

# 多元化农业 战略性资源

买入

## 投资要点:

- 公司“5+1”战略 12/13 年将显成效
- 公司耕地面积 12/13 年提高到 55/62 万亩
- 统一经营的面积 2013 年达到 70%

## 报告摘要:

- **公司 5+1 战略奠定盈利增长前景。**两次资产置换后公司目前将产业聚焦于大农业，其 5+1 战略包括啤酒花、马铃薯、苜蓿草、果蔬、制种及滴灌产业。其战略品种较前几年发生了些许改变，剔除了毛利不高的啤麦等，新增了制种，并巩固了啤酒花、马铃薯和苜蓿草等盈利空间较大的品种，以更大空间发挥公司地理及土地资源优势。战略品种的调整及协调性发展将奠定公司未来几年确定性盈利增长的前景。
- **公司耕地面积 12/13 年将同比增长 17% 和 13%。**公司拥有土地 342 万亩，但耕地只有 47 万亩。两年内公司的耕地有望增加到 62 万亩，其中滴灌的使用节约沟渠 3 万亩，易农弃耕地复耕增加 12 万亩。
- **统一经营面积 2013 年达到 70%。**“六统一”的统一经营模式是目前公司生产效率最高的生产方式，也是未来现代农业及规模农业发展的方向。2011 年统一经营模式仅有 9 万亩，占比不足 20%，12/13 年将增加至 27/43 万亩，占比 50%/70%，从而奠定公司内生性增长的基础。
- **滴灌产能急剧扩大，毛利率至合理水平。**节水灌溉是农业科技的重要内容。公司现拥有 6 条滴灌生产线（包括吉林两条），随着定增项目 20 条生产线及公司在建剩余 4 条生产线的实施，滴灌生产能力超过年 5 亿米。公司 10 年的滴灌工业毛利率已经由 08-09 年的 36% 和 29% 降至 22%，未来有望维持 22-23% 左右的水平。
- **评级。**公司“5+1”战略的规模农业及现代农业使其在板块中占据特殊地位，丰富的土地资源及地理优势更是一大特色，其他待开发及注入资源也具备主题投资基础。虽然目前公司估值优势并不明显，但考虑到公司在大农业方面的资源优势及明确增长前景，给予买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	140,248	141,053	140,388	205,732	270,040
净利润（万元）	12,573	13,014	16,613	39,504	57,315
总股本（万股）	173,699	173,699	173,699	173,699	173,699
每股收益（元）	0.07	0.07	0.10	0.23	0.34

## 农林牧渔业

### 分析师:

胡建军 ( S1180210010226 )  
电话: 010-88085982  
Email: hujianjun@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

总股本 (亿股)	17.37
总市值 (亿元)	83
流通市值 (亿元)	68
公司第一大股东	甘肃农垦

## 相关研究

- 公司研究\*亚盛集团: 聚焦农业 资源领先 2011.9
- 公司研究\*西王食品: Q4 费用上升 小包装扛起大旗 2012.1
- 行业策略\*养殖业景气高涨 战略关注种业 2011.6
- 行业研究\*养殖业景气有望持续到 2012 年初 2011.3
- 公司研究\*雏鹰农牧: 模式优势尽显 上调 11 年盈利预测 2011.6
- 公司研究\*天宝股份: 水产毛利高 冰淇淋贡献升 2011.7

## 目录

<b>一、公司耕地面积 12/13 年将同比增长 17%和 13%.....</b>	<b>4</b>
(一) 目前公司土地资源构成 .....	4
(二) 公司耕地种植面积 12/13 年将达到 55/62 万亩 .....	4
<b>二、公司统一经营模式占比 2013 年有望达到 70%.....</b>	<b>5</b>
(一) 公司几种生产模式及适用 .....	5
(二) 统一经营模式是公司未来发展的方向 .....	6
<b>三、公司各农产品市场及国内供需状况.....</b>	<b>7</b>
(一) 啤酒花 .....	7
1、2001-2011 年中国啤酒产量平均年增 8.19% .....	7
2、中国啤酒花产量维持在 0.96-1.66 万吨左右 .....	7
3、亚盛集团啤酒花产量约占全国的三分之一 .....	8
(二) 马铃薯 .....	8
1、中国 2006-2010 年马铃薯产量增长 50% .....	8
2、公司马铃薯种植采取订单农业回避生产风险 .....	9
(三) 首蓿牧草 .....	10
1、首蓿草种植效益及市场空间 .....	10
2、公司首蓿草现状及发展目标 .....	11
(四) 果蔬产业 .....	11
(五) 制种产业 .....	11
(四) 滴灌产品 .....	12
1、行业背景 .....	12
2、公司滴灌项目发展 .....	12
3、公司滴灌管线行业地位及同业比较 .....	13
<b>四、各业务模块盈利预测 .....</b>	<b>14</b>

## 插图

图 1: 公司耕地面积今明两年增长空间 (万亩) .....	5
图 2: 公司农业经营模式中各板块收入的构成.....	5
图 3: 公司 2011-2013 年种植面积及统一经营面积 (万亩) .....	6
图 4: 公司 2011-2013 年核心品种统一经营面积 (万亩) .....	7
图 5: 2001-2011 中国啤酒年产量 (万千升) .....	7
图 6: 2001-2009 年中国啤酒花年产量 (吨) .....	8
图 7: 2001-2010 年中国马铃薯产量 (万公吨) .....	9
图 8: 2008.1-2012.1 中国马铃薯批发价格走势 (元/公斤) .....	10
图 9: 公司制种产业制种面积及收入.....	12
图 10: 中国人均淡水资源国际比较 (立方米) .....	14

