

# 聚集农业 资源领先

增持首次

## 投资要点:

- 30万亩滴灌工程项目实施提高单位收益 20-50%
- 滴灌工业产能急速扩大，毛利率降至 22-23%
- 耕地使用压缩啤麦，向啤酒花和马铃薯等倾斜

## 报告摘要:

- **统一经营模式提高空间很大。**统一经营模式目前占耕地的百分之十几，但营收占 35-40%，经营效率远高于半包和全包。公司拟将统一经营的比重提高到三分之二，滴灌项目的实施及规模化经营提供了这种可能，且公司能主导从承包经营向统一经营的转变。
- **耕地面积有扩大的空间，在使用上向毛利较高的啤酒花等倾斜。**公司拥有土地 342 万亩，但耕地只有 47 万亩。虽然直接将荒滩改变为耕地，在政策上和使用上均存在障碍，但通过种植苜蓿草等方式逐步将耕地外延扩大，在实践中是可行的。另外，滴灌的使用节约沟渠耕地占用约 10%。公司目前实际应用的耕地在 50 万亩左右。啤酒大麦曾是公司种植面积最大的作物，曾达约 17 万亩，目前已经压缩到 10 万亩，耕地向啤酒花及马铃薯等盈利前景较好的作物倾斜。
- **滴灌工业产能急速扩大，毛利率走低至合理水平。**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。但滴灌线自用可能使利润后移至农业板块。
- **给予增持评级。**30 万亩滴灌工程项目实施，单位收益有望提高 20-50%，啤酒花、马铃薯等盈利前景值得看好；滴灌产能扩大带来规模效益及现金流；看好公司气调库及物流系统建设带来的产能消化及盈利空间。公司其他待开发资源也带来市场想象力。预测公司 11-13 年净利润 1.73/3.69/5.32 亿元，现股本 EPS 分别为 0.10/0.22/0.32 元。从人均耕地及淡水资源国际比较看，国内农产品价格上涨是长期趋势，考虑到公司在土地资源及大农业方面的市场地位，给予增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	140,248	141,053	140,276	208,770	299,394
净利润 (万元)	12,573	13,014	17,306	36,875	53,237
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	0.22	0.32

## 农林牧渔业

### 分析师:

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

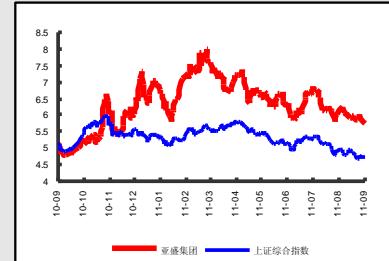
Email: hujianjun@hysec.com

### 联系人:

王云凤

电话: 010-88085267

## 市场表现



## 公司数据

总股本 (亿股)	17.37
总市值 (亿元)	100
流通市值 (亿元)	83
公司第一大股东	甘肃农垦

## 相关研究

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

行业研究 \* 猪粮比 7.19 继续推进养殖  
业 2011.3

公司研究 \* 雉鹰农牧：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、土地资源丰富 .....</b>	<b>4</b>
(一) 两次资产置换后聚集农业 .....	4
(二) 公司主要农产品生产规模 .....	5
(三) 公司农业生产模式 .....	6
<b>二、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、2001-2010 年中国啤酒产量平均年增 7.92% .....	7
2、中国啤酒花产量维持在 10-15 万吨左右 .....	8
3、2004 年来我国啤酒花均为净进口 .....	8
(二) 啤酒大麦 .....	9
1、近十年来全球大麦播种面积稳定在 5600 万公顷左右 .....	9
2、近十年来全球大麦产量及价格 .....	9
3、中国大麦供求及价格情况 .....	10
(三) 马铃薯 .....	11
1、中国 2006-2010 年马铃薯产量增长 50% .....	11
2、我国马铃薯近年出口量 30 多万吨 .....	12
3、2009 年底以来国内马铃薯价格大起大落 .....	12
(四) 首蓿牧草 .....	13
(四) 滴灌线产品 .....	14
1、行业背景 .....	14
2、公司滴灌项目发展 .....	14
3、公司滴灌管线行业地位及同业比较 .....	14
<b>三、各业务模块盈利预测 .....</b>	<b>16</b>
(一) 30 万亩节水滴灌工程建设项目 .....	16
(二) 滴灌生产线项目前景 .....	16
(三) 公司未来土地播种面积在做适时调整 .....	16
(四) 公司未来看点 .....	16
1、统一经营模式的推广 .....	16
2、气调库及物流体系的建设 .....	16
3、公司鱼儿红牧场的其他资源 .....	17
(五) 公司分项业务盈利预测 .....	17

## 插图

图 1: 农业占公司营业收入的比重 (%) .....	4
图 2: 2011 中期公司股权结构.....	5
图 3: 公司农业经营模式中各板块收入的构成.....	6
图 4: 2001-2011E 中国啤酒年产量 (万公升) .....	8
图 5: 2001-2009 年中国啤酒花年产量 (吨) .....	8
图 6: 2001-2008 年中国啤酒花进口数量及价格 .....	9
图 7: 1998-2011 全球大麦播种面积 (百万公顷) .....	9
图 8: 1998-2011 年世界大麦价格走势 (美元/吨) .....	10
图 9: 1998-2011 世界大麦产量走势 (百万吨) .....	10
图 10: 1999-2011.7 中国逐月进口大麦数量 (吨) 及平均单价 (美元/吨) .....	10
图 11: 2011 年国内大麦价格涨幅超过 15% (元/吨) .....	11
图 12: 2011 中国大麦现货及进口大麦价格 (元/吨) .....	11
图 13: 2001-2010 年中国马铃薯产量 (万公吨) .....	11
图 12: 1992-2009 年中国马铃薯出口量 (百吨) 及交易额 (万美元) .....	12
图 13: 2008.1-2011.8 中国马铃薯价格走势 (元/公斤) .....	13
图 14: 中国人均淡水资源国际比较 (立方米) .....	15
图 15: 甘肃矿产资源图.....	17
图 16: 亚盛集团鱼儿红牧场等所属农场位置图 .....	17

