15个省级行政单位。并且实体市场的规模有不断扩大的趋势，已经由原来的几十亩、几百亩，上升到千亩以上。根据公司的规划，“十二五”期间将使全国的实体市场数目再翻一倍达到50个。

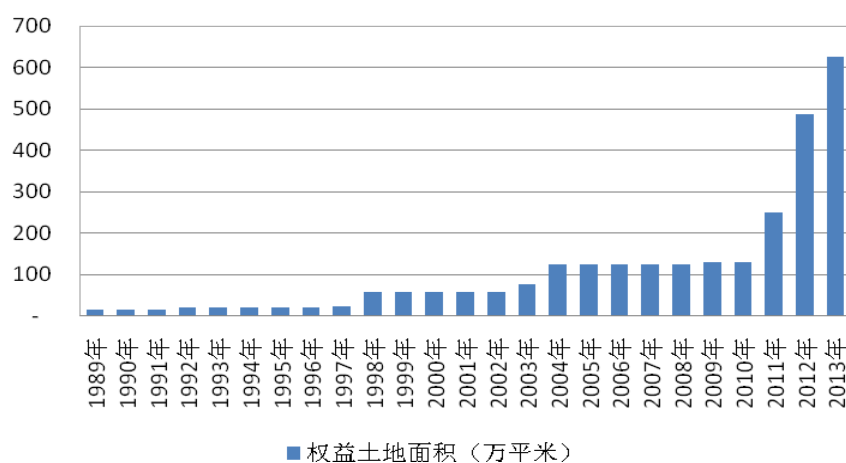
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 2：公司市场网络不断扩大，2015年计划达到50个



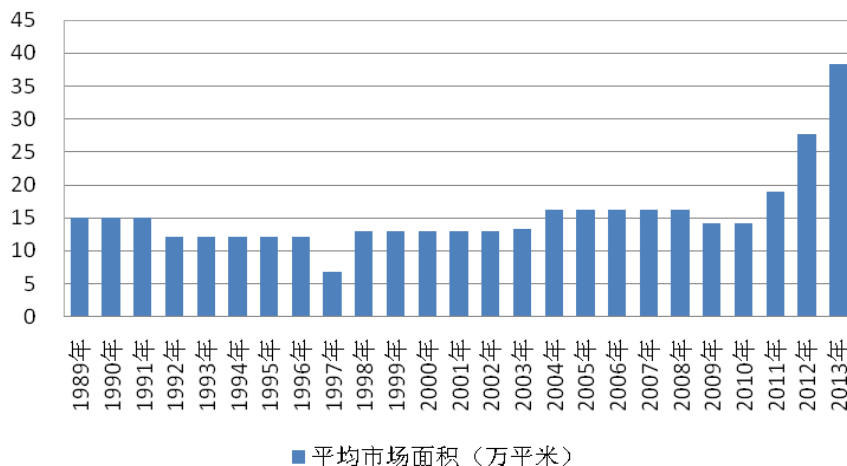
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 3：公司权益土地面积不断扩大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 4：市场平均占地面积迅速扩大

