

农业——种植业

王义国

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

亚盛集团

600108

推荐

规模化农场加科技投入通向现代农业

3 月底股东大会表决通过向大股东甘肃农垦集团定向发行 2.95 亿股购买七个农场。4 月 7-10 日我们组织部分机构调研该公司。

投资要点:

- **本次定向增发将扩大公司农业产业化规模,提升公司盈利能力** 本次交易完成后除农场耕地面积增加 3 倍外,还扩大公司农业主导品种酒花和大麦产量及科技力量;公司盈利能力增长 2 倍多,且消除了股份公司与大股东之间同业竞争问题。
- **公司农场经营模式使得农业盈利更具有增长潜力** 公司改革一家一户农地承包的小农模式,对大部分土地进行集约化、专业化、标准化和规模化经营。本次定向增发装进来的七个农场地租毛利只占 8%,农场统一经营模式获得毛利反而占很大比例。我们认为,亚盛农场盈利模式不同于北大荒收地租模式,虽其经营风险要增加一些,但农场收入和盈利更具有增长潜力。
- **公司农业种植品种集中到有相对垄断地位和后发优势的三个品种** 公司在啤酒花种植和加工上具有相对垄断地位,获得超过 60%以上的毛利率,随着自己培育甲酸含量高的酒花播种面积扩大,可保证酒花产品每年均价上升 10%。公司通过控股企业天润薯业和专家,获得加工型马铃薯脱毒苗技术,利于推广马铃薯在自家农场上大面积种植。我们认为,2010 年前由于加工型马铃薯产量占甘肃马铃薯产量不到 20%,且价格稳定,公司推行大面积种植脱毒薯比较可行。
- **公司未来盈利增长依赖甲酸含量高的酒花和脱毒马铃薯播种面积扩大** 公司原农场酒花、大麦和马铃薯毛利贡献占比是 45%,公司本次新装进来七个农场酒花和大麦毛利贡献占比为 72%。基于啤酒花种植面积未来扩大有限,公司农业收入增长要依赖马铃薯种植面积扩大,我们预计四年后公司马铃薯毛利贡献占比由现在 4%提高到 15%。
- **长线投资者吸纳机会** 我们预计未来四年公司农业收入年复合增长率为 13%,假定工业仍处微利或微亏,同时假定 2012 年卖出西南证券股权获利 2.4 亿元,我们预测公司 09-12 年每股收益为 0.08、0.11、0.17、0.35 元,依据 P/S、PE/G 和土地估值法三种方法综合计算的企业合理价值为 5.5 元,高于现价 22%,给予推荐评级。

风险因素: 持续干旱天气是公司农业经营的较大风险之一;公司本次交易属于重大资产重组,是否获批存在政策风险。

主要财务指标

单位:百万元	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1604	1808	2040	2306
同比(%)	n.a	13%	13%	13%
归属母公司净利润(百万元)	146	191	290	605
同比(%)	115%	30%	52%	108%
毛利率(%)	19.4%	21.0%	23.5%	24.6%
ROE(%)	6.8%	8.2%	11.1%	18.7%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.17	0.35
P/E	53	40	27	13
P/B	3.6	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	21	17	13	8

资料来源:中投证券研究所

6-12 个月目标价: 5.5 元

当前股价: 4.51 元

评级调整: 首次

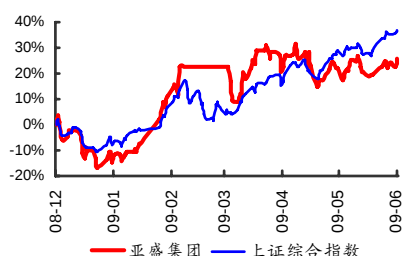
预期收益: 22%

基本资料

上证综合指数	2768
总股本(百万)	1441
流通股本(百万)	1218
流通市值(亿)	64
EPS (TTM)	0.05
每股净资产(元)	1.39
资产负债率	38.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚盛集团	0.4	0	23
上证综合指数	5	30	35



目 录

一、新增农场资产将扩大公司农业产业和规模.....	4
二、公司规模化农场加科技投入通向现代农业.....	6
2.1 滴灌技术发展节水农业.....	6
2.2 农场经营模式取决于土地状态和产品	8
2.3 公司种植农业三个主要品种（啤酒花、大麦和马铃薯）	8
三、公司工业投资表现平淡	13
四、公司盈利预测和假定.....	14
4.1 盈利预测假定	14
4.2 公司未来四年盈利预测	错误！未定义书签。
五、投资建议：推荐.....	错误！未定义书签。

投资要件

关键假设

假定本次向实际控制人甘肃农垦增发购买涉及十宗土地的七个农场获得证监会批准。我们同时假定公司含甲酸高的“亚金一号”啤酒花品种未来几年能顺利扩大播种面积到一万亩；假定公司马铃薯业务能在未来 3-4 年实现公司预测目标；假定 2012 年卖出西南证券股权获利 2.4 亿元。

我们的发现

公司依仗其多年农业经验、科技投入和大片农场，形成自己的农场经营模式，使得农业收入和盈利增长富有弹性；在个别农产品上形成相对垄断地位或后发优势，并转化为企业盈利持续增长。