## 表格

表 1: 亚盛集团土地拥有土地情况.....	4
表 2: 亚盛集团主要农产品生产规模 (2009 年) .....	5
表 3: 1978 年来我国畜产品及饲料量消费量年均递增 .....	13
表 4: 国内主要滴灌设备厂商及市场份额 (2010 年) .....	15
表 5: 近三年亚盛滴灌 (管线) 毛利率同天业和大禹节水比较 (%) .....	15
表 6: 亚盛集团分项业务盈利预测表.....	18

## 一、土地资源丰富

### (一) 两次资产置换后聚集农业

公司主营业务原以农业、化工为主，兼营印染和贸易。经过 2009 年和 2010 年分别同公司大股东甘肃农垦总公司及二股东亚盛盐化公司（甘肃农垦全资子公司）的两次资产置换，公司目前的主业已经基本全部转为农业类相关资产。同鱼儿红牧场的置换除为公司发储备了大量的土地资源外，还提供了可供开发的其他资源。

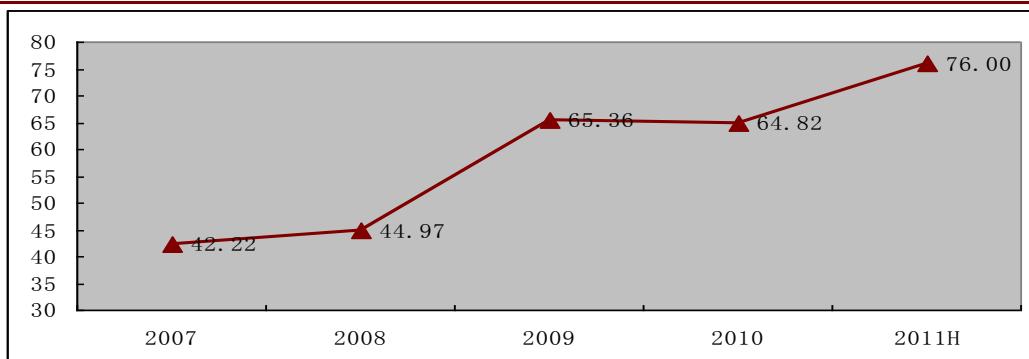
公司现有土地 342 万亩，其中，耕地 47.52 万亩，宜农未利用地 48.16 万亩，牧草地 184.90 万亩，天然牧草地、灌木林地 0.64 万亩，冰川 5.00 万亩，其他用地 55.71 万亩。主要生产啤酒花、啤酒大麦、马铃薯、药材、棉花、果品及滴灌管线等产品。

**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）	47.52	0.64	184.9	5	48.16	55.71
	总计（万亩）				341.94		

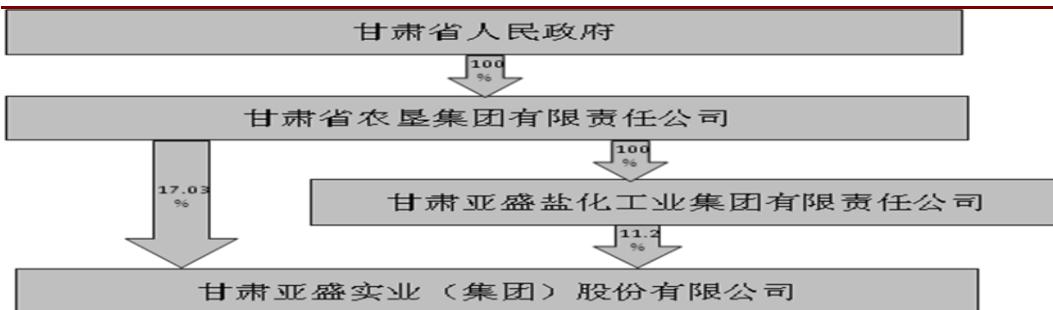
数据来源：公司年报等公开资料

**图 1：农业占公司营业收入的比重（%）**



资料来源：公司资料 宏源证券

**图 2：2011 中期公司股权结构**



资料来源：公司报告 宏源证券

## (二) 公司主要农产品生产规模

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及啤酒大麦等啤酒原料、马铃薯、林果、棉花、药材等。

公司农业板块业务经营主体主要分布于甘肃亚盛绿鑫啤酒原料集团有限责任公司、甘肃天润薯业有限责任公司和甘肃亚盛田园牧歌草业有限责任公司等专业化子公司、公司下属的 16 家分公司，以及托管的甘肃农垦所属黄羊河农场、八一农场、敦煌农场、小宛农场等四家农场。

公司主要生产种植、加工啤酒大麦、啤酒花、马铃薯种薯、棉花、果品等产品。其中，公司啤酒花和啤酒大麦是公司传统优势产品，是全国规模最大的啤酒花种植加工企业和西北最大的啤酒大麦种植基地之一。

公司啤酒花年产量约 5300 吨、啤酒大麦 6.5 万吨、马铃薯 6 万吨、苜蓿牧草 3 万吨、果品及其他近 3 万吨。

从业务贡献来看，啤酒花、啤酒大麦、马铃薯是农业板块主要的收入来源，且逐年增加。2007-2009 年，三大类产品营业收入分别为 21,636 万元、25,141 万元和 40,842 万元，占农业板块收入的比重分别为 44.12%、44.72% 和 44.56%；土地承包费收入保持相对稳定，2007-2009 年分别为 7,179 万元、7,027 万元和 8,763 万元。

公司产品中果树与啤酒花、苜蓿是多年生植物，啤酒花一般在 9-10 月采摘，果品一般在 10-11 月收获，苜蓿通常在 5-10 月收割 3 茬，其他农产品一般 3 月份耕种，8-10 月收获。