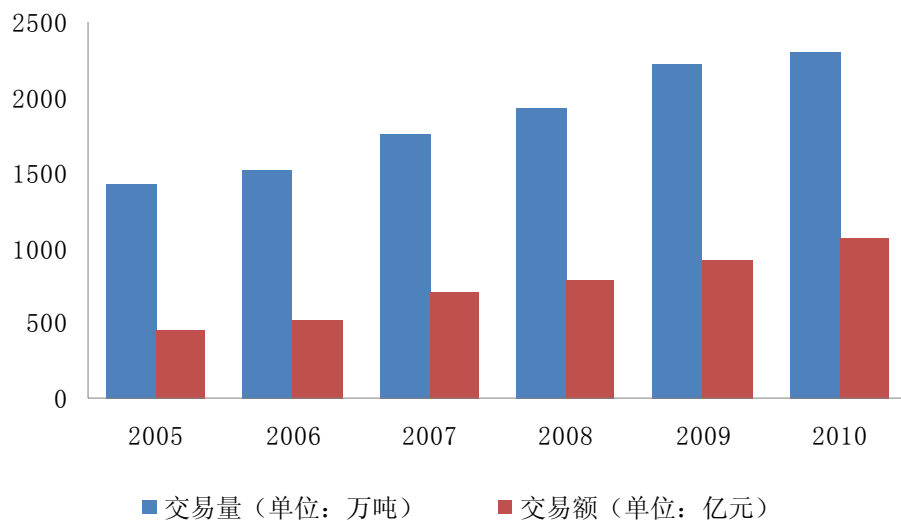


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）贸易规模持续处于稳健上升趋势

公司的贸易规模一直持续稳健增长，交易额复合增速18.6%，交易量复合增速10%。2010年该两项指标分别达到1060亿元和2300万吨，占全国规模以上市场交易额总量的10%。目前公司拥有4万稳定的批发商，每日4万辆车进场，每日交易人次达20万。公司“十二五”期间计划继续全力推进实体市场和网上交易市场的繁荣，规划2015年实体市场交易额达到1500亿元；现货网上交易额达到1000亿。

图 5：公司交易额已经突破千亿，占全国规模市场总量的10%



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

（三）政府对行业大力支持

我国在政策上对农产品流通体系的建设发展一直是采取鼓励的态度。2006年以来的中央一号文件连年提到农产品流通体系的建设问题。为了进一步支持重点农产品批发市场建设和升级改造，商务部正在组织编写《农产品批发市场“十二五”发展规划》。

表 1：我国历年来中央文件当中涉及农产品物流的相关内容

时间	政府文件	农产品物流相关内容
2006 年	《中共中央关于推进社会主义新农村	加强农村现代流通体系建设，积极推进农产品批发市场升级

	建设的若干意见》	改造，促进入市农产品质量等级化、包装规格化。
2007 年	《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	建设农产品流通设施和发展新型流通业态。采取优惠财税措施，支持农村流通基础设施建设和物流企业发展。要合理布局，加快建设一批设施先进、功能完善、交易规范的鲜活农产品批发市场。
2008 年	《党中央国务院关于加强农业基础设施建设若干意见》	加强农村市场体系建设。建立健全适应现代农业发展要求的大市场、大流通。继续实施“万村千乡”、“双百市场”和“农产品批发市场升级改造”等工程，落实农产品批发市场用地按工业用地对待的政策。
2009 年	《中共中央国务院关于促农业发展农民增收若干意见》	加强农产品市场体系建设。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。
2010 年	《国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	健全农产品市场体系。统筹制定全国农产品批发市场布局规划，支持重点农产品批发市场建设和升级改造，落实农产品批发市场用地等扶持政策，发展农产品大市场大流通。
2010 年	国家发展改革委印发《农产品冷链物流发展规划》	一是推广现代冷链物流理念与技术，二是完善冷链物流标准体系，三是建立主要品种和重点地区农产品冷链物流体系，四是加快培育第三方冷链物流企业，五是加强冷链物流基础设施建设，六是加快冷链物流装备与技术升级，七是推动冷链物流信息化。

数据来源：国务院各部委，广发证券发展研究中心

2011年5月，央视以菜价贵为引子，播出了《聚焦物流顽症》的系列节目，炮轰物流体系，其中重点提及的就是农产品的物流体系导致“菜贵伤民”和“菜贱伤农”，这为加快全国农产品流通网络的发展提供了契机。

公司作为唯一一家在国内A股上市的农产品流通企业，不仅受益于国家的政策扶持，并且还受到国家领导的重点关注。

- 5月12日，中共中央政治局委员、广东省委书记汪洋，广东省省长黄华华等前往公司考察指导工作。汪洋对公司在农产品流通产业转型升级的探索和建立的以“四个中心”为主体的网络化运营体系予以肯定，并鼓励农产品公司建成农产品现货交易所。