## 表格

表 1: 亚盛集团土地拥有土地情况.....	4
表 2: 1978 年来我国畜产品及饲料量消费量年均递增 .....	11
表 3: 国内主要滴灌设备厂商及市场份额 (2010 年) .....	13
表 4: 近三年亚盛滴灌 (管线) 毛利率同天业和大禹节水比较 (%) .....	13
表 5: 亚盛集团分项业务盈利预测表.....	14
表 6: 亚盛集团盈利预测表.....	17

## 一、公司耕地面积 12/13 年将同比增长 17% 和 13%

### (一) 目前公司土地资源构成

经过 2009 年及 2010 年的两次资产重组，公司目前已经将资产聚焦于大农业领域，其中土地资源是公司最具特色的资源。

公司现有土地 342 万亩，其中耕地 47.52 万亩，宜农未利用地 48.16 万亩，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。

表 1：亚盛集团土地拥有土地情况

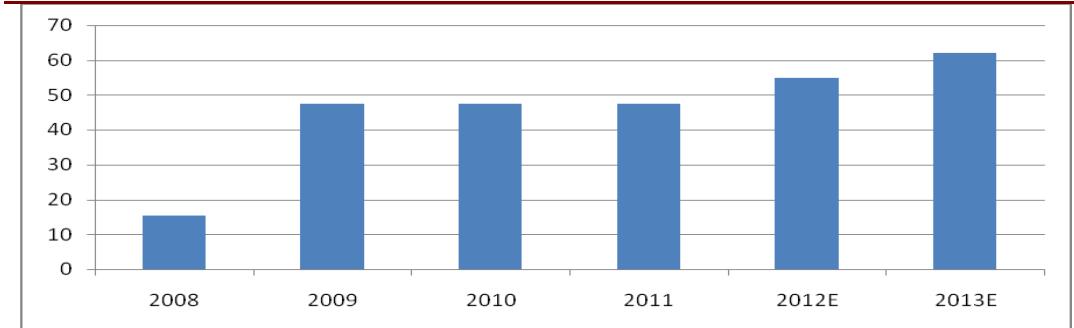
	农产名称	农业耕地	天然牧草地、灌木林地	牧草地	冰川	宜农未利用地	其他用地
原有权属土地	条山农场 张掖农场 下河清农场	15.48					
2009 年向甘肃农垦集团定向发行股票购买	饮马农场 黄花农场 山丹农场 临泽农场 勤锋农场 官庄农场 建工农场	32.04				48.16	
2010 年与亚盛盐化工业集团资产置换	鱼儿红牧场		0.64	184.9	5		55.71
	合计 (万亩)	<b>47.52</b>	0.64	184.9	5	48.16	55.71
	总计 (万亩)			341.94			

数据来源：公司年报等公开资料

### (二) 公司耕地种植面积 12/13 年将达到 55/62 万亩

公司耕地种植面积有相当的扩展空间，两年内有望扩大至 62 万亩，其中滴灌工程项目的实施节约沟渠占地 3 万亩，另外目前易农未利用地有 48 万亩，按改造四分之一核算，又能增加 12 万亩。因此公司今明两年实现耕地面积 55/62 万亩的目标问题不大。

此外，中国东北地区可利用耕地空间甚大。公司有意在吉林等地通过协议方式参加土地流转，以规模化经营实施现代农业产业化建设。我们对此亦有期待。

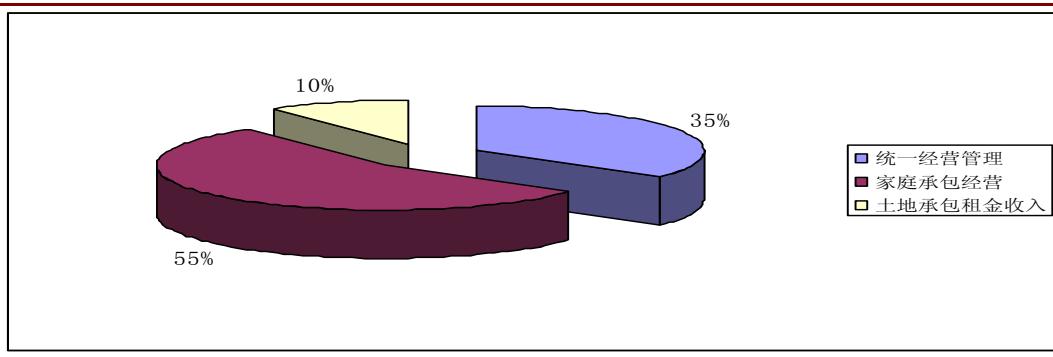
**图 1：公司耕地面积今明两年增长空间（万亩）**


资料来源：公司资料 宏源证券

## 二、公司统一经营模式占比 2013 年有望达到 70%

### （一）公司几种生产模式及适用

公司农业生产实行统一经营管理和职工家庭承包经营相结合的经营管理模式。从过去几年的数据看，公司统一经营管理的产品销售收入占农业板块收入的 35%，职工家庭承包经营模式的产品销售收入占农业板块收入的 55%，土地承包租金收入约占农业板块收入的 10%。

