

连锁零售

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

6—12个月目标价: 14.40元

当前股价: 11.44元

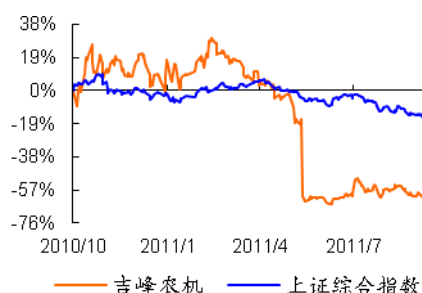
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2431.37
总股本(百万)	357
流通股本(百万)	172
流通市值(亿)	20
EPS (TTM)	0.23
每股净资产(元)	2.24
资产负债率	68.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海宁皮城	0.35	-4.72	-23.46
上证综合指数	-1.32	-12.76	-20.05



相关报告

吉峰农机

300022

推荐

4000 亿农机流通市场里的王者: 近看规模扩张, 远看整合提效

本报告亮点: (1) 从农机行业全产业链角度分析了农机流通环节的竞争格局、行业机会及成长空间; (2) 详细分析了公司的盈利模式; (3) 阐述了为何公司未来的业绩增长点应近看规模扩张, 远看整合提效。我们认为“十二五”末中国农机流通市场年销售额将超过 4000 亿元, 公司作为农机流通领域中具有相对规模优势和领先管理水平, 且发展战略清晰的行业龙头, 将是行业集中度提升背景下的领导者及主要受益者。

投资要点:

■ 农机行业全产业链及前景分析

(1) **中游: 大行业、小公司, 市场份额日渐向优势企业集中。**中国农机流通行业的竞争格局呈现企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低和经济效益一般的现状, 未来农机流通行业将向大而集中的方向转变, 行业面临巨大整合空间;

(2) **上游: 产品多而不精, 企业大而不强。**上游农机制造行业生产的农业机械尽管已经涵盖农业生产的各个方面, 但产品类型仍以中小型、中低端为主, 不少产品在技术上与国外有较大差距, 此外中国农机制造企业组织结构散乱、大企业不强、小企业不专的现象也为优势农机流通企业的发展壮大提供了有利契机;

(3) **下游: 多重利好催化, 农机行业“十二五”末产值将至少达 4000 亿元。**中国农业机械化率低、成长潜力大+国家农机购置补贴政策长期向好+农村劳动力结构性短缺、农民消费能力提高+农村土地集约化经营, 将推动农机流通行业持续快速成长。

■ 公司竞争优势: (1) **规模优势:** 行业龙头, 先发优势明显; (2) **零售终端优势:** 初步实现全国连锁布局, 业内唯一; (3) **扩张模式优势:** “美国美”式扩张, 更适合行业与公司发展现状; (4) **管理优势:** 共赢理念+股权开放, 能够吸引大批优秀人才。

■ 盈利模式: 农机产品的进销差价+供应商返利, 其中农机产品的进销差价是公司的主要利润来源, 且这两块收入均与公司的销售规模正相关, 销售规模越大, 与上游制造企业的议价能力越强, 相应产品的采购价格将越低, 此外得到的返利也将越多。

■ 未来业绩主要增长点: (1) **近看外延规模扩张,** 关键看能否在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势, 我们认为对于农机流通企业来说, 150 亿元、300 亿元将是影响其议价能力的两个门槛; (2) **远看内部整合提效:** 一是向上游议价以降低采购成本, 二是向已并购企业整合以降低少数股东损益, 三是向内部整合以提高经营效率、压低费用率。我们预计 2013 年将是公司把工作重心转向内部整合的关键时间点。

■ 盈利预测及投资建议: 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.40 和 0.77 元, 以 2010 年为基期, 未来三年复合增速 60.3%。我们以 2012 年 EPS 为基础, 按照 PEG=0.6 进行估值, 得出公司合理股价为 14.4 元, 对应 2012、2013 年 PE 分别为 36 倍、19 倍, 首次给予“推荐”评级。

■ 风险提示: (1) 农机购置补贴政策调整风险; (2) 资金瓶颈导致的扩张进度不及预期风险; (3) 全国化扩张过程中的经营风险; (4) 管理风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3652	6162	10295	15888
同比(%)	128%	69%	67%	54%
归属母公司净利润(百万元)	66	95	142	274
同比(%)	32%	44%	49%	92%
毛利率(%)	12.4%	13.1%	13.2%	13.4%
ROE (%)	11.6%	14.7%	18.0%	25.7%
每股收益(元)	0.19	0.27	0.40	0.77
P/E	61.56	42.86	28.70	14.94
P/B	7.16	6.30	5.17	3.84
EV/EBITDA	31	18	11	6

资料来源: 中投证券研究所

目 录

核心投资逻辑	3
一、农机行业全产业链及前景分析：中游农机流通环节最受益，“十二五”末销售额至少达 4000 亿元	4
1.1 中游流通环节：大行业、小公司，市场份额日渐向优势企业集中	4
1.2 上游制造环节：产品多而不精，企业大而不强	6
1.3 下游需求环节：多重利好催化，农机行业“十二五”末产值将至少达 4000 亿元	7
二、公司竞争优势：四大优势造就公司行业整合者角色	11
2.1 规模优势：行业龙头，先发优势明显	11
2.2 零售终端优势：初步实现全国连锁布局，业内唯一	12
2.3 扩张模式优势：“类国美”式扩张，更适合行业与公司发展现状	13
2.4 管理优势：共赢理念+股权开放，能够吸引大批优秀人才	14
三、盈利模式：农机产品进销差价是公司的主要利润来源	14
3.1 盈利模式：农机产品进销差价+上游供应商返利	14
3.2 主营业务及毛利率：收入结构不断优化，毛利率稳步上升	15
四、未来业绩增长点：近看外延规模扩张，远看内部整合提效	16
4.1 近看外延规模扩张：关键看能否在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势	16
4.2 远看内部整合提效：向上游议价以降低采购成本、向已并购企业整合以降低少数股东损益、向内部整合以提高经营效率、压低费用率	19
五、盈利预测及投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析与投资建议：目标价 14.4 元，“推荐”	22
5.3 风险提示	23

核心投资逻辑

1、农机行业全产业链分析：中游农机流通环节最受益

一方面，中国农机的下游消费需求受（1）中国农业机械化率低，未来成长潜力巨大；（2）国家农机购置补贴政策长期向好；（3）农村劳动力结构性短缺、农民消费能力日渐提高；（4）农村土地集约化经营趋势已现等四大利好推动，农业机械产值未来十年将持续快速成长，我们保守预计“十二五”末农机流通市场年销售额将至少达 4000 亿元；