估值和股票目标价

公司凭借其规模化农场加科技投入，迅速发展其主导农业品种啤酒花、啤酒大麦和马铃薯，未来四年（09-12 年）农业业务收入复合增长率为 13%，盈利复合增长率为 35%。我们依据公司素质和内在成长规律，按照 P/S、PE/G 和土地估值法三种方法，综合计算企业合理价值为每股 5.5 元，高出股票现价 22%，给予其“推荐”评级。

股票上涨的催化剂

- 1) 公司本次交易及时获得证监会批准；
- 2) 公司其中一项长期投资西南证券股价稳步上扬；
- 3) 未来几年公司公布高于预期的经营业绩和业务进展

投资风险

当地自然条件和水资源如果出现恶化将影响农作物收成；本次交易构成重大资产重组，公司 4 月份向证监会上报材料到批准仍需要等待 2-4 个月不等时间，且是否获批存在政策风险。

]

一、新增农场资产将扩大公司农业产业和规模

1.1 公司欲向实际控制人定向增发买进七个农场资产

09 年 3 月底亚盛集团股东大会表决通过向公司实际控制人甘肃省农垦集团有限责任公司以每股 3.91 元定向发行 2.95 亿股购买甘肃农垦拥有的十宗土地及七个农场，本次交易需提交中国证监会并购重组委员会审核，并经中国证监会核准后方可实施。

本次交易涉及十宗地和七个农场，这十宗地土地面积为 80 万亩，其中耕地面积为 32 万亩，土地使用证已于 2009 年办理完毕，土地使用年限为 50 年。上述十宗地由七个农场经营，这七个农场地处甘肃河西走廊。增发完成后公司农业耕地由原来的 15 万亩增加到 47 万亩。本次交易完成后将实现甘肃农垦农业类优质存量资产整体上市。

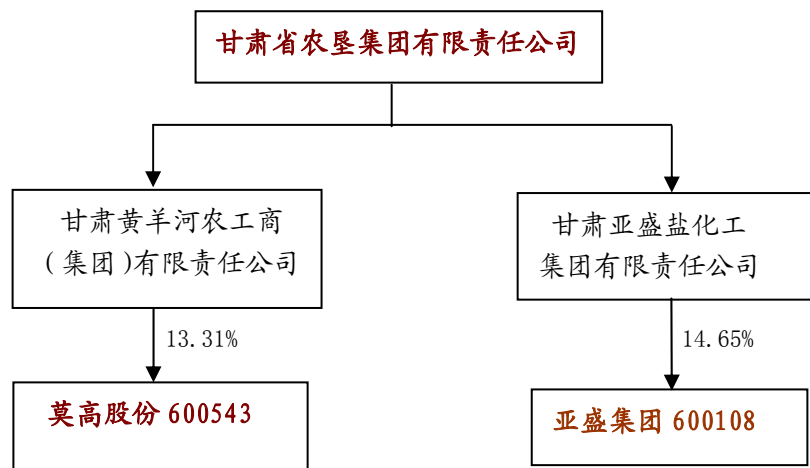
1.2 大股东甘肃农垦资料

甘肃农垦为甘肃省地方农垦企业。它不同于中央级四大垦区（黑龙江省农场总局，新疆生产建设兵团、海南省农垦总局、广东省农垦总局）。甘肃农垦创建于 1953 年，50 多年来，一大批复转官兵、支边青年和当地职工艰苦创业，勇于开拓，在戈壁荒漠和边远地区，建立起 16 个农场和 32 个工矿企业，目前，甘肃农垦拥有 10 万人口，3.2 万职工，耕地 68 万亩，林地 38 万亩，牧草地 346 万亩。

2005 年学校、法庭等移交地方政府管理。甘肃农垦全系统基本完成了 80% 的职工身份置换，80% 的企业股份制改造，学校、法庭等移交地方政府管理，基本完成了产权制度改革和分离企业办社会职能工作，从集团公司到子公司基本建立起现代企业制度体制框架。借助于新体制，近两年农垦企业经济发展势头迅猛。

甘肃农垦拥有两个国家级农业产业化重点龙头企业，2007 年甘肃农垦所有经济指标实现了两位数增长。其中主营业务收入 27.7 亿元，同比增长 20.87%；实现税利 1.68 亿元，同比增长 16.6%；职工年均收入 14314 元，同比增长 38.2%；企业总资产达到 56 亿元。甘肃农垦以产业化经营为重点，建成一大批特色产业，如啤酒花、啤酒原料、特种药材、葡萄酒等，培育形成莫高股份、亚盛集团个国家级农业产业化重点龙头企业。

