

农产品 (000061.sz)

长与耕耘致岁丰，广厦雏形印证宏伟蓝图

杨志清 首席分析师

电话: 021-68828417 eMail: yzq3@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020011

横纵对比：农批市场是未来农产品流通体系主力军

通过横向对比国外成熟市场农产品物流体系，纵向追溯我国农产品物流历史，我们认为基于我国当前农产品生产现状以及物流基础设施水平，农批市场在未来仍然是农产品流通体系的主力军。

发展空间：外延与内生式增长并举，电子商务市场具备基础优势

- 1、外延式增长：公司通过规模扩张以及整合当地市场原有资源扩大市场占有率；
- 2、内生式增长：公司以四个沿海城市市场为枢纽，打通农产品进口渠道，同时通过各地市场互联互通提升市场交易总量；
- 3、电商市场物流优势：公司依靠充足的土地储备以及遍布全国的网络优势，由线下向线上发展电子商务业务具备较大优势

价值评估：公司资产总价值约 237.47 亿元，对应公司股价 23.71 元

- 1、通过可比交易法计算公司权益土地价值约为 113.50 亿元；
- 2、通过发掘农产品批发市场真正价值估算公司交易网络价值约为 123.97 亿元；
- 3、公司资产总价值约 237.47 亿元，对应公司股价约 23.71 元，重申“买入”评级。

风险提示：1、新市场的培育进度晚于预期；2、电子化交易推进速度慢于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	1245.95	1370.82	1841.98	2597.17	3389.66
EBITDA（百万元）	272.75	135.07	669.84	881.73	1264.20
净利润（百万元）	85.19	276.95	406.89	472.21	591.73
净利润增长率（%）	60.53%	225.10%	46.92%	16.05%	25.31%
每股收益（元）	0.11	0.36	0.53	0.61	0.77
市盈率（倍）	125.22	48.87	30.18	26.01	20.75
市净率（倍）	3.70	4.40	3.52	3.10	2.70
EV/EBITDA（倍）	36.08	93.39	18.22	12.54	7.89
每股红利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司公告，广发证券发展研究中心

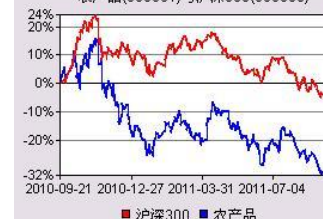
公司评级

买入

当前价格(元)	14.42
目标价格(元)	23.71
前次评级	买入

股价走势

农产品(000061)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.03%	-2.87%	-29.85%
沪深 300	-1.31%	-4.75%	-3.03%

股票数据

总股本(万股)	76,850.79
流通 A 股(万股)	76,079.80
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	98.99%

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

2010 年报数据

目录索引

一、我国农产品流通体系的未来仍属于农批市场.....	5
(一) 横向对比: 农业生产和物流水平决定农产品物流模式.....	5
1. 北美模式: 规模化大生产减少流通环节.....	5
2. 欧洲模式: 政府支持升级农产品流通体系.....	7
3. 东亚模式: 小生产决定农批市场主导地位.....	8
(二) 纵向对比: 农批市场推动农产品流通市场化.....	9
1. 计划主导模式 (1949-1978): 统购统销的计划体制.....	10
2. 双轨制模式 (1978-1990): 农批市场开启市场化序幕.....	10
3. 社会多元化模式 (1990 至今): 多种模式共存, 但农批市场仍是主流.....	11
(三) 我国农产品物流现状: 农批市场才是主力军.....	11
1. 加工企业主导模式: 难以适用于大多数农产品.....	11
2. 连锁流通企业主导模式: 小生产限制农超对接.....	11
3. 农产品批发市场主导模式: 农产品流通的主力军.....	12
二、公司未来发展空间在哪里?	13
(一) 外延式发展扩大市场占有率	13
1. 营业网点和规模扩张: 提高市场占有率.....	13
2. 整合当地市场和客户资源: 进一步提升市场份额.....	14
(二) 内生式发展提高市场交易量	15
1. 沿海市场辐射全国: 以进口水果为突破口.....	15
2. 市场互联互通提升交易量: 充分利用系统内部资源.....	19
(三) B2B/B2C 业务: 扎根与开花, 孰易孰难?	21
1. 京东疯狂拿地的背后: 扎根“难”.....	21
2. 公司的电子商务业务: 开花“易”.....	23
3. 公司目前电子商务业务现状.....	26
三、公司总价值评估: 公司价值总计 237.47 亿元.....	28
(一) 实体资产价值评估: 权益土地价值约为 113.50 亿元.....	28
(二) 非实体资产价值评估方法一: 客户及交易网络价值 128.28 亿..	29
1. 农批市场交易网络的价值本质: 为客户节省交易成本.....	29
2. 客户及交易网络等非实体资产价值评估: 评估价值 128.28 亿.....	30
(三) 非实体资产价值评估方法二: 客户及交易网络价值 119.65 亿..	31
1. 会员费收入: 约 1.16 亿元/年.....	31
2. 广告费收入: 约 0.945 亿元/年.....	31
3. 贷款担保费收入: 约 0.90 亿元/年.....	32
4. 息差收入: 约 0.91 亿/年.....	32
5. 客户及交易网络等非实体资产价值评估: 评估价值约为 119.65 亿.....	34
(四) 公司资产价值总计: 约 237.47 亿元, 对应每股 23.71 元.....	34
四、风险提示	35
(一) 新市场的培育进度晚于预期	35
(二) 电子化交易推进速度低于预期	35

图表索引

表 1: 生产集中度与物流水平决定农产品物流特点.....	5
表 2: 美国农产品主要产区集中度较高	6
表 3: 我国农产品流通逐渐走向市场化	9
表 4: 世界各国农批市场特点对比	13
表 5: 四大沿海市场周边港口机场设施极为便利.....	15
表 6: 沿海市场交通设施吞吐量占全国总吞吐量比重较大.....	16
表 7: 中国-东盟自由贸易区降税安排, 未来水果进口关税最终将削减为零.....	18
表 8: 上海市场正规渠道进口水果成本更低.....	19
表 9: 交易中心战略投资者引进标准	25
表 10: 可比交易法评估 21 块土地价值.....	28
表 11: 非实体资产价值评估关键参数及假设值.....	30
表 12: 非实体资产价值评估敏感性分析.....	30
表 13: 各大电子商务网站会员费标准	31
表 14: 担保费收入敏感性分析	32
表 15: 城乡居民及单位人民币存款利率表 (2011 年 7 月 6 日)	33
表 16: 电子结算资金息差收入敏感性分析.....	33
表 17: 公司价值总计约 226.68 亿元	34

图 1: 农产品流通北美模式以流通企业为主导.....	5
图 2: 美国农产品订单销售占比较高 (%)	6
图 3: 美国农业生产区域集中度较高	6
图 4: 政府支持在欧洲农产品流通体系中起重要作用.....	7
图 5: 农产品批发市场在东亚模式中起主导地位.....	8
图 6: 日本历史耕地总面积变化 (万公顷)	8
图 7: 世界各国户均耕地面积对比 (公顷/户)	8
图 8: 日本农协对中央批发市场供货量占比 (%)	9
图 9: 各国人均农产品进口金额对比 (美元/人)	9
图 10: 粮食、蔬果等农产品人均销售量不断提升.....	10
图 11: 批发企业销售收入持续攀升	10
图 12: 加工企业主导流通模式	11
图 13: 流通企业主导流通模式	12
图 14: 农批市场主导流通模式	12
图 15: 公司旗下市场网络不断扩张	13
图 16: 公司权益土地面积不断扩大	13
图 17: 公司近一半市场运营年数小于 5 年.....	14
图 18: 公司实体市场交易规模稳步上升.....	14
图 19: 我国农批市场数量稳定在 4300 家左右.....	14
图 20: 农产品市场规模呈大型化趋势	14

图 21: 公司四大沿海市场分销进口农产品.....	16
图 22: 四大沿海市场进口农产品辐射全国网络.....	16
图 23: 我国人均水果消费量水平位居世界中下游.....	17
图 24: 我国人均水果消费量位居亚洲地区下游.....	17
图 25: 我国水果进口数量增速加快	17
图 26: 我国高附加值水果进口有较大增长空间.....	17
图 27: 我国从东盟进口水果量占水果进口总量 74%.....	18
图 28: 我国从东盟进口水果金额占进口总金额 45%.....	18
图 29: 全国各省香蕉产量 (万吨)	19
图 30: 全国各省葡萄产量 (万吨)	19
图 31: 全国各省大米产量 (万吨)	20
图 32: 全国各省海水鱼产量 (万吨)	20
图 33: 上海市场蔬菜价格普遍高于北京市场.....	20
图 34: 部分省市黄瓜价格对比 (元/公斤)	20
图 35: 部分省市大豆价格对比 (元/公斤)	21
图 36: 部分省市大葱价格对比 (元/公斤)	21
图 37: 我国网购行业增长率保持在每年 60%以上.....	21
图 38: 当当网费用支出中 58%为物流成本.....	22
图 39: 当当网遭遇物流瓶颈	22
图 40: 电子商务公司积极扩建全国一级仓储中心.....	22
图 41: 仓储行业投资额呈快速上升趋势.....	23
图 42: 仓储用地价格指数长期高于 100.....	23
图 43: 公司自有土地面积远高于电子商务公司.....	23
图 44: 高周转的农产品物流对硬件条件要求更高.....	23
图 45: 公司发展路径不同于普通电子商务公司.....	24
图 46: 公司与阿里巴巴经营战略比较	24
图 47: 农产品交易中心将成为公司电子商务业务平台	24
图 48: 公司未来业务架构示意图	26
图 49: 公司旗下大宗农产品电子交易市场净利润.....	27
图 50: 广西糖网现货交收量 (万吨)	27
图 51: 阿里巴巴增值服务收入增长高于营收增长.....	27
图 52: 上海钢联营业收入中增值服务比例占 61%.....	27
图 53: 交易成本存在于交易前后全过程中.....	29
图 54: 农批市场机制减低交易费用	29
图 55: 农批市场价值等于客户节省的交易费用减去客户租金.....	29
图 56: 商贸零售企业净利率平均水平约为 3%左右.....	30
图 57: 广告收入比例随交易额上升而增加 (%)	31
图 58: 国内 B2B 上市公司估值水平 (倍)	34

一、我国农产品流通体系的未来仍属于农批市场

（一）横向对比：农业生产和物流水平决定农产品物流模式

农产品流通是联接农业生产和农产品消费的重要中间环节。发达国家农产品物流建设起步较早，农产品物流体系比较成熟。通过横向比较世界各国成熟市场的农产品物流模式，可以从中总结出我国农产品物流可能的发展方向。

目前，世界具有典型代表意义的农产品物流主要有北美模式、欧盟模式、以及日本模式三种。我们认为最有效的农产品物流模式主要取决于该国自身的农业生产特点以及物流基础设施发展水平。美国农产品生产规模大、生产集中度高，因此适合由大型超市主导的订单一体化物流模式；欧洲政府对农产品流通支持较大，农批市场一般属于公益性质；日本农业生产集中度较低，因此农业协会以及农批市场在农产品流通中起到主导作用。

表 1：生产集中度与物流水平决定农产品物流特点

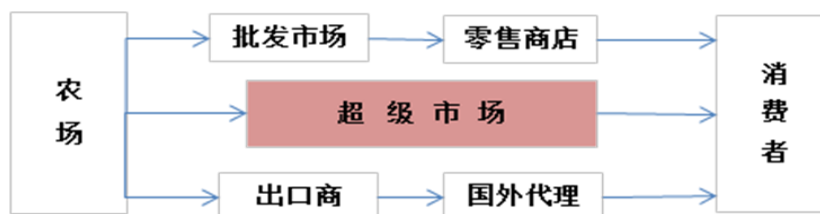
	农业生产集中度	农产品进出口	农产品物流系统	农产品物流特点
北美	高	大量出口	发达	超市等零售商为主导
欧盟	高	进出口平衡	非常发达	公益性批发市场主导
日本	低	大量进口	发达	农业协会和批发市场主导

资料来源：广发证券发展研究中心

1. 北美模式：规模化大生产减少流通环节

北美模式以美国、加拿大为代表。北美农业生产者具有生产规模大，生产专业性强的特点。农产品产业较高的区域集中度以及生产集中度使得大型超市主导的订单一体化物流模式成为北美最有效的物流组织形式。

图 1：农产品流通北美模式以流通企业为主导



资料来源：广发证券发展研究中心

■ 农业生产集中化

以美国农业为例，高度商业化的家庭农场是美国农业体系的基础。美国有204万余个农场，其平均规模为193.4公顷；农业劳动力

有252万人，占全国劳动力总数的2%。美国农业专业化程度很高，形成了一些著名的生产带，如玉米带、小麦带、棉花带等。早在1914年，美国农业已经在很大程度上实现了种植专业化，这种格局保持至今。这种区域分工使美国各个地区能充分地发挥各自的比较优势，有利于降低成本，提高生产率。通畅的水陆运输网的建立更进步促进了区域分工专业化生产。

表 2：美国农产品主要产区集中度较高

主营农产品类型	地理分布	典型特点
牧草乳酪产区	东北部和冰湖各州	牛奶生产为中心，占全国 50%
玉米产区	北纬 40-45 度间	玉米占全国 3/4，养畜业占 2/3
小麦产区	中部平原西部地区	春、冬小麦和牧草轮作
棉花产区	美国东南部	棉花、水稻、甘蔗种植较多
山地放牧产区	落基山高原山地区	粗放的专业化牧区
水果蔬菜产区	太平洋沿岸南部	商品菜产量占全国 1/3

数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

■ 农产品流通订单化

正是由于美国农产品较高的生产集中度，使得农产品销售的直销化和订单化成为了农产品流通的主要方式。美国由产地直接运送到超市的农产品比例高达80%，批发市场销量仅占20%。蔬菜物流是这种直销模式的典型代表，产品由田间采摘以后，经过预冷——冷库——冷藏车——批发站冷库——超市冷柜的运输链条，到达消费者手中，使蔬菜水果在物流环节的损耗率仅有1%-2%。订单农业的盛行使得批发市场的部分功能逐渐受产销一体化物流组织的冲击而被削弱，出现了市场外流通规模不断扩大的趋势。