另一方面，对于农机产业链的上游制造环节与中游流通环节来说，利润分布已悄然由传统的制造环节向流通环节转移。原因（1）上游农机制造企业数量众多，有 9000 多家，除了像山东时风、中国一拖、福田雷沃、山东五征等几家规模较大的企业外，多数企业的规模较小，大企业不强、小企业不专现象较为普遍；（2）生产的农机产品以中小型、中低端产品为主，且同类型产品之间的差异度较小，中小型低端产品产能过剩；（3）中国农机流通行业“马太效应”日益明显，目前行业格局与经营规模已逐渐向大而集中方向转变，涌现出了一批以吉峰农机、江苏苏欣为代表的连锁经销企业，随着这些企业销售规模的增长与渠道网络的扩张，与上游制造企业的议价能力将逐渐增强，相应从上游制造企业中分得的利润也将越多。

2、农机流通行业：大行业、小公司，市场份额日渐向优势企业集中

中国农机流通行业大部分为中、小企业，2010 年全行业实现销售收入 2838 亿元，但单个企业销售规模普遍偏小，平均销售规模仅 3000 万元，其中销售收入超过 2 亿元的不足 50 家，吉峰农机作为 2010 年全行业销售规模最大的农机流通企业，2010 年销售规模也仅 36.5 亿元。

我们认为目前中国农机流通行业正处在行业集中度提升初期，规模是决定一个企业充当整合者还是被整合者的关键因素。在规模竞争中胜出的流通企业，将获得定价权优势，成为行业的最终整合者。胜出的关键要看资金实力、扩张模式与管理效率。

3、公司竞争优势：农机流通行业的整合者及主要受益者

（1）规模优势：行业龙头，上市后资金充沛，先发优势明显；（2）零售终端优势：初步实现全国连锁布局，业内唯一；（3）扩张模式优势：“美国美”式扩张，更适合行业与公司发展现状；（4）管理优势：共赢理念+股权开放，能够吸引大批优秀人才。

吉峰农机作为中国农机流通行业里唯一的上市公司，在上述四大竞争优势及资本支持下，目前已经在销售规模、营销网络与经营效率上与竞争对手拉开了一定差距，我们认为公司未来将继续担当行业整合者角色，在销售收入与营业利润方面将持续快速成长。

4、股票属性：小市值、成长股、股价调整充分

以 2011 年 10 月 16 日股价计算，目前公司总市值 40.84 亿元，其中流通市值 19.68 亿元，是名副其实的小市值公司。

公司成立以来，一直坚持“以规模化扩张为先导”的战略，在业内率先将连锁经营模式应用于农机流通领域，实现了规模的高速扩张，2006 年以来年均复合增速 104%，公司竞争优势较为明显，我们预计未来三年公司收入将保持年均 60%以上的增速。

今年以来，公司股价已经从最高点下跌了 44.36%，当前股价 11.44 元，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.27、0.40 和 0.77 元，目前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 43 倍、29 倍和 15 倍。以 PEG=0.6 对公司进行估值，我们认为公司的合理股价为 14.4 元，给予“推荐”评级。

一、农机行业全产业链及前景分析：中游农机流通环

节最受益，“十二五”末销售额至少达 4000 亿元

1.1 中游流通环节：大行业、小公司，市场份额日渐向优势企业集中

吉峰农机是我国农机流通行业里唯一的上市公司，也是中国最大的农业机械跨区域经销及零售企业，在整个农机行业产业链中处于中游环节，2010 年公司销售收入 36.5 亿元，占全国农机流通行业市场份额的比例约为 1.29%。

1.1.1 竞争格局：企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低、经济效益一般

中国的农机流通行业经历了从计划供销、国营主导到多种所有制形式同台竞争三个发展阶段，并以 2004 年政府实施农机购置补贴政策为分水岭，整个行业逐渐走出萧条阴霾，进入快速发展阶段。

目前流通行业内的企业类型大致可以分为国有农机公司、民营农机公司、农机制造企业设立的直营与专卖店以及个体经营户四类，其中民营农机公司在行业内居主导地位且竞争实力较强。

表 1 中国农机流通行业的主要企业类型

企业类型	特征
国有农机公司	数量占 5% 左右，经营管理机制比较僵化，缺乏市场竞争力
民营农机公司	行业内主流且占据主导地位的农机流通企业，经营管理机制灵活、高效，目前农机流通行业百强里 80% 以上都是民营农机公司
农机制造企业设立的直营与专卖店	多为一线大品牌的农机制造企业设立，数目不多，目的是加强销售与深入市场，品牌单一，服务功能较强
个体经营户	量大面广，主要以兄弟店、夫妻店、父子店形式，大部分经营农机配件，少部分经营小型整机产品，经营规模较小

资料来源：招募说明书、中投证券研究所

现阶段，中国的农机流通行业呈现出企业数目多、公司规模小、竞争激烈、行业集中度低、经济效益一般的竞争格局：

企业数目多：截至 2010 年底，中国共有农机经销企业 8969 家，同比增长 6.9%，经销网点 9.5 万个，同比增长 8.8%，多层次的农机流通格局已初步形成；

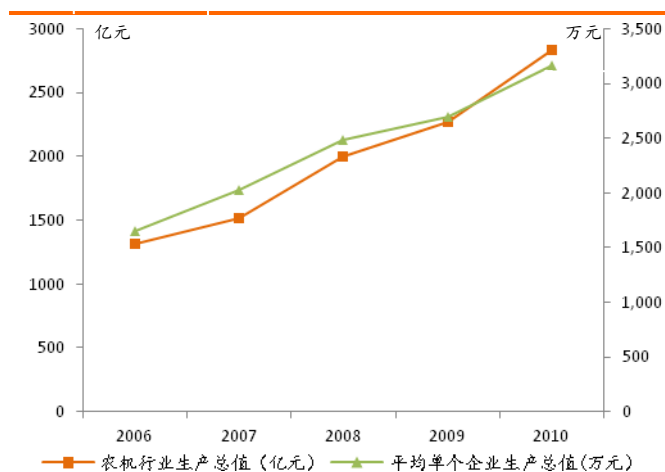
公司规模小：中国农机流通行业大部分为中、小企业，尽管 2010 年全行业实现销售收入 2838 亿元，但单个企业销售规模普遍偏小，平均销售规模仅 3000 万元，其中销售收入超过 2 亿元的不足 50 家，吉峰农机作为 2010 年全行业销售规模最大的农机流通企业，2010 年销售规模也仅 36.5 亿元；