图表 1：甘肃农垦直接控制两个上市公司

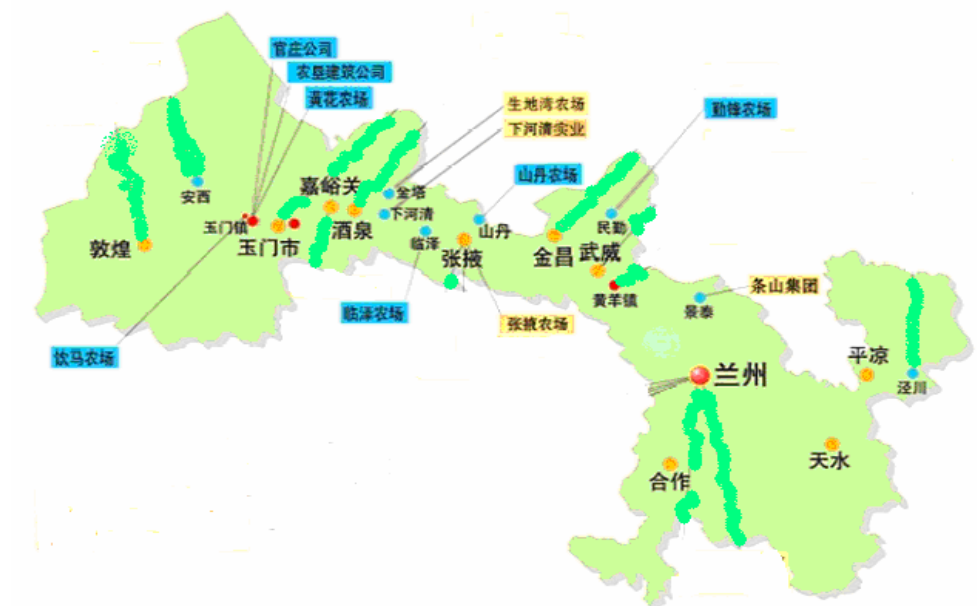


资料来源：中投证券整理

1.3 新增农场资产将扩大公司农业规模化经营能力

公司原有条山农场、张掖农场和下河清农场（下辖生地湾农场和高台农场）拥有 15 万亩耕地面积，主要种植酒花、大麦、马铃薯和果品，本次交易要装入的有 32 万亩耕地的七个农场（饮马、黄花、临泽、山丹、勤锋、官庄和建工公司），主要经营酒花和大麦，新农场与公司原有农业资产整合后，将为公司农业产业化和规模化经营创造有利条件。

图表 2：公司原先四个农场和计划装入的七个农场分布



来源：中投证券、公司报告

2007 年甘肃农垦下的条山、张掖、下河清、饮马和黄花等农场销售收入超过亿元。全垦区千元田面积达 33.5 万亩，占播种面积的 56%，千元田亩产值

1742 元，亩均纯收入 935 元。条山农场已建设成为全国现代农业示范区，勤锋和张掖等农场正在建设以节水农业、生态环境保护为目的的示范区。

图表 3：公司原有农场和新装进来农场种植面积

单位：万亩	土地面积	耕地面积	种植面积	其 中		
				啤酒花	啤酒大麦	马铃薯
原有农场						
景泰条山	7		3.6	/		1.50
张掖农场	10		4.0	0.166		/
下河清农场	14		7.4	0.534		0.50
小 计	31	15.48	15.0	0.700	?	2.0
新装七个农场						
饮马农场	21.90		7.43	0.310	3.050	
黄花农场	45.80		8.65	0.283	1.187	
山丹农场	2.22		4.09	/	3.646	
临泽农场	4.70		3.38	0.197	0.620	
勤峰农场	3.70		2.83	/		
官庄农场	1.22		0.71	0.226		
建工农场	0.53		0.48	0.320		
小 计	80.07	32	27.57	2.036	8.503	

来源：中投证券、公司公告

二、公司规模化的农场加科技投入通向现代农业

2.1 滴灌技术发展节水农业

甘肃河西走廊地势是南北高，中间低，东西为狭长走廊，地形由三大部分构成：南部是高峻的祁连山，海拔 3000~5000m，是河西走廊重要的水源地、冰川和涵养林；北部是沙漠和戈壁；中部为走廊平原地带。河西走廊区内有石羊河、黑河、疏勒河三大内陆流域水系，是一个相对独立并有多种生态、生产类型和鲜明特色的内陆封闭绿洲灌区。

推广滴灌技术、发展节水农业是发展当地农业的自然选择。由于特殊地理位置和土壤、水源、气候条件，致使这片古老绿洲有水即为良田，无水便是荒漠。走廊从东至西年降雨量为 36-160mm，而年蒸发量高达 1500-2500mm，干旱缺水是这个地区农业、生态、经济发展的瓶颈。农业生产常年依赖于灌溉，没有灌溉，也就没有农业，该区灌溉水源主要来自祁连山区的融雪及山区降水补给。持续干旱和冰雪融水减少使有限的地表水资源呈现一个逐渐衰减的趋势。

公司成立生产滴灌设备的甘肃瑞盛·亚美特高科技农业有限公司配合发展滴灌农业。以公司下属的下河清农场为例，滴灌平均增加效益 431.7 元/亩，按已实施工程的亩投资 1200-1500 元计，3 到 4 年就可收回全部投资。根据大量实测资料分析，滴灌较地灌每亩节水 40-48%，提高肥料利用率 43%，增产 15-25%，省工 6-10 个。

图表 4：条山农场滴灌蓄水池



图表 5：滴灌设备在大田的应用



来源：中投证券

亚盛集团过去十二年农业经营收入年均复合增长 15%。1997 年在上海证券交易所上市，从 1996 年农业 0.96 亿元收入，发展到 2008 年 5.56 亿元收入，农业营业收入年均复合增长 15%。公司选择种植的农业品种主要为节水的啤酒花、大麦、马铃薯和果品、番茄、洋葱、棉花和特种药材。

公司原有农场农产品种植毛利占 75%，农场地租毛利只占 25%，新装农场地租毛利更降到只有 8%。从公司现有农场农产品收入和毛利分析，啤酒花、啤酒大麦和其它农产品毛利额占了全部农业经营的毛利额 75%，农场地租只占 25%。种植农产品的各类别中，啤酒花和啤酒大麦两项就占毛利额的近 40%。在计划新装入的七个农场中，啤酒花单项毛利额就占全部毛利额的 62%，说明这七个农场毛利主要来源于啤酒花种植和加工。