（四）公司积极推进网络化、信息化和标准化的态度

- 公司不仅仅在不断扩张全国性的实体网络，还一直努力想要实现各物流园之间的全面联通，推进网络化建设。
- 公司2010年年底成立了客服中心，帮助客户异地营销，实现多地产销市场的联动。
- 2011年，为加快推进公司“网络化”发展战略贯彻落实，公司出台《推进“电子结算、会员制管理、互联互通”三项网络化基础工作奖励办法》，以每项100万元的奖励额度重奖功臣。而且，突出两个特点“增长性”和“创新性”，以期能够快速推动“网络化”战略和绿色交易。

二、更强的信心源于我们对产业发展方向的深刻理解

（一）高物流成本下，“四流”相互分离的体系效率最高

“四流”指的是物流、商流、信息流和资金流，是供应链中的四个基本要素。对于农产品而言，显然属于对运输成本很敏感的易腐大宗货物。按照传统的贸易方式，现场成交、现场提货、现场付钱，这样每经手一次，都将产生物流、配货、验货需求，并产生贸易成本。此外，由于信息的不对称和现金交易的限制，还极易导致交易价格失真、区域供需失衡和单笔交易规模无法做大。这就是目前的农产品流通体系时常出现“菜贱伤农”和“菜贵伤民”的根本原因。

“四流”分流，是指将物流、商流、信息流和资金流分别独立出来，用现代化的手段按照效率最高的方式分别组织。

- 信息流，通过网络信息平台发布各种供求关系。
- 商流，通过电子商务平台，采用最合适的交易形式（如集合竞价、拍卖等）进行贸易撮合，并在相应的交易系统中成交。
- 资金流，在一个独立体系中，按照贸易的反方向，在不同的帐户之间划转，实现资金的流动。
- 物流，无论贸易经过多少次换手，产品都按照物流行业最经典的集疏运-干线运输体系，从产地往销地进行运输，在物流节点等待最终消费者提货或进行配送，这对对运输成本很敏感且易腐的农产品尤其重要，能够显著降低物流成本。

为实现“四流”的分流，显然流通体系需要高度的专业化，整体信息化程度要求较高、资金监管要求较严、物流组织要求专业化。而这也正是目前政府一直在大力提倡的推进物流行业信息化、现代化，是物流行业的发展方向。

（二）食品安全监管，需要高度整合的主体才能实现全程可控和可追溯

食品安全可追溯性，是确保食品安全的有力保障与有效手段。为了实现食品安全的可追溯，首先需要一条可以将农产品流通过程当中所经历各环节的食品安全相关信息串联并搜集起来的信息链条。

物流系统在提供商品流转功能的同时，也将农产品的生产者、加工经销商、与最终的消费者连接在了一起。把电子信息技术整合到物流系统当中后，将农产品实物流转涉及到各个环节的食品安全信息搜集到一起，形成信息流，就可以实现食品安全信息的可追溯性。

但是，这就要求物流体系首先进行高度的整合。这里的整合涉及到两层意思，一是横向整合，二是纵向整合。横向整合意味着行业要有一定的集中度，一个碎片般的市场，显然想进行食品安全监管只能是有心无力。纵向整合意味着经营主体的信息链要能够向上延伸到源头，向下延伸到终端，如果做不到，信息链仍然是断的，无法实现可追溯。

（三）谁最有可能承担这一重任？公司的可能性最大

农产品贸易的所有环节中，显然物流是瓶颈，我们在前面已经提过，这是由于农产品的大宗易腐特征所决定的。农产品物流环节中，运输门槛很低，目前我国是由无数分散的单元来操作的，基本属于碎片市场，由于诚信体系的缺失，根本无法进行整合。剩下的只有围绕仓储、中转、分拣的农批市场最有可能进行整合，联结成网，承担起农产品高效、安全流通的重担。

