

公司研究/首次覆盖

2017年04月01日

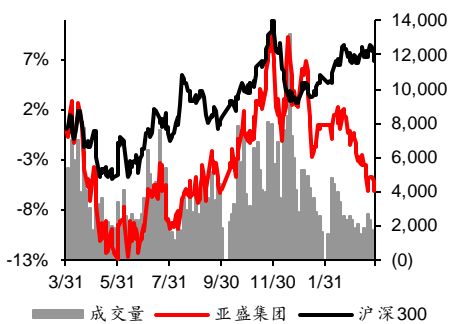
农林牧渔/农业综合 II

投资评级：中性（首次评级）

当前价格(元): 5.24  
合理价格区间(元): 5.25~6.00

许奇峰 执业证书编号: S0570517020001  
研究员 xuqifeng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 农垦改革排头兵，土地资源待重估

## 亚盛集团(600108)

### 核心观点

公司是甘肃农垦集团旗下唯一的农业经营上市平台，非农业务已基本完全剥离并持续获得集团的优质资产注入，是中国现代化农业和农垦改革的最好可行载体。公司在发展现代农业方面有着得天独厚的优势，目前自有农业土地资源近 450 万亩，并已逐步转向以利润为主导的市场化经营模式，改土地出租为自主统一经营，农业规模化种植优势明显。

### “粮经饲”三元种植结构背景下，牧草产业盈利向上弹性较大

国内苜蓿草需求旺盛，一半以上的优质苜蓿依赖从国外进口。目前公司自有农场苜蓿草种植面积 8 万亩，并在内蒙古赤峰市阿鲁科尔沁旗投资建立优质紫花苜蓿种植基地 8 万亩。在“粮经饲”三元种植结构背景下，2017 年牧草产业盈利向上的弹性较大。

### 自有最大土地资源储备，集团优质资产持续注入

自有产权土地本质上有利于公司的经营转型和绩效提升，目前公司自有 442.93 万亩土地资源，其中耕地 67.34 万亩，宜农未利用地 105.06 万亩；而甘肃农垦集团四大农场旗下各类土地 377.41 万亩尚未注入上市公司。按照“垦区集团化”的改革方向，未来集团的大量优质土地资源有望持续注入，为亚盛集团现代化农业的发展打开空间。

### 统一经营模式优势明显

农业生产正从靠天吃饭的“自然式”传统农业向以订单农业、精准农业等为代表的现代化农业转变，为了适应现代化农业规模化种植的要求，公司已经逐步从土地“家庭承包”向“统一经营”模式转型，实现机械化、集约化生产。目前公司已开垦耕地 67.34 万亩，其中统一经营模式的耕地占 65%左右，现代化水平初具规模；宜农未利用地 105.06 万亩。随着宜农耕地面积逐步开发，统一经营模式推广深入，有利于降低单位成本，提升综合种植效益，公司未来收入有较大的增长潜力。

### “统一经营、资产注入”内生外延双驱动，首次覆盖，给予“中性”评级

考虑到 2015-2016 年公司受到国内外农产品价格倒挂和自然灾害影响，未来优质牧草产业将逐步放量，我们预计公司 2017 年业绩将有所回升，实现归属于母公司净利润 2.88 亿元，对应 EPS 0.15 元。公司农业土地资源稀缺、未来集团资产注入预期以及国家农垦改革临近，并综合 2016 年业绩可能有所下滑且面临改革不及预期的风险，我们给予公司 2017 年 35-40 倍的 PE 估值水平，对应 2017 年目标价为 5.25-6.00 元，首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示：农业自然灾害导致公司农产品减产；公司统一经营模式推进程度较慢；集团资产注入时间推后，农垦改革不及预期。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	1,947
流通 A 股(百万股)	1,947
52 周内股价区间(元)	4.86-6.13
总市值(百万元)	10,202
总资产(百万元)	7,580
每股净资产(元)	2.40

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,245	2,191	2,201	2,527	3,061
+/-%	(16.82)	(2.39)	0.44	14.81	21.15
净利润(百万元)	206.13	123.09	94.50	288.34	462.83
+/-%	(49.32)	(40.29)	(23.22)	205.11	60.52
EPS(元)	0.11	0.06	0.05	0.15	0.24
PE(倍)	53.18	89.05	115.99	38.02	23.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

公司简介.....	5
公司概况.....	5
公司股权结构.....	6
公司的历史发展.....	6
第一阶段：1995-2008年，公司改制重组成立，确立农业、商贸、工业三大主业.....	6
第二阶段：2009-2010年，集团农业资产注入，剥离亏损的工业类业务，确定农业主业.....	6
第三阶段：2011年至今，股权激励计划推出，由土地出租向统一经营模式转变.....	7
农垦系统：现代化农业最可行载体，改革拐点临近.....	8
农垦发展的历史进程.....	8
第一阶段：1949-1966年，建国初期艰苦开拓.....	8
第二阶段：1967-1978年，“文化大革命”中遭遇挫折.....	8
第三阶段：1979-2001年，改革开放中不断发展.....	8
第四阶段：2002年至今，政企分开、社企分离、建立现代企业制度.....	9
全国农垦概况.....	10
垦区土地广阔，自然资源禀赋.....	10
总产值增长稳定，二三产业高增速.....	11
中国农产品供求格局的重要组成部分.....	11
中国现代化农业的“排头兵”.....	12
农垦系统面临的问题.....	13
政企合一，管理体系较为复杂.....	14
社企不分，垦区与地方发展“两张皮”.....	14
农垦土地产权不清晰，流转市场不健全，确权工作仍未完成.....	15
农垦改革的方向：农场企业化、垦区集团化、股权多元化.....	15
优质资产注入.....	16
引入民营资本.....	16
进一步推进市场化.....	16
土地资本化.....	16
农、工、商三位一体的现代农业体系.....	17
农业板块：成立薯业集团，做精啤酒花、做强做大牧草产业.....	18
借力马铃薯主粮化，积极整合成立薯业集团.....	19
啤酒花产业规模优势明显.....	20
牧草地资源丰富，是未来牧草产业在“粮经饲”三元种植结构下发展的有力保障.....	20
工业板块：大力发展节水设备产业.....	21

商贸板块及其他：成立食品集团，构建“从田间到餐桌”的完整产业链 .....	22
大量优质土地资源待重估 .....	23
自有最大土地资源储备的上市公司，宜农未利用地开发潜力大 .....	23
对比其他上市公司 .....	24
推进统一经营，创新家庭农场承包模式 .....	26
公司统一经营模式 .....	26
家庭农场承包模式 .....	26
部分费用自理 .....	27
全部费用自理 .....	27
公司创新家庭农场承包方式：公司管两头+家庭农场、农户负责种植 .....	27
盈利预测与投资建议 .....	28
风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1：亚盛集团主要产品及其用途 .....	5
图表 2：亚盛集团营业收入结构（单位：亿元） .....	5
图表 3：2015 年公司营业收入构成 .....	5
图表 4：2015 年亚盛集团主营业务收入及毛利情况（单位：亿元） .....	5
图表 5：亚盛集团股权结构（截止公司 2016 年三季度） .....	6
图表 6：亚盛集团的历史发展 .....	7
图表 7：建国初期农垦农场数量大幅增长（单位：个） .....	8
图表 8：建国初期农垦耕地面积快速扩张（单位：千公顷） .....	8
图表 9：农垦系统生产总值结构（单位：亿元） .....	9
图表 10：各垦区集团化时间表 .....	10
图表 11：2015 年农垦系统农业产值结构 .....	11
图表 12：2015 年农垦系统农作物播种面积结构 .....	11
图表 13：农垦系统生产总值结构及增速（单位：亿元） .....	11
图表 14：农垦系统粮食产量变化与全国占比（单位：万吨） .....	12
图表 15：2015 年农垦系统主要农产品产量及全国占比（单位：万吨） .....	12
图表 16：2015 年农垦系统牲畜年末存栏总数、主要畜产品产量及全国占比 .....	12
图表 17：农垦系统粮食公顷产量与全国对比（单位：千克） .....	12
图表 18：农垦系统粮食产量与粮作物播种面积全国占比 .....	12
图表 19：农垦系统人均纯收入及增速（单位：元） .....	13
图表 20：农垦系统人均纯收入与全国农村居民对比（单位：元） .....	13
图表 21：2014 年各地垦区人均纯收入情况（单位：元） .....	13
图表 22：农垦系统机械和化肥使用情况 .....	13
图表 23：全国农垦系统管理权属 .....	14
图表 24：农垦企业办社会机构与补助情况（单位：亿元、个） .....	15
图表 25：农垦系统“两田制”土地经营模式 .....	15

图表 26:	2016 年上半年亚盛集团主营业务收入及毛利情况 (单位: 亿元)	17
图表 27:	亚盛集团主营业务收入结构及增速 (单位: 亿元)	17
图表 28:	亚盛集团各板块业务毛利率情况	17
图表 29:	亚盛集团商业模式	17
图表 31:	2014-2015 年亚盛集团主要农产品销量 (单位: 吨、元/吨)	18
图表 32:	亚盛集团主要农产品收入 (单位: 亿元)	19
图表 33:	2016 年上半年亚盛集团主要农产品毛利率及收入占农业比例	19
图表 34:	我国马铃薯主产区 (红色部分)	19
图表 35:	2013-2015 年亚盛集团马铃薯产量 (万吨)	19
图表 36:	2011-2015 年中国优质苜蓿商品干草产量和消费量 (万吨)	20
图表 37:	2013-2015 年亚盛集团优质苜蓿产量 (万吨)	20
图表 38:	2014-2015 年亚盛集团工业板块生产情况	21
图表 39:	2014-2015 年亚盛集团工业板块销售情况	22
图表 40:	“亚盛好食帮” 第三方电商渠道主要产品	22
图表 41:	2014-2015 年亚盛集团主要贸易产品收入和毛利率 (单位: 亿元)	22
图表 42:	亚盛集团土地资源储备情况 (单位: 万亩)	23
图表 43:	亚盛集团与甘肃农垦集团土地面积储备 (单位: 万亩)	24
图表 44:	亚盛集团潜在最大耕地面积 (单位: 万亩)	24
图表 45:	农场地理位置	24
图表 46:	农业类上市公司土地面积对比 (单位: 万亩、亿元, 截止 2016 年 3 月 30 日数据)	24
图表 47:	2011 年以来亚盛集团统一经营模式收益显著	26
图表 48:	亚盛集团耕地亩均效益与统一经营模式占比 (单位: 元)	26
图表 49:	亚盛集团耕地亩均收入 (单位: 元)	26
图表 50:	亚盛集团土地经营模式对比	27
图表 51:	可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017 年 3 月 30 日)	28
图表 52:	亚盛集团历史 PE-Bands	29
图表 53:	亚盛集团历史 PB-Bands	29

## 公司简介

### 公司概况

甘肃亚盛实业(集团)股份有限公司是甘肃省规模最大的农业类上市公司,早在2003年,即被农业部、财政部等九部委确定为国家农业产业化重点龙头企业。目前,公司主要生产经营啤酒花、优质牧草(苜蓿草)、马铃薯、果品、食葵、辣椒、香辛料等农产品及加工产品和农业滴灌设备等工业产品。

为充分发挥公司在土地资源、集约化经营等方面的优势,公司积极调整产品结构,重点发展啤酒花、苜蓿草、马铃薯、有机果蔬、制种以及节水滴灌设备等盈利能力较强的产业。公司的啤酒原料、苜蓿、果蔬、滴灌设备等产品在国内具有较大的竞争优势,并以农产品种植业为起点,经过多年发展,已经建立和完善了集育种、种植、储运、农产品深加工、销售为一体的现代农业产业体系。

图表1: 亚盛集团主要产品及其用途

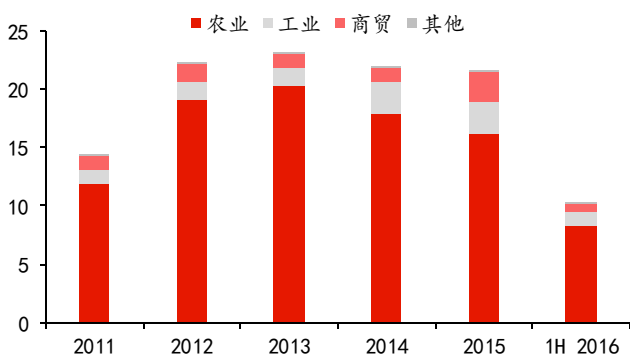
产品名称	主要用途
啤酒花	啤酒原料
苜蓿草	优质的植物蛋白源,以“牧草之王”著称,牲畜饲料
马铃薯	又称“土豆”、“洋芋”,用于食用或加工
有机果蔬	有机水果、有机蔬菜
制种	培育粮食作物、经济作物的种子
滴灌设备	滴水灌溉技术中所用灌溉工具组合的总称,包括管上滴头、滴灌带、滴灌管等

资料来源:公司网站,华泰证券研究所

公司主营业务主要由农业、工业和商贸三大板块构成,其中农业板块是公司的主要收入来源,2015年农业营收占比75.06%。毛利结构中,2015年农业、工业和商贸的毛利占比分别为:81.73%、11.48%和6.00%。