**图 2：公司农业经营模式中各板块收入的构成**


资料来源：公司资料 宏源证券

统一经营模式。公司按照“规模化经营、标准化生产、机械化作业、集约化管理”的经营方针，集资源、科技优势，培育优势拳头产品，实行“六统一”管理的一种模式。

这种模式下，各分公司与职工签订生产承包合同（合同对产量作出要求），全部生产费用由公司承担，所有生产由公司统一安排，职工统一执行，职工的薪酬根据合同约定按承包人最终收获的产品数量、品质等指标进行考核兑现。

统一经营模式主要用于前期投资大，需要精心培育的啤酒花、马铃薯、苜蓿草等优势产品。

家庭农场承包模式通常又分为部分费用自理模式和全部费用自理模式。

部分费用自理模式。这种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，对生产技术、产品质量等要求较高，前期费用投入较大。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，实行“六统一”管理。一般情况下，各分公司先为家庭农场垫付部分生产费用或者全部生产费用以及相应的服务费用（如大型农机服务费等）。承包户要按照公司年初的种植计划将收获的产品全部上缴，由公司的销售部门统一对外销售，公司按照最终的对外销售价格确认收入，按照合同约定的收购价格兑现。从承包费用的上缴情况来看，各分公司通常在年初与职工签订承包合同，约定承包费用，承包费用由职工预缴或从兑现款中扣除。

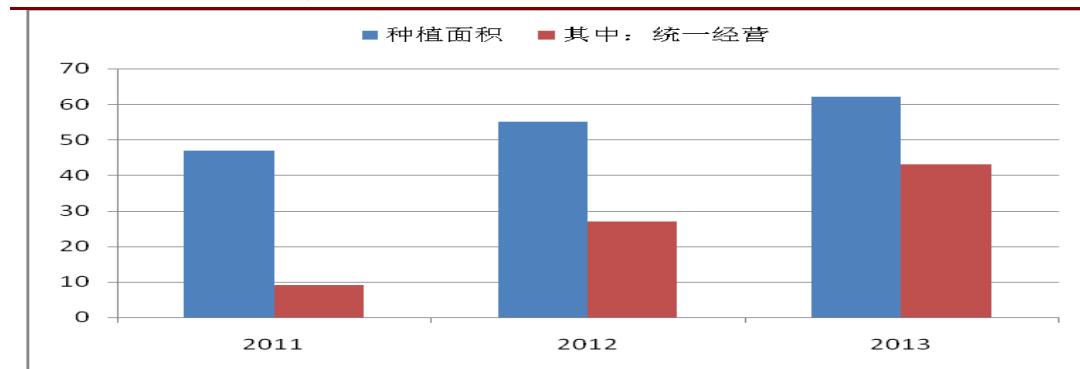
全部费用自理模式：这种模式主要适用于土地种植面积分散，不便于机械化耕作种植的农户（职工）。公司通常按照“全费自理、自主经营、自负盈亏”的方针，与职工签订土地承包合同，收取土地承包费。从生产费用垫支情况看，家庭农场需要先交足承包费，其它费用及生产资料由家庭农场自行解决。从产品的最终对外销售来看，家庭农场自主选择种植品种，自主选择销售对象。

## （二）统一经营模式是公司未来发展的方向

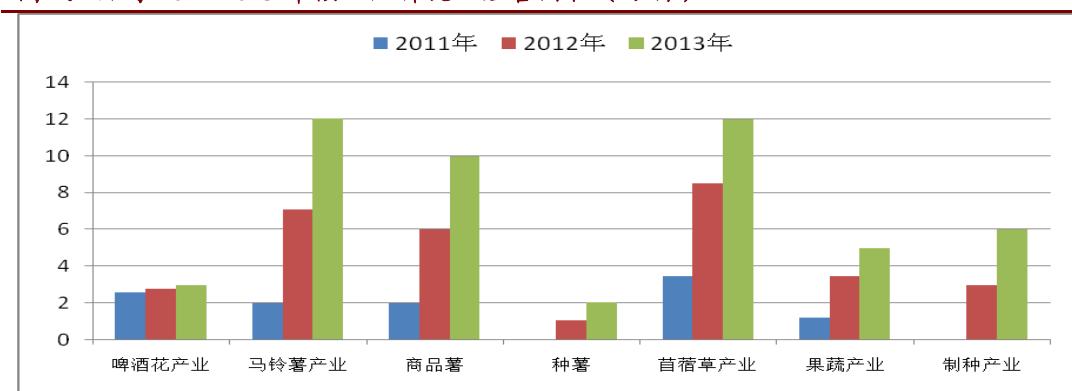
从中国农业未来发展方向看，随着科学技术的进步，农业正从“靠天吃饭的自然式”和“小农式”逐步转向以订单农业、精准农业等为代表的现代化农业，开始从田间进入“工厂”，从农户的小型精致经营走向企业化的大型精密规模经营，这势必要求农场采取与之相匹配的经营模式即农场统一经营模式。

从公司管理目标看，增加统一经营的比重是原则性的方向性举措，我们在此强调三点：  
1、如前所述，统一经营模式主要用于前期投资大，需要精心培育的啤酒花、马铃薯、苜蓿草等优势产品，而这几种产品正是公司未来的重点品种；2、统一经营产品的毛利率高，生产效率高；3、公司推行统一经营占比不存在障碍，农场农户即是公司的职工，公司掌握经营承包方式转变的权利，转变承包方式后的富裕人群可分流到仓储加工等其他产业。