图 2：美国农产品订单销售占比较高（%）

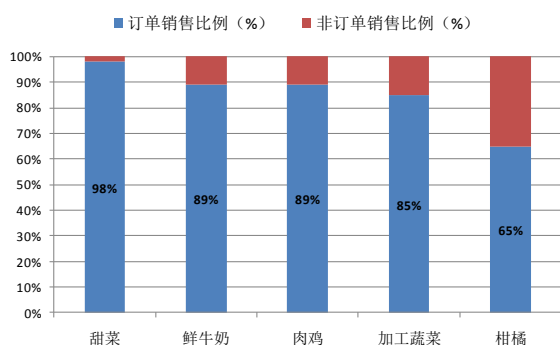


图 3：美国农业生产区域集中度较高

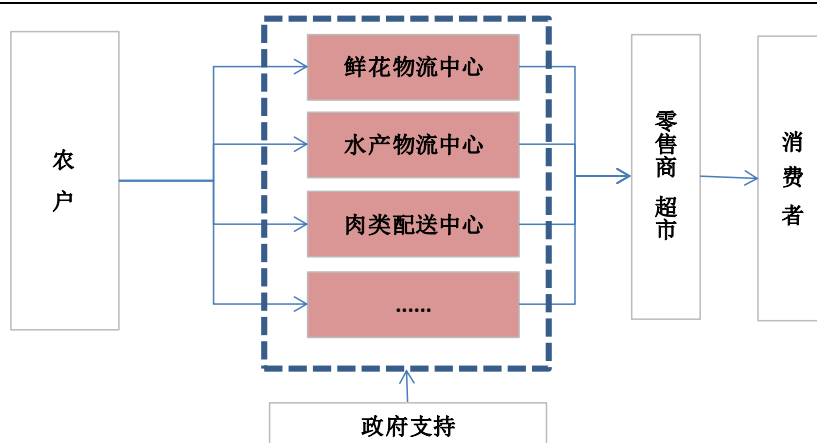


数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

2. 欧洲模式：政府支持升级农产品流通体系

农产品流通欧洲模式以法国和荷兰为代表。欧洲政府有效的支持加强了农产品流通的有序性和协调性,合理的网点分布和便利的交通设施加速了农产品的流通,使得欧盟各国形成了有效合理的农产品流通体系。

图 4：政府支持在欧洲农产品流通体系中起重要作用



资料来源：广发证券发展研究中心

■ 政府支持：有效协调物流秩序

欧盟大部分国家在农产品流通领域给予了有效的金融支持、价格支持和行政支持。在金融支持方面，欧洲国家大多设有农业贷款银行（或农业信贷合作社），凡符合政府政策要求和国家规划发展的项目，并给予优先贷款、享受优惠利率，与国家正常利率的差额由政府补贴；在价格支持方面，欧盟各国政府对部分重要农产品的价格在不同程度上进行直接或间接的调控。当市场价格低于干预价格时，政府以干预价格进行收购，使市场价格回升，保护农户利益；当市场价格高于干预价格时，政府反向操作以平抑市场价格。在行政支持方面，欧盟大部分国家农业部下设专门行政机构，其职能以农产品流通为中心，通过各种有效服务使政府的农产品流通分配政策得以有效实施。

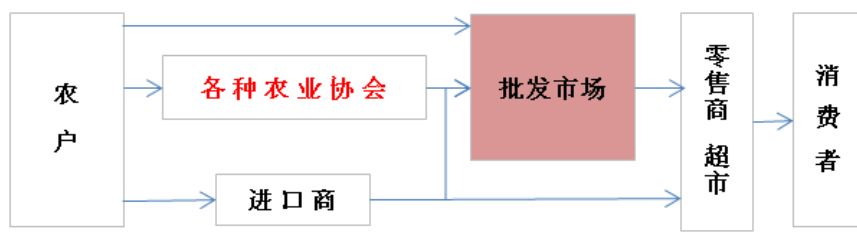
■ 基础设施：提高物流运输效率

交通物流设施水平是影响农产品流通的重要因素，特别是对于保鲜期短、易腐蚀变质的鲜活农产品，便利快捷的运输至关重要。欧盟每年从财政中拨款，对改善农产品运输、储存、加工和销售的项目进行补贴，此项补贴占欧盟农业基金的25%，在某些基础设施较差的地区可达30%-50%。荷兰是欧洲农业流通设施建设水平的代表，荷兰拥有包括欧洲第三大航空港的6大航空港，可以迅速便捷的将蔬菜与鲜花等农产品运往巴黎、伦敦、香港和东京等世界各大城市。通过充分利用交通物流设施的优势，荷兰花卉产业已占据了全球花卉市场份额的60%。

3. 东亚模式：小生产决定农批市场主导地位

东亚模式以日本为代表。由于东亚国家的农产品生产者生产规模普遍较小，因而其农产品多数经由批发市场进入流通领域的。这种流通方式有效解决了小规模农业生产和大市场、大流通的矛盾。

图 5：农产品批发市场在东亚模式中起主导地位



资料来源：广发证券发展研究中心

■ 人多地少

和中国一样，日本人口多耕地少，且耕地面积仍在不断减少。日本的耕地面积从1965年的600万公顷减少到2005年469万公顷，减少了22%。耕地面积的减少还呈现愈演愈烈之势。日本农业耕地面积的另一特点是，农家每户平均耕地面积较小。2006年日本每户农地面积为1.8公顷，而欧盟国家2005年平均是16.9公顷，美国2005年是180.2公顷，中国是平均每户0.60公顷（按照农村人口8亿，每户4人估算）。

图 6：日本历史耕地总面积变化（万公顷）

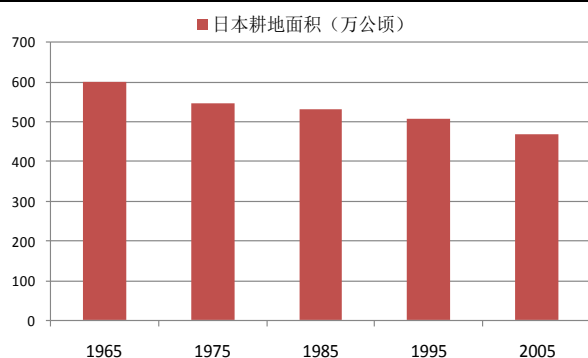
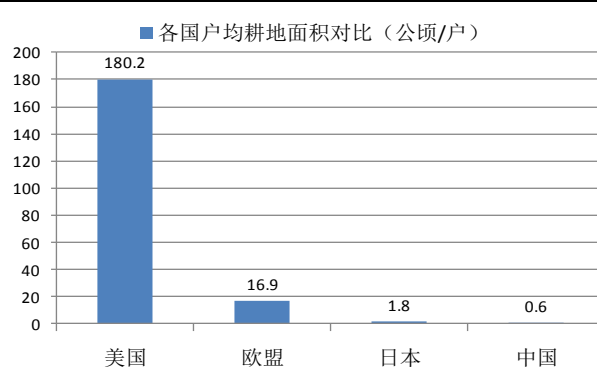


图 7：世界各国户均耕地面积对比（公顷/户）



数据来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

■ 农协支持产品流通

日本农协和农业合作组织在农产品物流前端发挥着重要作用。首先，由于农协统一采购农业生产资料，统一出售产品，其规模效应提高了农民在农资采购和农产品价格博弈中的话语权。

其次，对农业生产资料和农产品的统一管理，降低了农业生产流通过程中的成本。农协作为日本最主要的农业合作组织，是批发市场最主要的产地供货团体。农协利用自身具备保鲜、加工、包装、运输、信息网络等现代化物流技术的优势，担当了农户与批发商之间的产地中介。

另外，农协为农户分担市场和技术风险。在日本，农协和农户之间都签订有详细的契约，农协对市场信息、技术指导等方面出现的问题承担赔偿责任。

图 8：日本农协对中央批发市场供货量占比（%）

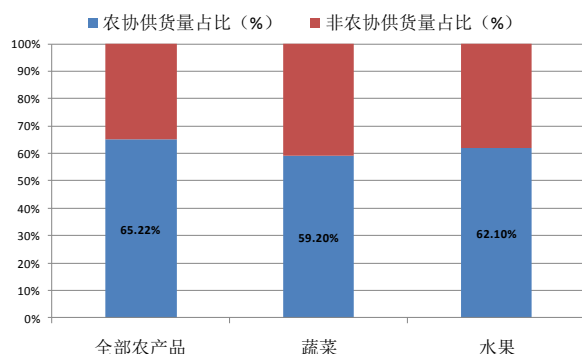
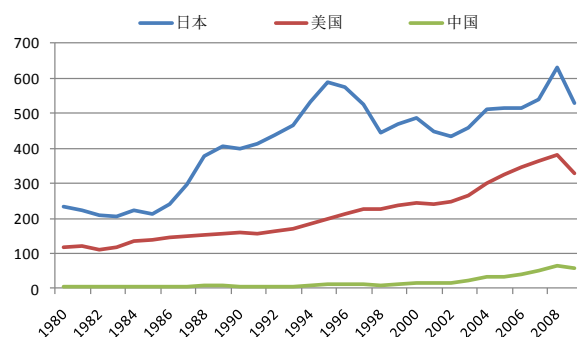


图 9：各国人均农产品进口金额对比（美元/人）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

■ 拍卖提高流通效率

日本的农产品批发市场实行拍卖制交易方式。由于日本人多地少，人地关系相对紧张，其农业生产只能建立在小规模经营的基础上，因此，日本农业生产小规模与大流通的矛盾始终难以解决。日本农产品市场向拍卖市场的方向发展，走出了一条节约交易时间和费用的高效的农产品批发市场发展之路。

拍卖制度体现了公开、公正、公平的原则，有利于市场价格的形成。目前日本绝大多数农产品批发市场都是采用这一制度，而且各批发市场都有计算机和特定的通讯线路联网。经由此网络，交易者可以看到全国各拍卖市场的行情，并可以购买其他市场上的产品，形成了全国统一的大市场，进一步节约了交易时间和交易费用。

（二）纵向对比：农批市场推动农产品流通市场化

我国农产品物流从建国之初的计划主导模式发展到双轨制模式，而后又进一步发展成为社会多元化模式。农产品批发市场最早发端于双轨制模式，并开始作为农产品信息平台反映供求变化。在社会多元化模式下，虽然连锁超市以及农产品加工企业也开始作为物流主体参与农产品物流体系，但作为主要流通方式的农批市场已经初步组成全国性网络，并在未来仍将是我国农产品流通体系中最重要的重要组成部分。

表 3：我国农产品流通逐渐走向市场化

	物流主体	农产品流通特点
计划主导模式	供销合作社	供应链短且单一；一般就地生产、就地供应
双轨制模式	供销合作社、农批市场	农批市场开始作为信息平台反映供求状态，但信息交换仍不通畅
社会多元化模式	农批市场、连锁超市、农产品加工企业等	农批市场组成全国网络，多种流通方式共存

资料来源：公开资料、广发证券发展研究中心

1. 计划主导模式（1949-1978）：统购统销的计划体制

建国以来，我国农产品物流运作是在农产品短缺情况下的政府计划主导型模式。在五六十年代，农业生产基础差，社会经济力量薄弱，加上商品流通体系不健全、交通运输落后等因素制约，主要农产品大多处于供不应求状态，为了保证大中城市居民的主要农产品供应，国家在这一时期采用“就地生产，就地供应”的计划主导型农产品物流运作模式。

计划主导模式的渠道供应链短且单一，农户将生产的粮食蔬菜等农产品就进交给农产品收购站，流通半径通常在城郊农村到附近大小城市。流通主体自己承担物流任务。这一阶段农产品生产者的农产品销售、保管直至运输一般都必须自行解决；国营商业、国营粮食企业、供销合作社等流通主体承担农产品到最终消费者的物流任务。农产品的商流和物流随着物权的转移而断裂，农产品商流环节众多，物流工作量也随着不断增多。

2. 双轨制模式（1978-1990）：农批市场开启市场化序幕

1978年改革开放以来，我国实行了家庭联产承包责任制，农产品物流也从政府主导型计划物流模式向双轨制物流模式转变。这一模式包括国家计划订购的粮食、棉花、食油等重要农产品的计划物流运行模式，也包括以“批发市场”为中心，集市交易和其他零售网点为基础、现代物流为先导的批发市场主导模式。我们认为批发市场主导模式的萌芽和兴起是我国农产品物流现代化的开端。

从农产品物流主体看，计划型物流主体依然是供销合作社、国营商业、粮食商业和有关的专业外贸公司；批发市场主导型物流主体既有规模较大的城镇两级批发商、城市零售商、农产品加工企业等，也有专业提供农产品储运、交易拍卖等服务的中介组织。从信息流看，批发市场模式构建了一个由物流平台、信息平台、销售平台以及客户数据等构成的交易平台，能够及时反映市场的需求和供给状态，但中间批发商仍然会对直接生产者和消费者进行信息封锁。

图 10：粮食、蔬果等农产品人均销售量不断提升

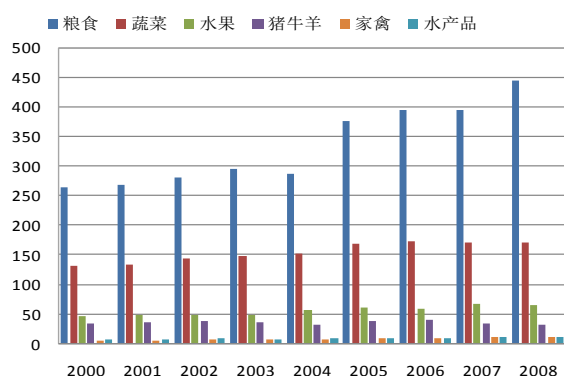
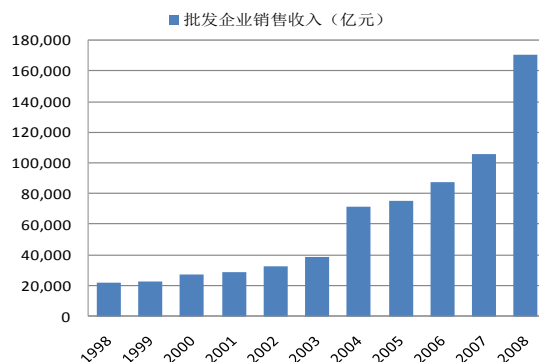