图表 6：公司 08 年农产品收入和毛利率估计

单位：亿元	啤酒花	啤酒大麦	果品	马铃薯	棉花	农场地租	其它	小计
原农场								
收入	0.58	1.46	0.28	0.68	-	0.70	1.92	5.56
毛利率	61%	15%	30%	12%	-	51%	18%	26%
毛利额	0.35	0.22	0.08	0.08	-	0.36	0.35	1.44
毛利占比	24%	15%	6%	6%	-	25%	24%	100%

新装农场								
收入	0.98	0.65	-	-	0.48	0.18	1.07	3.36
毛利率	63%	15%	-	-	14%	50%	19%	32%
毛利额	0.62	0.10	-	-	0.07	0.09	0.19	1.07
毛利占比	62%	10%	-	-	6%	8%	14%	100%
合计								
毛利占比	38%	13%	3%	3%	3%	18%	22%	100%

来源：公司报告、中投证券研究所

2.2 公司农场经营模式取决于土地状态和产品

依据土地状态和产品农场采用三种经营模式。对于集中连片便于机械化操作的土地和大麦、棉花等大田作物，农场大多采用部分费用自理模式。在部分费用自理模式下，由于土地面积较大，对生产、技术、产品质量等要求高生产资料费用投入较大，农场一般为家庭农场垫付部分生产费用及大型农机服务费用，农场对生产经营实行“五统一”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。产品收获后农场按年初合同价格统一收购承包户产品，农场按其销售部门与客户最终签订合同作为最终销售价格，确认相关收入。

对于不便于机械化耕作以及边角地块的种植，农场一般采用全费自理模式。农场与职工签订土地承包合同，收取土地承包费，家庭农场可自主选择种植品种，自主选择销售对象。对于农场前期对土地投资大、精心培育的啤酒花拳头产品，实行农场统一经营模式。在该模式下，农场与职工签订生产承包合同（有产量要求），全部生产费用农场承担，职工统一执行农场生产指令，职工薪酬根据合同约定，按产品数量、品质等指标考核确定兑现额。

七个农场统一经营模式下销售收入占 39%，部分费用自理模式营业收入占 60%。从计划增发装进来的七个农场经营模式看，尽管 08 年 27.57 万亩种植土地 10.8%是属于农场统一经营模式，61.6%土地属于部分费用自理模式，另 27.5%土地属于全部费用自理模式，但最后经营结果是七个农场统一经营模式下销售收入占全部收入的 39%，部分费用自理模式营业收入占全部收入的 60%，全费自理模式收入只占 1%。产生这种经营成果差异的原因是：像啤酒花等高附加值的产品大都由农场统一经营，尽管其种植面积并不大；像啤酒大麦、棉花、马铃薯等大田作物，播种面积大，但附加值还可以的产品采用部分费用自理模式。

公司农场收入和盈利更具有增长潜力。公司改革一家一户农地承包的小农模式，对大部分土地进行集约化、专业化、标准化和规模化经营。本次定向增发装进来的七个农场地租毛利只占 8%，农场统一经营模式获得毛利反而占很大比例。我们认为，亚盛农场盈利模式不同于北大荒收地租模式，虽其经营面临较大风险，但农场收入和盈利更具有增长潜力。

2.3 公司种植农业三个主要品种（酒花、大麦和马铃薯）

公司长期以来归属地方农垦企业，且农业所处位置并非国家主要粮区，因而在选择种植粮食作物还是经济作物上有很大自主权，公司农业种植业主要考虑当地优势、地方气候以及市场供需。公司种植农业主要有三个品种：**啤酒花、啤酒大麦和马铃薯**。啤酒花和大麦是提供给下游啤酒业使用，马铃薯则提供给食品加工业使用。

公司多个农场也种植洋葱、番茄、水果、特种药材等，但从发展趋势和附加值提供等看，啤酒花、啤酒大麦和马铃薯比例较高。

2.3.1 相对垄断的啤酒花

啤酒花（Hops）为多年生草本植物，种植三年后才开花，花期是 7-8 月份。啤酒花是生产啤酒的主要原料。中国 08 年啤酒花产量 1.6 万吨占世界第三（排在德国和美国之后），亩产量 185 公斤是世界第一，但啤酒花中最主要指标甲酸含量（也叫阿尔法酸）为 6%，远低于发达国家（见下表）。

图表 7：世界啤酒花产量主要国家和一些指标（2008 年）

国家	产量（吨）	单产（公斤/亩）	甲酸含量（%）
德国	39,520	150	10.3
美国	34,589	145	11.3
中国	16,104	185	6.0
捷克	6,701	87	
波兰	3,256	101	
斯洛伐尼亚	2,430	100	
法国	1,469	126	
英国	1,350	82	
西班牙	935	126	
乌克兰	880	58	
世界总计	111,170	137	