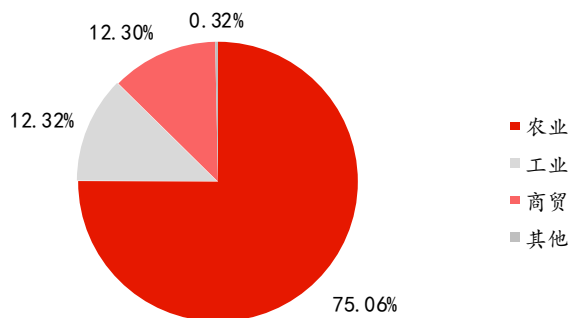
截止2016年三季度,公司实现营业总收入14.70亿元,同比增长2.36%,净利润0.56亿元,同比下降47.92%。

图表2: 亚盛集团营业收入结构(单位:亿元)



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表3: 2015年公司营业收入构成



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

图表4: 2015年亚盛集团主营业务收入及毛利情况(单位:亿元)

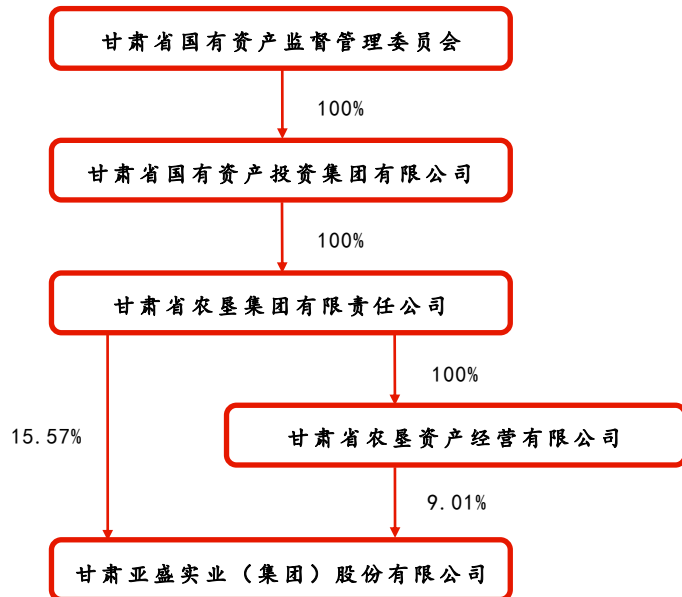
板块	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比上年变化	成本同比上年变化	毛利率比上年增减	收入占比	毛利占比
农业	16.21	12.22	24.66%	-9.32%	-11.43%	增加1.79个百分点	75.06%	81.73%
工业	2.66	2.10	21.11%	-4.50%	-5.85%	增加1.13个百分点	12.32%	11.48%
商贸	2.66	2.36	11.04%	116.38%	119.17%	减少1.14个百分点	12.30%	6.00%
其他	0.07	0.03	55.11%	8.34%	14.40%	减少2.38个百分点	0.32%	0.79%
合计	21.60	16.71	22.65%	-1.63%	-2.44%	增加0.65个百分点	100.00%	100.00%

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

## 公司股权结构

亚盛集团于1997年在上海证券交易所上市，经历数次产业调整以后，公司目前已成为甘肃农垦旗下定位于农业经营的唯一上市平台。公司第一大股东为甘肃省农垦集团有限责任公司，持股比例为15.57%，实际控制人为甘肃省国资委。

图表5: 亚盛集团股权结构 (截止公司2016年三季度)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 公司的历史发展

### 第一阶段：1995-2008年，公司改制重组成立，确立农业、商贸、工业三大主业

1995年公司由甘肃亚盛盐化工业集团有限责任公司所属的甘肃省亚盛农工商公司、甘肃金塔兴盛实业公司、甘肃金塔永胜农业发展公司等三家企业的全部资产进行整体改组后，联合甘肃金塔农业开发公司（已更名为甘肃金塔县恒盛农业发展有限公司）、甘肃金盛实业有限公司、甘肃鹏盛农业发展有限责任公司（已更名为甘肃宏泰农业科技有限责任公司）和甘肃省国营生地湾双丰化工厂等四家单位作为发起人共同发起设立。随后，1997年公司在上海证券交易所上市。

### 第二阶段：2009-2010年，集团农业资产注入，剥离亏损的工业类业务，确定农业主业

2009年甘肃农垦集团董事长杨树军在亚盛集团公司内部管理会议上提出“止血、输血、造血”的六字方针，将公司亏损的化工业务逐步剥离上市公司，同时将集团优质的土地资源分批注入上市公司。从2009年起，在公司“止血+输血”方针的指导下，公司资产数量大幅增加，质量大幅改善。先后两次采用定增和置换方式将优质土地（含耕地）共计326.45万亩注入上市公司。

2009年：公司向甘肃农垦集团定向增发购买集团7家农场资源，合计80.19万亩农业用地，其中耕地32.03万亩。交易完成后，公司拥有土地总面积95.68万亩，耕地47.52万亩，宜农未利用地48.17万亩。

2010年：公司与第二大股东甘肃亚盛盐化工业集团进行资产置换，置入鱼儿红牧场一宗土地（246.25万亩）及部分经营性农业资产，剥离出影响公司发展的工业类业务，减少工业类业务给公司带来的亏损，并把农业作为公司的核心主业。交易完成后，亚盛集团新增土地246.25万亩，其中牧草地184.90万亩，天然牧草地、灌木林地0.64万亩，冰川5.00万亩，其他用地55.71万亩。

**第三阶段：2011年至今，股权激励计划推出，由土地出租向统一经营模式转变**

2011年以前，亚盛集团的经营模式主要为公司统一经营模式和家庭农场承包模式：少量的土地由公司进行统一经营管理，大部分土地通过家庭农场承包的模式由农户承包（部分费用自理、全部费用自理），公司收取固定的租金。在这样的模式下，过于分散的土地无法满足现代农业集约化的要求，虽然农产品价格的波动风险转嫁给了农户，但与此同时却牺牲了农场种植、销售的规模效应，以及品种规划等众多集约化经营的优势，农产品涨价的收益公司也很难分享。2011年开始，公司积极探索并推广统一经营模式，规划将土地经营权陆续收回，由公司统一经营，实行“统一种植计划、统一技术措施、统一机械作业、统一产品收获、统一加工销售”五统一，充分发挥集团化、专业化、集约化等方面的优势，引领农垦企业改革。

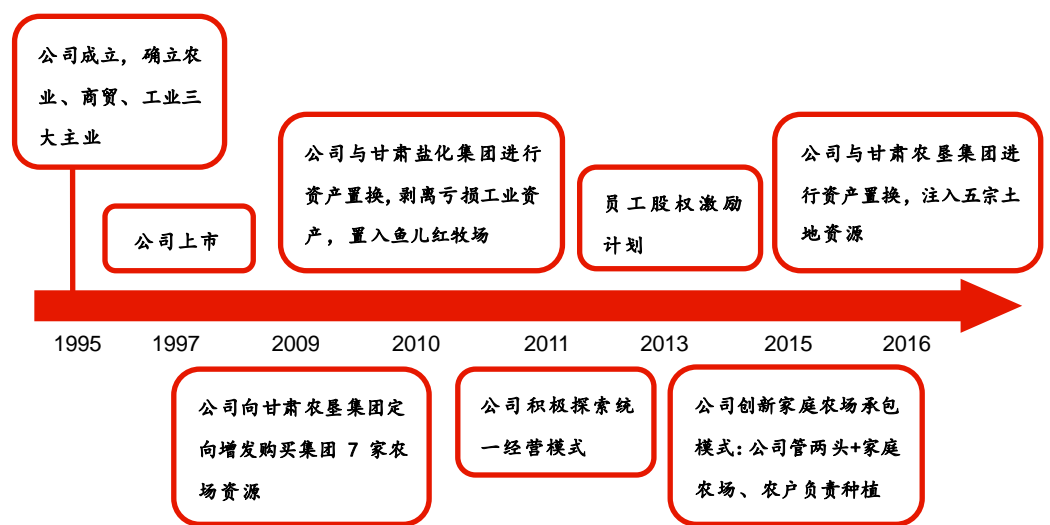
2011年甘肃农垦集团董事长杨树军亲自出任亚盛集团董事长，凸显上市公司在农垦系统经营体制改革中的战略地位。

2013年公司推出员工股权激励计划，成为甘肃省国资系统内首家推出员工股权激励计划的上市公司，进一步表明公司将盈利能力纳入考核指标的决心。

2015年公司创新家庭农场承包方式，采取“公司管两头+家庭农场、农户负责种植”模式（即公司管产销两头，种子、化肥、农药等农资由公司管，销售由公司管，种植统一安排，具体的操作给家庭农场、农户），通过农田标准化建设，现代农业装备提升和高产示范区创建等措施进一步提高农业生产的规模化效益，降低经营风险；

2016年，通过资产置换的方式，甘肃农垦集团将所拥有的五宗土地共计27.23万亩土地使用权及相关农业资产注入上市公司。

**图表6：亚盛集团的历史发展**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 农垦系统：现代化农业最可行载体，改革拐点临近

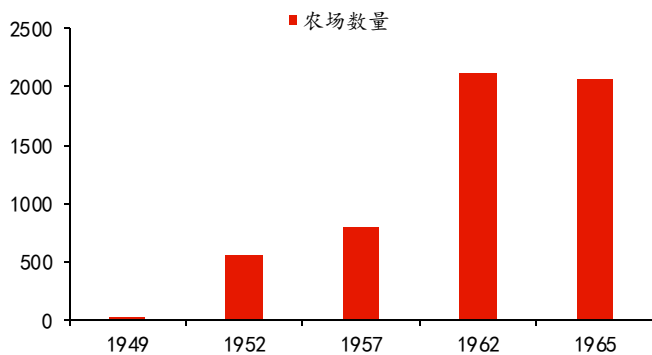
农垦系统始于最初的国营农场，建国初期国家为了恢复和发展生产，安置转业官兵而大规模投资开荒建场，逐渐发展形成了一套独立于普通行政区划的系统，并配套了科教文卫等一系列社会组织机构，是中国农业战线的“国家队”。

### 农垦发展的历史进程

#### 第一阶段：1949-1966年，建国初期艰苦开拓

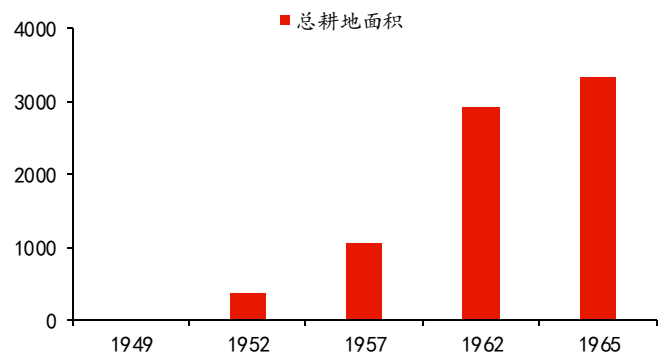
新中国成立之初，为迅速恢复和发展生产，妥善安置大批军人，中央人民政府人民革命军事委员会决定组织军队参加农业生产，农垦事业开始大规模发展。1951年，政务院作出《关于扩大培植橡胶树的决定》，在华南地区开荒建设橡胶农场。1956年中共中央、国务院决定成立农垦部，统一管理全国农垦农场和地方经营的国营农场。1958年起，在中央部署下，大批转业官兵、内地支边青年和城市知识青年纷纷奔赴边疆、荒原和戈壁滩建设农场。到1966年，全国共建立了1,940个农场，有职工284万人，耕地4,784万亩，天然橡胶250万亩，年产粮食81亿斤，干胶2.3万吨。

图表7：建国初期农垦农场数量大幅增长（单位：个）



资料来源：新中国农业60年统计资料，华泰证券研究所

图表8：建国初期农垦耕地面积快速扩张（单位：千公顷）



资料来源：新中国农业60年统计资料，华泰证券研究所

#### 第二阶段：1967-1978年，“文化大革命”中遭遇挫折

“文化大革命”的十年浩劫，给农垦事业造成了严重的损害：农垦部及各省、自治区、直辖市的农垦管理机构被撤销，大批国营农场被下放，原有的管理制度被破坏。

在此期间，全国各地响应毛泽东主席关于“知识青年到农村去，接受贫下中农再教育”的号召，先后有200多万城市青年到国营农场参加开发建设。但由于“文化大革命”中管理体制的种种变化和折腾，以及吃大锅饭、平均主义盛行，农垦劳动生产率大幅下降，生产状况恶化，农垦系统连年亏损。从1967年到1978年，全系统连续12年亏损，累计亏损37.2亿元。