竞争激烈：农机流通行业是一个开放的、市场化程度较高的行业，行业内存在经营企业多、市场竞争不规范等特点，使得农机流通市场竞争十分激烈；

行业集中度低：整个行业销售规模最大的前 5 家农机流通企业，2010 年累计市场占有率也仅 4%—5%，排名前 20 企业的市场占有率也低于 15%，农机流通行业属于市场结构中的分散竞争型行业；

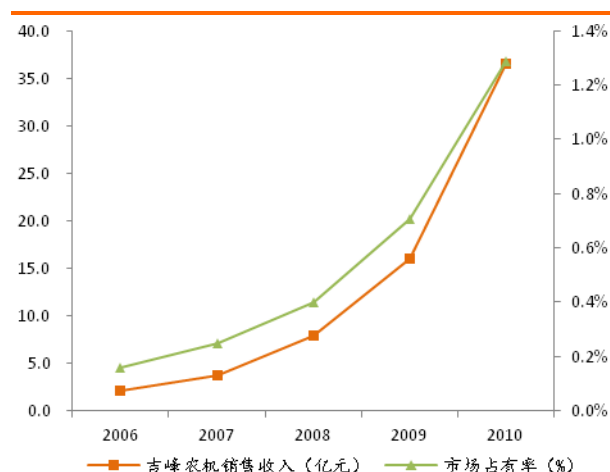
经济效益一般：农机流通企业由于企业之间同质化、价格竞争等原因，加之单一企业经营规模小，对上游企业的议价能力不足，因此行业整体经济效益一般，平均毛利率约为 8%—10%，净利率也在 1.5%—2% 之间。

图 1 农机流通行业整体规模大，但单个企业规模小



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 龙头公司吉峰农机的市场占有率较低



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.1.2 农机流通行业的进入壁垒实际上较高

中国农机消费的特点

农机流通行业的进入壁垒与农机消费的特点紧密相关，中国的农机消费具有地域差异性、分散性、季节性及重服务的特点：

1、地域差异性、分散性

中国农村分布广泛、分散，平原、山区、丘陵、高原等不同地理环境及不同农作物使用的农机均各不相同，此外耕、种、收等不同生产环节也需要相应的农业机械，中国农机消费市场的地域差异性及分散性，对流通企业在营销网络构建的深度和广度上均提出了较高的要求。

2、季节性

农业机械的使用具有季节性，其消费购买及使用的时间相对集中，对农机流通企业在物流配送、维修服务方面的及时性要求较高。

3、重服务

农民获得农机市场信息较为有限，对售前咨询服务要求高，另外农业机械工作环境差，寿命短、更新换代勤，对售中、售后服务的及时性要求也较高，只有凭借优质服务树立良好品牌形象的企业，才能在市场上长久的生存下去。

农机行业的进入壁垒

表 2 中国农机流通行业的进入壁垒

进入壁垒	特征
农机销售代理权	产品代理权具有稀缺性，新进企业与农机制造企业关系的建立一般需要一定的过程，短期内无法获得销售代理权及最佳的物流配送保证和较低的采购价格
营销网络	营销网络是流通企业赢得市场的关键，建立庞大的营销网络前期投入较大，管理复杂，新进企业很难在短时间获得这种优势

资金壁垒	农机流通行业是一个薄利多销的行业，规模化经营是实现“低成本、高利润”运营的重要途径，规模化经营，必须投入大量的资金，同时农机销售涉及到补贴发放的滞后性，占用资金的时间周期较长，对流动资金的需求更加明显
市场品牌和信誉	农机销售市场已逐渐向品牌化发展，创立知名品牌需要长期、大量的投入，新进企业短期内难以形成。长期稳定的客户群是农机流通企业赖以生存的关键，供应商也更愿意与具有品牌知名度和经营规模的企业合作，从而形成良性循环

资料来源：招募说明书、中投证券研究所

1.1.3 发展趋势：连锁经营、马太效应

1、连锁经营将成为我国农机流通的重要模式

吉峰农机近年来的快速发展在农机流通领域起到了示范作用，证明农机连锁经营是具有强大生命力的，带动了农机流通领域的连锁风潮：老牌农机连锁公司江苏苏欣近年也开始加速发展；黑龙江农机大市场开始区域内连锁；江西赣州农机公司等也开始进行区域连锁。

表 3 农机四类流通模式的优缺点比较

流通模式	经营主体	优点	缺点
连锁	民营经销商	运作规范，统一采购、销售、服务、结算，在规模、网络、品牌等方面具有较大优势	需要达到一定规模才能产生良好效益
直销	制造企业	服务功能强，市场信息反馈及时	分销能力较差
单品牌经销	民营经销商为主	类 4S 店模式，便于生产企业管理，有利于企业培育强势渠道，渠道专业化程度更强。在北方市场批发式经营模式中应用比较普遍	品类与品牌丰富度相对不足；产品资金投入大
多品牌经销	民营经销商为主	品牌多样化，可以满足不同用户需求	不利于生产企业管理控制，存在经营风险

资料来源：中投证券研究所

2、马太效应日益明显，市场份额日渐向优势企业集中

随着竞争的日益激烈，加上较高的进入壁垒，我们预计中国农机流通格局与经营规模将向大而集中的方向转变。大批小型农机流通企业由于实力弱小，经过激烈的市场竞争和重新“洗牌”，将会在总量上大量减少；而一些基础好、具有一定实力的企业将会抓住当前国家重视“三农”的机遇，通过参股、控股、兼并、收购和特许经营等方式，实现规模快速扩张，形成较大的企业集团。

1.2 上游制造环节：产品多而不精，企业大而不强

1、中小型低端产品产能过剩，多数产品在技术上与国外差距 30 年

中国农机制造行业经过 50 多年的发展，尽管在产品种类上已经涵盖拖拉机、耕整种植机械、低速载货汽车等 15 大类，但产品仍以中小型、中低端产品为主，且同类型产品之间的差异度较小，中小型低端产品产能过剩，恶性竞争现象严重，很多技术含量和生产效率高的大中型产品，不能生产或没有形成生产能力，还不能满足我国农业的生产需要。