来源：中投证券、USDA

甘肃是中国啤酒花重要生产基地，具有相对垄断地位。从中国啤酒花产地看，甘肃和新疆是主要生产大省，甘肃啤酒花种植面积 5 万亩占全国 8.69 万亩的 57%，甘肃农垦酒花种植面积又占甘肃的 44%。公司原有农场有 7 千亩啤酒花，新装进来的七个农场除 1.3 万亩青岛大花品种外，还依靠多年科技力量，开发出甲酸含量高达 14% 的“亚金一号”，现已种植 2 千亩，并计划在五年内扩大到 1 万亩。啤酒花甲酸越高，其售价也越高，比如，甲酸 6% 产品售价只有每吨 3.5 万元，但甲酸 14% 产品售价可到 8 万元，相应地两者种植毛利率可以从 60% 提高到 80%。下图显示的是公司玉门啤酒花生产基地和加工好的颗粒啤酒花。

中国每年仍需进口不少啤酒花产品。一方面是啤酒业每年仍保持 7% 左右的增长，带动酒花产品的需求；二是国内高品质的酒花产品仍然不能满足市场需求，需要从其它国家进口。08 年中国光从美国就进口酒花 2028 吨，其中 685 吨是颗粒酒花，1338 吨为酒花提取物。

图表 8：甘肃玉门啤酒花基地



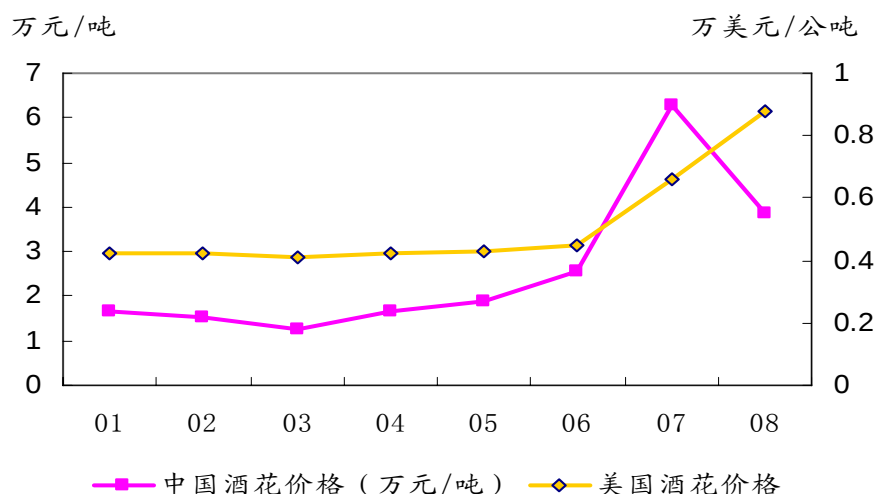
图表 9：颗粒啤酒花



来源：中投证券

未来几年国内酒花价格仍获基本面支持。从啤酒花国际比较看，美国 08 年啤酒花产量 3.45 万吨较 07 年增加 33%，但 08 年价格每公吨 0.88 万美元较 07 年仍上升 30%；中国 08 年啤酒花产量 1.61 万吨较 07 年上升 19%，但价格却从 07 年均价 6.2 万元下跌到 3.8 万元。我们认为，在啤酒花原料占啤酒厂成本 1% 比例情形下，在国内啤酒花企业占据相对垄断的格局下，在国际价格仍处高位条件下，未来几年国内酒花价格仍获基本面支持。

图表 10：最近八年的啤酒花价格（中国和美国对比）



来源：中投证券、usahops.org

公司酒花均价每年可上升 10%。随着甲酸含量高的“亚金一号”品种播种面积三到四年内从 2000 亩扩大到 1 万亩，由于甲酸 14%含量与 6%含量的差价甚大，我们计算后，即使甲酸含量低和甲酸含量高的酒花品种各自价格不变，随着甲酸含量高的酒花产量增加，公司酒花均价每年仍可上升 10%。

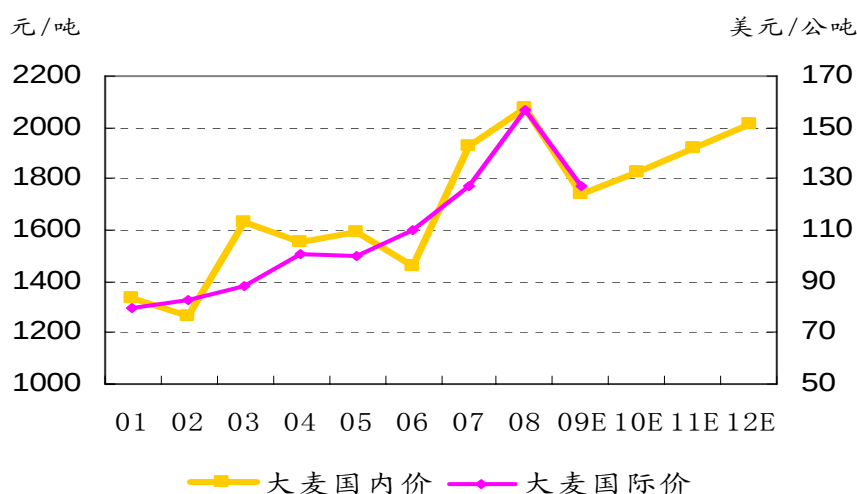
2.3.2 啤酒大麦生产优势突出

甘肃省啤酒大麦产量跃居全国首位。大麦（Barley）分冬大麦和春大麦，其中春大麦主要分布在甘肃、内蒙、新疆和黑龙江；冬大麦主要分布在长江流域；大麦按用途分有饲料大麦、啤酒大麦和裸大麦（青稞）。甘肃是我国啤酒大麦主要生产大省，其 200 万亩播种面积和 80 万吨产量占了全国春大麦的 25%和 32%。所生产的啤酒大麦产量高、品质好，深受国内众多麦芽厂家和啤酒厂家的青睐，是我国啤酒大麦最优产区之一。