目前的大型农批市场，比较知名的有两家，一家是A股的上市公司农产品，一家是

拟在香港上市的地利控股。两家的情况我们对比分析如下：

- 市场网络方面，农产品领先

农产品拥有25家实体市场（开业13家，在建12家），加上虚拟市场已经31家，遍布全国大部分省份，贸易额占全国10%。而地利控股旗下主要是山东寿光市场，寿光市场仅局限寿光一地，到目前还没有跨出异地扩张的步伐。异地扩张需要得到地方政府的支持，并且还要处理和当地现有市场的关系，难度较高，因此寿光在网络方面远远落后。

- 经营品种方面，农产品领先

农产品经营品种包括所有的农副产品，如蔬菜、水果、粮食、海鲜、肉禽蛋等，还有专业的批发市场，如北京大红门海鲜批发市场，专门批发海鲜。而寿光市场仅经营蔬菜类，品种比农产品要少的多，寿光主要是蔬菜产地市场，开发新品种需要拓展异地的产区来源，难度并不小。因此在经营品种上明显落后于农产品。

- 信息化和交易制度方面，地利控股领先

农产品由于品种较多，又覆盖面广，信息化和佣金制正处于推进阶段，虽然也做了很大的努力，如建立了伊谷网、糖网等电子商务平台，但是一些老市场的升级比想象的要困难，佣金制和租金制并存，但是在新市场将全面推行信息化和佣金制。而寿光作为单一品种的单一市场，信息化程度较高，基本实现电子盘和佣金制。这一点寿光领先于农产品。

- 金融衍生服务方面，两者相差不大

农产品早已成立担保公司，且和农行签署合作协议，能够为客户提供小额贷款担保，而且充值卡模式也一直在推广之中，因为这不是由主观意志决定的，现金已经无法完成大批量的交易，必须要采用电子交易，必须就要使用充值卡。寿光也采用了充值卡，这点两者相差不大。

- 股权方面，农产品略胜一筹

农产品是由深圳国资委控股的企业，此前还是寿光市场的控股股东，国资背景使得公司在扩张过程中具备较大的优势，所以公司拿的土地面积越来越大，天津6000亩，武汉1万亩。而地利控股的股东背景是私营，相比来说农产品没有明显优势，而此前聚焦市场眼球的私募黑石也已经推出。因此农产品略胜一筹。

- 最终观点：农产品更胜一筹

农产品在网络化和体量方面均处于全国的领先地位，而且在网络扩张方面，具有排它性（政府在一个地方同时批两块巨大土地的可能性较小），并且公司在整合资源、引进人才、跑马圈地、提升信息化水平、开展金融衍生服务方面一直处于非常积极主动的状态，很多已经取得进展。相比之下寿光市场还只是处于规划阶段。而在融资手段方面，农产品已经上市多年，地利控股只是快要IPO，农产品也不逊色于寿光。因此我们的看法是，从产业竞争的核心优势来看，还是农产品更胜一筹。

（四）公司未来可能携物流优势，成为整个农产品供应链的主导者

根据公司“做农产品流通产业转型升级探路者”的目标，公司计划在“十二五”期间，继续加大农产品流通产业转型升级力度，建成三个交易平台：一是实体市场交易平台，全国绿色批发市场数量2015年50个，交易额1500亿元；二是现货网上交易平台，建立全国优势农产品流通标准与交易体系，现货网上交易额达到1000亿；三是供应链增值服务平台，供应链会员服务金融、物流、冷链板块延伸、互动。从而建成具有重要影响力的多品种、多层次、多模式的农产品交易所。

公司今年又公开提出年度工作重点是“3+1+1”，“3”即电子结算、会员制管理和互联互通的推行，两个“1”分别是海吉星标准推行及信息化建设。并给予有重大贡献者单项

100万元的重奖。

根据我们上文对产业发展方向的分析，以及公司的十二五规划、今年的工作重点，我们认为公司未来可能携物流优势，成为整个农产品供应链的主导者。我们预计公司未来的业务层次图如下所示。

