

证券研究报告

公司研究——事项点评

亚盛集团（600108.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.09.06

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 63081261

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

相关研究

《滴灌产能大增 苜蓿进展顺利》2013.9
《统一经营 扬帆远航》2013.8
《多管齐下 增效明显》2013.4
《盈利增长高于预期》2012.10
《整合见效 可持续增长模式铸就》2012.08
《主业彻底归农 农垦倾力扶持》2010.12
《亚盛调研简报》2010.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

土地流转持续升温 开乳业良性发展先河

2013 年 10 月 10 日

事件：近期亚盛集团股价大幅上涨，同时公司公告投资奶牛养殖项目，我们点评如下。

点评：

- **土地流转概念意义深远 想象空间依然很大。**我们仍然认为土地流转是与城镇化紧密联系的一个话题，也是本届政府的重要工作方向之一，同时土地流转符合各方资本利益的诉求，因此尽管风险、争论不绝于耳，但推进的步伐十分坚定。我们判断这一概念在意义上要远大于上海自贸区，因此在资本市场影响也必将长远的。土地流转将创造出百万亿的投资机会，这将远大于当年的国企改革和金融领域的开放。今年四月份以来上海自贸区指数上涨了 120%，而土地流转指数仅上涨 30%，因此未来想象空间仍然很大。
- **依托牧场和草业进军乳业的大手笔显示出公司决策层高瞻远瞩。**继公司在赤峰阿鲁科尔沁旗 20 万亩苜蓿项目之后不久，公司再次公告投资 13 亿元在所属张掖、饮马分公司各建 2 个年存栏 5000 头的奶牛牧场；在条山分公司和阿旗苜蓿基地各建 1 个年存栏 5000 头的奶牛牧场。项目达产后年存栏奶牛量 30922 头，其中产乳奶牛 13331 头，后备奶牛 2291 头，年产鲜奶 119976 吨，年出售母犊牛 872 头，年出售育成牛 9026 头，年淘汰母牛 1458 头。按公司公告项目完成后正常年可实现 6.37 亿元收入，利润总额 1.12 亿元。我们非常赞赏公司在战略发展方面环环相扣的独到眼光，无论是当年战略转型，还是近年来的苜蓿项目以及此次进军乳业。在中国乳业经过三聚氰胺事件的大洗牌之后，乳业的生命线就在于安全的品质保障。国内乳业风波后中国乳业开始盲目崇洋，然而一系列洋奶问题事件也令消费者无所适从。我们认为，发展安全放心的国产乳品才是中国乳业的唯一选择。公司依托生态环境优质的广阔牧场发展乳业，可以从源头控制奶品质量和安全，不务虚、不造势，在当前国内乳企发展模式几乎绝无仅有，可谓开中国乳业发展之先河。在终端为王、加工致胜、对赌增长的光环纷纷落幕之后，亚盛集团的乳业发展模式或将引领中国乳业进入良性发展的新阶段，具有里程碑意义。
- **战略价值大于短期经济效益。**此次奶牛养殖项目按规划正常年份可新增 6 分钱的 EPS，与公司苜蓿项目类似，EPS 的短期预期并不是我们最关注的方面，我们更看重公司决策层在战略定位以及发展步骤上的整体思路和行动，以及公司未雨绸缪的经营、治理能力。
- **盈利预测及评级：**我们仍然维持《统一经营 扬帆远航》报告中对公司未来三年 EPS 0.29/0.37/0.43 元的预期，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**统一经营模式抗风险能力；成本与销售价格不利变化；新产业的风险；土地流转可能带来的风险及其它突发性未预期风险。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1470.22	2246.06	2908.75	3387.50	3845.95
增长率 YoY %	4.23	52.77	29.50	16.46	13.53
归属母公司净利润(百万元)	110.71	452.81	567.09	723.26	830.95
增长率 YoY%	-14.93	309.02	25.24	27.54	14.89
毛利率%	26.10	25.54	28.20	29.98	29.09
净资产收益率 ROE%	4.17	12.93	12.34	13.80	13.81
每股收益 EPS(元)	0.06	0.23	0.29	0.37	0.43
市场一致预期 EPS(元)	0.10	0.18	0.27	0.35	0.44
市盈率 P/E(倍)	185	45	36	28	25
市净率 P/B(倍)	7.6	4.8	4.2	3.7	3.2