目前公司农产品生产规模情况如下表。

**表 2：亚盛集团主要农产品生产规模（2010 年）**

啤酒花	啤酒大麦	马铃薯	苜蓿牧草	棉花
-----	------	-----	------	----

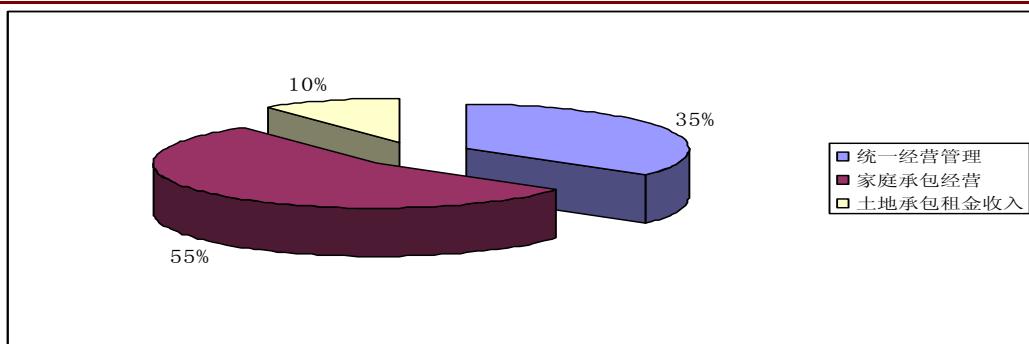
播种面积 (亩)	28,195	167,487	20,000	15,000	35,000
单产 (公斤/亩)	190	390	3,009	1,000	95
产量 (吨)	5,357	65,320	60,185	15,000	3,328

数据来源：公司数据 宏源证券

### (三) 公司农业生产模式

公司农业板块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。2009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 3：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。

农场统一经营模式下的种植面积近三年平均所占比重为 10%左右，即农场统一经营模式处于次要地位；家庭农场承包模式下的种植面积所占农场总种植面积比重为 90%左右，其中又以部分费用自理为主，部分费用自理下的种植面积所占比重近三年平均在 60%左右，而全费自理模式下的种植面积所占比重近三年平均在 30%左右。

随着科学技术的进步，农业正从“靠天吃饭的自然式”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。但由于受农业科技水平、人员综合素质、综合管理水平等多种因素的制约，家庭农场承包模式，目前仍然是农场生产经营的主要模式。

公司农产品的销售因品种不同，销售渠道也不同。大宗农产品主要销往全国各地信誉良好、合作关系稳定的大中型企业，销售区域主要分布在山东、北京、上海等经济发达地区。啤酒花、啤酒大麦作为啤酒原料，主要销往燕京啤酒、青岛啤酒等国内大型啤酒生产企业；马铃薯用于薯条、薯片等薯制品加工，主要销往百事、上好佳、辛普劳等知名薯制品加工企业；药材主要销往国家定点企业；果品、蔬菜等其他农产品主要在甘肃及周边省份销售。

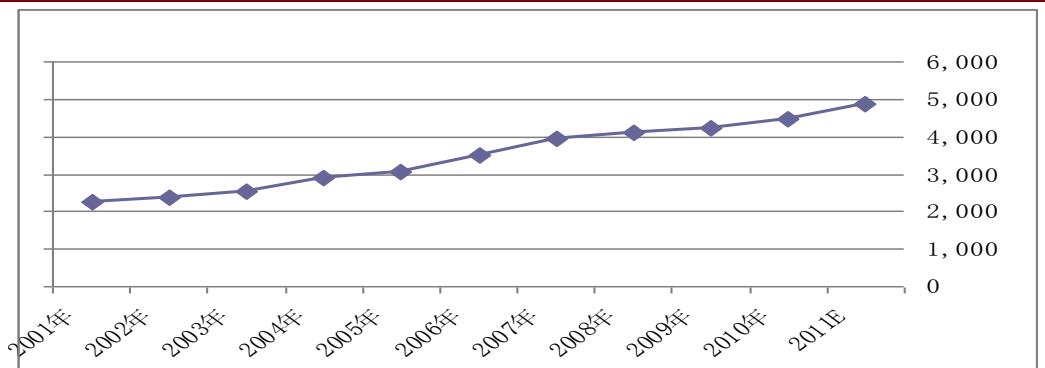
## 二、公司各农产品市场及国内供需状况

### （一）啤酒花

#### 1、2001-2010 年中国啤酒产量平均年增 7.92%

2001-2010 年，中国啤酒年产量从 2273 万公升发展至 4483 万公升，增长 97%，接近翻番。过去十年，中国啤酒产量平均年增 7.92%。

2011 年 1-7 月，中国啤酒产量为 2930 万千升。根据 2001-2010 年 10 年间数据，1-7 月份啤酒产量约占全年的 60.31%，我们据此推算 2011 年中国啤酒产量将达 4859 万公升，同比增长 8.4%。

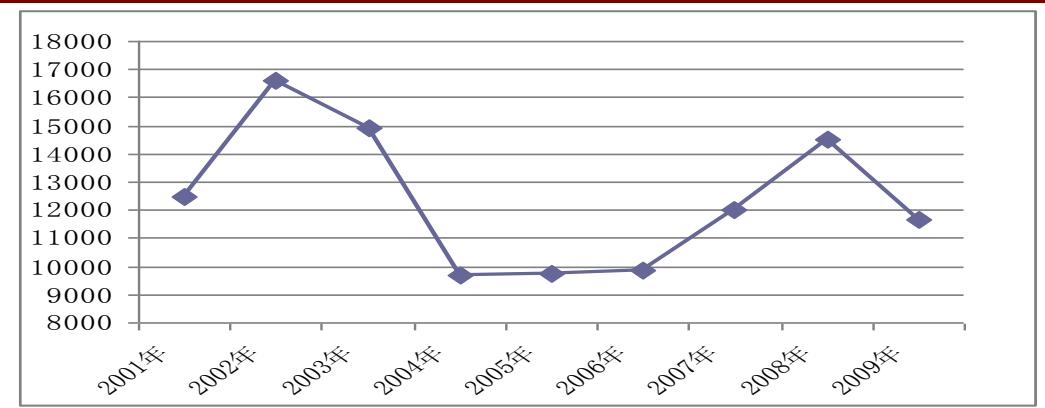
**图 4: 2001-2011E 中国啤酒年产量 (万公升)**


资料来源：国家统计局 宏源证券

## 2、中国啤酒花产量维持在 10-15 万吨左右

目前全世界啤酒花种植总面积约 75 万亩。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。2009 年甘肃省啤酒花种植面积约为 6 万亩，约占全国总面积的 60%，其中大部分产能集中在亚盛集团。2009 年公司优质啤酒花年产量为 5,162 吨，市场占有率为 25.58%，是全国规模最大的啤酒花种植加工企业。