- 一级农产品物流枢纽为核心的物流平台

这是公司所有其他业务层次的基础，掌握了实体的物流枢纽，才能汇聚大量的客户与贸易，才能为货物的交割和检验提供场所，并为电子商务提供线下支持。没有掌握物流平台，货物的交割无法完成，或者将受制于人，并将与其他电子商务公司陷入血战。

- 涵盖B2B和B2C业务的电子商务平台

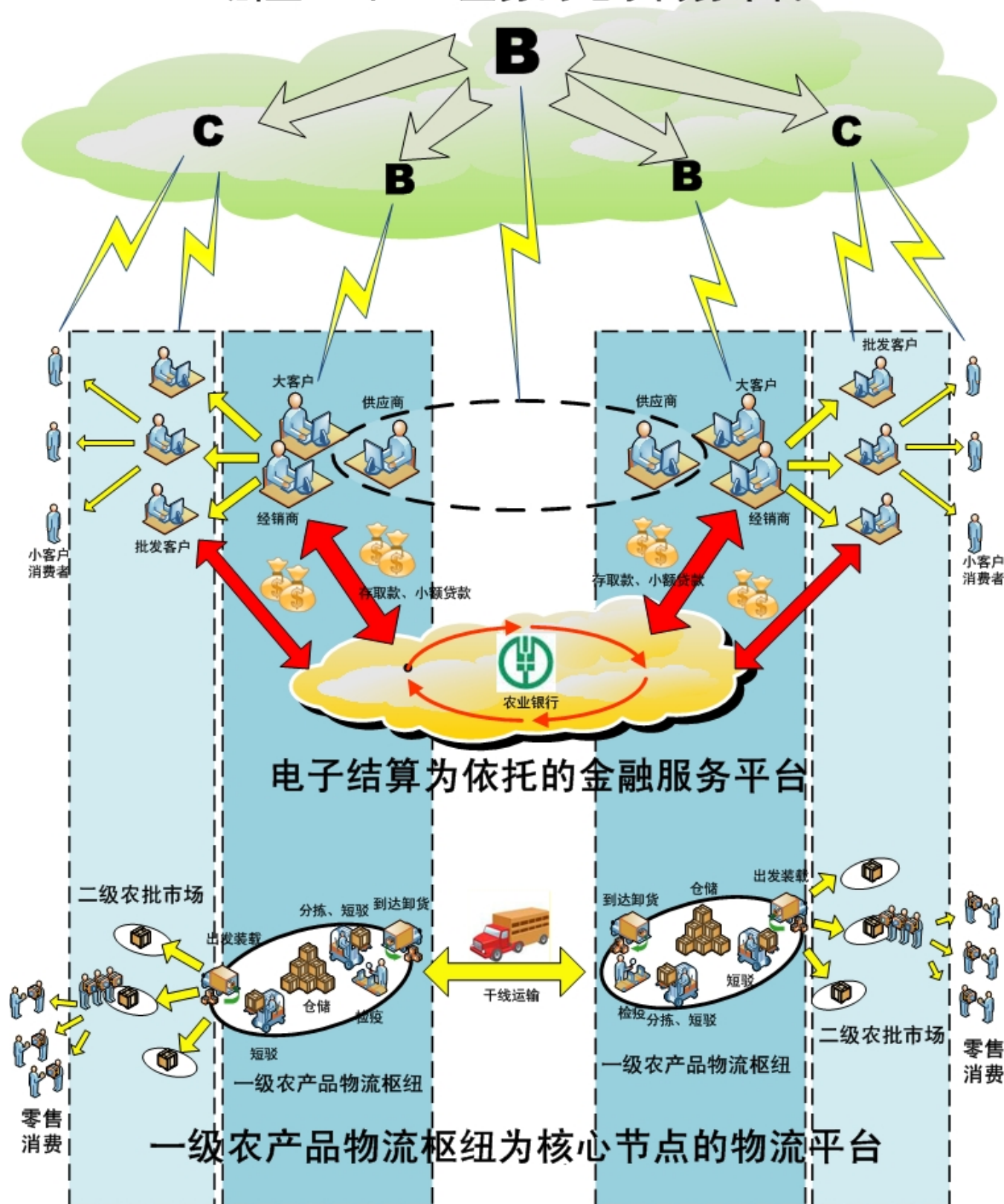
这是贸易的发生层，各种信息在这里进行交汇，交易在这里被反复撮合，实现需求和供给的最有效匹配，避免价格失真。