#### 第三阶段：1979-2001年，改革开放中不断发展

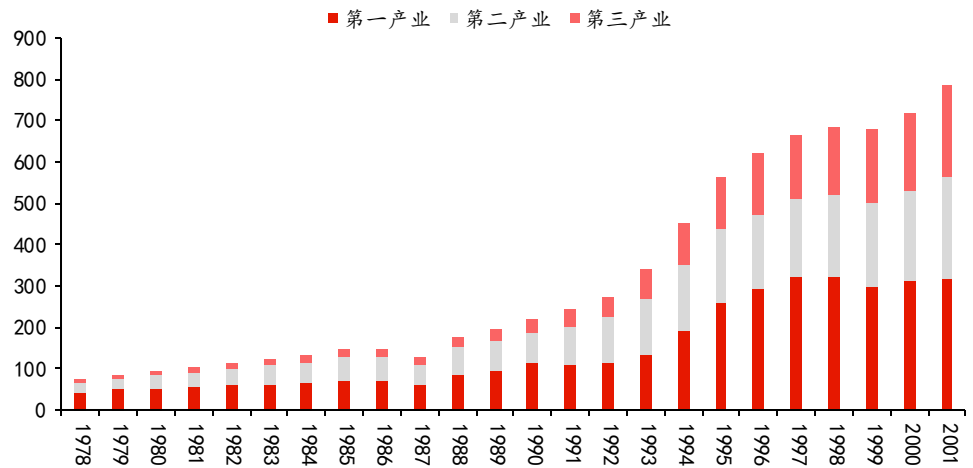
十一届三中全会以后，农垦系统进行了一系列重大改革。1978年，国务院决定在农垦系统国营农场试办农工商联合企业，实行农工商综合经营，突破了农场长期单一经营农业的格局。

1983年起，农垦系统兴办职工家庭农场，建立大农场套小农场的双层经营体制，解决了职工吃企业“大锅饭”问题。这期间，农垦系统以市场经济为导向，逐步建立和完善现代企业制度，加大对外开放力度，完善职工社会保障制度。



1994年，对职工农场实行“四到户、两自理”（生产费、生活费自理，承包、核算、盈亏、风险到户）的家庭联产承包责任制；推进垦区管理体制改革，弱化行政职能，加快实体化形成，积极向集团化、公司化过渡。

**图表9：农垦系统生产总值结构（单位：亿元）**



资料来源：新中国农业60年统计资料，华泰证券研究所

#### **第四阶段：2002年至今，政企分开、社企分离、建立现代企业制度**

过去农垦企业承担了许多本应由政府承担的社会性、行政性职能，使企业形成了难以承受的“双重负担”，影响企业自我积累、自我发展能力，这是垦区长期亏损的一个重要原因。2002年以来，中央对“三农”工作不断强化，连续以“一号”文件的形式出台强农惠农富农政策，更加重视垦区的民生工作。在这个阶段，农垦系统加快推行集团化、企业化、股份化改革，不断理顺管理体制，以管理体制向市场化放开，建立现代农业企业集团为目标，在有条件的垦区推行集团化发展道路，实行“一套班子、两块牌子”的改革尝试，目前全国34个垦区中有17个已经走上了集团化、股份化的企业发展道路，农垦经济效益保持持续高速增长，自2002年全系统扭亏为盈以来，经济增长率连续13年保持在10%以上。

**图表10: 各垦区集团化时间表**

垦区	时间	集团化
海南垦区	1998	1988年海南省农垦总公司成立,撤销了海南区党委的农场工作部,改为海南省农垦总公司的办公室。2010年9月1日海南省农垦总公司与海南省农垦总局实现政企分开,并改制更名为海南省农垦集团有限公司,且于2010年10月18日正式挂牌成立,独立运作。
广东垦区	1994	1994年在省级机构改革中成建制转为广东省农垦集团公司,与广东省农垦总局实行“两块牌子、一套班子”管理。农业部授权广东省农垦总局对所属垦区国有资产实施监督管理职能。
云南垦区	1996	1994年成建制转为经济实体,成立云南农垦总公司,加挂云南省农垦总局牌子,1996年改制成立云南农垦集团有限责任公司。2014年农垦集团与农垦总局政企分开,集团成为市场经营主体。
江苏垦区	1996	1996年11月,经江苏省政府批准,改制为江苏省农垦集团有限公司,同时挂“江苏省农垦事业管理办公室”牌子。
天津垦区	1997	改组为天津农垦集团总公司。
广西垦区	1997	成立广西农垦集团有限责任公司。
黑龙江垦区	1998	成立黑龙江北大荒农垦集团总公司,组建北大荒集团。
安徽垦区	1998	安徽省农垦集团有限公司是1998年经省政府批准由原省农垦农工商联合总公司(前身为省农垦厅)改制成立的国有独资公司。
甘肃垦区	2002	甘肃农垦创建于1953年,经历了多次体制改革和调整,2002年在省农垦总公司的基础上整体改制,组建甘肃省农垦集团有限责任公司,加挂农垦事业管理办公室的牌子,一套班子,两块牌子。
河南垦区	2003	整合全省农垦资源的基础上对河南省农垦农工商联合公司进行了股份制改造,组建了河南省农垦集团。
陕西垦区	2008	陕西省农垦农工商总公司改制为陕西省农垦集团有限责任公司。
北京垦区	2009	2009年4月,经北京市政府批准,北京三元集团有限责任公司、北京华都集团有限责任公司、北京市大发畜产公司重组为北京首都农业集团有限公司。
宁夏垦区	2009	2009年对宁夏农垦企业(集团)有限公司所辖的14个国营农场、9户农垦企业的国有资产体制进行政企分开、社企分离改革,经资产评估机构评估后组建了宁夏农垦集团有限责任公司。2014年7月之前,农垦事业管理局与农垦集团实行“两块牌子、一套班子”管理。此后,按照自治区党委、政府《关于进一步深化农垦改革发展的实施意见》文件精神,农垦整体转企改制为农垦集团有限责任公司。
内蒙古垦区	2012	将海拉尔农垦和兴安农垦进行整合,组建了呼伦贝尔农垦集团公司。

资料来源:农业部农垦局,华泰证券研究所

### 全国农垦概况

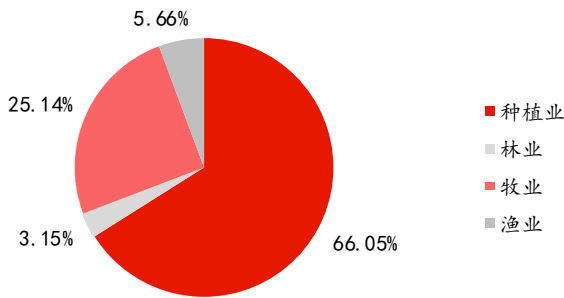
目前,全国31个省市区共有34个垦区(其中广州市、南京市、新疆农业厅、新疆畜牧厅等四个系统所属农牧场在省区内单列管理),1,780个国有农场,人口1,413万,其中职工319万,退休人员230.7万。

### 垦区土地广阔,自然资源禀赋

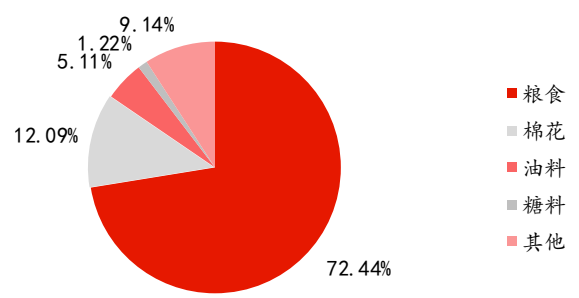
全国农垦土地总面积37.1万平方公里,约占国土陆地面积的3.9%;其中耕地9,316万亩,占全国耕地总面积的4.6%;林地5,955万亩,占全国林地总面积的1.6%(其中橡胶林面积662万亩,占全国橡胶总面积的38.5%);草地22,822万亩,占全国草地总面积的5.3%。

2015年农垦系统实现农业总产值3,449.67亿元,比上年增长1.0%。其中:种植业产值2,278.51亿元,林业产值108.57亿元,牧业产值867.18亿元,渔业产值195.40亿元。全年农作物播种面积为6,898.25千公顷,比上年减少9.05千公顷,减少0.1%。其中:粮食播种面积4,996.98千公顷,增加73.38千公顷,增长1.5%,占农作物播种面积的72.4%;棉花面积834.19千公顷,减少71.07千公顷,减少7.9%;油料面积352.24千公顷,减少12.17千公顷,减少3.3%;糖料面积84.31千公顷,减少0.02千公顷,降低0.02%。

图表 11: 2015 年农垦系统农业产值结构



图表 12: 2015 年农垦系统农作物播种面积结构



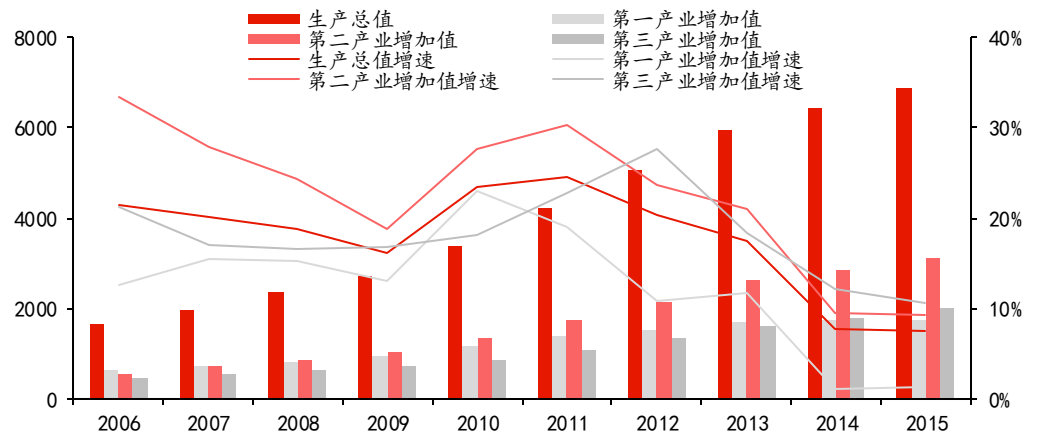
资料来源: 全国农垦经济和社会发展统计公报, 华泰证券研究所

资料来源: 全国农垦经济和社会发展统计公报, 华泰证券研究所

**总产值增长稳定, 二三产业高增速**

2015 年全国农垦经济实现生产总值 6,902.48 亿元, 比上年增长 7.5%。其中, 第一产业增加值 1,768.13 亿元, 增长 1.4%; 第二产业增加值 3,132.69 亿元, 增长 9.3%; 第三产业增加值 2,001.65 亿元, 增长 10.5%。第一、第二、第三产业增加值占农垦生产总值的比重分别为 25.6%、45.4%和 29%。人均生产总值 48,648 元, 同比增长 5.5%; 人均纯收入持续增长, 达到 14,629 元, 扣除物价上涨因素, 比上年实际增长 7.0%。

图表 13: 农垦系统生产总值结构及增速 (单位: 亿元)

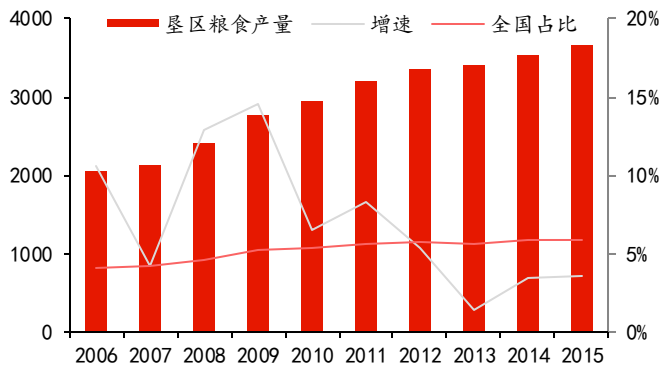


资料来源: 中国农垦统计年鉴, 华泰证券研究所

**中国农产品供求格局的重要组成部分**

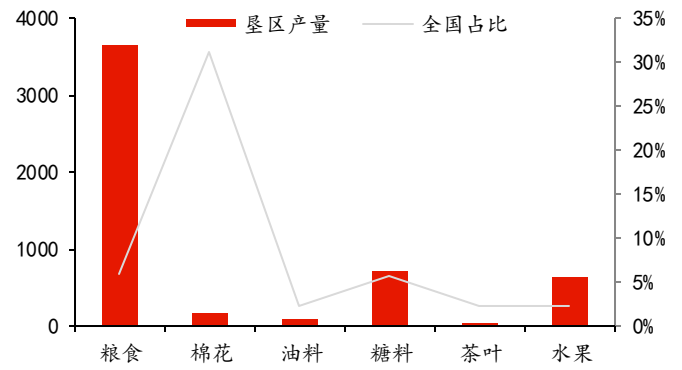
2015 年全国粮食种植面积 11,334 万公顷, 比上年增加 62 万公顷; 粮食产量 62,144 万吨, 比上年增产 1,441 万吨, 增长 2.4%。而全年农垦系统粮食播种面积 4,996.98 千公顷, 增加 73.38 千公顷, 增长 1.5%, 占垦区农作物播种面积的 72.4%; 粮食产量再攀新高, 总产量达到 3,665.10 万吨, 比上年增产 127.03 万吨, 增长 3.6%。

**图表 14: 农垦系统粮食产量变化与全国占比 (单位: 万吨)**



资料来源: 中国农垦统计年鉴, 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表 15: 2015 年农垦系统主要农产品产量及全国占比 (单位: 万吨)**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表 16: 2015 年农垦系统牲畜年末存栏总数、主要畜产品产量及全国占比**