图 3：公司 2011-2013 年种植面积及统一经营面积（万亩）



资料来源：公司资料 宏源证券

**图 4: 公司 2011-2013 年核心品种统一经营面积 (万亩)**


资料来源：公司资料 宏源证券

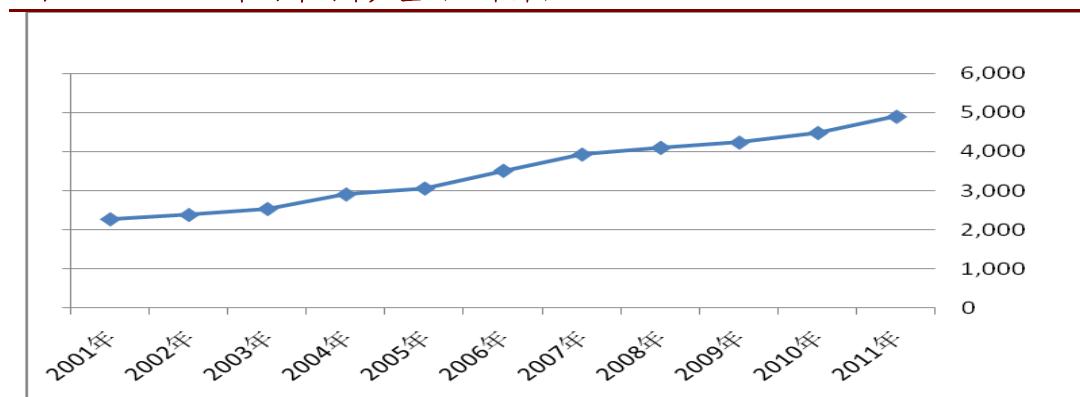
### 三、公司各农产品市场及国内供需状况

#### (一) 啤酒花

##### 1、2001-2011 年中国啤酒产量平均年增 8.19%

2011 年 1-12 月，全国啤酒的产量达 489.878 亿升，同比增长 10.67 %。

2001-2011 年，中国啤酒年产量从 2273 万千升发展至 4898 万千升，增长 115%。过去十年，中国啤酒产量平均年增 8.19%。

**图 5: 2001-2011 中国啤酒年产量 (万千升)**


资料来源：国家统计局 宏源证券

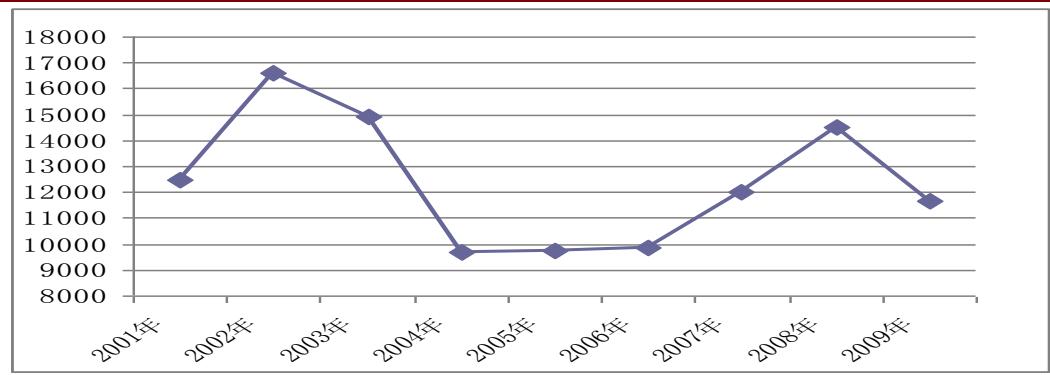
##### 2、中国啤酒花产量维持在 0.96-1.66 万吨左右

目前全世界啤酒花种植总面积约 75 万亩。中国啤酒花的主产区集中在新疆和甘肃，其中甘肃河西走廊西端非常适宜于啤酒花生产，是世界最佳生产区之一。

从国内情况来看，过去十年间，中国啤酒花产量维持在每年 1.0-1.6 万吨左右。

近年啤酒花供应量高点出现在 2002 年及 2008 年，导致价格下跌。目前供需基本平衡。

图 6: 2001-2009 年中国啤酒花年产量 (吨)



资料来源: FAO 宏源证券

### 3、亚盛集团啤酒花产量约占全国的三分之一

根据农业部的信息，甘肃在 2004 年首次取代新疆成为啤酒花的产业龙头老大。甘肃的啤酒花种植主要分布在河西走廊的酒泉和玉门等地，亩产约 200 公斤干花。

甘肃农垦集团种植啤酒花始于 1979 年，经过 30 余年的发展，啤酒花种植面积达到 2.5 万亩，年产量约 5000 吨，占甘肃总产量的 63%，约占全国总产量的 34.48%。

啤酒花具有成熟后甲酸易挥发的特性，为保证产品质量，成熟后必须及时采摘和烘烤，只有经过烘烤后的啤酒花才可以储存或上市销售。由于啤酒花的这个特性，公司的啤酒花种植非常适用统一经营的模式。