此外，我国生产的多数农机产品在主要技术性能、可靠性及产品结构等指标上，还与国外有较大差距。相当一部分产品只达到经济发达国家同类产品 20 世纪 80 年代技术水平，少部分产品达到发达国家 20 世纪 90 年代水平。

表 4 农业机械行业的主要产品及生产企业

分类	国内主要生产企业
拖拉机	山东时风、福田雷沃重工、江苏常发、一拖集团、约翰迪尔
内燃机	山东时风、常发动力机械、常柴股份、江淮动力
耕整种植机械	延吉插秧机制造公司、河北农哈哈机械有限公司、瓦房店精量播种机公司
收获机械	福田雷沃重工、洛阳中收机械装备有限公司、新疆机械研究院
低速载货汽车	山东时风、山东五征、福田雷沃重工、山东黑豹集团、河南奔马
排灌机械	浙江新界泵业、泰州泰丰泵业、浙江大元泵业
农副产品加工机械	山东天鹅棉业机械、南通棉业机械
林业、渔业机械	—

资料来源：中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

2、大企业不强，小企业不专

农机制造是规模效益十分显著的产业，但是我国农机制造企业组织结构散乱，企业数量多，经营规模小。由于市场竞争激烈，农机生产企业的净利率水平普遍不高，平均在 6%—8% 左右。2010 年我国共有农业机械制造企业 9000 多家，其中规模以上企业（销售额大于 500 万元）3000 余家，平均销售规模 8000 万元，平均净利润 500 万元。

目前中国规模较大的农机制造企业仅有山东时风、中国一拖、福田雷沃、山东五征等有限的几家，且这些企业在中国农机销售市场的份额并不高，中国还未能形成专业化协作强、配套能力高的产业集群，也没有出现一批市场占有率高、国际竞争力强的大型企业和企业集团，大企业不强、小企业不专现象较为普遍。

表 5 中国农业机械行业大企业不强，市场占有率不高

企业名称	所属国家	主要产品	2010 年销售收入 (亿元)	国内市场占有率
Deer & Company	美国	全系列农用机械	1370.2	—
CNH Global	意大利	全系列农用机械	843.7	—
AGCO	美国	全系列农用机械	437.6	—
山东时风	中国	农用运输车、收获机械	236.4	8.33%
中国一拖	中国	拖拉机	145.0	5.11%
福田雷沃重工	中国	拖拉机、收获机械	142.0	5.00%
山东五征	中国	农用运输车	102.3	3.60%

资料来源：中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

1.3 下游需求环节：多重利好催化，农机行业“十二五”末产值将至少达 4000 亿元

1.3.1 中国农业机械化发展现状

1、机械化率低、成长潜力大

截至 2010 年末，中国农业机械化率为 52%，而同期美、日、韩等成熟市场的机械化率均接近 100%，中国目前已成为世界农业机械化背景下的农机装备洼地，未来成长潜力巨大。

表 6 中、日、韩、美四国的农业机械化率比较

	中国 (2010)	日本 (1998)	韩国 (2002)	美国 (1990)
机耕	71.4%	100%	99%	100%
机插	40.8%	97.8%	98%	99%
机收	37.0%	98%	99%	100%
综合机械化率	52.0%	98%	99%	100%

资料来源：招股说明书、中投证券研究所

2、发展速度快

自 2004 年实行农机购置补贴政策以来，中国的农业机械化率增长迅速，2004 年以来平均每年增长 2.7%，过去 7 年的增幅相当于政策实施前 25 年的增幅，2010 年农业机械化率达到 52%。

在农业机械化率稳步提升的带动下，中国农机工业总产值也取得了快速发展，2004 年以来年均复合增长率 22.16%，并于 2010 年达到 2838 亿元的产值。

表 7 中国农业机械化率、农机工业总产值增速较快

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
农业机械化率	32.3%	35.9%	39.3%	42.5%	45.0%	48.8%	52.0%
同比增幅	—	3.60%	3.40%	3.20%	2.50%	3.80%	3.20%
农机工业总产值 (亿元)	854	1087	1273	1518	1995	2265	2838
同比增速	—	27.3%	17.1%	19.2%	31.4%	13.5%	25.3%

资料来源：中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

3、结构不均衡

从农业生产工序看：机耕的机械化水平要高于机播和机收；

从种植对象看：小麦的机械化水平最高，水稻和玉米的机械化较低；

从种植地域看：北方平原的机械化水平高，南方丘陵的机械化水平较低。

表 8 中国主要农作物机械化率呈现结构不均衡的特点

	机耕	机播	机收	综合机械化率
小麦	92.5%	81.3%	83.8%	86.5%
水稻	79.2%	13.7%	51.2%	51.2%
玉米	73.0%	64.6%	51.8%	51.8%
综合机械化率	62.9%	37.7%	31.2%	45.9%

资料来源：中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

注：2008 年数据

1.3.2 三大因素利好农机需求

1、国家农机购置补贴政策长期向好，政策风险小

目前市场上普遍认为吉峰农机面临的一个重要风险是国家的农机购置补贴政策可能减弱或取消，我们的观点是出现这种政策风险的可能性较小，原因有以下两点：

一是法律保障，政府继 2004 年出台《中华人民共和国农业机械化促进法》后，又相继出台了一系列惠农政策，并于 2011 年正式出台了《农机工业发展规划（2011-2015 年）》，规划里明确提出：“中央政府将建立健全支农资金稳定增长机制的财政方针，加大对购置和更新农机具给予适当的补贴，制定农业税的减免政策以及农机减免税长效政策，间接或直接地增强农民购置农业机械的实力和农机企业的发展后劲。”

二是成熟市场经验表明，政府对农机购置的补贴是长期的，世界主要发达国家的农业机械化进程都经历了 20—30 年时间，中国从 2004 年才开始促进农业机械化率的提高，目前农业机械化率仅为 52%，至少未来 15 年都不会减弱或取消农机购置补贴政策。

表 9 政府不断出台促进农机发展的相关政策

	政策	内容
2004	《中华人民共和国农业机械化促进法》	政府安排专项资金，对农民和农业生产经营组织购买国家支持推广的先进适用农业机械给予最高 30% 补贴
2005-2010	农村经济一号文件	推动资源向农村配置，提高现代农业装备水平
2010.7	《国务院关于促进农业机械化发展和农机工业又好又快发展的意见》	提出了我国农业机械化、农机工业的发展目标和主要任务，并明确表示将加大对农机工业和农业机械化的财税、金融等政策支持力度
2011	《2011 年农业机械购置补贴实施指导意见》	农机具购置补贴金额持续增加，补贴时间提前
2011.9	《农机工业发展规划（2011-2015 年）》	继续加大农机购置补贴力度，提出 2015 年农机工业总产值达 4000 亿元，农业机械化率实现 60% 的目标