项目	单位	农垦产量/期末数	全国产量/期末数	全国占比
大牲畜年末数	万头	282	12,195.74	2.31%
猪年末数	万头	1,227	45,112.50	2.72%
羊年末数	万只	1,495	31,099.69	4.81%
猪牛羊肉产量	万吨	185	6,587.47	2.81%
猪肉产量	万吨	146	5,671.39	2.57%
牛奶产量	万吨	369	3,754.67	9.83%
禽蛋产量	万吨	48	2,999.22	1.60%
羊毛产量	万吨	32,796	427,464.15	7.67%

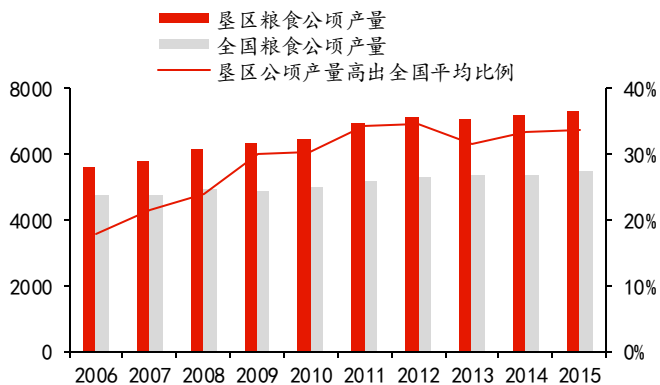
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**中国现代化农业的“排头兵”**

农垦拥有大基地、大产业和大企业的独特优势, 具备较为完整的现代农业产业体系, 是打造具有国际竞争力的现代农业企业集团的最现实、最可行的载体。

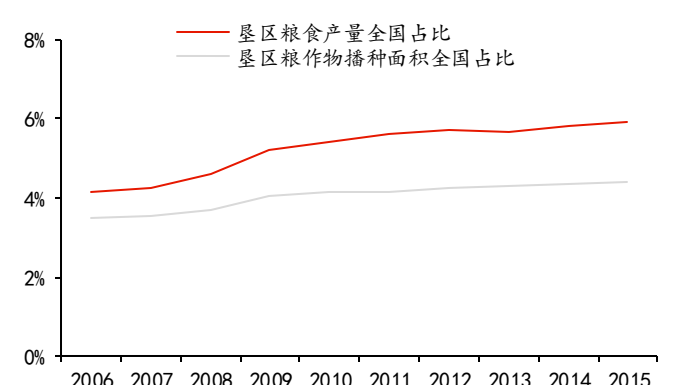
从农业现代化衡量指标来看, 农垦处于全国领先地位。2015 年农垦系统粮食公顷产量为 7,334.63 千克, 远超当年全国平均 5,482.82 千克, 高出 33.8%。垦区以全国 4.4% 的粮食播种面积, 产出了全国 5.9% 的粮食, 规模化效应明显。

**图表 17: 农垦系统粮食公顷产量与全国对比 (单位: 千克)**



资料来源: 中国农垦统计年鉴, 国家统计局, 华泰证券研究所

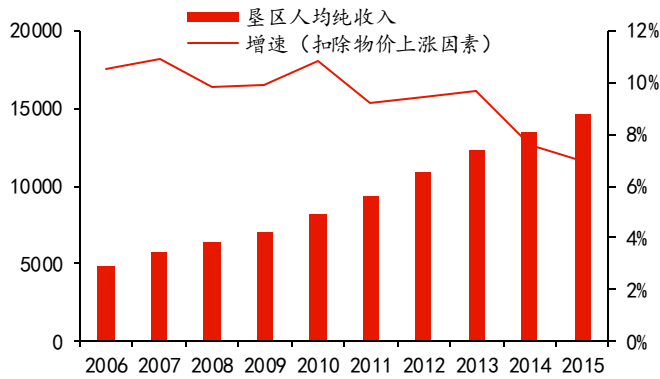
**图表 18: 农垦系统粮食产量与粮作物播种面积全国占比**



资料来源: 中国农垦统计年鉴, 国家统计局, 华泰证券研究所

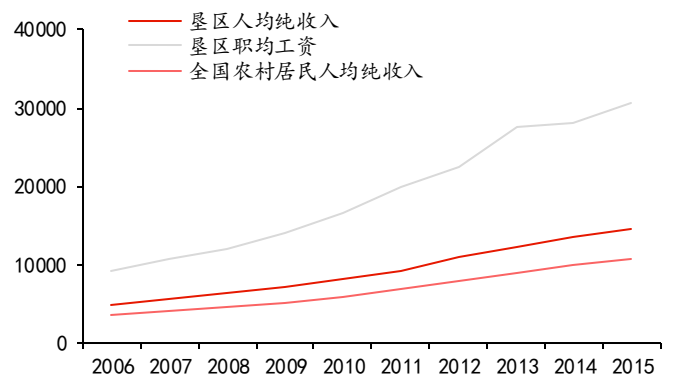
从人均收入衡量指标来看, 农垦系统人均纯收入也高于同期全国农村居民平均水平, 但各地垦区收入分化水平较为明显。2015 年垦区人均纯收入 14,629 元, 同期全国农村居民人均纯收入 10,772 元, 垦区高出全国 35.81%; 垦区全年职工工资总额 878.82 亿元, 职工年平均工资 30,553 元, 增长 8.3%。

图表19: 农垦系统人均纯收入及增速 (单位: 元)



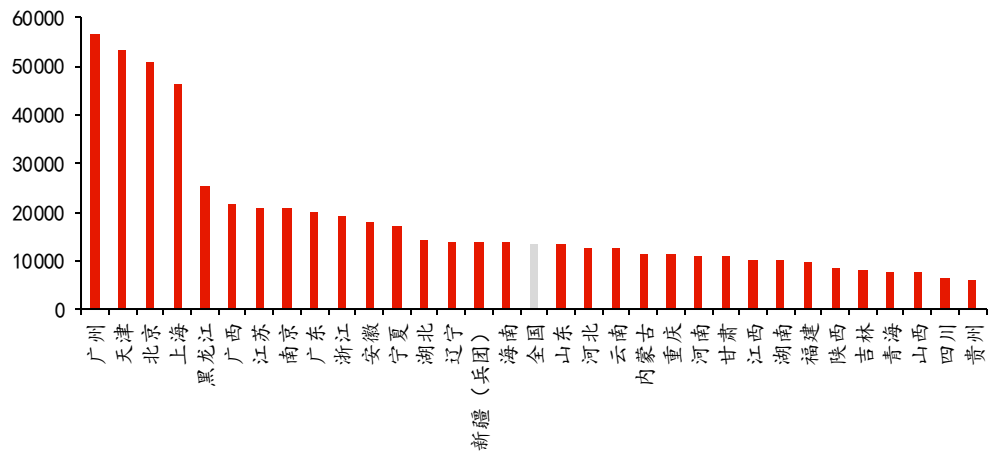
资料来源: 全国农垦经济和社会发展统计公报, 华泰证券研究所

图表20: 农垦系统人均纯收入与全国农村居民对比 (单位: 元)



资料来源: 全国农垦经济和社会发展统计公报, 华泰证券研究所

图表21: 2014年各地农垦区人均纯收入情况 (单位: 元)



资料来源: 中国农垦统计年鉴, 华泰证券研究所

从农业机械化指标来看, 农垦系统农业机械化率稳步提高, 2015年末农业机械总动力2,838.32万千瓦, 比上年增长4.1%; 大中型农用拖拉机19.72万台, 增长2.4%; 农用小型及手扶拖拉机30.85万台, 减少3.9%; 联合收获机5.69万台, 比上年增长7.6%。

图表22: 农垦系统机械和化肥使用情况

项目	单位	2011		2012		2013		2014		2015	
		农垦	全国占比	农垦	全国占比	农垦	全国占比	农垦	全国占比	农垦	全国占比
农业机械总动力	万千瓦	2283.85	2.34%	2457.21	2.40%	2621.01	2.52%	2725.90	2.52%	2838.32	2.54%
大中型拖拉机	万台	16.17	3.67%	17.42	3.59%	17.68	3.35%	19.25	3.39%	19.72	3.25%
小型及手扶拖拉机	万台	34.70	1.92%	32.81	1.83%	33.30	1.90%	32.09	1.86%	30.85	1.81%
排灌动力机械	万台	26.18	1.20%	27.74	1.24%	28.84	1.54%	29.25	1.32%	-	-
联合收割机	万台	3.98	3.57%	4.61	3.60%	4.84	3.41%	5.29	3.34%	5.69	-
农用化肥施用总量 (按折存量计算)	万吨	241.16	4.23%	248.33	4.25%	260.97	4.41%	273.20	4.56%	-	-

资料来源: 中国农垦统计年鉴, 国家统计局, 华泰证券研究所

### 农垦系统面临的问题

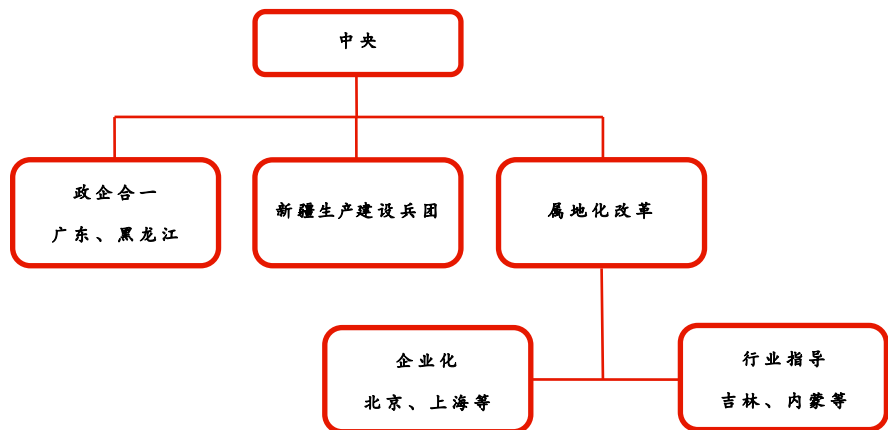
过去农垦企业承担了许多本应由政府承担的社会性、行政性职能, 使企业形成了难以承受的“双重负担”, 影响企业自我积累、自我发展能力。

### 政企合一，管理体系较为复杂

从行政管理的角度来看，中国农垦的管理体系较为复杂，可分为新疆生产建设兵团、中央直属垦区和地方管理垦区三类。其中，新疆生产建设兵团由中央直接管理，属于党政军企合一的体制；中央直属垦区包括黑龙江、广东两个垦区，属于部省双重领导、以省为主，财政预算部分基建投资和国资监管由中央来管理，干部管理等工作由省党委负责；地方管理垦区包括由省直属、市县管理的垦区。

从垦区自身的管理体制来看，主要包括集团化垦区和土地管理垦区。目前中国集团化垦区有 17 个，在体制上基本是在省级层面改制为企业集团，省级农垦主管部门改组为集团公司，所属农场及第二、三产业企业按照主导产业发展需要改为集团子公司或分公司，形成以资本为纽带的母子公司体制。但与此同时保留了省级管理机构模式，绝大多数是一个机构两块牌子，省级管理机构承担垦区的全部或部分社会管理，包括北京首农、黑龙江北大荒等；在土地管理垦区模式下，农场由市县管理，难以在省区层面形成企业集团，履行行业指导工作。

图表 23: 全国农垦系统管理权属



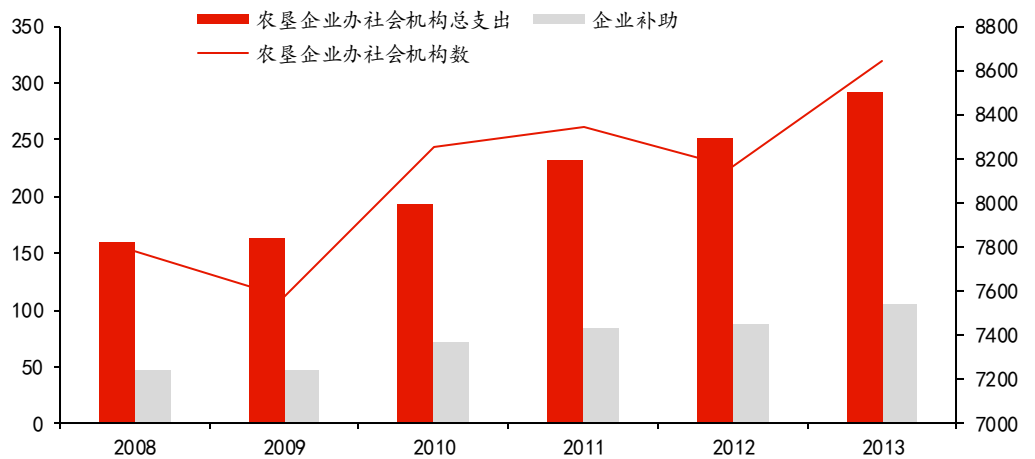
资料来源：农业部农垦局，华泰证券研究所

### 政企不分，垦区与地方发展“两张皮”

虽然大多数垦区企业已经完成了集团化，但实际上还是“两块牌子、一套班子”的管理模式，而且由于历史原因，农垦系统还拥有大量的自办教育机构、自办医疗机构、自办公检法机关和自办养老、文体、广电等社会职能单位。垦区的这些社会职能机构虽然享受各级政府的财政补贴，但是依旧需要农垦企业每年进行补贴，其中 2013 年补贴金额就已超过 100 亿元，给农垦系统造成了沉重的负担，出现了垦区与地方发展“两张皮”的问题。