- 电子结算为依托的金融服务平台

资金在这个平台上按照交易相反的方向进行流转，并由银行来进行实际的监管，保证资金的安全和效率。同时还可以给客户提供担保融资服务，支持交易的产生。

图6：我们预计农产品未来的业务层次图

涵盖B2B和B2C业务的电子商务平台



数据来源：广发证券发展研究中心

三、现实和理想之间还有哪些鸿沟需要逾越？

愿景固然美好，但是理想和现实之间还是有很多鸿沟需要跨越的，我们认为，当这些瓶颈能够被突破的时候，就是公司真正成为农产品供应链主导者的时候。

（一）一级农产品物流枢纽的全国布点

上文已经提到过，一级农产品物流枢纽是所有其他业务开展的依托，而公司目前的市场中，可能具备这种功能的只有天津市场和筹划中的武汉市场，因为需要巨大的规模，而其他市场则多少有些吃力。这就需要公司去全国大规模的拿地，或者对现有市场进行改扩建。从公司近三年的扩张进度来看，我们认为目前这一趋势应该还是比较明确的，所需要的则是时间。

（二）物流和电子商务方向的专业人才的加盟

公司此前主要是进行市场管理，随着发展战略的转变，特别是向专业的农产品供应链服务模式升级后，人才比较缺乏。尤其是物流和电子商务，都是非常专业的领域，没有优秀领军人物的加盟，快速推进相关业务会比较困难。虽然公司也开展了一些相关的工作，但是与目前市场上相对成熟的物流公司和电子商务公司相比，差距还是比较大。

我们认为，公司如果能从市场引进一批优秀的人才，并借此培养后备专业人才梯队，将极大的拓展公司的成长空间和加快成长速度，进一步加大与其他竞争者的差距。

（三）资金

物流平台的建设资金需求较大，不光是土地，还有相应的配套设施开发。天津一个市场就需要投资22亿，广西则需要投资10亿，虽然公司这次融资25亿元，但是基本只够两个市场的资金需求。后续继续加大市场的扩展，包括市场的连接，资金需求较大。公司还需要不断获得资金支持。

四、未到收获的季节，安全边际在哪？催化剂在哪？

公司目前正处于扩张期，体系建设并没有完成，目前旗下25家实体市场还有一半没有进入正常经营期，且老旧市场的管理模式比较落后，因此短期内仅有平湖市场的档位销售可以贡献利润，公司的经常性业务收益还是难以达到市场的要求。

我们认为，这种需要积累客户和人气的行业，急于盈利虽然能实现短期收益，但是却对长期的发展是有害的。例如，支付宝到目前用户超过2亿，仍然不盈利，而贸易额过万亿的淘宝网，也是不盈利。显然比盈利更重要的事情，那就是培育和垄断市场。

目前未到收获的季节，股价安全边际在哪里呢？我们认为，此次定增25亿，定增价格不低于16.65元，国资委现金参与认购，考虑到国资的保值增值，目前的股价就在安全边际附近。而我们前面提到的三项瓶颈，即全国的网点、专业的领军人才和资金，如果能够有所突破，任一项都将成为催化剂。