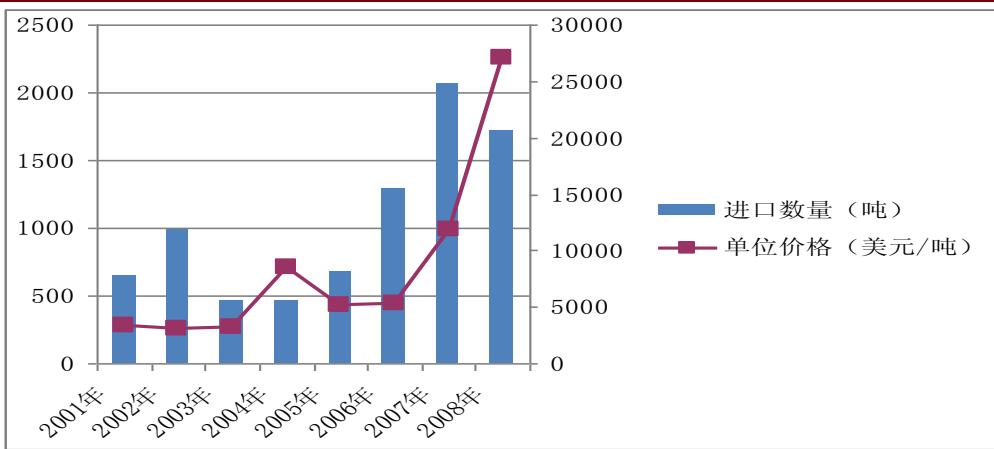
从国内情况来看，过去十年间，中国啤酒花产量维持在每年十几万吨左右。

**图 5: 2001-2009 年中国啤酒花年产量 (吨)**


资料来源：FAO 宏源证券

## 3、2004 年来我国啤酒花均为净进口

2001 年，中国啤酒花进口 649 吨，2008 年进口数量达到 1726 吨。从价格看，2001 年每吨进口啤酒花 3341 美元，2008 年达到每吨 27079 美元。

**图 6：2001-2008 年中国啤酒花进口数量及价格**


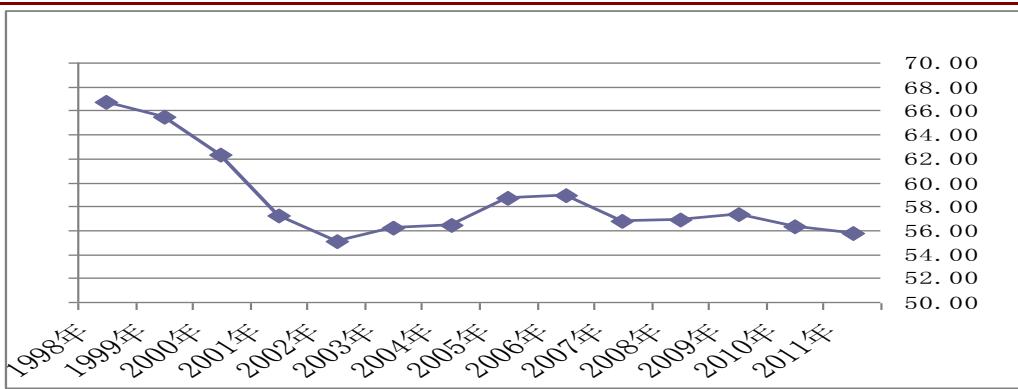
资料来源：FAO 宏源证券

## (二) 啤酒大麦

### 1、近十年来全球大麦播种面积稳定在 5600 万公顷左右

1998-2000 年，全球大麦播种面积约 6200-6600 万公顷，2001 年降至 6000 万公顷以内。近十年来，全球大麦播种面积稳定在 5600 万公顷左右。

长期以来国内优质啤酒大麦主要从澳大利亚、加拿大、法国和丹麦等国进口。国内啤酒大麦的主要产地集中在西北、江浙和东北三个地区，甘肃省河西走廊地区是国内优良啤酒大麦生产基地，优质啤酒大麦质量标准达到进口产品水平。国产啤酒大麦以小农户生产为主，亚盛集团啤酒大麦产销量位居国内啤酒大麦生产企业前列。

**图 7：1998-2011 全球大麦播种面积 (百万公顷)**


资料来源：美国农业部 宏源证券

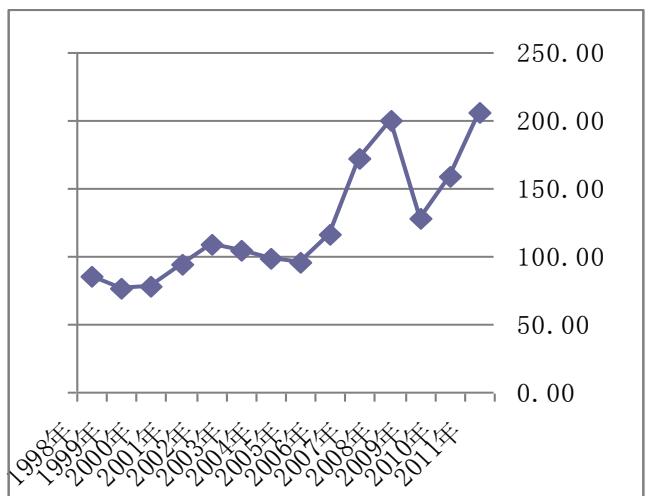
### 2、近十年来全球大麦产量及价格

1998-2011 年，全球大麦产量在 1.3-1.55 亿吨波动，价格则从 2001 年的每吨不足 100 美元，上涨至 2011 年的 205 美元，10 年间价格涨幅超过 100%。

啤酒花和啤酒大麦的价格受自然条件和市场需求等多种因素影响较大。2007 年全球啤酒花和啤酒大麦主产区天气严重干旱，加上全球粮食、原油价格上升导致运费上涨以及市场的投机炒作等因素，导致 2007 年秋冬季啤酒大麦和啤酒花的价格大幅度上涨，2008 年下半年啤酒花和啤酒大麦供给大于需求导致价格回落下行。