图 11：批发企业销售收入持续攀升



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

3. 社会多元化模式（1990 至今）：多种模式共存，但农批市场仍是主流

进入上世纪90年代后，随着农产品市场化程度的逐步提高，全国各地在批发市场主导型模式的基础上，陆续出现了加工企业主导模式、连锁企业主导模式等多种方式的社会专业化物流组织。然而在多种物流模式共存的状态下，由于我国农业生产的特点以及物流基础发展水平的制约，农批市场仍然是我国未来农产品物流的主要组织形式。

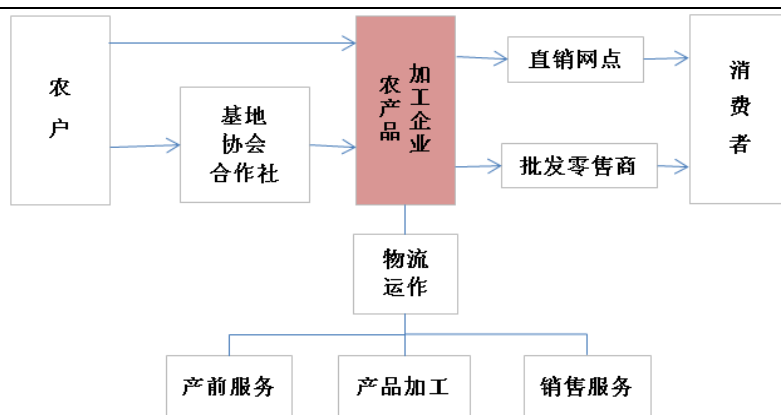
（三）我国农产品物流现状：农批市场才是主力军

我国现在农产品物流体系主要由加工企业主导模式、连锁企业主导模式、以及农批市场主导模式构成。然而在中国农产品生产现状以及物流基础设施发展水平的制约之下，前两种流通模式均有其局限之处，批发市场模式在未来仍将是我国农产品物流的主要组织形式。

1. 加工企业主导模式：难以适用于大多数农产品

主导农产品物流的加工企业典型代表是双汇发展、雨润食品以及蒙牛乳业等。作为农产品加工企业，这些公司直接与分散、独立的农户（或农业协会等合作组织）签订农产品供销合同，从而把初级农产品生产者和农产品批发及零售企业联系起来。在这种模式中，农户将生产的农产品以合同规定的价格和数量销售给加工企业，加工企业以自营物流（或外包）的方式提供农产品物流的一系列运作。公司提供的物流服务包括产前信息/资料服务、农产品运输/储存/装卸、产品加工/包装等。

图 12：加工企业主导流通模式



资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

由于加工企业与小规模、分散化的农户建立一体化经营关系的谈判、监督等交易成本较高，风险共担、利益共享的机制难以建立，且加工企业仅能主导某一种农产品的上下游物流链，难以适用于其他大多数农产品，这种模式在未来的发展空间较为有限。

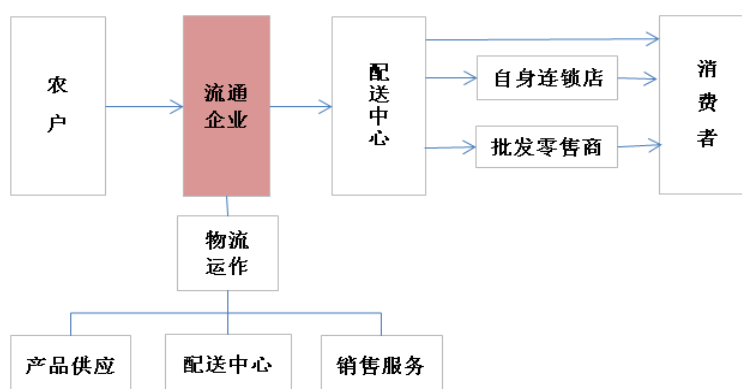
2. 连锁流通企业主导模式：小生产限制农超对接

该种模式的主导者是大型超市或大卖场、连锁超市、仓储式商场等流

通企业。作为农产品供应链的主导者，流通性企业构建了农产品交易的物流平台、信息平台、销售平台以及客户数据库等基础平台，连接了农产品生产和加工企业以及最终消费者，并通过与生产者签订合同直接将农产品市场需求信息体现出来，生产者和消费者之间的时空距离被大大缩短，商流、物流及信息流的隔断部分被部分或全部打破，物流效率得到提高。

美国农产品流通体系的主要是由连锁流通企业主导模式建立起来的。其主要原因在于美国农业具有生产规模大，生产效率高的特点，以连锁超市为代表的流通企业主导模式能够以大订单的方式直接保证大宗农产品的供应。然而我国的农产品生产不具有较高的规模化和集中度。因此连锁超市在未来仍需在一定程度上依赖于农产品批发市场提供货源。

图 13：流通企业主导流通模式

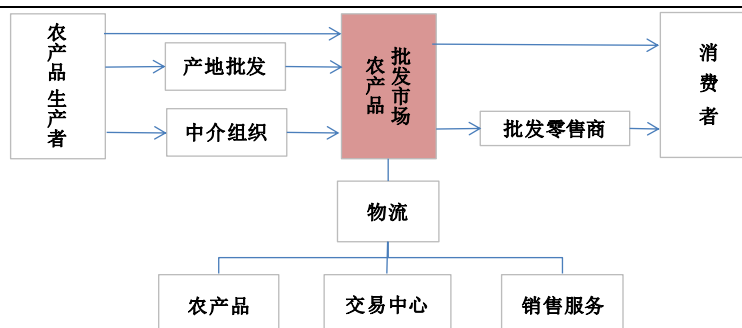


资料来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

3. 农产品批发市场主导模式：农产品流通的主力军

批发市场主导型物流模式的主导者是农产品批发中心，主要参与者有农产品生产者、批发商、加工商和零售商等。同时，围绕交易各方还出现了一系列专门提供运输、存储、结算、检验等方面服务的中介组织。

图 14：农批市场主导流通模式



资料来源：公开资料整理、广发证券发展研究中心

在我国农村，农户经营规模狭小，难以获取生产的规模经济性，但是，生产上没有规模经济性的广大分散农户，通过专业市场作为中介则可以进行批发、销售领域的规模经济或范围经济。

因此我们可以认为，批发市场主导型物流模式是介于农户和市场之间的一种中间组织形式，这种物流组织的出现有效地降低了农户专业化生产的市场交易费用、风险和不确定性，从而不仅能够帮助农户获取专业化经营的经济性，而且还有助于农户获取批发销售环节的外部规模经济。

由于加工企业主导模式交易成本较高，连锁流通企业主导模式受我国农业特点的制约，发展空间均较为有限，因此我们认为农产品批发市场主导模式在未来仍将是我国农产品流通领域的主要组织形式。

未来我国农批市场发展方向可以参照国外先进市场的成熟经验。通过对比世界各国农产品批发市场特点可以发现，我国农批市场可以从交易模式、支付手段、以及结算方式等多方面进行尝试和改进。

表 4：世界各国农批市场特点对比

	北美	欧盟	日本	中国
农产品经由量	20%	50%	60-70%	70-80%
投资主体	政府投资为主体，非营利			非政府投资为主体，营利
交易模式	协商/协议交易		拍卖竞价交易	协商交易（即“讨价还价”）
支付手段	非现金支付			现金支付为主
结算方式	买卖双方自行结算		市场统一结算	买卖双方自行结算

资料来源：公开资料、广发证券发展研究中心

二、公司未来发展空间在哪里？

（一）外延式发展扩大市场占有率

1. 营业网点和规模扩张：提高市场占有率

公司自从“归核化”战略基本完成之后，开始加速扩张全国各地的农批市场网络，目前公司已有36家市场正常运营或正在培育期，其中实体市场30家，电子商务市场6家。公司权益土地面积已从五年前的130.37万平方米扩张到现在的642.09万平方米；公司平均单个市场占地面积也从五年前的13.22万平方米增长到现在的31.41万平方米，最近五年复合增长率分别达到37.56%和13.22%。

图 15：公司旗下市场网络不断扩张

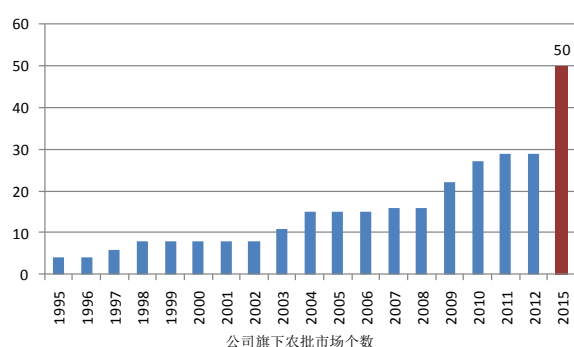
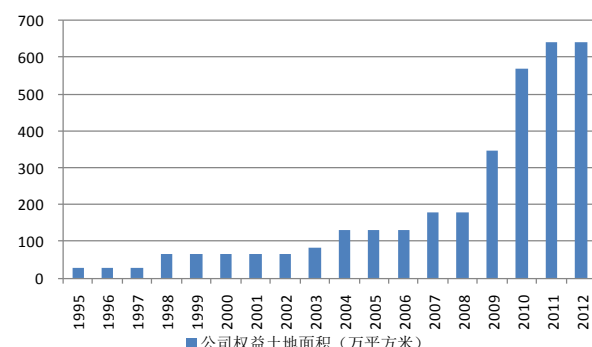


图 16：公司权益土地面积不断扩大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司今年的快速扩张使得旗下29家实体市场中有13家运营时间不足5年，占市场总数的45%，培育期市场的与成熟市场的交易量差距使得公司近年的交易规模和业绩无法取得像市场规模一样的爆发性增长。最近五年交易额与交易量复合增速分别为18.6%与10%。我们预计随着公司旗下市场逐渐进入成熟期，在“十二五”期间公司交易额将从现在的1060亿元增加至1500亿元，占全国农产品市场交易额比例将达到15-20%。

图 17：公司近一半市场运营年数小于 5 年

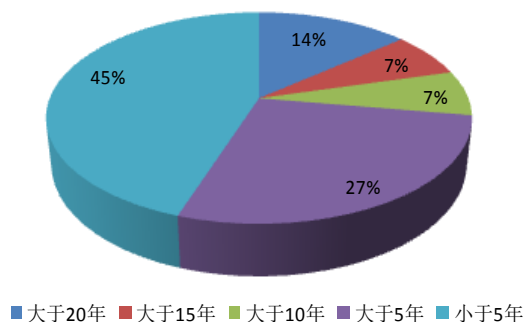
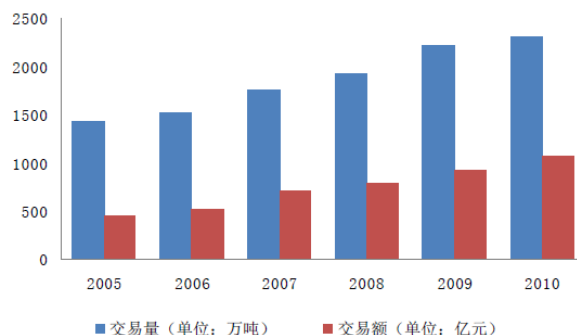


图 18：公司实体市场交易规模稳步上升



数据来源：公司资料整理、广发证券发展研究中心

2. 整合当地市场和客户资源：进一步提升市场份额

经过多年发展，我国农批市场数量已经从1986年的892家迅速增长到了2000年的4532家，之后在最近十年之内稳定在4300家左右。在农产品批发市场规模方面，平均每个市场交易额以及平均营业面积都呈现逐年上升趋势，农批市场逐渐表现出大型化、集聚化的趋势。

全国农产品批发市场正呈现大型化、集约化的趋势。大型市场才能满足大规模采购需求的批发商进入农批市场中转环节，从而利用采购、储藏、运输等方面的规模效应降低物流成本。因此，传统的交易市场已经不能满足现代农产品物流的需求，大型规模化农产品物流平台才是未来农产品批发市场的转型方向。公司在各地建立的大型农批市场能够充分发挥当地农批市场行业的整合作用，集聚当地中小型市场的供求资源，从而建立规范化、规模化的一级批发市场地位。

图 19：我国农批市场数量稳定在 4300 家左右

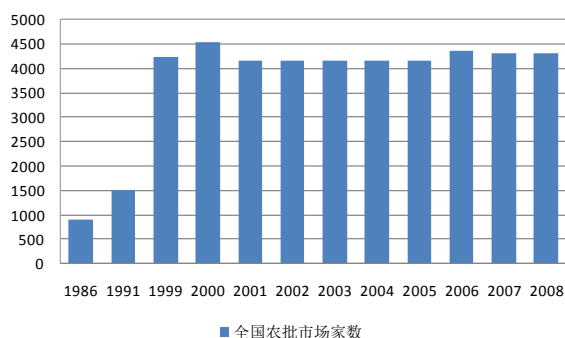
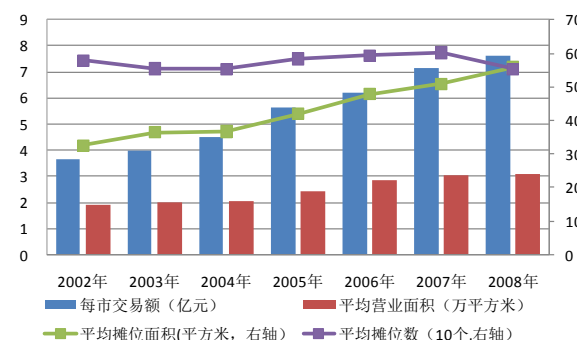


图 20：农产品市场规模呈大型化趋势



数据来源：CAWMA、广发证券发展研究中心

公司农批市场的整合效应主要分为两个方向。1)、各地大型市场的开业将直接对本地中小型市场造成挤出效应,原有中小型市场的客户将逐渐聚集到公司大型农批市场中。由于公司具有国资背景,且在各地的新开市场大多有当地政府参股,因此新开市场在当地也必将获得政策的支持和引导。2)、公司将以综合性市场的优势抢占某些专业市场的客户。新开市场的规模优势可以允许经营者把综合市场划分为各类产品交易区域,同时配合建设相应的仓储、物流、配送设施。一站式的交易服务场所将吸引专业市场的交易双方进入新开市场进行。