五、风险提示

市场扩张低于预期、网络化联结和信息化低于预期，国家政策发生变化。

资产负债表

单位：百万元

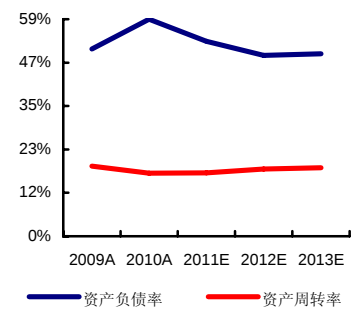
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,921	4,084	4,333	5,534	6,829
货币资金	2,212	3,171	3,370	4,463	5,597
应收及预付	619	810	861	959	1,103
存货	82	95	102	112	129
其他流动资产	7	8	0	0	0
非流动资产	4,090	5,029	5,011	5,074	5,143
长期股权投资	309	526	526	526	526
固定资产	1,501	1,666	1,543	1,421	1,299
在建工程	705	911	1,134	1,349	1,568
无形资产	966	1,198	1,168	1,140	1,112
其他长期资产	610	728	639	639	639
资产总计	7,011	9,113	9,343	10,608	11,971
流动负债	2,775	4,621	4,290	4,026	4,749
短期借款	912	1,764	1,764	1,200	1,500
应付及预收	1,235	2,194	2,525	2,826	3,249
其他流动负债	628	663	0	0	0
非流动负债	768	714	627	877	1,017
长期借款	449	427	627	877	1,017
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	320	287	0	0	0
负债合计	3,543	5,335	4,917	4,902	5,766
股本	769	769	769	769	769
资本公积	1,652	1,630	1,630	1,630	1,630
留存收益	465	681	1,329	2,044	2,843
归属母公司股东权益	2,885	3,079	3,728	4,442	5,242
少数股东权益	583	699	699	699	699
负债和股东权益	7,011	9,113	9,343	10,044	11,707

利润表

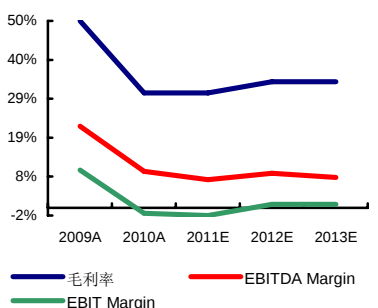
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1246	1371	1576	1813	2085
营业成本	621	948	1090	1200	1379
营业税金及附加	35	39	45	52	60
销售费用	171	68	158	181	208
管理费用	292	335	315	363	417
财务费用	40	50	37	31	35
资产减值损失	95	34	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	204	420	840	830	950
营业利润	196	315	771	817	935
营业外收入	80	50	123	165	160
营业外支出	68	29	29	29	29
利润总额	208	336	865	953	1066
所得税	51	57	216	238	267
净利润	156	279	649	715	800
少数股东损益	71	2	0	0	0
归属母公司净利润	85	277	649	715	800
EBITDA	273	135	120	169	171
EPS (元)	0.11	0.36	0.84	0.93	1.04

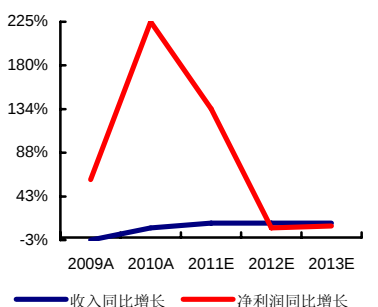
资产负债率趋势



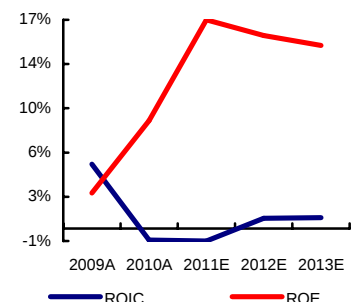
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