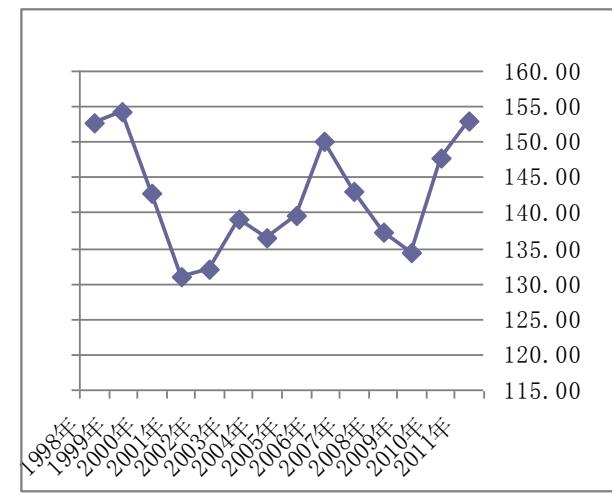
2009 年来国际啤酒大麦价格重新呈现上涨趋势。

**图 8：1998-2011 年世界大麦价格走势（美元/吨）**



资料来源：USDA IMF 宏源证券

**图 9：1998-2011 世界大麦产量走势（百万吨）**



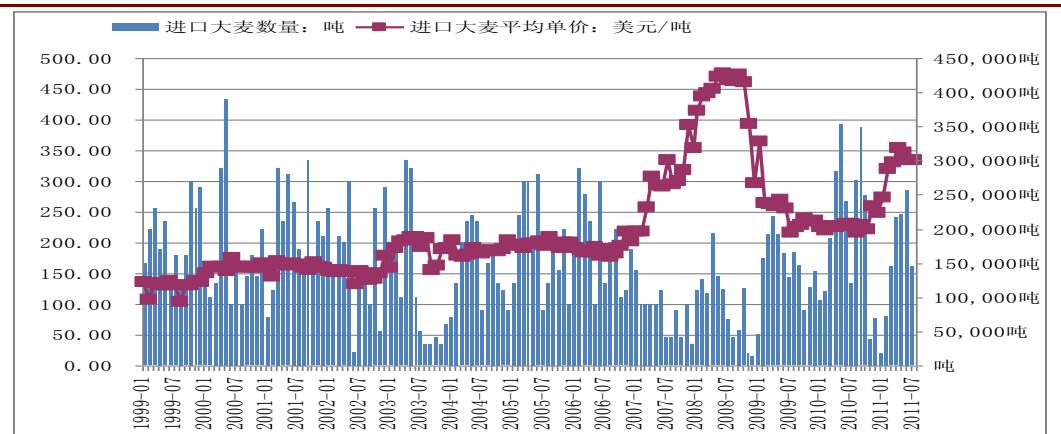
资料来源：USDA IMF 宏源证券

### 3、中国大麦供求及价格情况

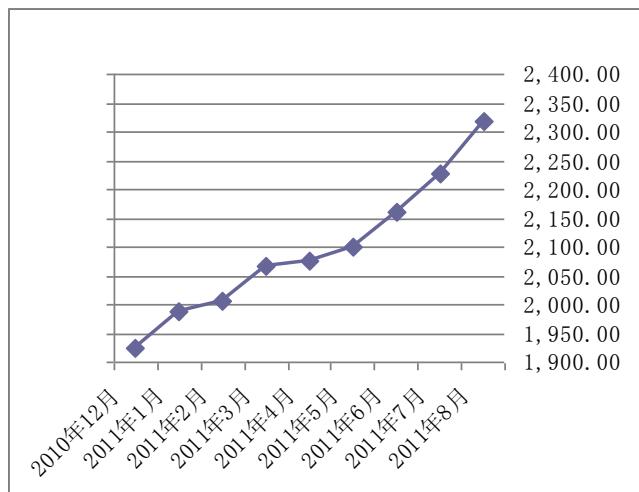
我国是大麦的净进口国。1999 年来，我国每个月的大麦进口数量均在 15-40 万吨左右波动。

从国内价格来看，2011 年国内大麦的价格从每吨不足 2000 元上涨至 2300 元以上，涨幅超过 15%。

**图 10：1999-2011.7 中国逐月进口大麦数量（吨）及平均单价（美元/吨）**



资料来源：海关总署 宏源证券

**图 11：2011 年国内大麦价格涨幅超过 15%（元/吨）**


资料来源：中国国际啤酒网 宏源证券

**图 12：2011 中国大麦现货及进口大麦价格（元/吨）**

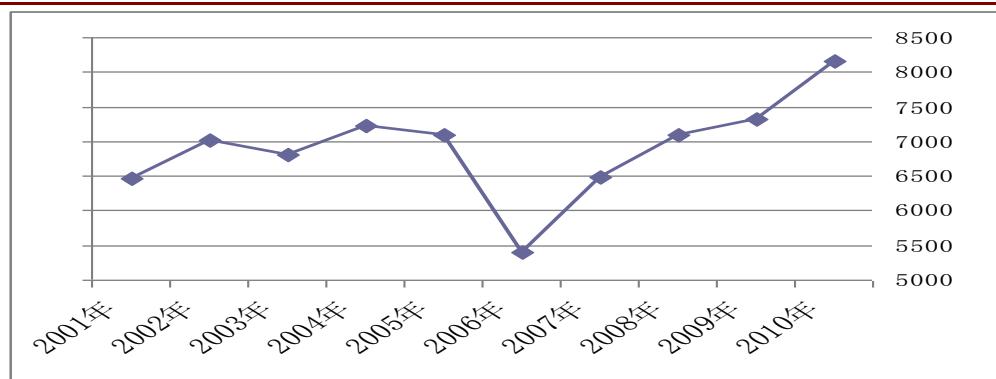

资料来源：中国国际啤酒网 宏源证券

### (三) 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 13：2001-2010 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）》，到 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%。