2013 年，农垦企业办社会机构 8,646 个，比上年增加 485 个。年末职工人数 27.83 万人，比上年增加 0.51 万人。经费支出总额 292.1 亿元，比上年增加 40.4 亿元。经费收入总额 281.6 亿元，比上年增加 27.73 亿元。其中，各级财政补助 138.68 亿元，比上年增加 6.46 亿元；企业补助 104.7 亿元，比上年增加 16.49 亿元。

**图表 24: 农垦企业办社会机构与补助情况 (单位: 亿元、个)**



资料来源: 农业部农垦局, 华泰证券研究所

**农垦土地产权不清晰, 流转市场不健全, 确权工作仍未完成**

农垦土地性质是国家所有, 属于经营性国有资产, 不同于农村集体所有制土地。国有农场通过对权属内的国有土地等资源性资产经营, 可以进行统一组织、指导、管理农业生产经营活动, 实现各项生产经营活动有组织地进行。

目前大部分垦区主要推行的土地经营模式是“两田制”, 即: 在坚持土地国家所有和家庭承包经营的前提下, 将集体的土地划分为口粮田和责任田 (有些地方叫商品田或经济田) 两部分。口粮田按人平均承包, 一般只负担农业税, 赋予长期稳定的承包经营权, 体现社会福利原则; 责任田则市场化运作, 有的按人承包, 有的实行招标承包, 通过缴纳租赁费取得土地经营权。承包责任田一般要缴纳农业税, 承担农产品订购任务和集体的各项提留, 并服从农场统一种植计划和管理。

**图表 25: 农垦系统“两田制”土地经营模式**

项目	口粮田	责任田
土地所有权	国家所有	国家所有
取得方式	按人平均承包, 占比小	通过缴纳租赁费取得经营权, 占比大
承包期限	长期稳定的承包经营权	有明确的租赁期限
作用	体现社会福利原则, 保障农户基本生活	市场化运作

资料来源: 农业部农垦局, 华泰证券研究所

但是现阶段还有很大一部分国有农场土地的产权不明晰, 土地的所有权和使用权没有分离, 农场土地使用权转让、出租、抵押及开发缺乏明确法律规范, 加上农垦没有形成完整的土地管理体系, 土地产权不清晰, 纠纷普遍。

2016年12月30日, 国土资源部、财政部、农业部联合发布《关于加快推进农垦国有土地使用权确权登记发证工作的通知》, 明确到2018年底, 完成权属清晰、无争议的农垦国有土地使用权确权登记发证工作。

**农垦改革的方向: 农场企业化、垦区集团化、股权多元化**

2015年中央一号文件指出: “深化农场企业化、垦区集团化、股权多元化改革, 创新行业指导管理体制、企业市场化经营体制、农场经营管理体制”。

此次《方案》围绕垦区集团化、农场企业化与股权多元化等三大改革方向提出试点工作具体要求。主要包括：加快推进集团公司直属企业整合重组，形成“垦区集团+产业公司”的发展格局；依法推进集团公司股权多元化改革，在若干垦区集团开展先行先试，积极引进战略投资者；推进国有农场企业化改革和公司化改造，全面增强国有农场的内生动力、发展活力和整体实力；组建区域性现代农业企业集团；组建专业化农业产业公司等。

#### **优质资产注入**

按照“垦区集团化”的改革方向，未来农垦系统优质的农场、企业等资产有望整合注入集团上市公司平台。

#### **引入民营资本**

按照“股权多元化”的改革方向，垦区企业将吸引民间资本入驻，提升管理水平和经营效率，激发垦区企业活力。

#### **进一步推进市场化**

按照“农场企业化”的改革方向，垦区土地租金将实行市场化定价，有利于释放土地盈利空间，体现土地合理价值。

#### **土地资本化**

释放沉睡已久的土地资源，通过证券化、资产抵押、信托流转等方式实现资本化。



## 农、工、商三位一体的现代农业体系

亚盛集团主营业务主要由农业、工业和商贸三大板块构成：其中农业板块占比较大，是公司营业收入和利润的主要来源，产品主要包括啤酒花、优质牧草（苜蓿草）、马铃薯、果品等，2016年上半年营收占比达到80.50%；工业板块主要业务为滴灌设备和农产品深加工；商贸板块则主要从事农产品和生产资料经销。公司其他业务收入主要来源于房屋租赁收入，这一部分占比较小。

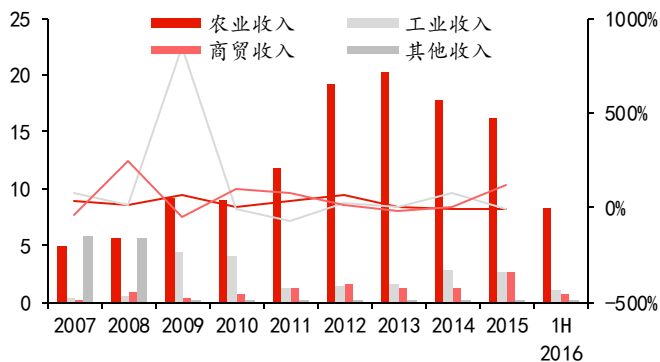
公司以农产品种植业为起点，已经建立和完善了集育种、种植、储运、农产品深加工、销售为一体的现代农业产业体系。2016年上半年，公司营业收入10.20亿元，其中农业板块收入8.29亿元，工业板块收入1.14亿元，商贸板块收入0.68亿元。

图表26：2016年上半年亚盛集团主营业务收入及毛利情况（单位：亿元）

板块	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比上年变化	成本同比上年变化	毛利率比上年增减	收入占比	毛利占比
农业	8.29	6.74	18.75%	20.21%	22.70%	减少1.65个百分点	81.31%	80.50%
工业	1.14	0.88	23.17%	-13.74%	-20.05%	增加6.06个百分点	11.20%	13.70%
商贸	0.68	0.58	15.61%	-36.49%	-38.88%	增加3.03个百分点	6.70%	5.52%
其他	0.03	0.01	50.38%	21.20%	30.43%	减少3.51个百分点	0.79%	0.28%
合计	10.19	8.27	18.94%	14.42%	17.87%	减少2.37个百分点	100.00%	100.00%

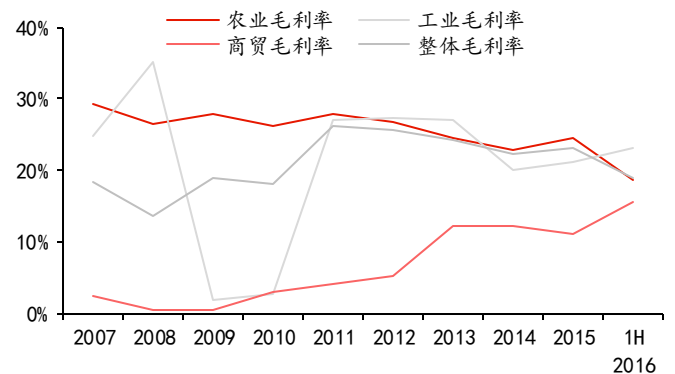
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27：亚盛集团主营业务收入结构及增速（单位：亿元）



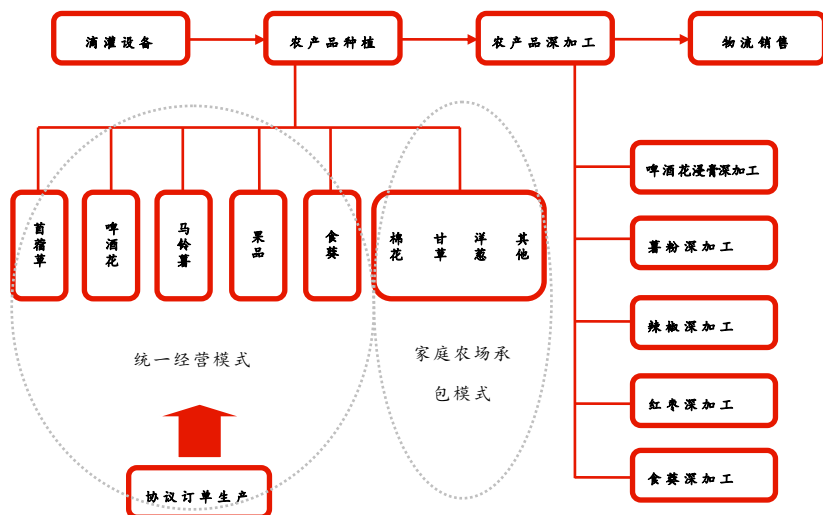
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28：亚盛集团各板块业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表29：亚盛集团商业模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 农业板块：成立薯业集团，做精啤酒花、做强做大牧草产业

农产品种植加工是公司营业收入和利润的主要来源，产品主要包括啤酒花、优质牧草、马铃薯、果品等。目前公司的主要产品均与下游客户签订生产销售合同，保障产品价格和净利润的稳定。公司苜蓿草与蒙牛、伊利等国内大型乳制品企业签订生产销售合同，啤酒花与国内大型啤酒企业签订生产销售合同，食葵与恰恰等国内大型食品企业签订生产销售合同。

在农业生产经营方面，公司下属分公司主要经营模式分为统一经营模式和家庭农场承包模式。2015年，在农业生产受到自然灾害和市场低迷双重影响下，公司加大了农业生产结构的调整，农业产品结构发生了变化，果品、大麦、葵花、苜蓿草和玉米等农产品产量下降，降幅分别为31.42%、23.77%、18.13%、16.88%和10.14%；而马铃薯、啤酒花等农产品产量增长，涨幅分别为4.88%和1.97%。

图表30：2013-2015年亚盛集团主要农产品产量（单位：吨）

项目	2013年			2014年			2015年		
	农产品名称	产量	农产品名称	产量	同比上年增减	农产品名称	产量	同比上年增减	
统一经营模式	大麦	13,170.38	大麦	6,108.91	-53.62%	大麦	4,656.60	-23.77%	
	马铃薯	83,058.69	马铃薯	70,933.45	-14.60%	马铃薯	74,395.12	4.88%	
	啤酒花	4,821.00	啤酒花	3,550.00	-26.36%	啤酒花	3,620.00	1.97%	
	药材	2,488.84	药材	3,824.49	53.67%	药材	3,751.70	-1.90%	
	孜然	8,026.69	孜然	4,411.67	-45.04%	孜然	4,297.39	-2.59%	
	玉米	28,806.00	玉米	48,161.98	67.19%	玉米	43,279.95	-10.14%	
	果品	69,181.41	果品	80,582.26	16.48%	果品	55,264.25	-31.42%	
	茴香	14,349.33	茴香	15,559.49	8.43%	茴香	13,867.46	-10.87%	
	葵花	29,247.15	葵花	27,511.62	-5.93%	葵花	22,523.21	-18.13%	
	苜蓿	148,607.90	苜蓿	141,544.28	-4.75%	苜蓿	117,658.00	-16.88%	
家庭农场承包模式	棉花	6,329.35	棉花	2,249.20	-64.46%	棉花	1,470.00	-34.64%	
	甘草	10,937.75	甘草	5,954.22	-45.56%	甘草	4,522.73	-24.04%	
	洋葱	16,640.00	洋葱	27,213.09	63.54%	洋葱	41,264.93	51.64%	
	其他	50,436.76	其他	28,091.69	-44.30%	其他	40,997.66	45.94%	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

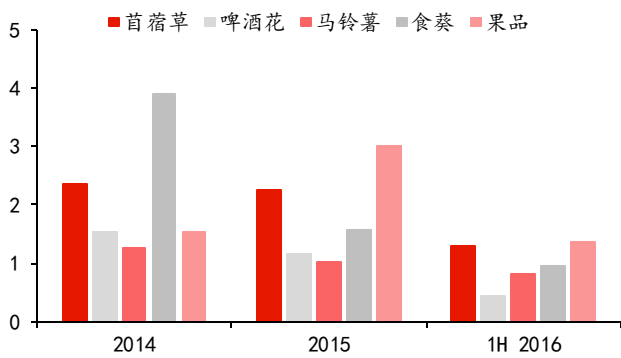
在农产品销售方面，从销售均价看，受极端天气频发，农产品去库存、降成本和补短板政策倾向以及价格补贴、临时收储等政府干预政策措施等多重因素影响，公司果品销售价格上涨178.61%至5,457.69元/吨，价格涨幅明显；啤酒花、苜蓿草、孜然和茴香等农产品价格上涨，涨幅分别为13.97%、4.46%、8.86%和19.83%；啤酒大麦、马铃薯、葵花和玉米等农产品价格下降，降幅分别为23.21%、13.68%、8.09%和25.37%。从销量上看，受行业景气度低迷影响，除玉米的销量较上年有19.73%的上涨外，其他农产品销量均出现不同程度的下降，受此影响，农业板块多数农产品的产销率亦出现了较大幅度的下降。