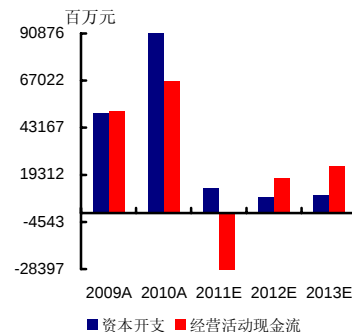
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	517	663	-284	173	234
净利润	156	279	649	715	800
折旧摊销	146	155	152	151	150
营运资金变动	282	557	-321	192	263
其它	-69	-329	-763	-885	-979
投资活动现金流	-332	-490	714	751	862
资本支出	-504	-909	-126	-79	-88
投资变动	156	159	840	830	950
其他	17	260	0	0	0
筹资活动现金流	406	845	-231	169	38
银行借款	3,409	3,218	200	250	140
债券融资	-2,830	-2,348	-346	0	0
股权融资	54	147	0	0	0
其他	-227	-171	-85	-81	-102
现金净增加额	591	1,019	199	1,093	1,134
期初现金余额	1,561	2,212	3,171	3,370	4,463
期末现金余额	2,152	3,231	3,370	4,463	5,597

主要财务比率

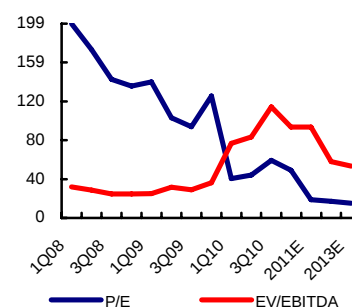
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-2.7%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业利润	329.4%	61.0%	144.6%	6.0%	14.5%
归属于母公司净利润	60.5%	225.1%	134.2%	10.2%	11.9%
获利能力					
毛利率	50.2%	30.8%	30.8%	33.8%	33.8%
净利率	12.6%	20.4%	41.1%	39.4%	38.4%
ROE	3.0%	9.0%	17.4%	16.1%	15.3%
ROIC	5.3%	-1.0%	-1.1%	0.8%	0.9%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	58.5%	52.6%	48.8%	49.3%
净负债比率	-23.8%	-24.3%	-22.1%	-46.4%	-51.8%
流动比率	1.05	0.88	1.01	1.37	1.44
速动比率	0.85	0.75	0.84	1.18	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.17	0.17	0.18	0.18
应收账款周转率	24.07	34.16	34.16	34.16	34.16
存货周转率	8.12	10.72	10.72	10.72	10.72
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.36	0.84	0.93	1.04
每股经营现金流	0.67	0.86	-0.37	0.23	0.30
每股净资产	3.75	4.01	4.85	5.78	6.82
估值比率					
P/E	125.2	48.9	18.8	17.0	15.2
P/B	3.7	4.4	3.3	2.7	2.3
EV/EBITDA	36.1	93.4	93.4	57.9	53.2

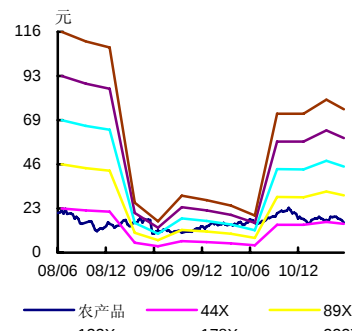
资本支出与经营活动现金流



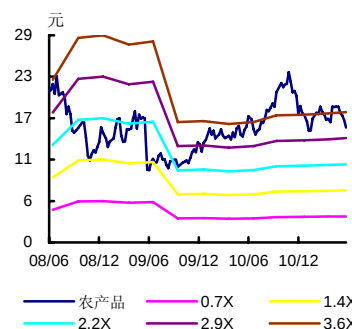
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发交通运输行业研究小组

杨志清，分析师，同济大学工学博士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名，2009 年新财富交通运输行业最佳分析师入围，2009 年今日投资交通运输行业最佳分析师第一名，2010 年进入广发证券发展研究中心。

董丁，分析师，东北财经大学经济学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2008 年进入广发证券发展研究中心。

张亮，研究助理，上海交通大学管理学硕士，2010 年新财富交通运输行业最佳分析师第四名（团队），2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zl23@gf.com.cn，021-68815254。

相关研究报告

农产品（000061.SZ）---业绩低于预期，依然看好长期发展_年报点评	杨志清	2011-04-29
农产品（000061.SZ）_公司深度研究报告	杨志清	2010-09-21
农产品（000061.SZ）_中报点评	杨志清	2010-08-23

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。