(二) 内生式发展提高市场交易量

地区性一级农批市场的建立是农产品物流体系建立和完善的第一步,而全国性农产品物流体系的高效运行则要依赖于主要农产品批发市场的对外辐射作用以及各地市场的网络化互联互通作用的形成。目前公司正力图把上海、深圳、天津、南宁四地沿海地区市场培育成为进口农产品的中转枢纽,对全国兄弟市场实现辐射作用;同时推动全国各地市场的互联互通,以进一步提高公司市场交易量。

1. 沿海市场辐射全国: 以进口水果为突破口

● 交通便利是农产品进口枢纽的必备条件

公司已分别在四大沿海城市上海、深圳、天津、南宁投资建立农产品批发市场或物流中心。这四大沿海城市市场均靠近港口和机场,四地港口总吞吐量占全国沿海港口总吞吐量 30.01%,四地机场吞吐量占全国机场总吞吐量 41.98%。便捷的交通基础设施建设保证了当地作为进口农产品中转枢纽的硬件条件。

表 5: 四大沿海市场周边港口机场设施极为便利

	港口	港口吞吐量 (万吨)	机场	机场货邮吞吐量 (万吨)
深圳	赤湾港	6417	宝安国际机场	80.9
	盐田港	15659		
上海	上海港	65000	虹桥国际机场	43.9
			浦东国际机场	322.8
天津	天津港	40000	滨海国际机场	20.2
	唐山港	25000		
南宁	防城港	7650	吴圩国际机场	6.1
	钦州港	3022		
	北海港	1250		
总计		163998		473.9
占比		30.01%		41.98%

数据来源: 中港网、各大机场官方网站、广发证券发展研究中心

表 6：沿海市场交通设施吞吐量占全国总吞吐量比重较大

	总吞吐量（万吨）	占全国沿海港口/机场总吞吐量比例
沿海市场周边港口	163998	30.01%
沿海市场周边机场	474	41.98%

数据来源：公开数据整理、广发证券发展研究中心

四个城市市场总占地面积为 491.08 万平方米（包括京津国际农产品物流加工区约 330 万平方米），占公司土地总面积 43.8%，能够便利的对进口高附加值农产品如进口水果、海鲜等进行加工、仓储、中转、分销。

● 以进口水果为突破口，打通辐射渠道

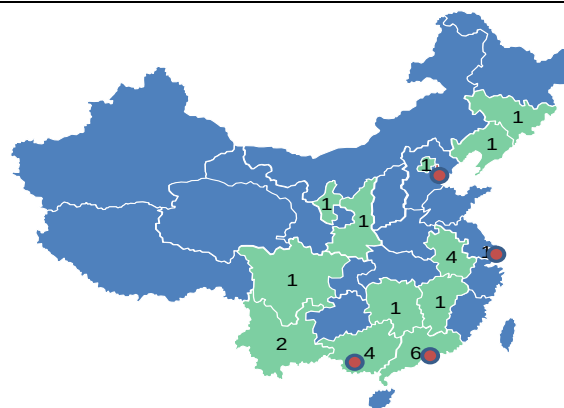
公司把上海、深圳、天津、南宁四地市场定位为为进口农产品的枢纽市场，并利用四地市场的进口渠道优势向全国兄弟市场输送进口水果、进口海鲜等高附加值农产品。

以上海市场为例，6 月中旬，浦东出入境检验检疫局在上海市场设立了全国首家农产品批发市场的进境水果检验检疫集中查验点。该查验点的投入使用，将进一步优化上海口岸进境水果的资源配置，加快推进对外贸易的便利化，对农产品公司旗下的批发市场进口水果互联互通做大做强起推动作用。上海市场同时开通“中国（上海）进口水果电子商务平台”，为现代服务业注入新的活力。上海市场水果产品进口渠道的正式打通，将进一步增强其进口农产品市场的辐射作用。

图 21：公司四大沿海市场分销进口农产品



图 22：四大沿海市场进口农产品辐射全国网络



数据来源：广发证券发展研究中心

目前我国居民总体水果消费水平处于全球中下游，平均每年每人消费水果约 47 千克，与欧美国家相比有较大差距（欧洲国家人均每年 128 千克），我们认为这是由于欧美国家与亚洲国家饮食习惯不同所导致的，然而日本居民平均每年水果消费量约为 58 千克。

图 23：我国人均水果消费量水平位居世界中下游

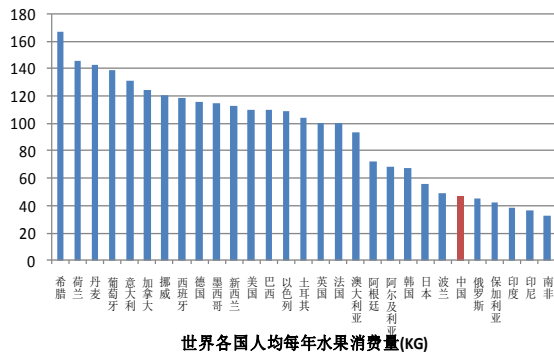
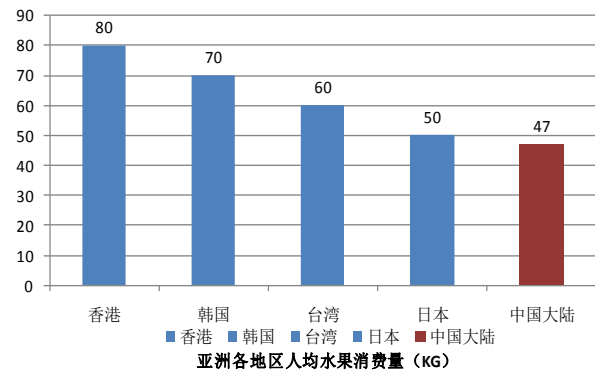


图 24：我国人均水果消费量位居亚洲地区下游



数据来源：FAOSTAT、广发证券发展研究中心

另外，随着人均可支配收入的增长，水果消费的结构也会进一步变化，进口水果在水果消费总额中将占据更大份额。除苹果、香蕉等普通水果之外的高附加值进口水果消费有较大增长空间。

图 25：我国水果进口数量增速加快

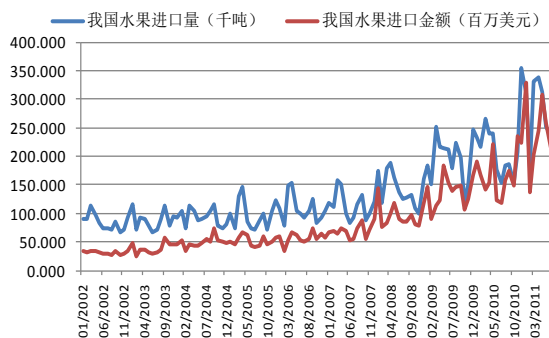
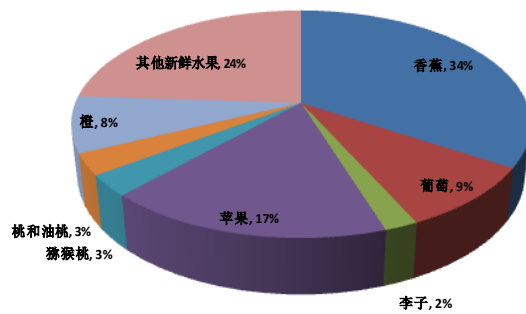


图 26：我国高附加值水果进口有较大增长空间



数据来源：CEIC、FAOSTAT、广发证券发展研究中心

海关总署署长牟新生曾经公开表示，目前我国进口水果中有大约 90% 通过走私渠道进入国内零售市场。由于靠近香港以及泰国等东盟各大水果出口国家口岸，途径广州和深圳的走私水果占水果走私总量的绝大部分。东盟是我国重要的进口水果来源地，根据 2010 年数据，我国从东盟各国进口水果总量占水果进口总量 73.99%，进口金额占水果进口总金额 45.17%。根据我国和东盟签订了自由贸易协定，按照协议规定新鲜水果属于一轨正常商品，最迟在 2015 年水果进口税负将降至零关税。

图 27: 我国从东盟进口水果量占水果进口总量 74%

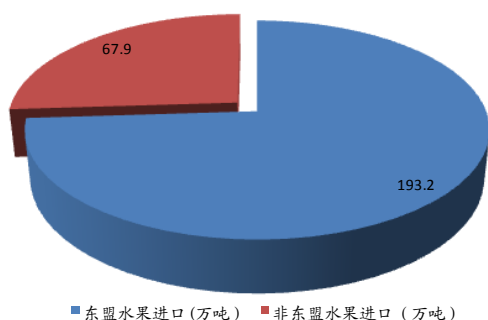
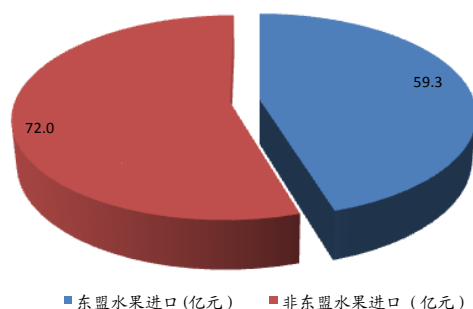


图 28: 我国从东盟进口水果金额占进口总金额 45%



数据来源: CEIC、中国海关统计数据库、广发证券发展研究中心

表 7: 中国-东盟自由贸易区降税安排, 未来水果进口关税最终将削减为零

中国、东盟老成员文莱、印尼、马来西亚、新加坡、泰国、菲律宾	一轨正常商品	自 2005 年 7 月 1 日开始降税, 2007 年 1 月 1 日和 2009 年 1 月 1 日各进行一次关税削减, 2010 年 1 月 1 日将关税最终削减为零
	二轨正常商品	与一轨正常商品的降税模式完全相同, 区别在于在按降税模式降到 5% 以下时, 可保持不超过 5% 的关税, 在 2012 年 1 月 1 日取消关税
	一般敏感商品	2012 年 1 月 1 日削减至 20%, 2018 年 1 月 1 日削减至 5% 以下
	高度敏感商品	在 2015 年 1 月 1 日将高度敏感商品关税削减至 50% 以下
东盟新成员越南、老挝、缅甸、柬埔寨	一轨正常商品	自 2005 年 7 月 1 日开始降税, 2006-2009 年每年 1 月 1 日要进行一次关税削减, 2010 年不削减关税, 2011 年起每 2 年削减一次关税, 至 2015 年将关税削减为零
	二轨正常商品	与一轨正常商品的降税模式完全相同, 区别在于在按降税模式降到 5% 以下时, 可保持不超过 5% 的关税, 在 2018 年 1 月 1 日取消关税
	一般敏感商品	2015 年 1 月 1 日削减至 20%, 2020 年 1 月 1 日进一步削减至 5% 以下
	高度敏感商品	在 2018 年 1 月 1 日将高度敏感商品关税削减至 50% 以下

数据来源: 中国-东盟“早期收获计划”、《货物贸易协议》、广发证券发展研究中心

随着东盟进口水果关税的不断降低, 走私渠道对于水果终端销售的成本优势也在不断降低。在水果进口关税为零的情况下, 我们计算了进口自泰国曼谷港的水果通过广州口岸走私再运至上海以及直接通过正规途径经上海海关到达上海市场的成本对比, 计算结果表明通过正规渠道进口成本更低。

如果目前的水果进口全部以正规途径入关, 则按照海关总署的数据以及牟新生署长的假设, 水果进口市场静态规模约 1313.6 亿元人民币。公司四大沿海市场平均规模为 328.4 亿元人民币, 按照 2010 年 22 万吨水果进口量推算, 上海口岸水果进口规模仅 11.07 亿元, 未来进口水果市场交易空间巨大。

表 8：上海市场正规渠道进口水果成本更低

		走私	正规进口
来源地		泰国曼谷	
入境地点		广东走私小码头	上海海关口岸
目标市场		上海	
海运费用（元/吨）		118/17.5*6.38=43.01	236/17.5*6.38=86.03
海运部分	备注	根据中国航运网数据，目的地为上海的东南亚航线运价为每集装箱 236 美元（广州航线运距约为上海航线一半）。每集装箱重量按 17.5 吨计算；	
陆地运输费用（元/吨）		400	600/17.5=34.29
陆地运输部分	备注	按照公路运输计算，根据陆运中国“广州-上海”线路数据以 400 元/吨计算运价；	集装箱到岸后以 600 元/箱计算上海港口至浦东批发市场的接驳费用。
总计（元/吨）		443.01	120.32

数据来源：中华航运网、陆运中国、广发证券发展研究中心

2. 市场互联互通提升交易量：充分利用系统内部资源

我国各省市地形、气候、土壤等自然条件差异很大，因此各品种农产品主要产区较为分散，另外我国进口水果、海鲜等农产品大多通过深圳、上海、天津等主要海港，农产品只有通过各地农批市场周转才能经过有效渠道分销至其他主要消费地区。

图 29：全国各省香蕉产量（万吨）

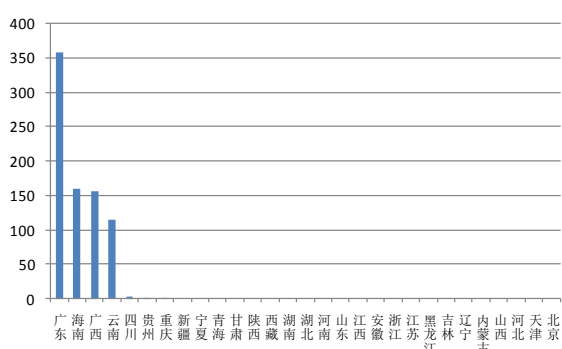
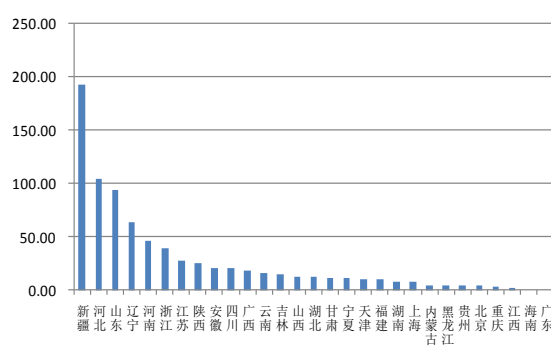


图 30：全国各省葡萄产量（万吨）



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

水果、大米以及鱼类海鲜等农产品生产均具有明显的地域性特征，香蕉、葡萄等水果生产只集中在广东、海南、广西、新疆、河北、山东等省；稻米生产则集中在东北、江南等地；海水鱼类只产于浙江、山东等沿海省