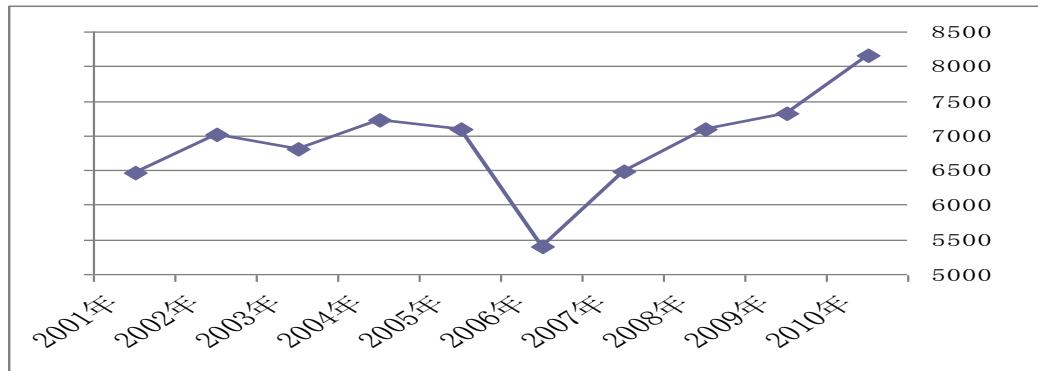
## (二) 马铃薯

### 1、中国 2006-2010 年马铃薯产量增长 50%

马铃薯兼具粮食和蔬菜的双重特性，是主要农业作物之一，也是食品加工等产业重要原料。中国是世界最大的马铃薯生产地，种植面积约占世界种植总面积的 25%，总产量约占世界总产量的 18%。

2001-2005 年，中国马铃薯产量在 6500-7200 万吨左右波动。2006 年降至 5408 万吨，此后每年增长，2010 年达到 8154 万吨，较 2006 年增长 50%。

图 7: 2001-2010 年中国马铃薯产量 (万公吨)



资料来源: FAO 宏源证券

根据农业部《全国马铃薯优势区域布局规划(2008-2015年)》, 2010年, 全国马铃薯种植面积达到9,000万亩, 平均亩产1,100公斤, 总产量达到0.99亿吨, 脱毒种薯应用面积占总种植面积的35%以上。到2015年, 全国马铃薯种植面积达到1.2亿亩, 平均亩产1,250公斤, 总产量达到1.5亿吨, 脱毒种薯应用面积占总种植面积的50%以上。

内蒙古、甘肃、云南和贵州是中国马铃薯的主产地, 四省产量占全国的45%。

甘肃省是全国重要的马铃薯主产区, 种植面积和总产量约占全国的八分之一, 种植面积和产量均居全国前列。马铃薯是全省第二大粮食作物。

甘肃省政府把马铃薯产业作为全省农业和农村经济发展的战略性主导产业来扶持, 制定了《全省马铃薯产业发展规划》, 近年来省财政每年安排马铃薯发展专项资金, 扶持马铃薯产业发展。在全省特色优势产业提升行动中又将马铃薯产业作为第一大产业来扶持。2008年5月, 甘肃省政府制定下发了《关于进一步加快发展马铃薯产业的意见》, 提出了工作思路和具体目标。2008年, 全省种植面积达到986万亩, 鲜薯总产量1,073万吨。2009年, 甘肃省政府印发了《甘肃省农业产业化龙头企业培育扶持办法》, 扶持马铃薯产业龙头企业, 提高骨干龙头企业的市场竞争力。2009年, 甘肃省马铃薯种植面积998万亩, 同比增加12万亩。

## 2、公司马铃薯种植采取订单农业回避生产风险

09年来, 国内马铃薯加工经历了大起大落。2010上半年, 同其他农产品一样, 国内马铃薯价格遭到市场游资的炒作, 从2009年底的每公斤不足1.25元上涨至2010年4月份的3.5元, 此后价格逐步回落。

2012年1月27日, 按照农业部公布的农产品蔬菜价格, 菜用马铃薯的价格每公斤1.56元, 连续7周稳步回升。

**图 8：2008.1-2012.1 中国马铃薯批发价格走势（元/公斤）**

资料来源：农业部 宏源证券

需要指出的是，公司马铃薯种植采取的是现代订单农业的方式，客户主要是辛普劳、百事等优质客户，销售价格年初已经订好，从而能避免价格的短期波动对公司经营的不利影响。

另外，公司的马铃薯产业具有从微型薯、原种、一级种薯、商品薯乃至加工的完整产业链。

### (三) 首蓿牧草

#### 1、首蓿草种植效益及市场空间

首蓿是多年生植物，首蓿粗蛋白含量高、消化率高，富含维生素和各种矿物质，是优质畜牧饲料。首蓿耐贫瘠、耐干旱、耐盐碱，并且首蓿根瘤菌具有固氮作用，可大大增加土壤肥力，改善土壤理化性状。种植首蓿对防止水土流失和荒漠化漫延，对改善生态环境具有明显的效果。首蓿和小麦、其他粮食作物采取6~8年轮作，在经首蓿更新的地内种植小麦，连续三年不施肥，小麦的增产幅度分别可达40%、20%和10%。

首蓿一年种植多年收益，每亩净收入高于小麦、玉米等粮食作物，在调整种植业结构中起着重要的作用。甘肃省把发展草产业作为今后调整农业结构、实现畜牧业发展大突破的三大工程之一。甘肃省农业和农村经济结构调整的总体目标之一就是用5-10年的时间，力争把甘肃省建成草业大省和畜牧强省。

从市场需求看，目前，我国奶类消费人均每年25.2公斤，相当于世界平均水平的1/4。畜牧业发展对饲草的需求量逐年增加，饲草市场发展空间很大。

**表 2：1978 年来我国畜产品及饲料量消费量年均递增**

	肉	蛋	奶	饲料量消费	粮食
年增长 (%)	7.7%	8.8%	13.8%	4.7%	2%

数据来源：统计年鉴等

在国际市场，日本、韩国及台湾、香港等东南亚国家与地区是目前世界紫花苜蓿产品的主要消费市场，其年交易量已突破 300 万吨，其潜在市场容量在 500 万吨左右。美国、加拿大和澳大利亚是国际上牧草产品的主要出口国。日本、韩国近年来大力发展畜牧业，肉牛和奶牛饲养量增长很快，对粗蛋白饲料需求旺盛。目前，日本的苜蓿草产品 90% 从美国、加拿大和澳大利亚进口。未来中国的苜蓿草产品出口市场潜力较大。