啤酒大麦是一种节水高效农作物。它比小麦节水 70%，种植一亩啤酒大麦比种植一亩小麦增收 100 元，节本增收效果显著。同时基于其机械化作业程度高，因而是甘肃发展最为迅速的谷物之一。甘肃啤酒大麦主要以甘啤 3 号、甘啤 4 号等优质品种为主，各项工艺指标可以和澳大利亚啤酒大麦媲美。截至目前，甘肃省麦芽加工企业有 38 家，在建和已建麦芽加工能力有 60 万吨，金昌、武威、张掖已成为甘肃省重要啤酒麦芽生产加工基地。

啤酒大麦价是少数国内价与国际价接近的农产品之一。过去十年国内啤酒产量年均增长 7%多，造成国内啤酒大麦供不应求，其中三分之一需求量得通过进口解决。在大量进口条件下，国内啤酒大麦价格深受国际市场啤酒大麦价格的影响，国内价与国际价基本接近。

图表 11：大量进口条件下国内啤酒大麦价格受国际价格影响



来源：中投证券 www.indexmundi.com

我国是国际啤酒大麦市场的最大买家。每年进口啤酒大麦占到了国内啤酒工业所需原料的 20-70%。近年来全国进口总量为 250—300 万吨左右，占需求量的 6 成多，占世界啤酒大麦出口的一半以上。2002 年以后，国内大麦收购价格上扬，调动了群众的种植积极性。同时，我国加入 WTO 后，啤酒大麦的关税却由 3%提高到 9%，这对保护国产啤酒大麦生产将起到促进作用。

公司所产啤酒大麦单产高、品质高，有较高经济效益。公司原有大麦产量 7.5 万吨，加上本次定向增发新装进来大麦产量 3.7 万吨，合计有 11 万吨，占甘肃省的 13.7%。七个农场其中一农场山丹农场，大麦亩产是 436 公斤/吨，品质高，售价是国内最高的。山丹农场所处的山丹县将成为国内最大的无公害啤酒大麦基地县。

2.3.3 引入脱毒品种马铃薯并大面积种植

国内脱毒种薯少制约马铃薯加工业发展。我国马铃薯 08 年种植面积有 8600 万亩，主要分布在贵州、内蒙、甘肃和云南（其中甘肃播种面积占 11.6%），总产鲜薯为 8800 万吨，种植面积排在稻谷、玉米、小麦和大豆之下。中国马铃薯产量虽然是世界第一，但亩产 1 公斤和人均消费 40 公斤仍属偏抵，原因是国内马铃薯大部分属于菜薯，难以作为加工业使用。国内脱毒种薯少，造成亩产偏低，且马铃薯商品化率低。国内马铃薯 50%作为鲜薯用，加工比例只有 6%；发达国家中如美国鲜食占 25%，冷冻加工、薯条加工、脱水加工和其它加工合计占 69%。

图表 12：世界生产马铃薯的主要国家（2007 年）

国家	产量（百万吨）	亩产（公斤/亩）	人均消费（公斤/人）
中国	72.04	1.04	40
俄罗斯联邦	36.78	0.86	131
印度	26.28	1.09	17
美国	20.37	2.97	56
乌克兰	19.10	0.87	136
波兰	11.79	1.38	131
德国	11.64	2.82	/
白俄罗斯	8.74	1.41	181
荷兰	7.20	2.98	/
法国	6.27	2.88	/
世界总计	325.30	1.12	31

来源：中投证券、USDA

马铃薯（土豆）主要是以块茎繁殖为主的作物，在生长期易被病毒侵染造成病毒性退化，使马铃薯植株矮化，薯块变小。所以要种植脱除病毒的马铃薯，才能达到高产稳产的目的。脱毒马铃薯是对茎尖脱毒后用植物克隆技术获得

的。脱毒马铃薯原原种是经诱导产生的试管薯或经扦插获得的马铃薯。用脱毒原原种播种，收获后获得的种子叫原种 G0；使用原种繁殖的种薯叫微型薯 G1；再用微型薯 G1 繁殖的叫微型薯 G2；微型薯 G2 繁殖后就成为生产用种微型薯 G3；生产用种播种后获得商品薯。

表 13: 脱毒种薯苗



表 14: 脱毒微型薯



来源：中投证券

由于马铃薯相比其它农作物单位水可生产更多能量，随着国家对马铃薯产业的支持，随着脱毒种薯的推广，马铃薯产业在我国将成为具有国际竞争力的农业产业。公司通过控股的甘肃亚盛天润薯业有限责任公司来发展脱毒种薯，天润薯业掌舵人为李进福先生，曾任甘肃省农业厅农艺师、甘肃定西马铃薯研究所所长、百事食品中国有限公司项目经理，曾获甘肃省科技进步一等奖、百事全球总裁奖。

天润薯业 09-10 年处于高速成长期。公司注册资本 5000 万元，亚盛控股 68.26%，秦王川农业高科技产业开发办持股 28.74%，李进福先生个人持股 3%，公司从事马铃薯种薯繁殖和商品薯种植工作。公司 09 年目标是生产 3000 万粒微型薯，2010 年生产 1 亿粒微型薯。甘肃省大约有 16 家企业办理种薯生产经营许可证，天润薯业大约排在第三位。