市。另外进口农产品只能通过沿海港口进入内地市场,农产品供应地和需求市场存在着严重不匹配的现状。

图 31: 全国各省大米产量 (万吨)

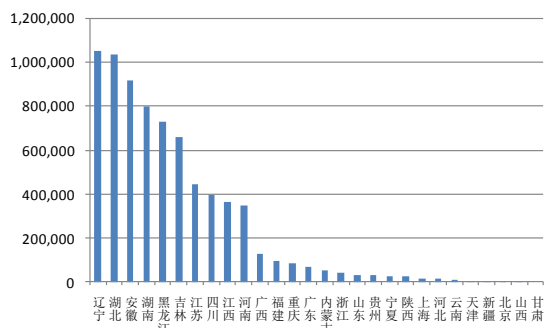
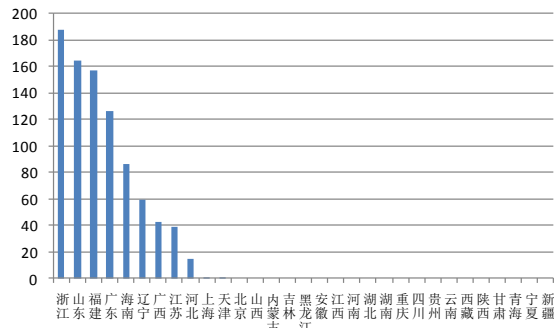


图 32: 全国各省海水鱼产量 (万吨)



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

在这一现实供求状况下,公司正制定战略,充分利用系统内部资源,全面建立各个市场的互联互通。各地市场通过组织经销商调研外地市场优势品种,签订合作协议以扩大各大市场辐射范围。例如南昌市场 2010 年香蕉交易量 12.5 万吨,交易额 5 亿元,是华东地区最大的香蕉批发市场。通过对上海等地市场商户的引导洽谈以及调查比较,外地商户明显发现南昌市场香蕉价格低、货源足、成交量大,优势明显。上海、天津、济南等地香蕉经营商户已与南昌市场签订合作协议十余项。

图 33: 上海市场蔬菜价格普遍高于北京市场

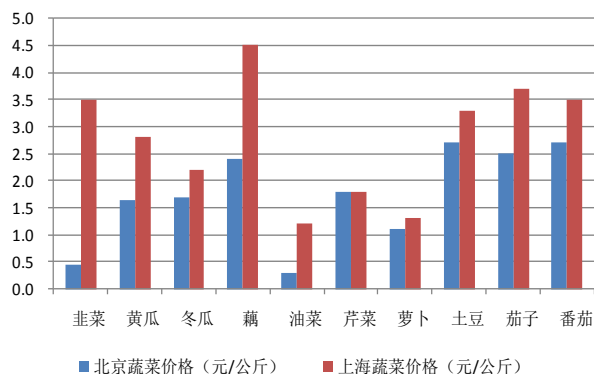
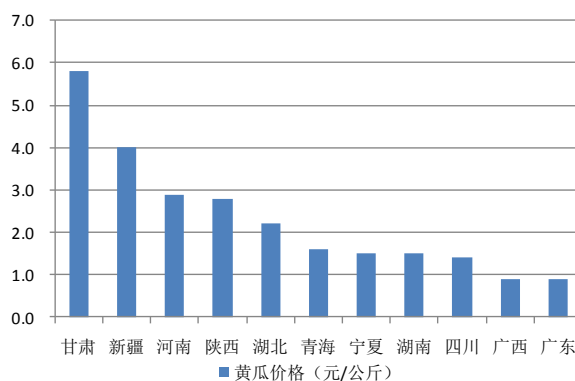


图 34: 部分省市黄瓜价格对比 (元/公斤)



数据来源：新农网、广发证券发展研究中心

图 35：部分省市大豆价格对比（元/公斤）

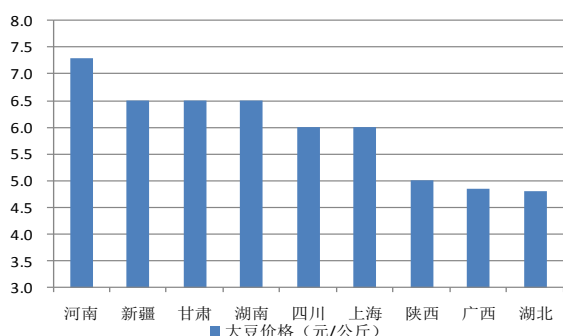
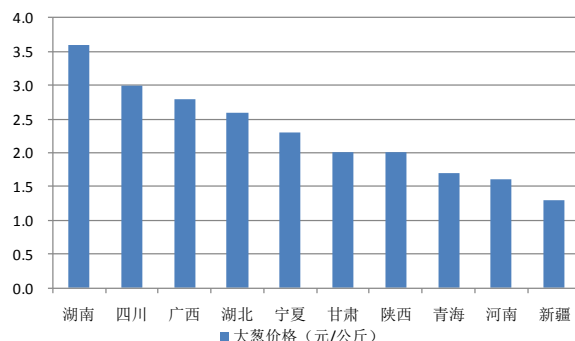


图 36：部分省市大葱价格对比（元/公斤）



数据来源：新农网、广发证券发展研究中心

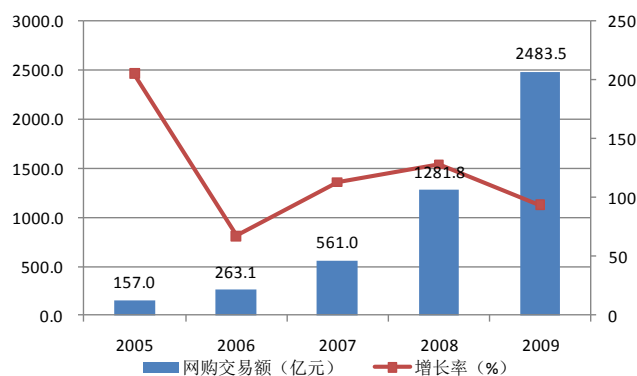
（三）B2B/B2C 业务：扎根与开花，孰易孰难？

1. 京东疯狂拿地的背后：扎根“难”

● 电子商务发展的瓶颈在于物流

虽然我国电子商务尤其是网上购物行业发展迅速，近年来交易额增长速度一直保持在60%以上。但是由于物流仓储配送是改善电子商务用户体验各环节中唯一需要大规模资本投入的部分，因此物流仓储体系建设始终是制约电子商务行业进一步发展的瓶颈。

图 37：我国网购行业增长率保持在每年 60%以上



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

以当当网为例，2007年到2009年，当当网存货水平从1.69亿增长到了5.40亿，存货周转率从2.72下降到1.65，存货占总资产比例也从44.69%增长到了67.52%，公司物流系统的发展显然无法跟上爆发式增长的客户需求。

图 38: 当当网费用支出中 58%为物流成本

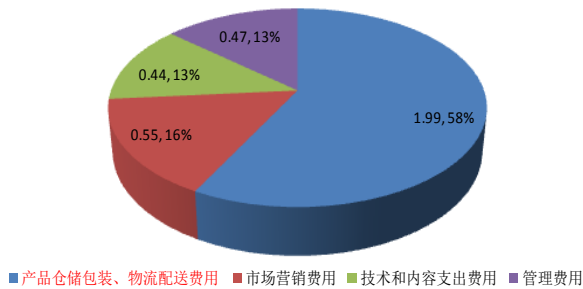
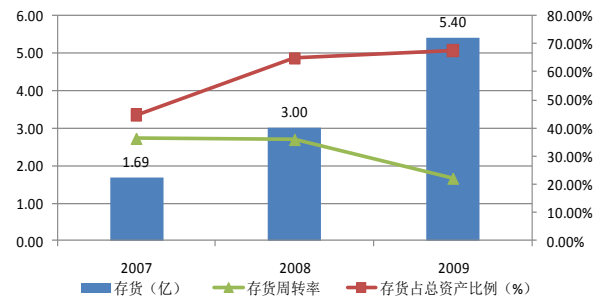


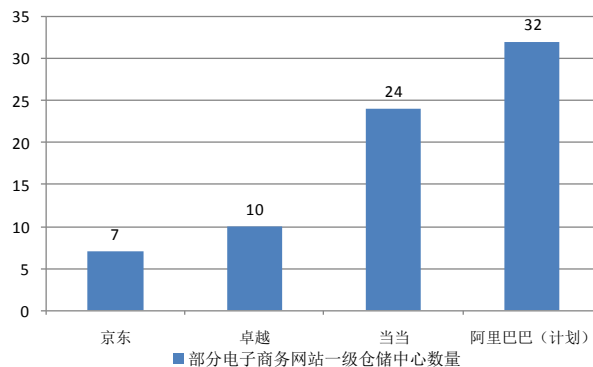
图 39: 当当网遭遇物流瓶颈



数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

因此, 国内各大行业领先的电子商务公司都开始投入巨额资金建设物流体系。以国内目前物流服务占领先地位的京东为例, 公司自有土地面积已达到93万平方米以上, 并计划在北京、上海、广州、成都、武汉、西安、沈阳建立七个一级物流仓储中心, 总计投入资金将达到50-60亿元。

图 40: 电子商务公司积极扩建全国一级仓储中心



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

● 物流仓储的瓶颈在于土地

土地是电子商务公司在建设物流仓储中心整个过程中最困难的一个环节。首先, 实力雄厚的电子商务公司对仓储物流中心占地面积要求较高, 京东在北京、上海、成都的物流仓储中心占地面积都已超过了25万平方米。另外, 目前仓储用地供给总体偏紧, 地方政府由于税收、就业等方面的考虑, 并不支持土地以物流仓储用地性质进行转让, 因此长期以来仓储用地价格指数始终高于100, 供不应求的状态短期内不会改变。

图 41: 仓储行业投资额呈快速上升趋势

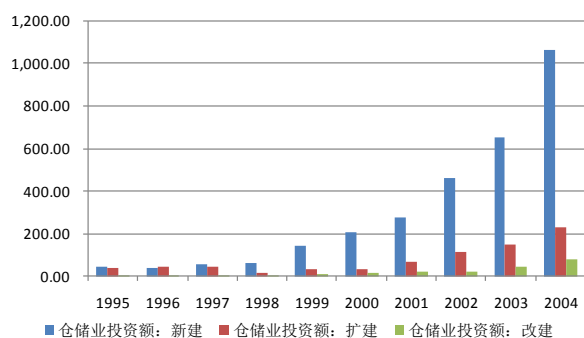
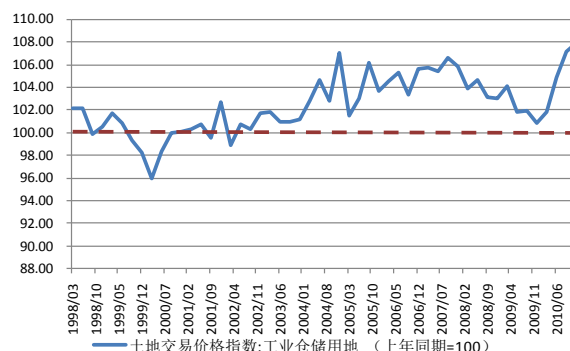


图 42: 仓储用地价格指数长期高于 100



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

因此,电子商务行业所遇到的物流和土地瓶颈的根本在于滞后发展的物流仓储体系无法满足飞速增长的客户群体需求,客户需求与物流能力之间的缺口造成了用户体验的下降和客户资源的流失。电子商务网站业绩的爆发式增长就像盛开于无本之木的鲜花,如果不尽快把物流仓储的根须深植于泥土之中,再惊艳的业绩恐怕也只能是昙花一现。

2. 公司的电子商务业务: 开花“易”

公司电子商务业务的发展路径不同于普通B2B/B2C公司。目前公司旗下自有权益土地面积已达到642.09万平方米,远高于京东、当当、阿里巴巴等电子商务公司的未来土地计划占有量,因此公司在商品的物流仓储配送方面具有天然优势。公司分布在全国14个省市的26家市场已经逐渐形成互联互通的交易网络,就像根须一样遍布在全国各地。公司下一步的目标将集中在培育线上B2B/B2C用户群体方面,相信掌握了线下物流仓储基础设施的优势,公司电子商务业绩的鲜花盛开只是时间问题。

图 43: 公司自有土地面积远高于电子商务公司

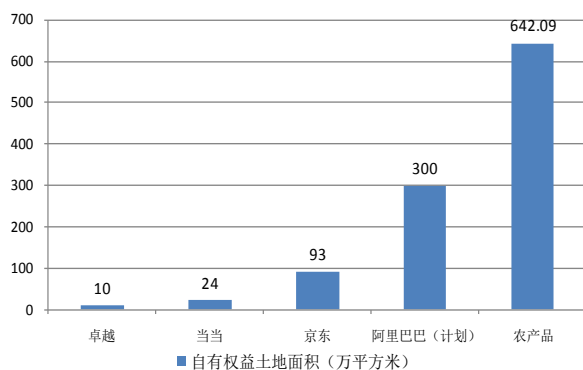
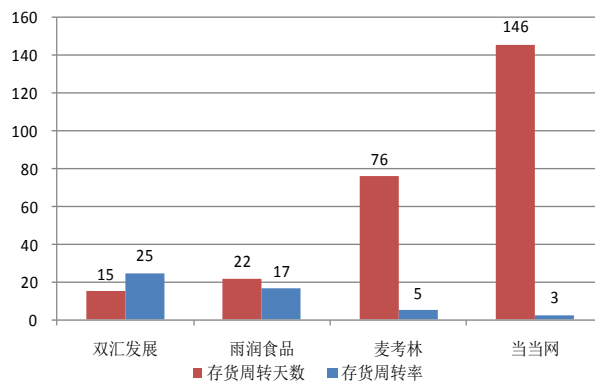


图 44: 高周转的农产品物流对硬件条件要求更高



数据来源: 公开信息整理、广发证券发展研究中心

我们认为未来B2B电子商务网站与现代物流企业的发展方向较为相似。围绕着商品交易这一核心，B2B公司必须从物流、信息流、资金流三个角度为客户提供全方位的服务产品。阿里巴巴、上海钢联、中国化工网等在为客户提供商品价格供求等信息服务方面具有行业领先优势，阿里巴巴的诚信通以及支付宝等产品也有效的解决了资金支付和结算等资金流问题，但是这些B2B公司实现全方位交易服务的最大障碍在于物流基础设施建设方面。