## 2、公司苜蓿草现状及发展目标

公司现有 3.5 万亩苜蓿草基地，2012-13 年有望扩大至 8 万亩及 12 万亩。

从单产来看，由于苜蓿属宿根植物，一开始单产较低，播种后 2-5 年内生产力高。

一般苜蓿年刈割三次，亩产鲜草 3000-6000 公斤，4-5 公斤能晒一公斤干草。

另外，种植苜蓿国家还有一定的补贴。

苜蓿草目前价格约 1700-1800 元每吨，受乳业食品安全的影响，苜蓿草市场供不应求。

## (四) 果蔬产业

公司果蔬产品主要销往甘肃及周边省区。由于气调库项目的实施，公司果蔬产业有了扩大种植及销售的空间。

2011 年公司果蔬产业的基地面积约 1.2 万亩，2012/13 年有望达到 3.5 万亩及 5 万亩，毛利率维持在 30% 左右。

公司果蔬产品包括，早酥梨、苹果梨、新红星苹果、金冠苹果、红富士苹果、黄河蜜甜瓜、白兰瓜、西瓜等瓜果，以及芹菜、番茄等蔬菜。黑瓜籽、啤酒花、红富士苹果、早酥梨等 5 种农产品获国家级绿色食品标志；早酥梨在全国农业博览会上获得银奖。

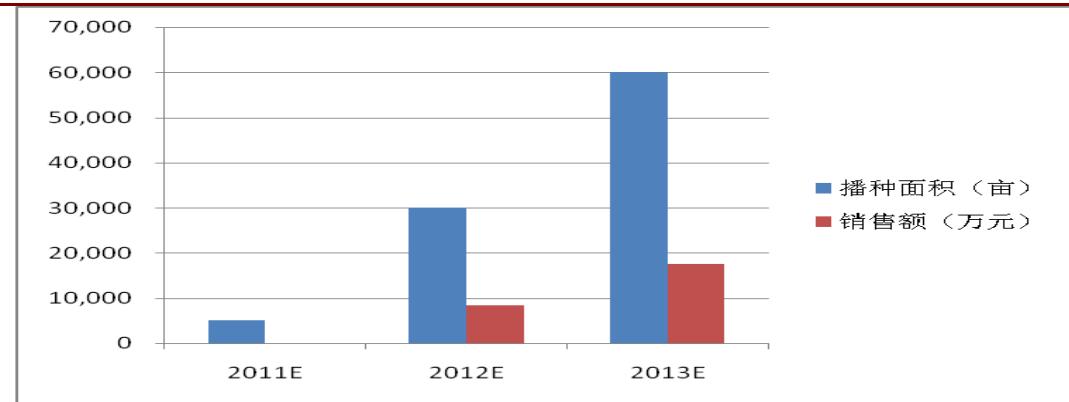
果蔬用工较多，基地目前多为承包经营，未来公司将逐步改造为统一经营。

## (五) 制种产业

公司地处甘肃是国家级的玉米制种基地，也是农业部种业发展规划重点培育的玉米制种基地。公司发展制种业具有先天的优势。

公司制种业 2011 年刚刚起步，基地面积五千亩，2012/13 年有望发展到 3 万亩及 6 万亩。目前甘肃制种每亩收入约 3000 元。

公司制种分为自育自繁及代繁。

**图 9：公司制种产业制种面积及收入**


资料来源：农业部 宏源证券

## (四) 滴灌产品

### 1、行业背景

世界各国都大力发展战略性新兴产业，提倡节约用水。以滴灌为代表的微灌是农业节水效果最好、国际市场上发展最快的灌溉技术，近 20 年来，微灌技术引起了世界各国的高度重视并得到了前所未有的推广与应用，全世界的微灌面积以年 33% 的速度增长，总面积已达 5,650 万亩，以色列、德国、奥地利三个国家的微灌面积推广最大。世界上微灌技术的发展最有代表性的国家首推以色列。

我国政府非常重视节水灌溉技术在农业领域的应用，在政策和资金上大力扶持节水灌溉行业的发展。行业发展主要经历三个阶段：(1) 20 世纪 70 年代中期到 80 年代后期，节水灌溉技术及生产设备的引进、消化、吸收阶段。(2) 20 世纪 90 年代初期到 20 世纪末，节水灌溉技术推广、节水灌溉行业快速发展阶段。(3) 21 世纪初至今，市场竞争趋于激烈、行业发展前景看好。目前我国喷灌、滴灌面积占有效灌溉面积的比重为 6.7%，距离节水农业发达国家喷滴灌占 80% 的比例还有很大差距。

国家从产业政策上支持和鼓励节水灌溉行业的发展。财政部、国家税务总局 2007 年 7 月 1 日起免征滴灌带和滴灌管产品的增值税。国家在 2020 年前增加 600 亿方水的节水，要求农业灌溉水利用系数从现在的 0.47 提高到 0.55，节水灌溉面积要从现在的有效灌溉面积的 38% 提高到 80%。根据《水利发展十一五规划》，"十一五"期间，计划解决 1.6 亿人饮水安全问题，投资预算在 650 亿元左右；计划新增工程节水灌溉面积 1.5 亿亩，净增有效灌溉面积 3,000 万亩，投资预算达 1,480 亿元，这两项工程对农业节水灌溉材料设备和农村供水材料设备的需求年均达 200 亿元以上。