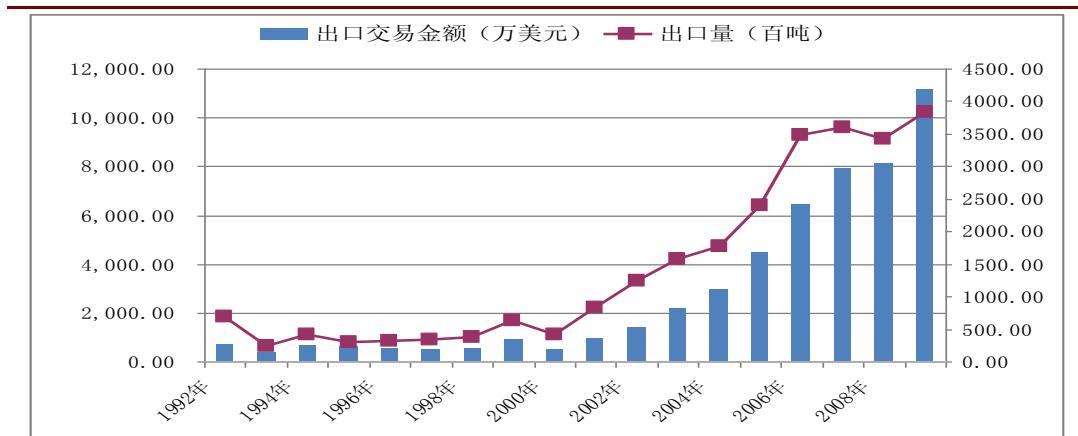
甘肃省是全国重要的马铃薯主产区，种植面积和总产量约占全国的八分之一，种植面积和产量均居全国前列。马铃薯是全省第二大粮食作物。

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、我国马铃薯近年出口量30多万吨

近20年来，我国马铃薯（冷、鲜非种用马铃薯）出口量不断扩大，从1992年的不足7万吨增长至2009年的超过38万吨。交易额从不足700万美元增长至超过1.1亿美元。

**图12：1992-2009年中国马铃薯出口量（百吨）及交易额（万美元）**

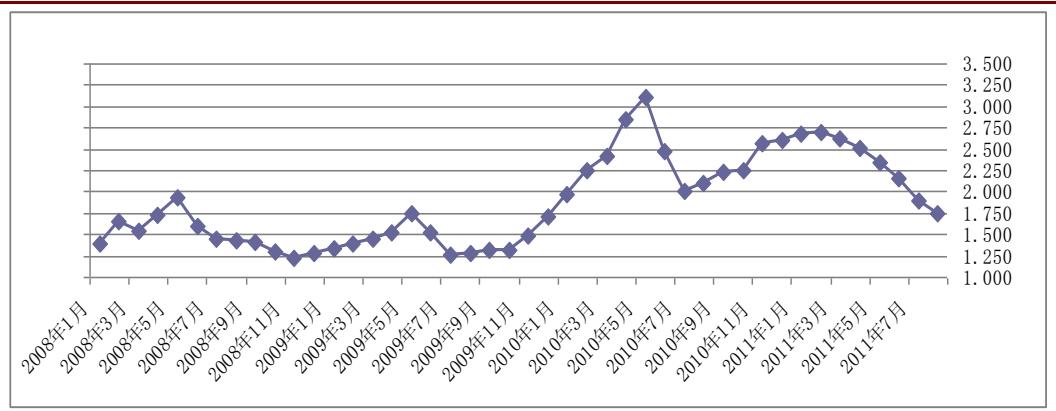


资料来源：FAO 宏源证券

## 3、2009年底以来国内马铃薯价格大起大落

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5月份的3.1元，此后价格逐步回落。

2011年8月份，按照农业部公布的农产品蔬菜价格，菜用马铃薯的价格跌至每公斤1.75元。虽然下跌趋势尚未反转，但从同其他粮食价格比价看，马铃薯价格进一步下跌的空间已经十分有限。

**图 13：2008.1-2011.8 中国马铃薯价格走势（元/公斤）**


资料来源：农业部 宏源证券

#### (四) 首蓿牧草

公司苜蓿草项目由甘肃亚盛田园牧歌草业有限责任公司实施。

公司目前有苜蓿草基地 3 万亩，年产苜蓿草产品 3 万吨。公司计划两年内在玉门再建 7 万亩苜蓿草基地，使基地总规模达 10 万亩。年产 10 万吨苜蓿草产品，包括苜蓿草块 4 万吨，苜蓿草颗粒 4 万吨，高密度草捆 2 万吨。

苜蓿是多年生植物，苜蓿粗蛋白含量高、消化率高，富含维生素和各种矿物质，是优质畜牧饲料。苜蓿耐贫瘠、耐干旱、耐盐碱，并且苜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。种植苜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。苜蓿和小麦、其他粮食作物采取 6~8 年轮作，在经苜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%。

苜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。

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 3：1978 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。

## (四) 滴灌线产品

### 1、行业背景

为应对水资源紧张和缺乏，世界各国都大力发展节水产业，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 4：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