资料来源：中投证券研究所

表 10 政府的农机购置补贴资金、范围不断增强

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中央农机补贴（亿元）	0.7	3	6	20	40	130	155	175
农机补贴占中央“三农”投入比例	0.18%	0.37%	0.48%	0.76%	0.96%	1.82%	1.78%	1.77%
农机补贴涉及区域（个）	66	500	1126	1716	2653	2856	2856	2856
覆盖区县比例	2.3%	17.5%	39.4%	60.0%	92.8%	100%	100%	100%

资料来源：财政部、中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

表 11 国外的农机购置补贴政策一般持续较长时间

	农业机械化开始时间	基本实现农业机械化时间	历史时间（年）	农业机械化实现后的政策
美国	1910	1940	30	继续农机补贴
加拿大	1920	1950	30	继续农机补贴
法国	1930	1955	25	继续农机补贴
日本	1946	1967	21	继续农机补贴

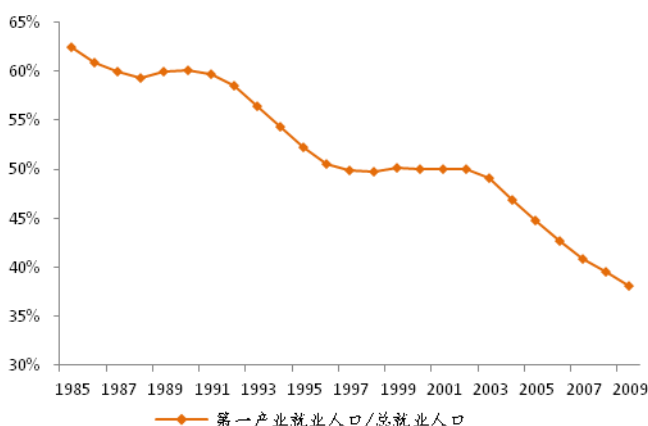
资料来源：国内外农业机械化统计资料（1949-2004）、中投证券研究所

2 农村劳动力结构性短缺、农民消费能力日渐提高，是农业机械化普及的重要推动力

伴随着城市化进程的加快和全社会劳动者报酬的不断上升，大量农村劳动力向非农产业转移，目前我国农民工的数量，已经从 1983 年的 500 万人增加到 2010 年的 2.40 亿人，农村现在大约 85% 的青壮年劳动力已经转移至非农产业，40 岁以下的劳动力供应明显不足，形成了老弱妇孺搞农业的局面，中国农村劳动力已经进入“总体过剩、结构短缺”时代。

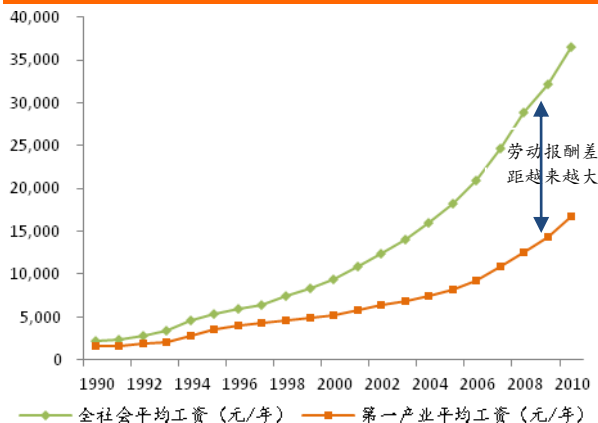
与此同时，中国农村劳动力的报酬不断上涨，农民消费能力日渐提高，利用农业机械来替代人力，降低劳动强度，提高生产效率，已经成为农业机械化发展的刚性需求，未来各类农业机械的需求将呈现稳步增长的势头。

图 3 中国第一产业就业人口占比逐年下降



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 4 第一产业与社会平均劳动报酬差距明显



资料来源：CEIC、中投证券研究所

3、农村土地集约化经营趋势已现，将加速农业机械化

一直以来，以户为主的家庭联产承包责任制和农村土地流转受限是制约中国农业生产机械化与规模化的重要因素，然而近年来随着大批农村青壮年劳动力进入非农产业，土地出现了一定程度的闲置，加之国家十七届三中全会通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出要完善“保留承包权、转让使用权”的农村土地流转制度，这些都为中国农业的规模化、机械化生产创造了良好的外部环境。

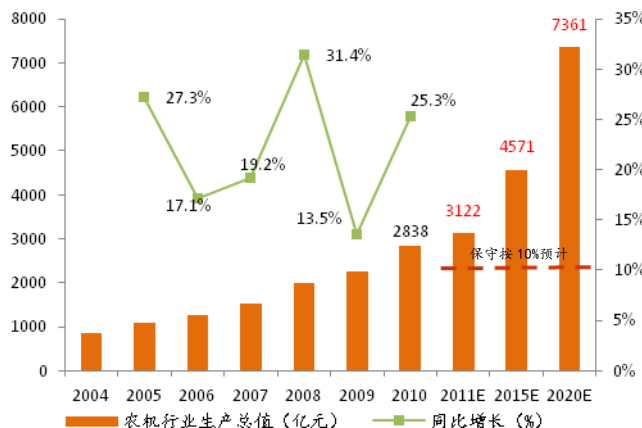
1.3.3 “十二五末”农机市场规模将至少达 4000 亿元

政府的大力推动是我国农机行业取得快速发展的重要保障，根据农机行业“十二五”规划，2015 年末我国农机行业总产值要达到 4000 亿元，农业机械化率也要达到 60%。我们认为实现这两个目标的难度不大，届时较大的可能超额完成，原因如下：

1、从 2004 年至 2010 年，中国农机工业总产值保持了年均 22.16% 的增幅，目前产值已经达到 2838 亿元，进入“十二五”后，伴随着产业升级，这个增幅会有所下降，但保持在 10% 左右（略大于国家 GDP 增速）确定性很高，我们认为“十二五”期间农机工业总产值的年均合理增速为 10%—15%，对应 2015 年农机市场规模为 4570—5708 亿元。