### 2、公司滴灌项目发展

公司控股 75% 的甘肃瑞盛·亚美特高科技农业有限公司，是国内专业的节水滴灌管线主要生产厂家之一。

公司现有 6 条滴灌生产线，其中甘肃 4 条、吉林两条，公司在甘肃有另外 4 条生产线在建。每条线设计产能 1200 万米，目前生产能力约 12000 万米。

另外，公司计划运用定增资金在兰州（秦王川）高新技术产业园新建 20 条农业节水滴灌线、4 条 PVC 管材生产线及其配套设施。达产后新增滴灌线 40,000 万米、PVC 管材 5400 吨的能力。

项目顺利实施后，公司农业节水滴灌带生产能力达到年产 52,000 万米。

### 3、公司滴灌管线行业地位及同业比较

全国共有 500 多家生产灌溉节水设备的企业，其中专业生产微灌用节水设备的企业有 200 多家，以经营销售喷微灌设备产品为主的公司有 100 多家。生产经营微灌设备产品的企业主要分布在全国 20 多个省市自治区，其中北方约占 80%，南方约占 20%。在节水灌溉行业的滴灌系统细分市场上，主要的企业有新疆天业节水灌溉股份有限公司、大禹节水、北京绿源及甘肃瑞盛·亚美特，进入国内市场的外国节水灌溉企业主要是以色列耐特费姆公司、美国雨鸟公司。在滴灌系统细分市场上，新疆天业的市场份额稍高，新疆天业和大禹节水占据了大部分市场。

**表 3：国内主要滴灌设备厂商及市场份额（2010 年）**

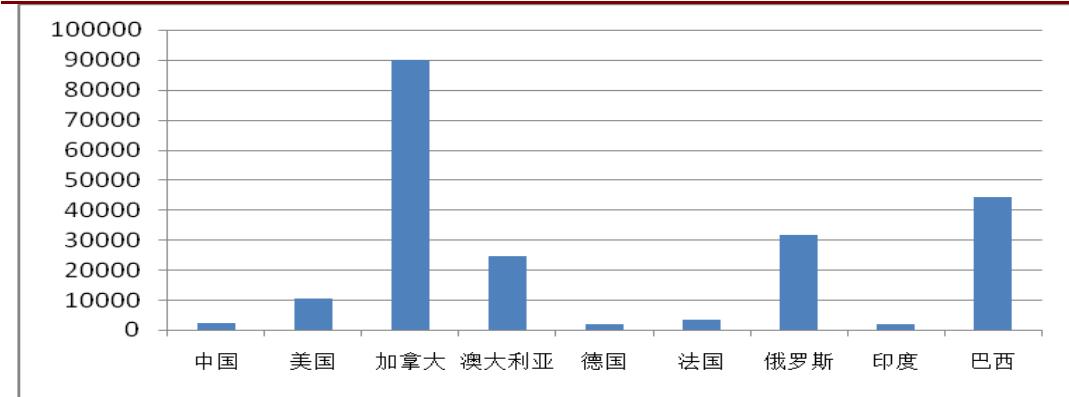
市场份额	公司
16%	新疆天业节水灌溉股份有限公司
14%	甘肃大禹节水股份有限公司
13%	甘肃瑞盛·亚美特高科技农业有限公司
11%	福建亚通新材料科技股份有限公司
10%	北京绿源塑料有限责任公司

数据来源：公司资料 宏源证券

**表 4：近三年亚盛滴灌（管线）毛利率同天业和大禹节水比较（%）**

	亚盛	瑞盛	亚美特	天业节水	大禹节水
2011H	—	—	—	10.44	35.31
2010	—	—	—	11.49	27.31
2009	—	29.47	—	9.04	23.29
2008	—	36.1	—	7.94	23.14

数据来源：公司数据 宏源证券

**图 10: 中国人均淡水资源国际比较 (立方米)**


资料来源: FAO 宏源证券

## 四、各业务模块盈利预测

盈利假设需要说明的几个问题:

滴灌的使用提高了啤酒花的甲酸含量和品质的提高，单产和毛利率均会有所上升；

马铃薯由于播种面积的扩大及土质差异，亩产会有所下降，单价 12/13 年较 11 年下降是由于 11 年主要供应百事等客户，价格较高；

苜蓿牧草目前市场供不应求，政策补贴由于时间及标准存在不确定性，暂未将其考虑在内，年补贴可能在 50-200 元/年每亩；

果蔬播种面积主要计算公司统一经营的部分，其他承包的基地暂未考虑，承包的基地将逐渐改为统一经营的；

制种产业将分为自育自繁及代繁，在此没有细分；

滴灌设备将部分用于公司自己 30 万亩滴灌工程项目，由于是两个公司法人主体的交易，在此滴灌产品没有区分外销及内销的差异。

**表 5: 亚盛集团分项业务盈利预测表**

	2011E	2012E	2013E
<b>啤酒花</b>			
播种面积 (亩)	25,800	27,900	30,000
单产 (公斤/亩)	190	195	200
产量 (吨)	4,902	5,441	6,000
销量 (吨)	4,902	5,441	6,000
单价 (元/吨)	38,000	40,000	42,000
销售额 (万元)	18,628	21,762	25,200
毛利 (万元)	7,824	9,793	12,600
毛利率 (%)	42	45	50