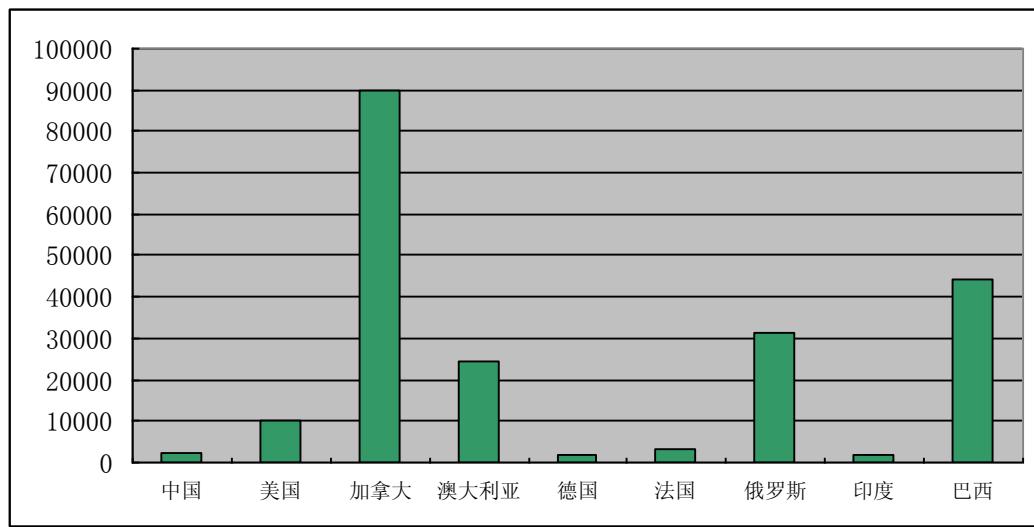
数据来源：公司资料 宏源证券

**表 5：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 14：中国人均淡水资源国际比较（立方米）**



资料来源：FAO 宏源证券

### 三、各业务模块盈利预测

#### (一) 30万亩节水滴灌工程建设项目

滴灌项目对公司的效益表现在两个方面，其一，提高单产；其二，提高种植作物的品质，如啤酒花的阿尔法酸含量，进而提高价格水平。公司实验测算，滴灌实施后，单位耕地收入能提高 20-50%。由于其他成本基本稳定，提高的收入能大部分转化为利润。

另外，滴灌工程实施后，节约了沟渠等占用耕地的面积，能使耕地实际使用面积增长 10% 左右。

#### (二) 滴灌生产线项目前景

近几年滴灌需求扩大，但同时，各厂商均大幅新上生产线、提高产能，滴灌设施供应市场的竞争也日趋激烈。

公司滴灌节水设备 2008 和 2009 年的毛利率分别为 36%、29%，2010 年滑落到 23%。我们预期公司未来滴灌设备的毛利率维持在 22-23% 左右。

#### (三) 未来品种播种面积做适时调整

公司啤酒大麦的播种面积位曾列作物之首，近 17 万亩。公司已经并将继续消减啤酒大麦的播种面积，而增加啤酒花、马铃薯及苜蓿的种植面积。

苜蓿养地效果明显。另外，我们判断公司苜蓿除播种面积增加外，单产也会逐步提高，主要是苜蓿在播种初期产量较低，而 2-3 年后，宿根根系变得发达，进而产量大幅提高。

另外，种植苜蓿每亩可获得 120 元的国家补贴。

#### (四) 公司未来看点

##### 1、统一经营模式的推广及品种优化

公司目前统一经营的土地面积占比很低，仅超过 10%，但产量达到 35-40%。公司未来计划将逐步推广统一经营的占比，目标是三分之二。这将极大提高生产效率及种植的利润空间。由于目前半包及全包的农户也是公司的职工，公司在扩大统一经营范围方面没有障碍。

另外，公司在作物品种种植方面的优化也值得关注。

##### 2、气调库及物流体系的建设

公司定增建设 12 万立方米的果蔬气调库，并建立物流信息平台，同时在北京、上海、广州、深圳等 10 余个城市设立农产品物流集散中心。

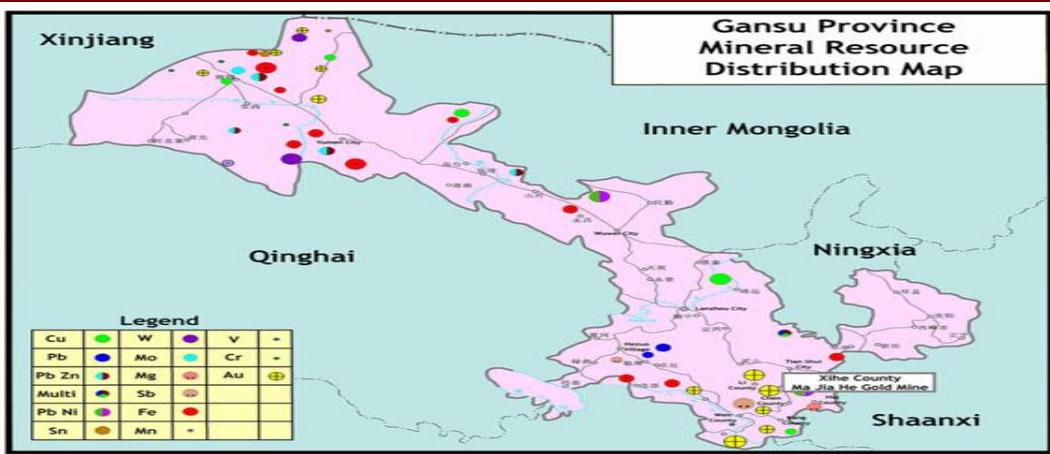
气调库在农场分公司建设成本低，有助于消化公司果蔬产品的产能。气调库及物流链

的配合，将极大提高公司的产品附加值，若管理到位，市场前景值得看好。

### 3、公司鱼儿红牧场的其他资源

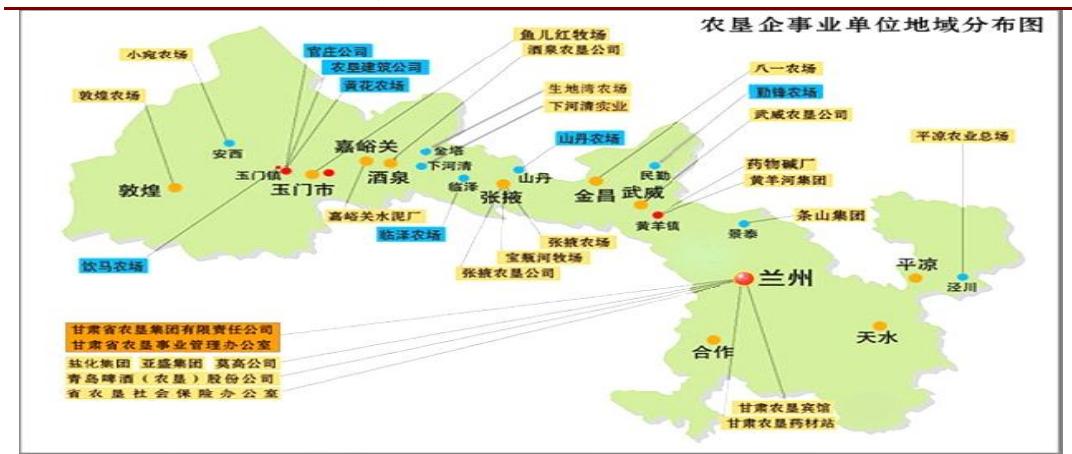
从经营情况看，鱼儿红牧场的盈利能力并不强，未来对公司的利润贡献也相对有限。但鱼儿红牧场的其他资源更为市场所关心。甘肃省地方政府曾发文明确表示，矿产资源优先满足上市公司。这也是公司潜在的利多因素，但我们认为，该项预期不应过于乐观。