图 45：公司发展路径不同于普通电子商务公司

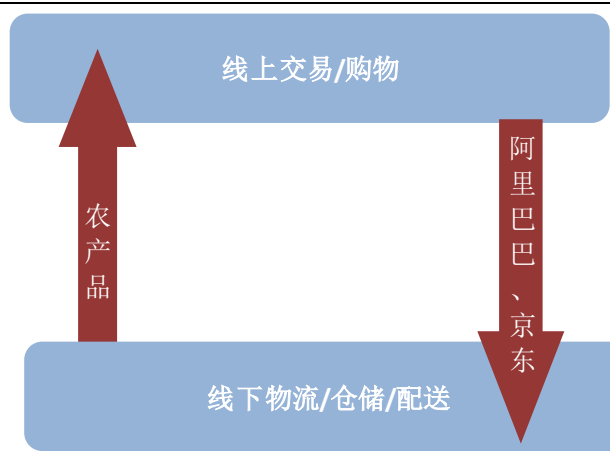
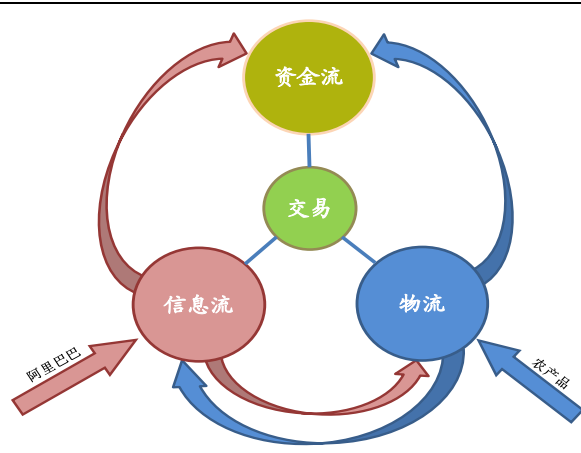


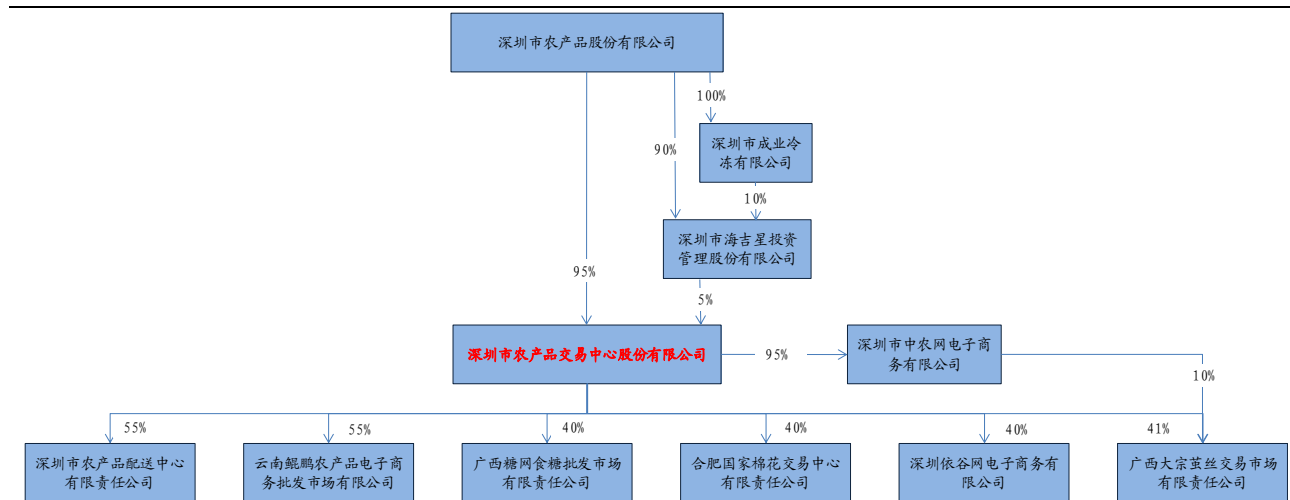
图 46：公司与阿里巴巴经营战略比较



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

根据中报披露信息，公司将持有深圳市中农网电子商务有限公司共计95%的股权以及吉农公司持有云南鲲鹏15%的股权转让给全资子公司深圳市农产品交易中心股份有限公司。转让完成后交易中心将整合母公司旗下B2B及B2C业务资源，充分利用各个业务模块间的协同效用，搭建公司电子商务网络大平台。

图 47：农产品交易中心将成为公司电子商务业务平台



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

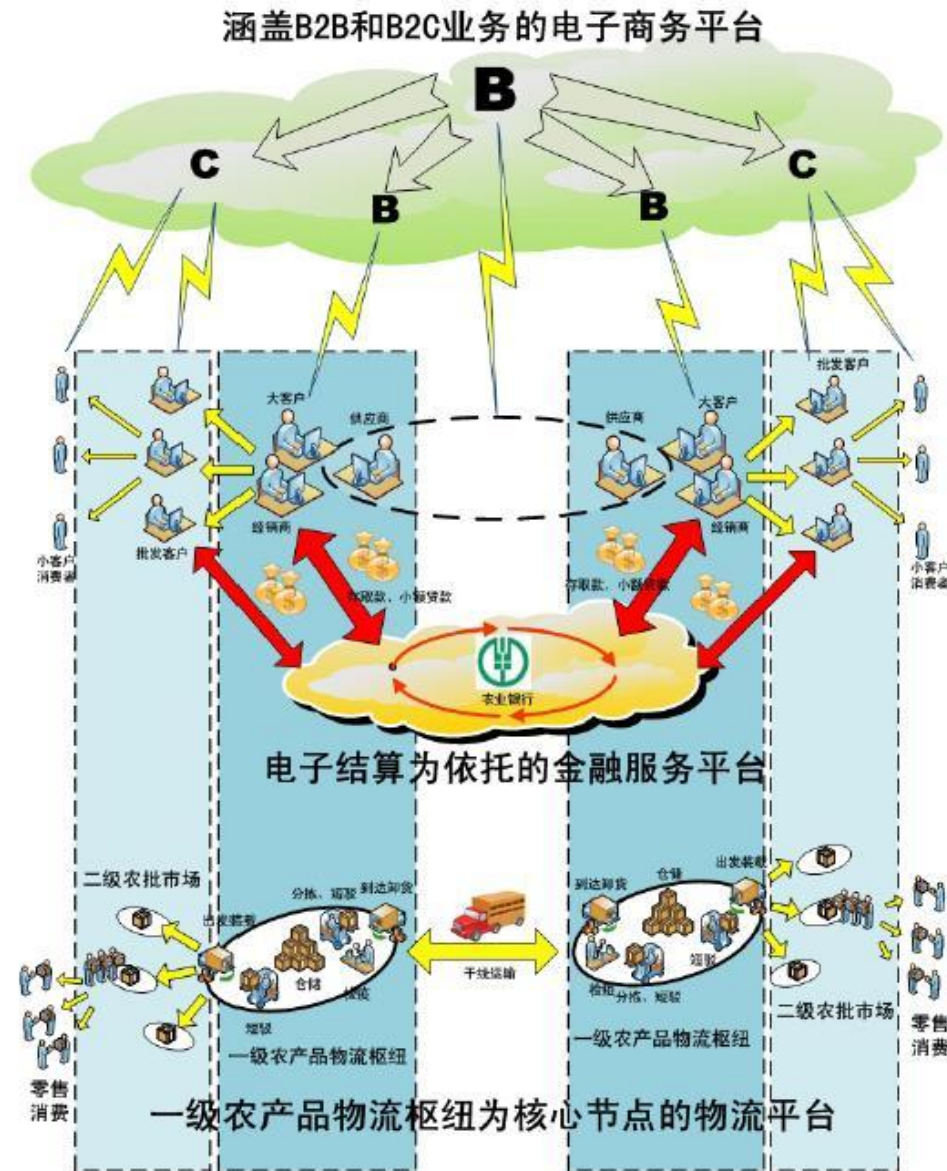
公司公告宣布,交易中心将以增资扩股的方式引进战略投资者三名:其中互联网与电子商务投资者一名、股权投资基金一名、交易中心原核心管理团队一名。我们认为此举将使公司从人才、资金、以及团队建设等方面全方位突破电子商务发展瓶颈,公司农产品立体物流体系的建设和电子商务业绩的爆发式发展将指日可待。

表 9: 交易中心战略投资者引进标准

	战略投资者引进标准	可能带来的影响
互联网与电子商务投资者 (首要引资对象)	在国内外尤其是在互联网与电子商务行业、股权投资、资产管理领域具有显著行业地位与丰富经验;必须安排人选进入新公司承担高级经营管理职责,且该人选必须担任过国内外知名大型电子商务类上市公司首席运营官或以上职务	提供具有电子商务运营发展方面的高层管理人员,在电子商务专业领域的经验将帮助公司加速农产品电子商务体系构建。
股权战略投资者	必须获得首要引资对象(即互联网与电子商务战略投资者)书面认可,熟悉并对接国内外资本市场;具备足够经济实力,资产状况良好,现金流充沛,近三年无重大违约行为;具有未来提升企业价值、注入业务资源的业界良好合作关系和资本运作能力	提供发展电子商务业务必要的资金支持,同时使交易中心出现可能的单独上市预期。
交易中心原核心管理团队	出资条件与其他两家战略投资者对等(可成立公司)	原核心管理团队占有股份使交易中心管理层利益一致,有利于线上业务业绩提升。

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

图 48：公司未来业务架构示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

3. 公司目前电子商务业务现状：交易量保证收入，增值服务具备增长空间

公司目前旗下现有广西糖网、昆商糖网、广西大宗茧丝交易市场以及合肥国家棉花交易中心等四家大宗农产品电子交易平台。其中广西糖网是目前国内食糖交易平台行业的龙头，公司先后在全国设立了八个客户服务中心，客户总数达到2000多家，几乎覆盖了全国所有的省、市、自治区，设立异地配送仓点140多个，基本实现了“网上交易，就近提货”，成为国内食糖经贸流通领域最大的食糖交易和物流配送中心，发挥着“全国食糖产销桥梁”的服务功能。2010年企业通过广西糖网完成购销和配送的食糖双边596万吨，折算成单边贸易量298

万吨，占广西总产量710万吨的42%，占全国总产糖1073万吨的28%。

图 49：公司旗下大宗农产品电子交易市场净利润

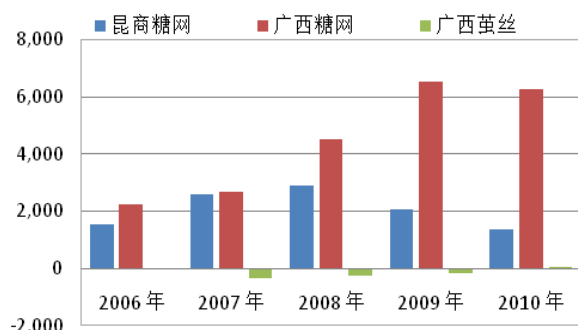
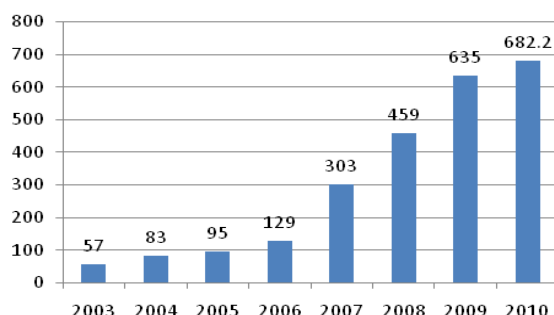


图 50：广西糖网现货成交量（万吨）



数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

以广西糖网为代表的B2B电子交易市场以交易服务为起点，前期主要满足企业用户之间的交易需求。随着交易内容的不断深入，公司将围绕交易活动提供多元化、差异化、精细化的增值服务内容。

图 51：阿里巴巴增值服务收入增长高于营收增长

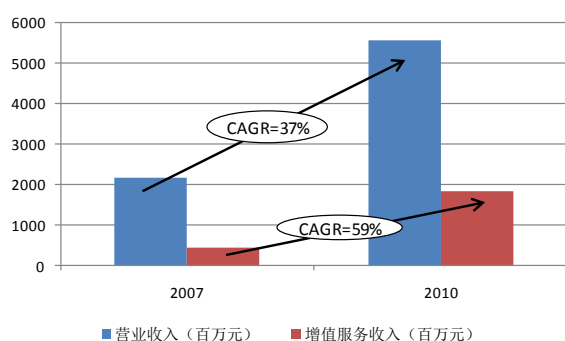
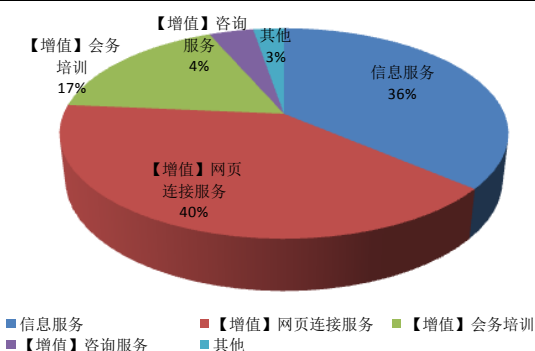


图 52：上海钢联营业收入中增值服务比例占 61%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

以国内B2B行业龙头阿里巴巴为例，公司近三年增值服务收入增长速度为59%，远高于营业收入增速37%，增值服务占营业收入比例已从21%提升到33%。“我的钢铁网”的运营商上海钢联增值服务占营收比例更是达到了61%。目前广西糖网收入结构中约70-80%来自交易费收入，20-30%来自交割费以及服务费，增值服务业务仍有较大发展空间。

三、公司总价值评估：公司价值总计 237.47 亿元

（一）实体资产价值评估：权益土地价值约为 113.50 亿元

土地使用权是在全国各地开设农批市场最重要的资源。公司在发展过程中不断在目标城市以较低价格获得土地使用权，随着土地市场价格不断提升，公司以账面价值计量的土地使用权价值已经不能反映旗下土地的真实价值，因此我们使用可比交易法评估其他土地价值；