公司计划用 3 年时间播种 10 万亩脱毒商品薯。在本次定向增发新增土地上，依靠天润培育的脱毒种薯，播种 10 万亩马铃薯，并带动甘肃秦王川灌区建设 10 万亩种植基地。马铃薯富含多种维生素、蛋白质和膳食纤维，脂肪含量低，是营养丰富的健康食物。目前，我国人均消费马铃薯 40 公斤，远低于发达国家人均 75 公斤的水平。随着我国经济发展和居民消费习惯的改变，马铃薯需求将进入一个快速增长期。

三、工业投资表现平淡

在农业种植业之外，公司在工业项目上投资较大的主要是：从事化工原料的兰州新西部维尼纶有限责任公司（公司控股 50.48%）和从事印染、饮料的山东盛龙实业有限公司（公司控股 90%）。从过往业绩看，这两家公司的投资表现平淡，我们预计，公司未来难以从这两大投资项目中获利。

除了工业投资，公司还投资 2200 万元到甘肃证券，投资 6600 万元到西南证券。其中甘肃证券投资已经在 08 年全部计提坏帐，投资西南证券（600369）的股权折算为目前的 2130 万股，三年后（2012 年 2 月）才可流通，按目前价格计算，此项投资可获利 2.4 亿元。

四、盈利预测和假定

4.1 业务假定

图表 15：公司农业和工业业务的假定

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
啤酒花					
种植面积（万亩）	0.7	2.3	2.6	2.9	3.20
销售数量（吨）	1498	5682	5564	6206	6848
平均售价（元/吨）	38,680	43478	47692	51034	53,750
销售收入（百万）	57.94	247.04	265.36	316.72	368.08
毛利率	60.5%	63.6%	65.8%	67.3%	68.3%
销售成本（百万）	22.89	89.92	90.75	103.57	116.42
啤酒大麦					
种植面积（万亩）	16.2	24.8	24.8	24.8	24.8
销售数量（万吨）	7.1	10.8	10.8	10.8	10.8
平均售价（元/吨）	2,078	1,740	1,827	1,918	2,014
销售收入（百万）	147.54	187.92	197.32	207.14	217.51
毛利率	15.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
销售成本（百万）	125.41	165.37	171.66	178.14	184.89
马铃薯					
种植面积（万亩）	2	2	5	8	12
销售数量（万吨）	5.04	5.04	12.5	20	30
销售收入（百万）	68.54	68.54	170.0	272.0	408.0
毛利率	12.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
销售成本（百万）	60.32	60.32	147.90	233.92	346.80
微型薯					
数量（百万粒）		20	40	70	100
收入（百万）		8	16	28	40
成本		4	9.6	16.8	24
果品					
销售收入（百万）	28.25	28.25	37.5	37.5	37.5

销售成本 (百万)	19.78	19.78	26.25	26.25	26.25
棉花					
销售收入 (百万)		42.2	45	45	45
销售成本 (百万)		40.1	40.5	40.5	40.5
家庭农场租金					
销售收入 (百万)	70	102	103	118	136
销售成本 (百万)	34.30	49.98	50.47	57.82	66.64
其它					
销售收入 (百万)	191	234	288	330.6	370
销售成本 (百万)	156.62	190.71	231.26	263.49	293.41
农业业务合计					
销售收入 (百万)	563	918	1,122	1,354	1,623
毛利率	25.5%	32.4%	31.5%	32.0%	32.2%
销售成本 (百万)	419	620	768	920	1,098
化工等工业					
销售收入 (百万)	694	695	696	697	698
毛利率	4.0%	2.1%	4.0%	6.7%	6.8%
销售成本 (百万)	666	680	668	650	650
销售总收入					
收入 (百万)	1,257	1,613	1,818	2,051	2,320
收入增长率	8.3%	28.3%	12.7%	12.8%	13.0%
销售成本 (百万)	1,085	1,300	1,436	1,570	1,748
平均毛利率	13.6%	19.4%	21.0%	23.4%	24.6%

来源：中投证券

4.2 未来四年盈利预测

09-12 年基于啤酒花和马铃薯业务增长迅速,我们预计农业业务的营业收入年复合增长为 13%。扣除 2012 年卖出西南证券股权的 2.4 亿元投资收益,那么 09-12 年公司盈利分别为 1.46、1.91、2.90 和 3.65 亿元,折合每股收益为 0.08、0.11、0.17 和 0.21 元,年复合增长率为 35%。

图表 16: 公司未来四年的盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1250	1604	1808	2040	2306
营业成本	1078	1293	1428	1561	1739
营业税金及附加	3	3	3	3	4
营业费用	33	33	37	42	48
管理费用	56	82	92	104	118
财务费用	52	58	71	57	42
资产减值损失	11	7	6	6	6
投资净收益	1	0	0	0	240
营业利润	16	128	170	266	591

营业外收入	36	20	30	40	50
营业外支出	5	2	3	4	5
利润总额	46	146	197	302	636
所得税	-2	0	0	0	0
净利润	48	146	197	302	636
少数股东损益	-20	0	6	12	32
归属母公司净利润	68	146	191	290	605
EPS (元)	0.05	0.08	0.11	0.17	0.35