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2013年10月9日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,450.43	2,870.93	3,539.72	4,342.27	5,259.76
现金	312.27	1,297.73	1,540.74	2,082.86	2,706.44
应收账款	3.33	2.30	4.78	5.57	6.32
其它应收款	347.89	487.23	659.63	768.20	872.16
预付账款	176.61	385.19	410.23	465.94	535.70
存货	421.21	476.44	702.29	797.66	917.09
其他	189.12	222.04	222.04	222.04	222.04
非流动资产	3,023.26	3,244.10	3,228.29	3,190.62	3,149.88
长期投资	11.63	11.09	11.09	11.09	11.09
固定资产	558.63	588.14	670.17	834.27	842.47
无形资产	1,997.46	1,956.17	1,890.18	1,824.84	1,766.96
其他	455.53	688.70	656.86	520.42	529.36
资产总计	4,473.69	6,115.03	6,768.01	7,532.89	8,409.64
流动负债	1,184.49	1,267.80	1,353.69	1,395.32	1,441.13
短期借款	486.26	445.50	445.50	445.50	445.50
应付账款	77.93	117.85	148.48	168.65	193.90
其他	620.30	704.44	759.71	781.17	801.73
非流动负债	554.38	486.17	486.17	486.17	486.17
长期借款	25.35	24.24	24.24	24.24	24.24
其他	529.03	461.93	461.93	461.93	461.93
负债合计	1,738.87	1,753.97	1,839.87	1,881.49	1,927.30
少数股东权益	45.47	48.44	48.44	48.44	48.44
归属母公司股东权益	2,689.35	4,312.62	4,879.71	5,602.96	6,433.91
负债和股东权益	4473.69	6115.03	6768.01	7532.89	8409.64

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,470.22	2,246.06	2,908.75	3,387.50	3,845.95
同比	4.23%	52.77%	29.50%	16.46%	13.53%
归属母公司净利润	110.71	452.81	567.09	723.26	830.95
同比	-14.93%	309.02%	25.24%	27.54%	14.89%
毛利率	26.10%	25.54%	28.20%	29.98%	29.09%
ROE	4.17%	12.93%	12.34%	13.80%	13.81%
每股收益(元)	0.06	0.23	0.29	0.37	0.43
P/E	185	45	36	28	25
P/B	7.6	4.8	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	72.56	34.27	28.13	22.98	20.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,470.22	2,246.06	2,908.75	3,387.50	3,845.95
营业成本	1,086.43	1,672.50	2,088.39	2,371.99	2,727.14
营业税金及附加	1.27	1.05	1.75	2.03	2.31
营业费用	17.49	27.69	34.91	40.65	46.15
管理费用	116.09	130.67	159.98	186.31	211.53
财务费用	48.94	42.10	56.59	54.23	48.88
资产减值损失	7.91	6.44	12.08	17.53	15.81
公允价值变动收益	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.56	-0.54	0.13	0.04	0.06
营业利润	191.76	365.07	555.19	714.79	794.19
营业外收入	16.21	100.34	47.77	54.77	67.63
营业外支出	90.60	4.39	33.02	42.67	26.70
利润总额	117.37	461.02	569.94	726.89	835.12
所得税	0.59	3.10	2.85	3.63	4.18
净利润	116.78	457.92	567.09	723.26	830.95
少数股东损益	6.08	5.10	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	110.71	452.81	567.09	723.26	830.95
EBITDA	264.85	623.49	759.60	929.56	1,049.31
EPS (摊薄)	0.06	0.23	0.29	0.37	0.43

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	60.23	397.01	415.90	705.99	797.56
净利润	116.78	457.92	567.09	723.26	830.95
折旧摊销	97.80	105.46	120.53	133.53	145.05
财务费用	49.68	57.01	69.14	69.14	69.14
投资损失	3.10	0.56	0.54	-0.13	-0.04
营运资金变动	-288.79	-156.58	-351.96	-236.34	-263.92
其它	84.19	-67.34	11.24	16.45	16.41
投资活动现金流	-177.26	-1,004.30	-103.75	-94.73	-104.85
资本支出	-161.23	-454.30	-103.88	-94.78	-104.91
长期投资	9.60	0.00	0.13	0.04	0.06
其他	-25.63	-550.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	214.35	1,042.76	-69.14	-69.14	-69.14
吸收投资	9.24	1,090.79	0.00	0.00	0.00
借款	-152.80	10.40	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	26.56	58.43	69.14	69.14	69.14
现金净增加额	97.33	435.46	243.01	542.12	623.58

分析师简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548	北大荒	600598
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371	亚盛集团	600108
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911	好当家	600467
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385	海大集团	002311

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。