由于公司旗下多数土地均有一定比例为商业用地，我们在各地国土资源局公开资料中提取了近年来公司土地周围可供比较的工业和商业用地交易，并以此为参考估算公司土地权益总价。

由于公司旗下布吉市场与合肥周谷堆市场在近期均有搬迁计划，市场搬迁后原有土地将由公司改造成类似于南昌深农汽配城的批发零售市场，因此我们将这两块土地作为商业用地性质进行价值评估。

表 10：可比交易法评估 21 块土地价值

	可比土地交易信息						公司土地价值					
	宗地编号	宗地面积（平方米）	土地性质	成交价格（万元）	成交时间	地块位置	每平米土地价格（元）	土地性质	比例	权益比例	土地面积（平方米）	估算权益土地价值（亿元）
深圳布吉农产品中心批发市场	A806-0378	11390.0	商业	36980	2010/10/12	深圳北站综合交通枢纽配套	31341.05	商业	100	100.0%	150000.00	47.01
深圳市福田区农产品批发市场有限公司	B116-0077	4813.5	商业	71680	2010/11/9	福田中心区	16694.17	商业	100	73.0%	92200.00	11.23
合肥周谷堆农产品批发市场股份有限公司	N1008	20000.0	商业	6600	2010/11/10	北一环路与界首路交口东北	3300.00	商业	100	44.7%	186700.00	2.75
上海农产品中心批发市场经营管理有限公司	2011Z03201	79929.0	工业	9592	2011/3/2	金桥出口加工区园区WK9-5	1200.07	工业	93	60.8%	270000.00	1.83
	201103501	11284.0	商业	15200	2011/5/6	东至妙境路、南至C02-19	13470.40	商业	7	60.8%	270000.00	1.55
南昌深农农产品中心批发市场有限公司	GDP1109	5893.0	工业	226	2011/5/13	英雄四路以东、吉盛食品（	384.02	工业	93	51.0%	370000.00	0.67
	JDP1126	6666.7	商业	5300	2011/8/3	高新区昌东大道以东、公安	7950.00	商业	7	51.0%	370000.00	1.05
西安摩尔农产品有限公司	YL4-99-33	16433.8	工业	328	2011/5/5	阎良区经发一路东、东至	199.59	工业	93	51.0%	140000.00	0.13
	JK3-3-28	3466.7	商业	1630	2011/4/13	凤城七路以北、未央路以西	4701.88	商业	7	51.0%	140000.00	0.23
长沙马王堆农产品股份有限公司	[2011]阿工挂002号	3014.5	工业	548	2011/1/29	长沙市雨花区雨花乡石马	1817.87	工业	93	51.0%	133300.00	1.15
	[2011]阿挂012号	7029.3	商业	10129	2011/6/29	岳麓区滨江景观大道以西、茶	14409.73	商业	7	51.0%	133300.00	0.69
成都农产品中心批发市场有限公司	GX2011-03-11	3385.0	工业	254	2011/7/14	高新区西部园区西南片区	750.37	工业	78	51.0%	350000.00	1.04
	SL07(211):2011-45	33334.0	商业	10300	2011/7/28	双流县东升镇办龙桥社区	3089.94	商业	22	51.0%	350000.00	1.21
惠州农产品物流配送中心有限公司	GP1165	63132.0	工业	1856	2011/8/4	惠州市惠阳经济开发区惠惠	293.97	工业	93	51.0%	347000.00	0.48
	GJ2010-1	9076.0	商业	1880	2010/6/30	惠州市惠城区陈江成好头村	2071.40	商业	7	51.0%	347000.00	0.26
深圳市南山农产品批发配送有限公司	T204-0076	15498.0	工业	4609	2011/5/5	南山区填海六区	2973.93	工业	93	58.0%	100000.00	1.60
	T107-0066	3727.0	商业	44400	2011/4/12	南山区后海中心区	119130.67	商业	7	58.0%	100000.00	4.84
沈阳海吉星农产品物流有限公司	沈北(G)2011-062	11492.0	工业	433	2011/8/1	蒲河大道北103	376.78	工业	70	70.0%	670000.00	1.24
	沈北2011-002	3950.0	商业	765	2011/8/2	沈北新区新城子	1936.71	商业	30	70.0%	670000.00	2.72
广西海吉星国际农产品物流有限公司	GC2011-049	400367.6	工业	40838	2011/7/27	江南区沙井大道西侧同乐路	1020.00	工业	86	100.0%	412000.00	3.61
	GC2011-044	17552.7	商业	17851	2011/7/13	五象大道南道	10170.00	商业	14	100.0%	412000.00	5.87
宁夏海吉星国际农产品物流有限公司	银地(挂)字[2011]-21号	131195.0	工业	3307	2011/4/19	西夏区宁湖南街西侧地块	252.07	工业	70	70.0%	530000.00	0.65
	银地(挂)字[2011]-59号	10457.6	商业	3388	2011/6/7	金凤区规划路南侧地块	3240.00	商业	30	70.0%	530000.00	3.61
九江市琵琶湖农产品物流有限公司	2011_2	33240.0	工业	960	2011/7/8	浔阳区金鸡巷街道	288.69	工业	100	100.0%	100855.00	0.29
深圳市海吉星国际农产品物流管理有限公司	G04226-0047	1420.0	工业	89	2010/5/6	龙岗区平湖街道	628.66	工业	93	100.0%	303000.00	1.77
	G14210-0182	200484.0	商业	89563	2009/12/10	龙岗区锦绣中路与翠景路交	4467.34	商业	7	100.0%	303000.00	0.95
长春海吉星农产品物流有限公司	57-179-1	34127.0	工业	1311	2011/7/28	长春绿园经济开发区，东至	384.15	工业	93	63.8%	533300.00	1.21
	55-127-4地块	10555.0	商业	3260	2011/7/21	东至至新艺家具、南至至通	3088.58	商业	7	63.8%	533300.00	0.74
安徽蚌埠海吉星农产品物流中心有限公司	蚌挂（2010）73号	77673.3	工业	2950	2010/10/28	淮中区吴中路西侧、丰安路	379.80	工业	93	45.0%	800000.00	1.27
	蚌挂（2010）87号	16506.7	商业	1140	2010/12/17	黄山大道北侧	690.63	商业	7	45.0%	800000.00	0.17
昆明东盟国际农产品物流中心	J2010-029	16044.0	工业	626	2011/2/23	昆明经济技术开发区大冲工	390.06	工业	93	100.0%	197000.00	0.71
	KC2009-58-1-2	14887.9	商业	10785	2011/7/13	官渡区六甲街道办事处环湖	7244.40	商业	7	100.0%	197000.00	1.00
柳州市新柳邕农产品批发市场有限公司	G（2011）21号	66737.3	工业	2350	2011/7/19	市阳河工业新区C-4-1-2等块	352.13	工业	93	70.0%	534000.00	1.22
	P(2011)15号	4582.2	商业	1715	2011/5/24	广场路北侧原迎宾馆及周边	3742.78	商业	7	70.0%	534000.00	0.98
北京大红门京深海鲜农产品批发市场	无	1848.6	工业	828	2011/7/1	方家胡同19号、21号现状工	4480.63	工业	93	21.0%	100000.00	0.88
	京土整储挂(丰)[2011]	6915.0	商业	10913	2011/7/4	丰台区花乡樊家村办公项目	15781.63	商业	7	21.0%	100000.00	0.23
合肥周谷堆大兴新市场	SG1101	24446.7	工业	939	2011/6/9	蜀山产业园文水路以北	384.00	工业	93	44.7%	146700.00	0.23
	FD148	65334.0	商业	8036	2011/6/1	庵镇镇裕溪路南侧312国道	1229.99	商业	7	44.7%	146700.00	0.06
京津国际农产品物流加工区	津静（挂）G2011-05	10000.4	工业	230	2011/6/21	静海县子牙循环经济产业园	229.99	工业	100	42.0%	333300.00	3.22
天津韩家墅海吉星农产品物流有限公司	津康示（挂）G2010-4	26666.5	工业	856	2011/2/11	北辰区医药医疗器械工业园	321.00	工业	100	51.0%	633300.00	1.04
广州市深农岭南农产品批发市场有限公司	无	71647.0	工业	4298	2010/3/10	广州市白云区大岭南路	599.89	工业	100	65.0%	200000.00	0.78
济南市盖世农产品物流交易中心有限公司	2011-工业G004	48262.0	工业	2300	2011/5/11	济南市历城区黄河大桥路	476.57	工业	100	51.0%	533300.00	1.30
25幅地块价值（亿元）												113.50

数据来源：各地国土资源局网站、搜房网、公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 非实体资产价值评估方法一：客户及交易网络价值 128.28 亿

1. 农批市场交易网络的价值本质：为客户节省交易成本

在不存在农批市场的情况下，农产品经销商在交易过程之前需要付出搜寻成本和信息成本，在交易过程中需要付出议价成本和决策成本，在交易过程后需要付出监督成本和可能的违约成本。各种成本的加总形成交易成本，从而加重了经销商的运营负担，提高了农产品在消费终端的市场价格，也降低了流通体系运行效率。而农批市场的本质作用就在于通过各种有形和无形的市场机制降低买卖双方的交易成本。

■ 交易过程前：信息平台机制降低搜寻及信息成本

在交易过程前，农产品供需双方需要搜寻可能的交易对象，并收集商品的价格、质量等信息。农批市场的信息平台机制可以为供需双方提供交易场所，并及时公布主要农产品的价格和供需信息，从而降低搜寻成本及信息成本

■ 交易过程中：价格形成机制降低议价及决策成本

在聚集大量买卖双方的农批市场中，农产品价格及供需信息可以基本实现透明化和公开化，因此供需双方可以以极低的议价及决策成本完成交易过程。

■ 交易过程后：质量追溯机制降低违约及监督成本

在没有农批市场的情况下，农产品交易后可能的违约事件以及商品质量问题都无法得到有效的解决。公司正在逐渐推广的电子化交易系统以及农批市场提供的质量监督追溯机制可以基本解决商户之间的信用违约问题以及农产品质量问题。

图 53：交易成本存在于交易前后全过程中

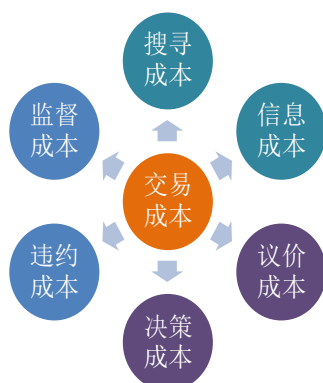


图 54：农批市场机制减低交易费用

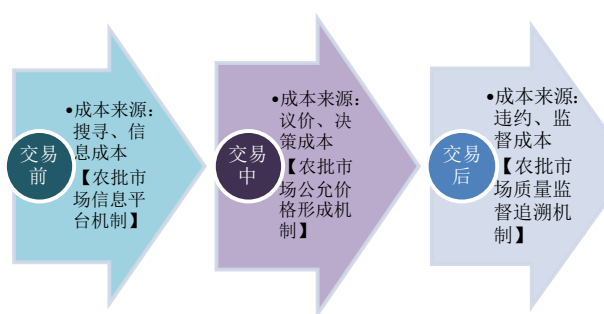


图 55：农批市场价值等于客户节省的交易费用减去客户租金



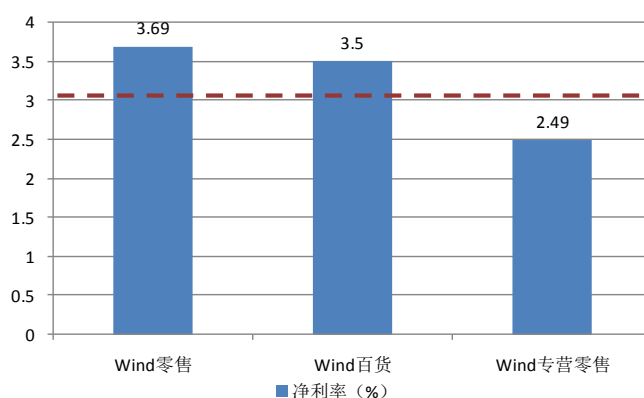
资料来源：广发证券发展研究中心

2. 客户及交易网络等非实体资产价值评估：评估价值 128.28 亿

对于每个农产品批发市场客户来说，只有当农批市场提供的交易成本优势减去需要付出的租金成本才有利可图，其差额也就是农批市场交易网络的价值所在。

因此我们假设农批市场为客户节省的交易费用相当于在农产品贸易链上减少了一级经销商，则节省的交易费用约等于商贸流通企业平均净利润率（约3%）。保守起见我们估计节省交易费用占交易额比例约2.5%，同时我们估计了公司旗下所有市场未来15年的租金收入，从而计算出公司客户及交易网络等非实体资产的价值。

图 56：商贸零售企业净利率平均水平约为 3%左右



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 11：非实体资产价值评估关键参数及假设值

关键参数	假设值
市场培育期	5 年
市场培育期租金折扣	80%
高速增长期	5 年
高速增长期租金增速	9%
永续增长期增速	2%
经营面积占建筑面积比例	70%
市场运营寿命	50 年

数据来源：广发证券发展研究中心

表 12：非实体资产价值评估敏感性分析

		客户节省交易费用占交易总额比例				
		2.0%	2.25%	2.5%	3.0%	3.5%
折现率	10.0%	47.40	81.20	114.99	148.78	182.57
	9.0%	49.68	85.51	121.34	157.16	192.98
	8.0%	52.16	90.22	128.28	166.33	204.39
	7.0%	54.87	95.38	135.90	176.40	216.92
	6.0%	57.82	101.04	144.27	187.49	230.72

数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 非实体资产价值评估方法二：客户及交易网络价值 119.65 亿

1. 会员费收入：约 1.16 亿元/年

会员费收入是电子商务交易平台的重要收入来源。B2B 网站通过收取会员费为客户提供供求信息、市场动态、以及其他会员服务。国内 B2B 网站一般采取多级会员制，普通会员费约 1500-2500 元/年左右；高级会员费约 3500-5000 元/年左右。

公司现有核心稳定批发商客户共 4 万家，假设这些客户均将成为公司网上交易平台会员，其中 20%将成为高级会员；普通会员和高级会员分别收费每年 2500 元和 4500 元。则每年能够获得的会员费收入约为 1.16 亿元。

表 13：各大电子商务网站会员费标准

	我的钢铁网	阿里巴巴	中国制造网
一级会员（元/年）	5000	3688	4800
二级会员（元/年）	3000	1688	-
三级会员（元/年）	1500	-	-