来源：中投证券

五、投资建议：推荐

4.1 种植业上市公司估值比较

国内上市公司涉及种植业的上市公司有：新赛股份、新农开发、北大荒和亚盛集团。

我们从农业收入持续增长和农业毛利率相对稳定角度看，亚盛集团和北大荒属于比较接近的研究对象。新赛和新农两个公司毛利率波动较大是其农业业务 P/S 值相对较低的原因之一。

图表 17：种植业上市公司比较

	农业 P/S		毛利率		每股盈利			市盈率		
	08	09E	08	09E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
北大荒	9.7	9.1	27.6%	30%	0.35	0.37	0.39	37	35	33
亚盛集团	n.a	8.5	26.3%	32%	0.08	0.11	0.17	68	50	32

来源：中投证券，注：股价按 6 月 8 日计算

观察北大荒和亚盛集团前五年毛利率资料，由于北大荒农业收入主要以地租为主，亚盛集团则以当地特色农业为主、地租收入为副，两者毛利率数据较长时间内处于相对稳定状态，因此两公司获得较高 P/S 值。如果以北大荒 P/S 值 9.1—9.7 结合亚盛集团 09 年 9.18 亿元农业经营收入，那公司定向增发后的价值为每股 4.8—5.1 元。

单纯考虑公司 09—12 年盈利复合增长 35%，按照 0.9~1.0 倍 PE/G 和 2011 年 0.17 元每股收益，公司企业价值为每股 5.35—5.95 元。

4.2 以土地价值来估值

假定未开垦荒地暂不计算价值，北大荒 936 万亩耕地按照其地租收益平均每亩 130 元，地租毛利润率设定为 50%，再给予其最低回报率等同于二年期存款利率 2.79%，我们即可获得北大荒的土地价值为每亩 2360 元。

同理，亚盛集团定向增发后的耕地面积有 47 万亩，荒地 48 万亩目前暂不考虑其价值，公司 09 年农业收入预计有 9.18 亿元，每亩耕地收入为 1953 元，按照 32% 毛利率计算，再给予其最低回报率 2.79%，我们获得公司耕地价值为每亩 22400 元。以整个耕地价值除以股本 17.35 亿元，即可计算出每股合理价值为 6.06 元。

结论：综合前面 P/S、PE/G 和每亩土地价值三种估值方法，我们认为，企业合理价值为每股 5.50 元。企业合理价值高出现价 22%，我们给予“推荐”评级。

4.3 投资风险

我们认为，公司股票投资风险包括：

（1）当地自然条件和水资源如果出现恶化将影响农作物收成；

（2）本次交易构成重大资产重组，公司 4 月份向证监会上报材料到批准仍需要等待 2-4 个月不等时间，且是否获批存在政策风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产	1215	1393	1571	2239	营业收入	1604	1808	2040	2306
现金	172	170	165	613	营业成本	1293	1428	1561	1739
应收账款	253	292	349	394	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	207	233	263	298	营业费用	33	37	42	48
预付账款	116	143	156	174	管理费用	82	92	104	118
存货	464	554	636	759	财务费用	58	71	57	42
其他	3	1	1	2	资产减值损失	7	6	6	6
非流动资产	3307	3231	3133	3143	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	674	674	674	608	投资净收益	0	0	0	240
固定资产	1351	1382	1349	1473	营业利润	128	170	266	591
无形资产	992	957	922	887	营业外收入	20	30	40	50
其他	291	219	189	175	营业外支出	2	3	4	5
资产总计	4522	4624	4704	5382	利润总额	146	197	302	636
流动负债	2026	1932	1721	1763	所得税	0	0	0	0
短期借款	885	750	509	510	净利润	146	197	302	636
应付账款	186	214	234	261	少数股东损益	0	6	12	32
其他	955	967	979	992	归属母公司净利润	146	191	290	605
非流动负债	56	56	56	56	EBITDA	332	427	524	854
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.08	0.11	0.17	0.35
其他	36	36	36	36					
负债合计	2082	1988	1777	1819	主要财务比率				
少数股东权益	287	292	305	336	会计年度	2009E	2010E	2011E	2012E
股本	1736	1736	1736	1736	成长能力				
资本公积	12	12	0	0	营业收入	28.3	12.7	12.9	13.1
留存收益	405	596	886	1490	营业利润	726.4	32.3	56.5	122.3
归属母公司股东权益	2153	2344	2622	3227	归属于母公司净利润	115.0	30.5	51.8	108.5
负债和股东权益	4522	4624	4704	5382	获利能力				
					毛利率	19.4	21.0	23.5	24.6
					净利率	9.1%	10.6	14.2	26.2
					ROE	6.8%	8.2%	11.1%	18.7
					ROIC	7.2%	9.1%	11.9%	21.4
					偿债能力				
					资产负债率	46.0	43.0	37.8	33.8
					净负债比率	53.17	48.81	40.99	40.13
					流动比率	0.60	0.72	0.91	1.27
					速动比率	0.36	0.43	0.53	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.40	0.44	0.46
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.00	7.13	6.96	7.03
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.08	0.11	0.17	0.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.19	0.23	0.28
					每股净资产(最新摊薄)	1.24	1.35	1.51	1.86
					估值比率				
					P/E	53.46	40.98	27.00	12.95
					P/B	3.64	3.34	2.99	2.43
					EV/EBITDA	21	17	13	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王义国: 中投证券研究所农林牧渔行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、獐子岛、大湖股份、新赛股份、山下湖、广州冷机、
开创国际

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434