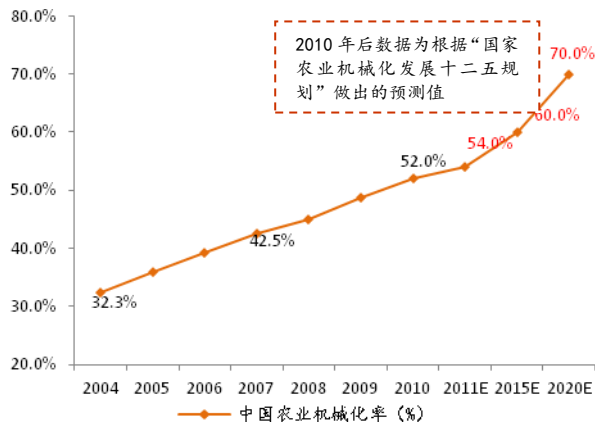
2、根据农机工业与农业机械化发展水平之间的对应关系，农机工业总产值每增长 10%，能够支撑耕种收综合机械化水平上升 2%，而 2010 年我国耕种收综合机械化水平已经达到 52%，未来 5 年 8 个百分点的升幅我们认为实现的概率较大。

图 5 过往农机生产总产值及未来十年目标



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 6 过往农业机械化率及未来十年目标



资料来源：CEIC、中投证券研究所

二、公司竞争优势：四大优势造就公司行业整合角色

色

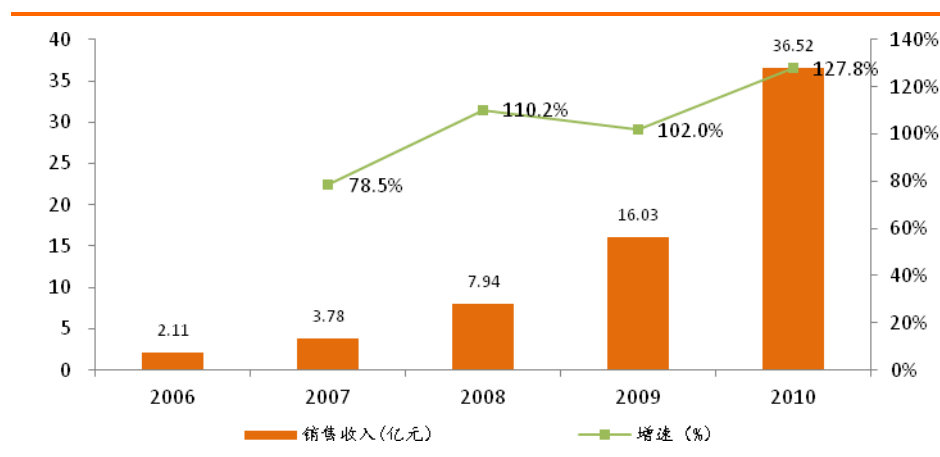
2.1 规模优势：行业龙头，先发优势明显

对于专业化的连锁企业而言，规模至关重要。一方面成为大型经销商后，品牌制造商将更愿意在售后与信息反馈等方面与之合作；另一方面在规模足够大后，公司也能从上游制造商中获得更多的利润。

由于农机流通企业的盈利主要来源于购销差价与返利，其中差价中的销售价格受补贴类农机价格管制的影响，价格实际上较为固定，经销商只能通过销售规模的扩大，话语权的增强，在农机进货价格方面与上游制造企业进行博弈，以获取更大的进销差价。此外返利也同样需要足够的规模来支撑。

公司成立以来，一直坚持“以规模化扩张为先导”的战略，在业内率先将连锁经营模式应用于农机流通领域，实现了规模的高速扩张，2006 年以来年均复合增速 104%，2010 年公司实现销售规模 36.5 亿元，成为行业内的龙头企业。

图 7 2006 年以来公司销售规模年均复合增速 104%



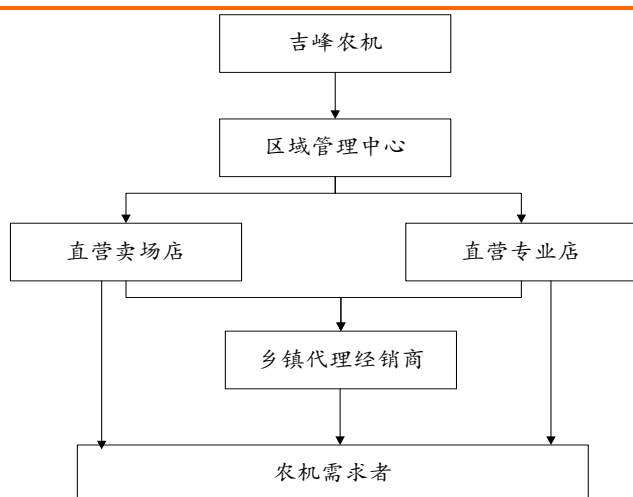
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 零售终端优势：初步实现全国连锁布局，业内唯一

发展零售终端网络一直是公司的核心战略方向，目前公司已形成以长江流域及其以南地区为主体，东北、西北为两翼的农机连锁销售网络，是全国唯一真正意义上的全国连锁农机流通企业。公司的经营规模也依托终端网络优势实现了快速成长。

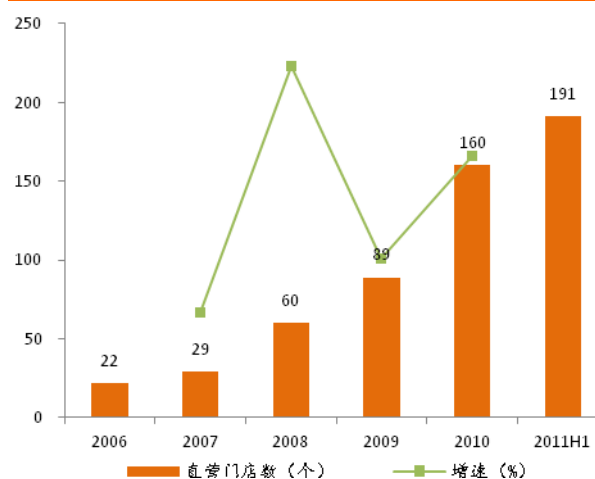
截至 2011 年 6 月末，公司已在全国 19 个省建立了包括 191 家直营门店、1165 家代理经销商在内的全国化的连锁网络架构布局。同样也进行农机连锁经营的江苏苏欣农机连锁公司与黑龙江农机公司，则还仍局限在当地，吉峰农机在零售终端的布局上领先同行 2—3 年。

图 8 公司的销售渠道主要依靠直营+代理模式



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 公司门店扩张迅速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 公司零售网络终端已基本覆盖全国