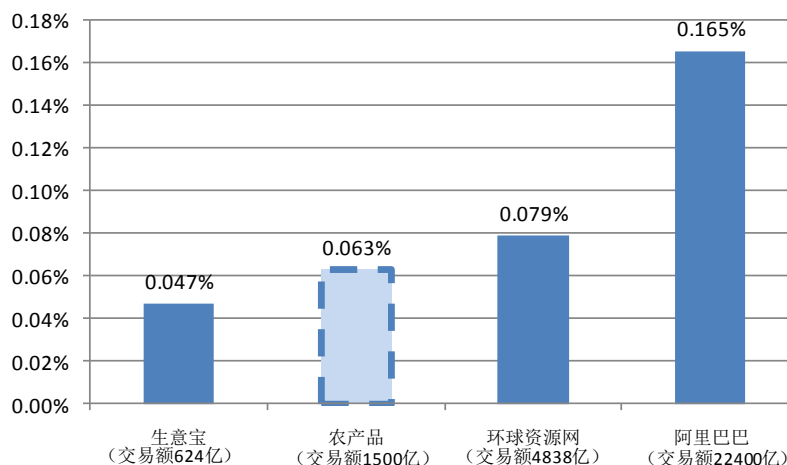
数据来源：各大 B2B 网站、广发证券发展研究中心

2. 广告费收入：约 0.945 亿元/年

公司市场上发生的巨额交易额和交易量使得公司交易平台隐含较大广告宣传价值。农产品流通供应链中的经销商作为广告的直接受众，容易产生较好的广告宣传效果。

公司能够获得的广告收入主要取决于公司交易及信息平台的交易量及关注度，随着电子商务交易规模的不断扩大，公司能从交易网络中获得的广告收入比例也呈递增趋势。根据国内电子商务上市公司生意宝、环球资源网、阿里巴巴广告收入及交易规模比例关系，假设农产品广告收入比例为交易额规模 0.063%，则每年广告收入约为 9450 万元。

图 57：广告收入比例随交易额上升而增加（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

3. 贷款担保费收入：约 0.90 亿元/年

公司在 2009 年成立了农产品担保公司，为旗下实体市场和电子交易市场的商户提供贷款担保服务。2011 年上半年公司又成立深圳市农产品小额贷款有限公司，注册资本 10000 万元，公司出资 3000 万元，占注册资本 30%。具体的担保服务内容包括以下几项：商铺按揭贷款担保、流动资金小额贷款，电子交易市场交易的融资担保等。

贷款担保和小额贷款业务是公司农产品物流体系中的重要一环，通过对商户进行资金流方面的融资支持，可以带动市场交易量，提高公司佣金及租金收入。

担保费收入规模计算：

关键假设：

- 公司 2015 年交易额约为 1500 亿元，约 10% 的交易需要公司提供融资担保。
- 假设担保费计算公式为：担保费=担保时间*月担保费率*担保金额
- 平均担保时间为 6 个月，月担保费率为 0.1%

按照以上假设条件，公司每年可收取担保费收入约 9000 万元，其他影响担保费收入的不确定因素包括担保额占全部交易额比例以及担保时间，针对这两个变量我们进行相应敏感性测试。

表 14：担保费收入敏感性分析

担保费收入（万元）		担保额占全部交易额比例（%）								
		1%	3%	5%	8%	10%	15%	20%	25%	30%
担保时间（月）	1	150	375	750	1125	1500	2250	3000	3750	4500
	3	450	1125	2250	3375	4500	6750	9000	11250	13500
	6	900	2250	4500	6750	9000	13500	18000	22500	27000
	9	1350	3375	6750	10125	13500	20250	27000	33750	40500
	12	1800	4500	9000	13500	18000	27000	36000	45000	54000

数据来源：广发证券发展研究中心

4. 息差收入：约 0.91 亿/年

电子结算模式下，商户要在市场开立交易账户。公司将商户的交易资金集中在银行进行托管。由于资金量巨大，公司可以从银行获得一个比较优惠的存款利率，该利率与商户收到的活期存款利率之间的差额，将成为公司新的收入来源——息差收入。

息差收入测算假设：

- 以公司未来 1500 亿交易额为计算基础；
- 市场的电子结算覆盖交易总额的 50%；
- 交易资金周转次数为每年 12 次，即每个月资金完成一次周转；
- 息差率为 2.9%；我们取整存整取定存 6 月期和 12 月期的年利

率作为公司存款利率的参考依据,假定公司存款利率处于两者之间。得到公司存款利率范围: 3.30%-3.50%,对应的息差范围为 2.80%- 3.00%,中间值 2.90%;

表 15: 城乡居民及单位人民币存款利率表 (2011 年 7 月 6 日)

一、城乡居民和单位存款		
活期存款		0.50%
整存整取定期存款	三个月	3.10%
	半年	3.30%
	一年	3.50%
	二年	4.40%
	三年	5.00%
	五年	5.50%
二、各项贷款		
	六个月	6.10%
	一年	6.56%
	一至三年	6.65%
	三至五年	6.90%
	五年以上	7.05%
三、个人住房公积金贷款		
	五年以下 (含五年)	4.45%
	五年以上	4.90%

数据来源: 中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 16: 电子结算资金息差收入敏感性分析

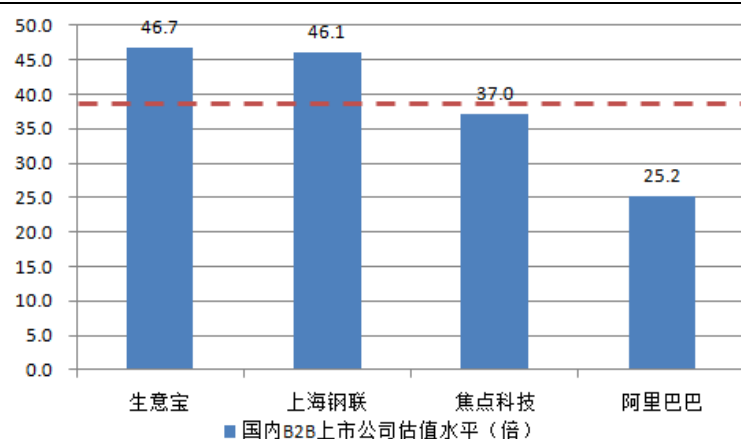
息差收入 (亿元)		电子结算比例						
资金周转次数 (次/年)		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
	2	2.18	3.26	4.35	5.44	6.53	7.61	8.70
	4	1.09	1.63	2.18	2.72	3.26	3.81	4.35
	6	0.73	1.09	1.45	1.81	2.18	2.54	2.90
	8	0.54	0.82	1.09	1.36	1.63	1.90	2.18
	10	0.44	0.65	0.87	1.09	1.31	1.52	1.74
	12	0.36	0.54	0.73	0.91	1.09	1.27	1.45
	14	0.31	0.47	0.62	0.78	0.93	1.09	1.24
	16	0.27	0.41	0.54	0.68	0.82	0.95	1.09
	18	0.24	0.36	0.48	0.60	0.73	0.85	0.97
	20	0.22	0.33	0.44	0.54	0.65	0.76	0.87
	22	0.20	0.30	0.40	0.49	0.59	0.69	0.79
	24	0.18	0.27	0.36	0.45	0.54	0.63	0.73

数据来源: 广发证券发展研究中心

5. 客户及交易网络等非实体资产价值评估：评估价值约为 119.65 亿

国内 B2B 上市公司主要有生意宝、上海钢联、焦点科技、阿里巴巴（香港上市）四家，四家公司估值水平在 25.2 倍至 46.7 倍之间不等，我们取平均估值水平 38.7 倍市盈率对公司 B2B 业务估值，则公司 B2B 业务价值约为 119.65 亿元（折现后）。

图 58：国内 B2B 上市公司估值水平（倍）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（四）公司资产价值总计：约 237.47 亿元，对应每股 23.71 元

利用两种方法估得的非实体资产价值平均为 123.97 亿元，实体资产价值（土地使用权）为 113.50 亿元，公司价值总计为 237.47 亿元，每股价值 23.71 元。

表 17：公司价值总计约 226.68 亿元

业务模块		价值评估(亿元)
实体资产	土地价值	113.50
非 实 体 资 产	非实体资产： 方法一（114 亿）	(节省交易费用方法) 128.28
	会员费收入	44.66
	广告费收入	36.38
	金融担保收入	34.65
	息差收入	35.04
	非实体总计（折现后）	119.65
	总计（非实体资产两种方法以平均计算）	237.47

数据来源：广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）新市场的培育进度晚于预期

除了深圳平湖和广州深农项目外，公司其他在建及新签约项目均在广东省以外。各省的消费能力和商户、居民的交易习惯都存在差异，给公司新建市场的盈利规模和释放时点都带来了一定的风险，导致公司的实际盈利水平可能低于我们的预期。

（二）电子化交易推进速度低于预期

目前市场电子化结算交易在硬件和技术层面并不存在障碍，商户交易习惯的惯性也可以通过市场的培训和引导来解决，因此也不构成实质性的障碍。

我们认为电子化交易推进的阻力可能主要来自于两个方面：一是农副产品的多样化，不同品种、不同产地、甚至不同时段的产品之间都存在很大的差异，难于标准化；二是电子化结算使交易金额与数量变的有据可查，可能在一定程度上提高商户的税务负担，遭到商户的抵制。

上述两项原因可能导致公司电子化结算的推进速度和覆盖范围、种类低于我们的预期，进而给我们对公司价值的判断带来偏误。

资产负债表简表					单位: 百万元					利润简表					单位: 百万元				
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	报表项目	2009	2010	2011E	2012E	报表项目	2009	2010	2011E	2012E	报表项目	2009	2010	2011E	2012E
货币资金	2212.30	3170.89	2328.05	1903.67	营业收入	1245.95	1370.82	1841.98	2597.17	营业成本	620.99	948.23	686.62	974.92	营业税金及附加	35.33	39.21	51.36	73.45
应收账款	41.32	38.94	65.22	84.00	销售费用	171.11	68.38	184.58	248.83	管理费用	292.24	334.94	434.39	618.74	财务费用	40.11	50.15	29.03	-5.49
预付款项	476.61	544.62	460.67	607.02	资产减值损失	94.70	34.32	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	204.38	419.65	73.53	85.59
应收利息	0.00	0.00			营业利润	195.86	315.25	529.52	772.31	营业外收入	79.95	27.50	50.29	50.29	营业外支出	68.16	4.76	0.00	0.00
应收股利	0.00	4.15			利润总额	207.65	336.39	579.81	822.60	所得税费用	51.17	56.98	144.95	205.65	净利润	156.48	279.41	434.86	616.95
其他应收款	101.50	226.53	241.46	325.60	归属于母公司净利润	85.19	276.95	406.89	472.21	少数股东损益	71.30	2.46	27.97	144.75	EPS (元)	0.11	0.36	0.53	0.61
存货	82.10	94.86	81.18	102.70	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					现金流量简表					单位: 百万元				
流动资产合计	2920.83	4083.73	3176.59	3022.99	经营活动现金流量	516.51	663.28	-162.56	1495.26	投资活动现金流量	-331.51	-489.79	-266.00	-257.42	筹资活动现金流量	406.08	845.09	-414.27	-1662.22
长期股权投资	308.94	526.21	526.21	526.21	现金及现金等价物净增加额	591.08	1018.59	-842.83	-424.38	期末现金余额	2152.30	3230.89	2328.05	1903.67	每股经营活动现金流(元)	0.67	0.86	-0.21	1.95
固定资产	1500.56	1665.84	1842.63	2030.74	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心					主要财务指标									
在建工程	704.82	910.56	1000.28	1060.09	指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入增长率	-2.66%	10.02%	34.37%	41.00%	营业利润增长率	329.43%	60.96%	67.97%	45.85%
无形资产	929.98	1161.66	1103.58	1048.40	毛利率	50.16%	30.83%	62.72%	62.46%	营业利润率	15.72%	23.00%	28.75%	29.74%	净利率	6.84%	20.20%	22.09%	18.18%
长期待摊费用	27.60	25.61			净资产收益率	2.95%	9.00%	11.67%	11.93%	总资产收益率	1.22%	3.04%	4.89%	5.65%	流动比率	105.27%	88.37%	88.63%	105.83%
递延所得税资产	51.66	86.61	0.00	0.00	资产负债率	50.54%	58.54%	49.39%	42.25%	所得税税率	24.64%	16.94%	25.00%	25.00%	数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心				
非流动资产合计	4090.17	5029.03	5147.42	5340.23															
资产总计	7011.00	9112.76	8324.02	8363.22															
短期借款	911.50	1764.32	1727.29	0.00															
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00															
应付账款	49.80	66.98	54.86	68.96															
预收款项	71.12	210.43	193.95	336.07															
应付职工薪酬	49.77	72.04	53.60	75.09															
应交税费	55.73	83.13	97.05	147.17															
应付利息	1.08	2.58																	
应付股利	1.51	0.32	0.00	0.00															
其他应付款	1007.43	1201.96	863.51	1161.74															
流动负债合计	2774.54	4621.37	3584.08	2856.33															
长期借款	448.95	426.95	526.95	676.95															
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00															
长期应付款	19.03	15.30																	
预计负债	0.00	0.00																	
递延所得税负债	0.08	0.33	0.00	0.00															
非流动负债合计	768.48	713.56	526.95	676.95															
负债合计	3543.01	5334.92	4111.03	3533.28															
股本	768.51	768.51	768.51	768.51															
资本公积	1651.72	1629.98	1629.98	1629.98															
盈余公积	104.28	115.66	176.69	247.52															
未分配利润	360.47	564.89	910.74	1312.12															
少数股东权益	583.00	699.10	727.07	871.81															
负债股东权益总计	7011.00	9112.76	8324.02	8363.22															
每股净资产(元)	3.75	4.01	4.54	5.15															

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

广发交通运输行业研究小组

杨志清，首席分析师，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。

谢平，研究助理，北京交通大学工学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：xieping@gf.com.cn，021-68825729。

相关研究报告

农产品（000061.sz）——打造天津、南宁两大农产品进口市场枢纽_中报点评	杨志清	2011-09-06
农产品（000061.sz）_公司跟踪研究报告	杨志清	2011-06-02
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

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：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。