图表31：2014-2015年亚盛集团主要农产品销量（单位：吨、元/吨）

产品	2014			2015			销量同比	销售均价同比
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率		
啤酒花	5,970.89	25,753.89	168.19%	3,912.00	29,352.36	108.07%	-34.48%	13.97%
啤酒大麦	6,487.15	2,838.37	106.19%	1,068.00	2,179.70	22.94%	-83.54%	-23.21%
苜蓿草	123,267.26	1,915.91	87.09%	112,779.00	2,001.34	95.85%	-8.51%	4.46%
马铃薯	77,711.06	1,621.64	109.55%	73,795.10	1,399.76	99.19%	-5.01%	-13.68%
果品	77,586.54	1,958.89	96.28%	54,946.16	5,457.69	99.42%	-29.18%	178.61%
葵花	49,392.29	7,888.11	179.53%	21,779.98	7,248.73	96.70%	-55.90%	-8.11%
玉米	38,781.79	2,299.00	80.52%	46,433.44	1,715.79	107.29%	19.73%	-25.37%
孜然	5,964.99	20,454.89	135.21%	2,117.04	22,266.87	49.26%	-64.51%	8.86%
茴香	11,860.00	8,947.20	76.22%	11,648.67	10,721.70	84.00%	-1.78%	19.83%

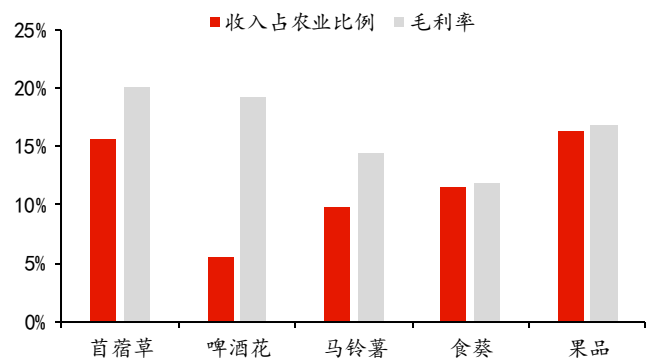
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 32: 亚盛集团主要农产品收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 33: 2016 年上半年亚盛集团主要农产品毛利率及收入占农业比例



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 借力马铃薯主粮化, 积极整合成立薯业集团

2016年2月23日, 农业部正式向广东、北京、上海等14省市发布《关于推进马铃薯产业开发的指导意见》, 称13亿国人的消费由吃得饱向吃得好、吃得健康转变。中国人的吃呈现“品质消费、绿色消费、个性消费”新趋势, 而推进马铃薯产业开发, 正适应该趋势。农业部目标是: 到2020年, 马铃薯种植面积扩大到1亿亩以上, 50%以上的马铃薯作为主粮消费, 使马铃薯“逐渐成为居民一日三餐的主食”。

在我国农业资源过度开发, 耕地地力下降、水资源更为紧缺背景下, 现有主粮持续增长空间有限, 而马铃薯用水用肥较少, 水分利用效率高于小麦、玉米等大宗粮食作物, 在同等条件下, 单位面积蛋白质产量分别是小麦的2倍、水稻的1.3倍、玉米的1.2倍。适宜我国北方干旱半干旱地区。且相比其他任何粮食作物, 马铃薯营养也更为全面、均衡, 它含有人体所需要的18种氨基酸以及大量纤维素和微量元素。

马铃薯主粮化的最核心的内容是粉化, 因为马铃薯很不方便运输, 还需要适合的储藏环境, 否则很容易发芽或者褐化。但由于加工企业少, 马铃薯全粉价格高昂, 目前价格在10000-12000元/吨, 是面粉的3-4倍。同样做成粉, 小麦85%都是干货, 但马铃薯70%都是水, 用马铃薯做原料, 用量是小麦的5倍。

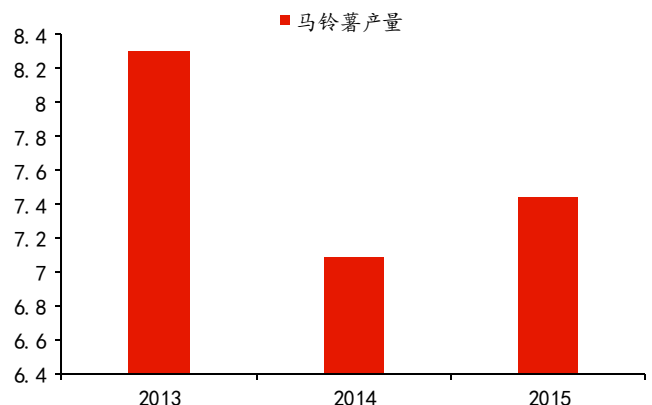
中国马铃薯的主产区是甘肃定西市、宁夏固原市、西南、内蒙古和东北地区。得天独厚的地理环境和自然条件使甘肃省定西市成为中国乃至世界马铃薯最佳适种区之一。甘肃省定西市已成为全国马铃薯三大主产区之一和全国最大的脱毒种薯繁育基地、全国重要的商品薯生产基地和薯制品加工基地。被誉为“中国马铃薯之乡”。每年向全国各省市提供大量的马铃薯。

图表 34: 我国马铃薯主产区 (红色部分)



资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

图表 35: 2013-2015 年亚盛集团马铃薯产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2015年，亚盛薯业集团的组建标志着公司马铃薯产业进入快速发展时期，利用山丹、永昌等地自然优势和现有的脱毒种薯生产体系，通过内部土地资源整合和对外土地流转，种薯生产和销售在全国形成了较强的影响力。

### 啤酒花产业规模优势明显

啤酒花主要用于酿造啤酒，被誉为“啤酒的灵魂”，是啤酒酿造不可缺少的原料之一，能使啤酒具有独特的苦味和香气，并有防腐和澄清麦芽汁的功效。同时，经过研发，啤酒花还能用于药物、化妆品等领域。

我国是世界第三大啤酒花生产国，甘肃和新疆位于我国纬度较高的地区，啤酒花品质好、产量高。其中甘肃省啤酒种植面积约占全国总面积的60%，是我国最大的啤酒原料生产基地。目前我国啤酒花总种植面积约10万亩，其中甘肃省约6万亩。公司啤酒花种植面积约2万亩，具有明显规模优势。

### 牧草地资源丰富，是未来牧草产业在“粮经饲”三元种植结构下发展的有力保障

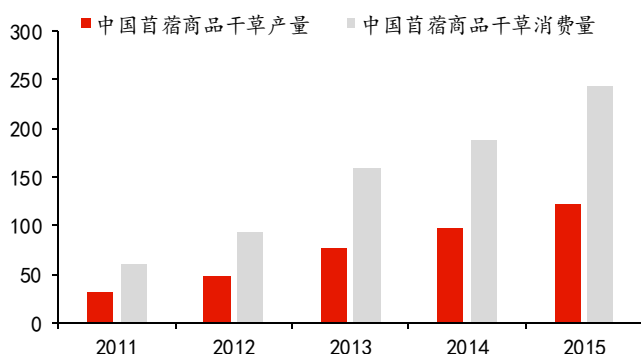
将苜蓿草添加到牲畜的饲料中，会对畜禽生长发育具有显著的促进作用，尤其是能提高奶牛的产奶量和品质，促进奶业的发展。苜蓿草还有显著的改善环境的效力，能够有效改善盐碱化和沙化土地，具有水土保持、提高土质等生态功能，具有非常大的生态价值，被称为“牧草之王”。

据中国奶牛业大会数据，2014年全国奶牛存栏数为1470万头，2015年全国奶牛存栏达1594万头。而一头奶牛正常一天需要饲料大体：精饲料12公斤（玉米、豆粕、棉粕、DDGS、麸皮、预混料等等），粗饲料20公斤（玉米青贮），干草5公斤（苜蓿加羊草），外加其他农副产品如啤酒糟或果渣类饲料3公斤，一天总计需要饲料原料约40公斤。所以国内仅奶牛一项，苜蓿草的满额年需求量大概在2000-3000万吨，供给缺口较大。

从2012年起，国家一直重视苜蓿产业的可持续发展，农业部和财政部实施“振兴奶业计划”政策中，中央财政每年安排3亿元支持高产优质苜蓿示范片区建设，对3000亩以上规模化种植基地，仅财政补贴一项即达600元/亩。农业部具体实施奶业苜蓿振兴计划以来，全国累计支持种植苜蓿150万亩，年产商品苜蓿100万吨，我国苜蓿种植面积和商品产量已初具规模。

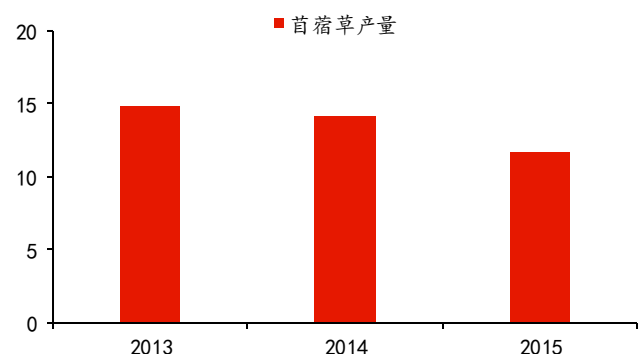
国内苜蓿种植区域主要是甘肃、内蒙古、陕西等地，甘肃省人工苜蓿草地面积达到994万亩，居全国第一；内蒙古人工苜蓿草地面积888万亩，位居全国第二位。所以虽然国内苜蓿产量有所提高，但是在质量上与美国等国家还是存在很大差距，导致我国优质苜蓿始终处于依赖进口的状态。预期中国高端苜蓿草依赖美国的局面还将持续一段时期，但随着中国苜蓿产业在发展规模、整体素质、经营模式等方面的持续快速发展，最终还是主要依靠国内供给解决优质牧草短缺问题。

图表36: 2011-2015年中国优质苜蓿商品干草产量和消费量(万吨)



资料来源：全国苜蓿产业发展规划（2016-2020），中国海关，华泰证券研究所

图表37: 2013-2015年亚盛集团优质苜蓿产量(万吨)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

“粮经饲”三元种植结构是在以粮食作物为主、经济作物为辅的二元结构的基础上，把饲料生产从粮食生产概念中分离出来，安排一定面积土地和适当的作物茬口来生产饲料，逐渐使饲料生产成为一个相对独立的产业，将人畜共粮的种植模式改变为人畜分粮，粮食作物、经济作物和饲料作物生产协调发展的种植模式。目前公司旗下拥有 209.19 万亩牧草地，是未来公司牧草产业在“粮经饲”三元种植结构下发展的有力保障。

公司牧草产业坚持“大基地、大产业、标准化、现代化”的发展思路，在发展好现有苜蓿草基地的基础上，继续扩大高产优质苜蓿草种植面积。目前公司自有农场苜蓿草种植面积 8 万亩，并在内蒙古赤峰市阿鲁科尔沁旗投资建立优质紫花苜蓿种植基地 8 万亩，2015 年旗下亚盛田园牧歌草业集团有限公司苜蓿草产量 11.77 万吨，销量达到 11.28 万吨，销售收入 2.26 亿元。

### 工业板块：大力发展节水设备产业

公司工业产品主要有滴灌管、PVC 管材、马铃薯全粉和辣椒等产品。节水设备产业的经营主体是甘肃瑞盛亚美特高科技农业有限公司，其由亚盛集团和以色列亚美特滴灌综合设备有限公司共同投资兴办。该合资公司亚盛持股 75%，是集滴灌管线生产、滴灌系统整体设计、配套安装的节水灌溉企业，目前公司在兰州新区、内蒙古通辽市、吉林省松原市有三大滴灌设备生产基地，拥有先进的滴灌管生产线 12 条，滴灌带生产线 80 条，4 条 PVC 管材生产线及其配套设施，产能滴灌管 16 亿米，PVC 管材 10,000 吨，可生产壁厚 0.16-1.0 八大系列 32 种规格的滴灌管线。2015 年公司实现净利润 1,407.84 万元，较上年同期增长 131.63%，主要系产品结构及时进行调整，PVC 管材效益显著。

在工业生产经营方面，2015 年亚盛集团滴灌管产量 5,289.00 万米，较上年下降 49.01%，主要是因为公司节水板块为节约成本，大幅外购滴灌管用于节水工程和销售从而使得自身产量随之下降。PVC 产量为 1,800.00 吨，与上年基本持平；马铃薯全粉产量为 1,412.84 吨，较上年下降 21.79%，主要原因是 2015 年公司对马铃薯全粉生产线进行升级改造。辣椒产品产量为 11,011.00 吨，较上年增长 39.59%，主要系 2015 年公司产能增长。

图表38：2014-2015 年亚盛集团工业板块生产情况

项目	单位	2014 年		2015 年		产量同比上年变化	产能利用率比上年增减
		产量	产能利用率	产量	产能利用率 (%)		
滴灌管	万米	10,373.29	25.93%	5,289.00	13.22%	-49.01%	-12.71 个百分点
PVC	吨	1,792.72	-	1,800.00	100.00%	0.41%	-
马铃薯全粉	吨	1,806.57	18.07%	1,412.84	14.00%	-21.79%	4.07 个百分点
辣椒产品	吨	7,888.10	78.88%	11,011.00	90.00%	39.59%	11.12 个百分点