资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：黄色区域表示公司零售终端已布局省份

2.3 扩张模式优势：“美国美”式扩张，更适合行业与公司发展现状

对外扩张有两种模式，一种是“苏宁模式”，即渠道主要通过自建来实现；另一种是“国美模式”，即并购当地原有农机经销商，实现销售渠道与规模的迅速扩张。两者各有利弊，公司自 2007 年起，采用了“类国美”的扩张模式，主要通过**并购当地原有农机经销商或与其合资新设子公司**的模式进行扩张，实现了渠道的迅速布局和规模的高速成长。我们认为，这一模式更适合目前农机流通行业与公司的发展现状，原因有三：

一、农机流通行业特性：市场分散、属地经营特征明显，通过并购或合资新建，公司一方面可以快速渗透当地市场，降低门店培育成本和新市场开拓风险，另一方面也消除了区域重要的竞争对手，为行业整合扫清障碍；

二、农机购置补贴模式：政府一般只会在当地选取少数几家经销企业作为农机购置补贴政策的实施单位，公司如果采用自建的扩张模式，需要逐个公关当地政府以获取相应牌照，成本与风险可能较大，不如直接收购现有企业来的方便；

三、时机：农机流通行业目前企业众多、竞争激烈、并购成本不高，正是并购的有利时机。

表 12 公司近两年“类国美”式扩张中并购的当地原有农机经销商

时间	并购企业	投资金额（万元）	持股比例
2010.1	吉林省金桥农机有限责任公司	3124.8	52.04%
2010.5	松原市双子农业机械装备有限公司	120.0	31.22%
2010.5	辽宁汇丰农机城有限公司	1940.8	51.00%
2010.5	辽宁亿丰农机有限公司	498.0	51.00%

2010. 7	茂名市粤信农业机械有限公司	122. 0	55. 00%
2010. 7	四川长城工程机械有限公司	2550. 0	51. 00%
2010. 11	长春宇春机械有限公司	800. 0	41. 63%
2010. 12	吉安康泰吉峰农机有限公司	169. 3	51. 00%
2011. 3	吉林金鼎农业机械有限公司	154. 0	52. 00%
2011. 6	长春佳田农机有限公司	200. 0	66. 67%

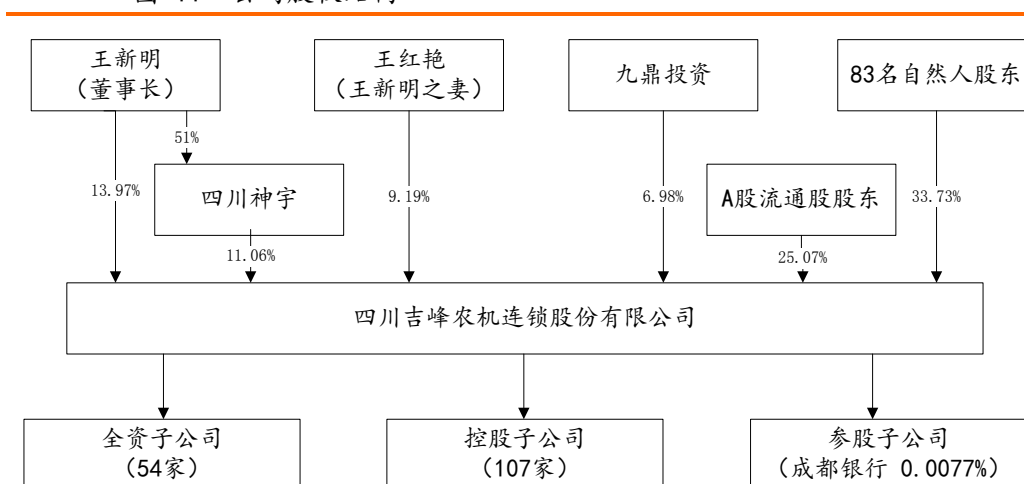
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.4 管理优势：共赢理念+股权开放，能够吸引大批优秀人才

连锁经营企业发展成败的关键在于管理，公司一直坚持“和谐共生、互助共赢”的管理理念，一方面与农机主管部门、农机制造商及同行均建立了良好的合作关系；另一方面在进行连锁扩张时，公司还实施了大范围的“股权激励”，牢牢吸引和控制了公司的管理团队和核心业务人员，构筑了与农机专业人才共赢的平台。

目前公司 80%以上的高管及关键业务人员均直接或间接持有公司股权。

图 11 公司股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、盈利模式：农机产品进销差价是公司的主要利润

来源

3.1 盈利模式：农机产品进销差价+上游供应商返利

吉峰农机的利润来源主要是两块：一块是农机产品的进销差价；另一块是供应商返利。其中农机产品的进销差价是公司的主要利润来源。

1、进销差价：进销差价由于受国家对补贴类农机销售价格管制的影响，实际上差价较小（这一方面与农机制造企业自身的利润空间不大有关系，另一方面也与农机流通企业普遍规模较小，谈判能力较弱有关），但随着渠道网络的

扩张与销售规模的增长，公司与上游制造企业的议价能力将逐渐增强，相应农业机械的采购价格也将逐渐下降。

表 13 公司主要销售的农业机械采购单价逐年下降

单位：万元

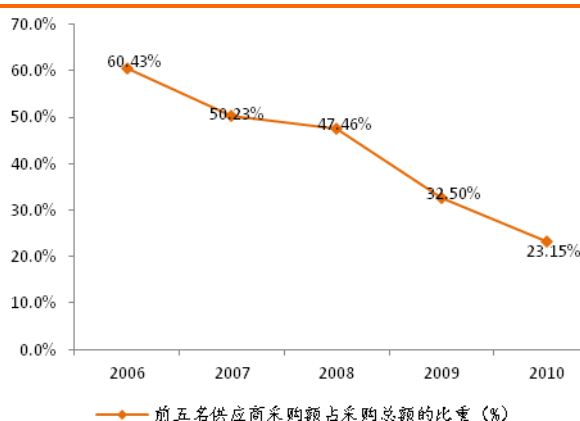
	2006 年采购单价	2007 年采购单价	成本差异	成本降幅
拖拉机产品 A	4.50	4.20	-0.30	-6.67%
拖拉机产品 B	4.75	4.45	-0.30	-6.32%
收割机产品 A	17.45	16.30	-1.15	-6.59%
收割机产品 B	19.65	19.50	-0.15	-0.76%
收割机产品 C	24.15	23.40	-0.75	-3.11%
收割机产品 D	19.85	18.90	-0.95	-4.79%
插秧机产品 A	1.74	1.58	-0.16	-9.20%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、返利：是指农机制造商支付给经销商的返还利润，一般与农机经销商实现的产品台阶销量挂钩，通常每年末结算一次。