### 马铃薯

播种面积 (亩)	20,000	70,000	120,000
商品薯面积 (亩)	20,000	60,000	100,000
单产 (公斤/亩)	2,500	1,800	1,600
产量 (吨)	50,000	108,000	160,000
单价 (元/吨)	2,000	1,700	1,700
销售额 (万元)	10,000	18,360	27,200
毛利 (万元)	2,400	4,223	6,256
毛利率 (%)	24.00	23.00	23.00
种薯销售额 (万元)	1,500	2,600	3,300
毛利 (万元)	540	780	957
毛利率 (%)	36%	30%	29%
加工薯销售额 (万元)	1,500	4,000	5,000
毛利 (万元)	240	640	800
毛利率 (%)	16%	16%	16%
马铃薯总收入 (万元)	13,000	24,960	35,500
毛利 (万元)	3,180	5,643	8,013
毛利率 (%)	24%	23%	23%

### 苜蓿牧草

播种面积 (亩)	35,000	85,000	120,000
单产 (公斤/亩)	1,000	900	850
产量 (吨)	35,000	76,500	102,000
销量 (吨)	35,000	76,500	102,000
单价 (元/吨)	1,600.00	1,600.00	1,700.00
销售额 (万元)	5,600	12,240	17,340
毛利 (万元)	2,800	4,896	7,803
毛利率 (%)	50.00	40.00	45.00

### 果蔬

播种面积 (亩)	12,000	35,000	50,000
单产 (公斤/亩)	1,600	1,500	1,500
产量 (吨)	19,200	52,500	75,000
销量 (吨)	19,200	52,500	75,000
单价 (元/吨)	3,000.00	3,200.00	3,500.00
销售额 (万元)	5,760	16,800	26,250
毛利 (万元)	1,901	5,040	7,875
毛利率 (%)	33.00	30.00	30.00

### 制种

播种面积 (亩)	5,000	30,000	60,000
单产 (公斤/亩)	450	450	450
产量 (吨)	2,250	13,500	27,000
销量 (吨)	0	13,500	27,000

单价 (元/吨)	6,200.00	6,200.00	6,500.00
销售额 (万元)	0	8,370	17,550
毛利 (万元)	0	4,185	8,775
毛利率 (%)	0.00	50.00	50.00
 其他农产品及物流业务 (万元)	 85,400	 100,000	 105,000
毛利 (万元)	17,934	21,000	22,050
毛利率 (%)	21.00	21.00	21.00
 农业板块总收入(万元)	 128,388	 184,132	 226,840
毛利率 (%)	26.20	27.46	29.59
毛利 (万元)	33,638	50,557	67,116
<b>滴灌产品</b>			
产能 (万米/年)	12,000	18,000	52,000
产量 (万米)	10,000	18,000	36,000
单价 (米/元)	1.2	1.2	1.2
销售额 (万元)	12,000	21,600	43,200
毛利 (万元)	3,000	4,752	9,504
毛利率 (%)	25.00	22.00	22.00
 营业总收入	 140,388	 205,732	 270,040
毛利 (万元)	36,638	55,309	76,620
毛利率 (%)	26.10	26.88	28.37

资料来源：公司数据 宏源证券

**表 6：亚盛集团盈利预测表**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>一、营业总收入</b>	124,991	140,248	141,053	140,388	205,732	270,040
营业收入	124,991	140,248	141,053	140,388	205,732	270,040
利息收入	0	0	0	0	0	0
<b>二、营业总成本</b>	123,451	130,876	134,274	119,789	168,463	215,460
营业成本	107,803	113,743	115,487	103,749	150,423	193,420
营业税金及附加	345	206	295	90	90	90
销售费用	3,290	2,333	2,577	1,500	1,500	2,500
管理费用	5,638	10,506	11,674	10,000	10,000	12,000
财务费用	5,249	2,967	4,117	4,500	4,500	3,500
资产减值损失	1,126	1,122	123	-50	-50	-50
<b>三、其他经营收益</b>				35	35	35
公允价值变动净收益	-95	31	-24	35	35	35
投资净收益	110	-113	3,748	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	-197	-205	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0
加：营业利润差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	0
加：营业利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	1,554	9,290	10,503	20,633	37,304	54,615
加：营业外收入	3,568	3,285	2,676	3,200	3,600	5,000
减：营业外支出	473	185	408	9,100	400	400
其中：非流动资产处置净损失	0	26	-13	0	0	0
加：利润总额差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	0
加：利润总额差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0
<b>五、利润总额</b>	4,650	12,390	12,772	14,733	40,504	59,215
减：所得税	-152	497	175	-2,100	400	900
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0
加：净利润差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	0
加：净利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0
<b>六、净利润</b>	4,802	11,893	12,596	16,833	40,104	58,315
减：少数股东损益	-2,012	-680	-418	220	600	1,000
归属于母公司所有者的净利润	6,814	12,573	13,014	16,613	39,504	57,315
<b>七、每股收益：</b>						
基本每股收益(元)	0.05	0.07	0.07	0.10	0.23	0.34

稀释每股收益

(按2012年增发后19.14亿股  
摊薄计算)

0.21

0.30

资料来源：公司数据 宏源证券

**分析师简介:**

**胡建军:** 宏源证券研究所农林牧渔业高级研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、西王食品、雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。