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在工业产品销售方面，从销售均价来看，除辣椒产品受原料鲜食辣椒价格上涨影响，销售均价上涨了 19.88%，其余产品销售均价基本保持上年同期水平。从销量来看，2015 年，滴灌管销量为 10,366.00 万米，较上年增加 30.59%，主要由于公司 2015 年中标省内部分县区政府主导的节水项目，出于成本节约和工程工期的考虑，外购了部分滴灌管用于节水工程使得销量上升，受外购量较多的影响，滴灌管产销率为 195.99%，较上年增长 119.47 个百分点；PVC 销量为 1,789.56 吨，与上年基本持平，产销率变动亦不大；马铃薯全粉销量 2,702.06 吨，较上年减少 16.54%，主要是因为公司对原生产线进行升级改造导致产量下降使得销量亦有所下降。辣椒产品销量为 6,826.82 吨，较上年减少 17.06%，主要系公司以前销售的多是辣椒初级产品和原料，为了提高产品的附加值、延伸辣椒的产业链，公司辣椒厂研制了辣椒酱系列产品作为主打的市场产品，该项产品市场周期长，目前正在进行市场推广，导致辣椒产品销量下降。

图表39: 2014-2015年亚盛集团工业板块销售情况

项目	单位	2014年			2015年			销售均价销量同比上年		销售均价同比上年变化
		销量	产销率	销售均价(元)	销量	产销率	销售均价(元)	变化	销量比上年增减	
滴灌管	万平米	7,937.97	76.52%	16,124.99	10,366.00	195.99%	15,318.74	30.59%	119.47个百分点	-5.00%
PVC	吨	1,792.72	100.00%	8,600.00	1,789.56	99.42%	8,732.44	-0.18%	-0.58个百分点	1.54%
马铃薯全粉吨		3,237.70	179.22%	8,773.54	2,702.06	191.25%	8,625.12	-16.54%	12.03个百分点	-1.69%
辣椒产品	吨	8,230.69	104.34%	7,073.58	6,826.82	62.00%	8,480.00	-17.06%	-42.34个百分点	19.88%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 商贸板块及其他: 成立食品集团, 构建“从田间到餐桌”的完整产业链

过去由于自身终端品牌缺失, 营销能力有限, 公司产品主要面向本地的批发市场销售, 给大型加工企业做原料供应。2015年公司成立“亚盛好食帮”食品集团, 构建“从田间到餐桌”的完整产业链, 在集团原有销售队伍、渠道、市场基础上, 拓展天猫、京东等第三方电商平台销售渠道, 并通过市场手段把产业链上生产、加工、销售各环节连接起来, 以营销带动食品类种植产业发展。公司把农业种植产业旗下各类产品通过深加工, 整合到专业化食品公司组团发展, 推动形成一篮子能够走向终端市场的农产品, 并用“亚盛好食帮”统一品牌, 实现产业链各环节的有机融合。

图表40: “亚盛好食帮”第三方电商渠道主要产品



资料来源: 第三方电商官网, 华泰证券研究所

公司商贸板块2015年的收入较2014年增幅较大, 在公司营业收入中占比已和工业板块相差不大。其中, 化肥收入增长了1,315.09%; 啤酒原料收入增长了387.80%; 进出口收入增长了100.00%; 种子收入增长了66.67%; 葵花籽收入增长了10.06%; 但麦芽收入下降了71.43%。

图表41: 2014-2015年亚盛集团主要贸易产品收入和毛利率(单位: 亿元)

贸易品种	2014年		2015年		收入同比上年变化	毛利率比上年增减
	收入	毛利率	收入	毛利率		
啤酒原料	0.01	0.00	0.04	7.31	387.80%	7.31个百分点
葵花籽	1.59	5.16	1.75	13.22	10.06%	8.06个百分点
种子	0.12	33.33	0.20	20.00	66.67%	-13.33个百分点
化肥	0.03	-28.93	0.45	-10.00	1,315.09%	18.93个百分点
进出口	0.15	0.54	0.30	0.71	100.00%	0.17个百分点
麦芽	0.07	14.28	0.02	3.60	-71.43%	-10.68个百分点
合计	1.97	-	2.76	40.10%		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司其他业务收入主要为房屋租赁收入, 在公司营业收入中占比较小。2015年公司房屋租金收入提高及部分空置楼层用于出租, 使得公司其他业务收入较上年增长8.34%至0.07亿元。

## 大量优质土地资源待重估

### 自有最大土地资源储备的上市公司，宜农未利用地开发潜力大

亚盛集团目前是甘肃农垦集团旗下定位于农业经营的唯一上市公司平台，拥有大量集中连片的耕地资源，完善配套的田林路渠等农业生产条件，生态良好、规模化的高标准农田，具备快速发展现代农业的农业资源优势。

经过定向增发和多次资产置换等方式，大股东甘肃农垦集团和二股东甘肃盐化集团多次将旗下优质土地资源置入上市公司体内，目前公司自有 442.93 万亩土地资源，其中耕地 67.34 万亩，宜农未利用地 105.06 万亩，未来宜农未利用地开发潜力大。

图表42：亚盛集团土地资源储备情况（单位：万亩）

亚盛原有农场	土地面积	耕地面积	宜农未利用地面积	备注
条山农场	3.60	3.60		
张掖农场	4.48	4.48		
下河清农场	7.40	7.40		
<b>3家合计</b>	<b>15.48</b>	<b>15.48</b>		
<b>2009年甘肃农垦集团资产注入</b>				
饮马农场	21.99	8.63	13.36	2009年公司向甘肃农垦集团定向增发购买集团7家农场资源，合计80.19万亩农业用地，其中耕地32.03万亩。交易完成后，公司拥有土地总面积95.68万亩，耕地47.52万亩，宜农未利用地48.17万亩。
黄花农场	45.79	13.10	32.69	
山丹农场	2.23	2.10	0.13	
临泽农场	4.70	3.75	0.96	
勤锋农场	3.73	3.15	0.58	
官庄农场	1.22	0.77	0.45	
建工农场	0.54	0.54	0	
<b>7家合计</b>	<b>80.20</b>	<b>32.04</b>	<b>48.17</b>	
<b>2010年亚盛与甘肃盐化集团进行资产置换</b>				
鱼儿红牧场	246.25			2010年公司与第二大股东甘肃亚盛盐化工业集团进行资产置换，置入鱼儿红牧场一宗土地（246.25万亩）及部分经营性农业资产，剥离出影响公司发展的工业类业务，减少工业类业务给公司带来的亏损，并把农业作为公司的核心主业。交易完成后，亚盛集团新增土地246.25万亩，其中牧草地184.90万亩，天然牧草地、灌木林地0.64万亩，冰川5.00万亩，其他用地55.71万亩。
<b>2014年甘肃农垦集团资产注入</b>				
宝瓶河牧场	34.00	0	9.71	2014年公司以现金5.34亿元收购甘肃农垦集团拥有的6宗面积合计为73.77亩国有土地使用权及所全资拥有的敦煌农场、宝瓶河牧场、平凉农业总场等3家农牧场的农业类相关资产。
敦煌牧场	9.79	3.59	6.20	
平凉农业总场	29.98	4.94	25.04	
<b>3家合计</b>	<b>73.77</b>	<b>8.53</b>	<b>40.95</b>	
<b>2016年亚盛与甘肃农垦集团进行资产置换</b>				
民乐县土地	1.55	0.71	0.84	2016年公司以所属的矿业分公司、盛远分公司、供销分公司全部资产与负债以及持有的绿色空间100%的股权与甘肃农垦集团所拥有的五宗土地共计27.23万亩土地使用权及相关农业资产进行置换。
金塔县土地	20.78	8.44	12.34	
山丹县土地	0.11	0.08	0.03	
酒泉市土地一	3.60	1.66	1.94	
酒泉市土地二	1.19	0.40	0.79	
<b>5宗合计</b>	<b>27.23</b>	<b>11.29</b>	<b>15.94</b>	
<b>总计</b>				
<b>亚盛集团 土地面积：442.93 万亩，耕地面积：67.34 万亩，宜农未利用地：105.06 万亩</b>				

#### 甘肃农垦集团下属土地

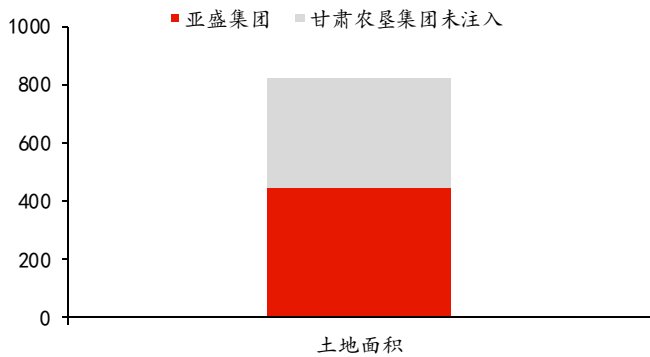
截至2015年9月末，甘肃农垦集团下属耕地93.34万亩、牧草地387万亩、宜农未垦土地31万亩、林地46万亩、其他农业用地41万亩以及非农业用地222万亩。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

截止2015年9月末，公司大股东甘肃农垦集团下属各类土地820.34万亩，其中耕地93.34万亩、牧草地387万亩、宜农未垦土地31万亩、林地46万亩、其他农业用地41万亩以

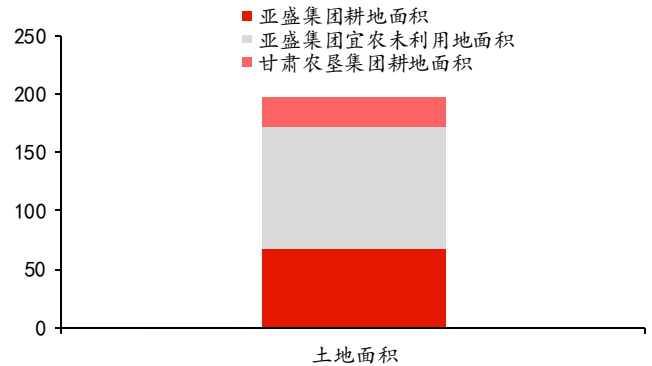
及非农业用地 222 万亩。土地是农业企业发展的重要资源，农业企业经营规模化、产业化必须具有足够的优质土地资源。按照“垦区集团化”的改革方向，未来集团的大量优质土地资源有望注入上市公司，存在资产注入的预期，为亚盛集团现代化农业的发展打开空间。

图表 43: 亚盛集团与甘肃农垦集团土地面积储备 (单位: 万亩)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表 44: 亚盛集团潜在最大耕地面积 (单位: 万亩)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司多数分、子公司地处河西走廊腹地，光热条件充足，气候干燥，昼夜温差大，产品地域性特点鲜明。

图表 45: 农场地理位置



资料来源: 甘肃农垦局, 华泰证券研究所

### 对比其他上市公司

公司目前自有各类土地资源 442.93 万亩，相比其他上市公司，亚盛集团旗下土地资源全部由股东注入，土地升值价值完全由公司享有，是拥有自有产权土地储备面积最大的上市公司。

图表 46: 农业类上市公司土地面积对比 (单位: 万亩、亿元, 截止 2016 年 3 月 30 日数据)

公司	土地面积	市值	土地用途	取得方式
北大荒	1296.00	200	农业用地	租赁
亚盛集团	442.93	102	农业用地	股东投入
海南橡胶	353.00	272	林地	租赁
新农开发	43.50	41.58	农业用地	租赁
新赛股份	26.30	45.44	农业用地	租赁

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所



公司自有大量土地资源的优势在于：占有稀缺的优质土地资源，储备充足的土地，有利于公司长远发展；农用地价格预计将持续的出现增长，土地升值为公司带来收益；可避免因租赁方土地产权变动而影响公司的持续经营。

## 推进统一经营，创新家庭农场承包模式

随着科学技术的发展，农业生产正从靠天吃饭的“自然式”传统农业向以订单农业、精准农业等为代表的现代化农业转变，单一农户的小型精致经营逐步发展为企业化大型精密规模经营，农民开始从田间进入“工厂”。由此可见，公司统一经营模式更加符合现代化农业生产的发展趋势。公司将逐步加强公司对农户的引导，逐步走向公司统一经营的“五统一”模式，发展成为真正意义上的农业现代化企业。

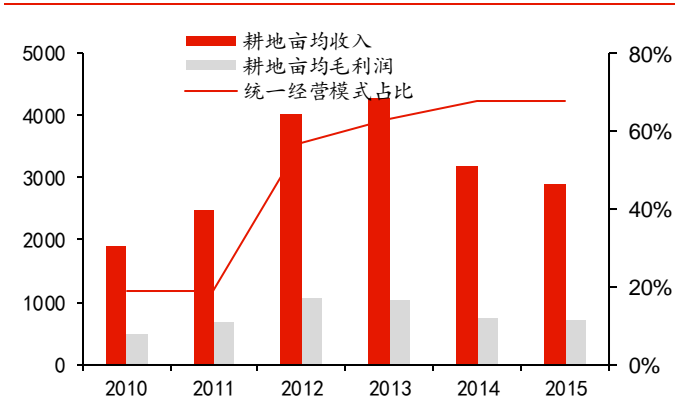
2016年资产置换后公司土地面积442.93万亩，已开垦耕地67.34万亩，其中统一经营模式的耕地占65%左右，现代化水平初具规模；宜农未利用地105.06万亩。随着宜农耕地面积逐步开发，统一经营模式推广深入，公司未来收入有较大的增长潜力。