图 15：甘肃矿产资源图



资料来源：公开资料 宏源证券

图 16：亚盛集团鱼儿红牧场等所属农场位置图



资料来源：公司资料

### (五) 公司分项业务盈利预测

根据目前公司项目实施进度，我们预测公司 30 万亩滴灌工程将在 12 年部分见效；啤洒花、马铃薯及苜蓿的种植面积未来两年翻番；棉花、果品、药材等种植面积稳定；农产品价格年温和上涨 5-10%；承包费收入及毛利暂不调整；滴灌产能按期放大、毛利 22-23%。

**表 6：亚盛集团分项业务盈利预测表**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>啤酒花</b>						
播种面积 (亩)	6,604	28,195	28,195	40,000	50,000	60,000
单产 (公斤/亩)	250	190	190	190	200	230
产量 (吨)	1,651	5,357	5,357	7,600	10,000	13,800
销量 (吨)	1,651	5,513	5,513	5,600	10,000	13,800
单价 (元/吨)	35,400	36,900	35,000	37,000	38,000	40,000
销售额 (万元)	5,837	20,358	19,296	20,720	38,000	55,200
毛利 (万元)	3,394	9,517	6,753	8,288	15,200	22,080
毛利率 (%)	58.15	46.75	35	40	40	40
<b>啤酒大麦</b>						
播种面积 (亩)	155,818	167,487	167,487	100,000	95,000	95,000
单产 (公斤/亩)	440	390	390	400	400	500
产量 (吨)	68,560	65,320	65,320	40,000	38,000	47,500
销量 (吨)	64,680	62,532	62,532	40,000	38,000	47,500
单价 (元/吨)	2,267	2,211	2,211	2,400	2,550	2,700
销售额 (万元)	14,664	13,827	13,827	9,600	9,690	12,825
毛利 (万元)	2,137	2,317	2,212	1,632	1,744	2,309
毛利率 (%)	14.57	16.76	16.00	17.00	18.00	18.00
<b>马铃薯</b>						
播种面积 (亩)		20,000	20,000	35,000	50,000	60,000
单产 (公斤/亩)		3,009	3,009	3,100	3,200	3,500
产量 (吨)	63,250	60,185	60,185	108,500	160,000	210,000
销量 (吨)	48,780	51,640	51,640	108,500	160,000	210,000
单价 (元/吨)	951	1,289	1,289	1,400	1,600	1,650
销售额 (万元)	4,640	6,657	6,657	15,190	25,600	34,650
毛利 (万元)	619	1,044	999	2,279	4,608	6,237
毛利率 (%)	13.34	15.68	15.00	15.00	18.00	18.00
<b>苜蓿牧草</b>						
播种面积 (亩)	--	10,000	15,000	30,000	40,000	50,000
单产 (公斤/亩)	--	1,000	1,000	1,300	1,350	1,500
产量 (吨)	--	10,000	15,000	39,000	54,000	75,000
销量 (吨)	--	10,000	14,000	35,000	50,000	75,000
单价 (元/吨)	--	836.00	1,100.00	1,200.00	1,300.00	1,500.00
销售额 (万元)	--	836	1,600.00	4,200	6,500	11,250
毛利 (万元)	--	191	432	1,260	2,080	3,938
毛利率 (%)	--	22.81	27.00	30.00	32.00	35.00
<b>果品</b>						
产量 (吨)	27,168	28,353	28,353	28,000	28,000	28,000

销量 (吨)	25,916	22,385	22,385	26,000	26,000	26,000
单价 (元/吨)	1,200	1,900	1,900	2,000	2,100	2,200
销售额 (万元)	3,026	4,170	4,170	5,200	5,460	5,720
毛利 (万元)	669	915	1,460	1,560	1,638	1,716
毛利率 (%)	22.12	21.94	35.00	30.00	30.00	30.00
<b>棉花</b>						
播种面积 (亩)	--	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
单产 (公斤)		95	95	95	95	110
收入 (万元)	--	3,994	3,994	4,000	4,000	5,775
毛利 (万元)	--	1,013	1,278	1,200	1,280	2,021
毛利率 (%)	--	25.36	32.00	30	32	35
药材收入 (万元)	--	3,965	4,000	4,500	4,500	5,000
毛利 (万元)	--	1,128	1,138	1,350	1,575	1,750
毛利率 (%)	--	28.45	28.45	30	35	35
土地承包费 (万元)	7,027	8,763	8,800	8,800	8,800	9,000
毛利 (万元)	3,653	4,569	4,796	4,840	4,840	4,950
毛利率 (%)	51.99	52.14	54.50	55.00	55.00	55.00
农业板块总收入(万元)	56,212	91,660	90,503	104,826	148,870	202,394
毛利率 (%)	26.42	27.85	26.20	28	29	30
毛利 (万元)	14,854	25,529	23,712	29,351	43,172	60,718
<b>滴灌产品</b>						
产能 (万米/年)	2,400	3,600	7,200	7,200	12,000	36,000
产量 (万米)	2,547	3,783	8,000	9,500	12,000	36,000
单价 (米/元)	1.19	1.07	1.10	1.1	1.2	1.25
销售额 (万元)	3,031	4,057	8,800	10,450	14,400	45,000
毛利 (万元)	1,094	1,196	2,024	2,299	3,312	10,350
毛利率 (%)	36.10	29.47	23	22.00	23.00	23.00
贸易、畜牧及其他		44,531	41,750	25,000	45,500	52,000
营业收入	124,991	140,248	141,053	140,276	208,770	299,394
毛利 (万元)	17,188	26,505	25,566	30,861	54,280	77,842
毛利率 (%)	13.75	18.90	18.13	22	26	26

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研究员，经济学硕士，高级经济师。

主要研究覆盖公司：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

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。