图表47：2011年以来亚盛集团统一经营模式收益显著

项目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015
耕地面积	万亩	47.52	47.52	47.52	47.52	56.05	56.05
统一经营面积	万亩	9	9	27	30	38	38
农业收入	亿元	9.05	11.84	19.16	20.28	17.88	16.21
耕地亩均收入	元	1904	2492	4032	4268	3190	2892
农业毛利润	亿元	2.37	3.30	5.12	4.95	4.09	4.00
耕地亩均毛利润	元	499	694	1077	1042	730	714

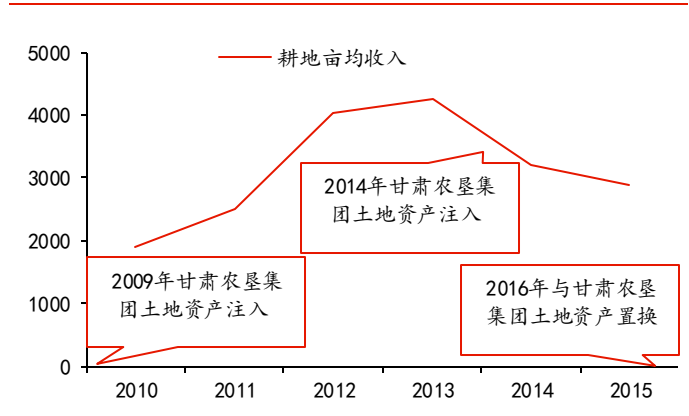
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48：亚盛集团耕地亩均效益与统一经营模式占比（单位：元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表49：亚盛集团耕地亩均收入（单位：元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 公司统一经营模式

公司统一经营模式，系农场本着“规模化经营、标准化生产、集约化管理”的经营方针，充分发挥农场在农业领域的资源、科技优势，培育优势拳头产品而尝试采用的模式。该模式采取“五统一”的管理方式，即统一种植计划、统一机械作业、统一技术措施、统一产品收获、统一产品加工及销售。该模式强调农场在生产中的主导作用，农场与职工签订生产承包合同（合同对产量作出要求），全部生产费用由农场承担，所有生产环节公司统一组织安排，职工统一执行农场生产指令，职工的薪酬根据合同约定，按承包人管护产品最终收获后的数量、品质等指标进行考核确定兑现额。

### 家庭农场承包模式

家庭农场承包模式，根据生产费用垫付与否、产品的对外销售权归属以及承包费的上缴情况，通常又分为部分费用自理模式和全部费用自理模式。

### 部分费用自理

部分费用自理模式主要适用于大田作物和集中连片便于机械化操作的土地，此类土地的种植对生产技术、产品质量等要求较高，前期费用投入较大。农场通常按照“土地承包经营、经营权明晰到户、农资集中采购、产品订单收购”的经营方针，与职工签订土地承包合同，收取土地承包费。该模式对生产经营仍实行“五统一”管理的方式。

### 全部费用自理

全部费用自理模式主要适用于土地种植面积分散、不便于机械化耕作种植的土地。公司通常按照“全费自理、自主经营、自负盈亏”的方针，与职工签订土地承包合同，收取土地承包费。从生产费用垫支情况看，承包户需要先交足承包费，其它费用及生产资料由承包户自行解决。从产品的最终对外销售来看，在不破坏土地质量的前提下，承包户可以自主选择种植品种，自主选择销售对象。

### 公司创新家庭农场承包方式：公司管两头+家庭农场、农户负责种植

在积极推进统一经营模式的同时，公司创新家庭农场承包方式，采取“公司管两头+家庭农场、农户负责种植”模式，即公司管产销两头，种子、化肥、农药等农资由公司管，销售由公司管，种植统一安排，具体的操作给家庭农场、农户。这一模式将农户和公司的利益有效地绑定在一起，极大地提高了农户的积极性，同时也确保了公司的土地承包费和服务费。

图表50： 亚盛集团土地经营模式对比

项目	统一经营模式 “五统一”	家庭农场承包模式 部分费用自理 “五统一”	全部费用自理	公司管两头+ 家庭农场、农户负责种植
管理方式			自行决定种植品种、耕作方式、销售对象	公司管产销两头，种子、化肥、农药等农资由公司管，销售由公司管，种植统一安排，具体的操作给家庭农场、农户
应用范围	土地投资大、适于机械化耕作的投入较大的大田作物		不便于机械化耕作的作物及边角地块	投入较大的大田作物
风险承担	公司承担	公司、农户分担	农户自担	公司、农户分担
农场利润	产品销售收入-种植成本	产品销售收入-产品收购成本+土地承包费		土地承包费+服务费

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

核心假设：

- (1) 农业主业收入稳定增长：我们认为随着公司聚焦现代化农业的发展战略进一步落实，农业产业未来扩张的速度将大大加快。公司牧草地资源丰富，苜蓿草国内严重短缺，预计未来公司牧草产业将放量增长，预计未来三年主要农产品苜蓿草、啤酒花、马铃薯、食葵和果品的收入增速为 10-30%，农业板块整体 2016-2017 年收入增速为 9.38%、14.17% 和 20.64%。
- (2) 毛利率：随着公司农业产业统一经营模式的加速推广，规模化效应逐渐显现，预计未来公司主要农产品毛利率较 2016 年水平稳中有升。
- (3) 费用情况整体稳中有降，随着公司种植业规模效应的提升，未来三年销售费用率为 2.00%、1.70% 和 1.50%，管理费用率为 9.00%、8.00% 和 7.00%。

考虑到 2015-2016 年公司受到国内外农产品价格倒挂和自然灾害影响，未来优质牧草产业将逐步放量，我们预计公司 2017 年业绩将有所回升，实现归属于母公司净利润 2.88 亿元，对应 EPS 0.15 元；公司农业土地资源稀缺、未来集团资产注入预期以及国家农垦改革临近，并综合 2016 年业绩可能有所下滑且面临改革不及预期的风险，我们给予公司 2017 年 35-40 倍的 PE 估值水平，对应 2017 年目标价为 5.25-6.00 元，首次覆盖，给予“中性”评级。

图表51：可比公司估值情况（Wind一致预测，2017年3月30日）

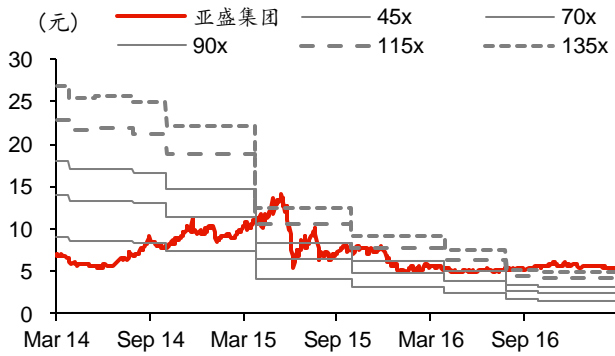
证券代码	证券名称	最新股价（元）	EPS（元）			PE		
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
600598.SH	北大荒	11.23	0.37	0.41	0.48	61.32	34.95	23.46
600313.SH	农发种业	6.06	0.22	0.14	0.17	58.79	43.50	35.99
平均								29.73

资料来源：wind，华泰证券研究所

## 风险提示

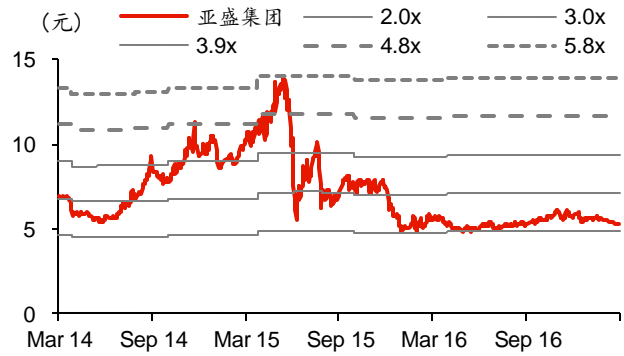
农业自然灾害导致公司农产品减产；公司统一经营模式推进程度较慢；集团资产注入时间推后，农垦改革不及预期。

图表 52: 亚盛集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 53: 亚盛集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,154	3,262	2,976	3,414	3,969
现金	885.09	796.68	1,100	1,200	1,300
应收账款	607.81	716.32	565.57	720.05	886.81
其他应收账款	152.22	219.09	170.68	205.79	263.84
预付账款	290.27	301.77	292.24	321.17	383.73
存货	854.13	835.26	790.83	901.79	1,061
其他流动资产	364.00	393.33	56.46	65.10	73.79
非流动资产	4,457	4,357	5,062	4,920	4,792
长期投资	7.45	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	1,403	1,433	1,359	1,262	1,154
无形资产	2,061	2,031	2,902	2,801	2,701
其他非流动资产	985.32	892.87	800.83	856.30	936.75
资产总计	7,611	7,619	8,037	8,334	8,761
流动负债	1,347	1,445	2,158	1,822	1,793
短期借款	473.00	513.00	1,266	884.81	792.06
应付账款	172.21	214.67	176.87	205.12	250.74
其他流动负债	701.31	716.94	715.17	732.12	750.04
非流动负债	1,504	1,421	1,060	1,403	1,418
长期借款	134.07	67.55	122.05	182.05	247.05
其他非流动负债	1,370	1,354	938.34	1,221	1,171
负债合计	2,851	2,866	3,218	3,225	3,211
少数股东权益	49.84	43.90	44.35	46.41	47.88
股本	1,947	1,947	1,947	1,947	1,947
资本公积	550.39	537.61	537.61	537.61	537.61
留存公积	1,900	1,994	2,308	2,586	3,015
归属母公司股	4,710	4,710	4,775	5,062	5,502
负债和股东权益	7,611	7,619	8,037	8,334	8,761

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	136.53	55.66	850.66	265.74	305.06
净利润	209.78	122.80	94.96	290.39	464.31
折旧摊销	161.30	184.68	178.30	183.21	183.82
财务费用	69.10	97.70	86.95	107.32	89.26
投资损失	(7.71)	(78.68)	(10.00)	(15.00)	(20.00)
营运资金变动	(326.91)	(380.88)	593.23	(353.13)	(447.90)
其他经营现金	30.97	110.05	(92.78)	52.96	35.57
投资活动现金	(1,005)	(22.77)	(822.06)	(6.55)	(20.08)
资本支出	330.96	83.98	8.37	10.00	10.00
长期投资	333.00	(0.70)	(92.38)	40.00	60.00
其他投资现金	(341.21)	60.52	(906.07)	43.45	49.92
筹资活动现金	763.48	(113.47)	274.71	(159.19)	(184.98)
短期借款	(2.50)	40.00	752.86	(381.05)	(92.74)
长期借款	57.42	(66.52)	54.50	60.00	65.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(526.86)	(12.78)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,235	(74.16)	(532.65)	161.87	(157.24)
现金净增加额	(105.16)	(80.57)	303.32	100.00	100.00

### 利润表

会计年度(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,245	2,191	2,201	2,527	3,061
营业成本	1,747	1,687	1,790	1,895	2,250
营业税金及附加	3.22	2.58	2.70	3.23	3.76
营业费用	39.77	56.22	44.02	42.95	45.92
管理费用	180.13	213.12	198.07	202.14	214.28
财务费用	69.10	97.70	86.95	107.32	89.26
资产减值损失	12.88	68.76	(9.00)	12.00	14.00
公允价值变动收益	0.00	6.31	(18.00)	10.00	10.00
投资净收益	7.71	78.68	10.00	15.00	20.00
营业利润	200.63	150.75	80.22	288.64	473.68
营业外收入	15.86	16.24	25.00	30.00	35.00
营业外支出	4.77	33.30	2.00	3.00	4.00
利润总额	211.72	133.69	103.22	315.64	504.68
所得税	1.94	10.89	8.26	25.25	40.37
净利润	209.78	122.80	94.96	290.39	464.31
少数股东损益	3.65	(0.29)	0.46	2.05	1.48
归属母公司净利润	206.13	123.09	94.50	288.34	462.83
EBITDA(倍)	431.03	433.13	345.47	579.17	746.77
EPS(元)	0.11	0.06	0.05	0.15	0.24

### 主要财务比率

会计年度(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(16.82)	(2.39)	0.44	14.81	21.15
营业利润	(43.06)	(24.86)	(46.79)	259.82	64.11
归属母公司净利润	(49.32)	(40.29)	(23.22)	205.11	60.52
获利能力(%)					
毛利率	22.18	23.01	18.67	24.98	26.49
净利率	9.18	5.62	4.29	11.41	15.12
ROE	4.38	2.61	1.98	5.70	8.41
ROIC	4.95	4.09	2.64	6.11	8.38
偿债能力					
资产负债率(%)	37.46	37.61	40.04	38.70	36.65
净负债比率(%)	21.37	22.30	44.06	34.32	33.92
流动比率	2.34	2.26	1.38	1.87	2.21
速动比率	1.71	1.64	1.00	1.37	1.60
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.29	0.28	0.31	0.36
应收账款周转率	3.99	3.14	3.26	3.74	3.62
应付账款周转率	10.94	8.72	9.14	9.92	9.87
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.06	0.05	0.15	0.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.03	0.44	0.14	0.16
每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.42	2.45	2.60	2.83
估值比率					
PE(倍)	53.18	89.05	115.99	38.02	23.68
PB(倍)	2.33	2.33	2.30	2.17	1.99
EV_EBITDA(倍)	26.59	26.46	33.18	19.79	15.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com