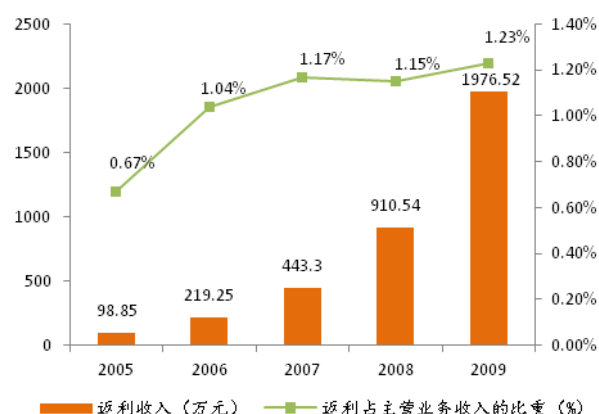
公司通过对上游供应商的不断整合（如调整前五名供应商的采购比重），可以调整某个品牌的销量，从而使公司达到供应商的返利要求，无形中降低了采购成本。公司销售规模较大，得到的返利也将越多。

图 12 前五名供应商的采购额呈下降趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 返利占主营业务收入的比重呈上升趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2 主营业务及毛利率：收入结构不断优化，毛利率稳步上升

1、主营业务：吉峰农机的主营业务为代理销售现代农业装备及相关农村机电产品，主要销售传统农机、载货汽车、工程机械和通用机电等四大类产品，其中传统农机占公司销售收入的 80%左右。近几年，公司四大主营产品销售产品的收入比例与盈利结构进一步优化，经营资源配置也日趋合理。

表 14 近三年公司各项业务的收入构成情况

单位：亿元

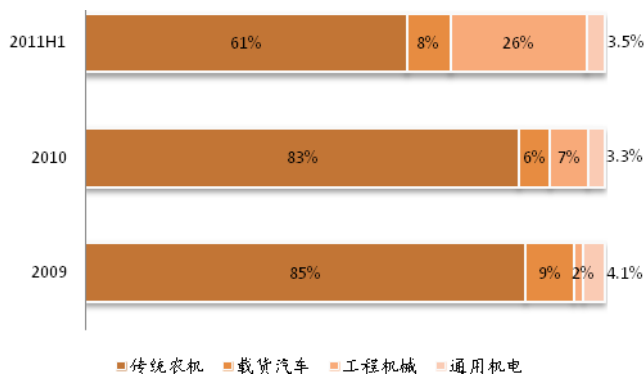
		2009			2010			2011H1		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主 营 业	传统农机	13.56	84.57%	14.86%	30.27	82.88%	12.25%	15.02	61.43%	12.81%
	载货汽车	1.48	9.21%	4.56%	2.15	5.89%	7.86%	2.03	8.30%	2.15%
	工程机械	0.31	1.91%	14.24%	2.63	7.19%	15.14%	6.36	26.01%	15.72%

务	通用机电	0.66	4.12%	7.11%	1.20	3.28%	9.17%	0.85	3.48%	7.27%
	合计	16.00	99.81%	13.58%	36.25	99.25%	12.10%	24.26	99.22%	12.39%
其它业务		0.03	0.19%	38.44%	0.27	0.75%	58.80%	0.18	0.74%	82.13%
总计		16.03	100%	13.63%	36.52	100%	12.45%	24.45	100%	12.99%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

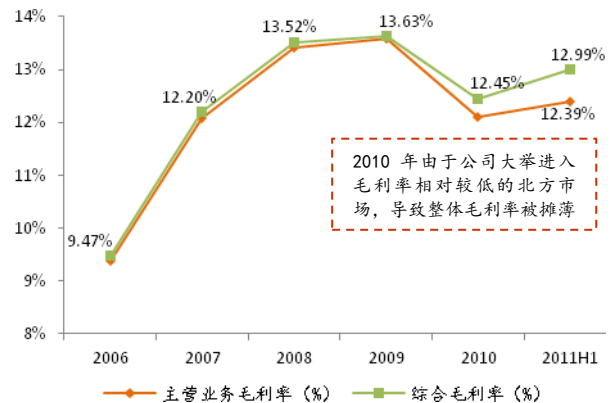
2、毛利率：随着公司销售规模的持续增长，公司的毛利率水平不断上升。从 2006 年的 9.47% 上升到 2011 年上半年的 12.99%，其中 2010 年由于公司进行了大规模的异地扩张（新进入吉林、辽宁、黑龙江、江苏、安徽、湖南、江西、宁夏、甘肃等 9 个省、自治区），导致毛利率相对较低的北方市场（北方区域相对南方区域在农机产品上具有单位价值大、单台毛利率低的特征，因此北方区域的毛利率相对较低）营业收入占公司营业收入的比重由 2009 年的 3.05% 大幅上升至 2010 年的 42.58%，导致整体毛利率被摊薄。

图 14 公司四大主营产品的收入结构进一步优化



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 公司毛利率呈现总体上升趋势



资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、未来业绩增长点：近看外延规模扩张，远看内部

整合提效

连锁企业在发展初期一般是以低价为核心竞争力去争夺市场份额，然后凭借大规模的集中采购和大范围的渠道网络来提升与上游制造商的谈判能力，以分得更多利润；在规模达到一定程度（如与上游较大的制造企业规模相当）后，则通过内部资源整合来获得更高的盈利能力。

4.1 近看外延规模扩张：关键看能否在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势

4.1.1 外延扩张模式：“南新设、北并购”，变行业存量为公司增量

目前农机流通行业正处于行业整合初期，规模是决定一个企业充当整合者还是被整合者的关键因素。具有规模优势的农机流通企业，将在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势，成为行业的最终整合者。

吉峰农机作为中国农机流通行业里唯一的上市公司，尽管目前规模已经在业内处于领先地位，但市场占有率仍仅有 1.29%（2010 年），未来公司销售规模及市场占有率的提升潜力十分巨大。

我们认为，公司未来仍将以“南新设、北并购”这两种方式进行外延扩张，变行业存量为公司增量，以实行销售规模的迅速增长。

表 15 公司主要采用“南新设、北并购”的方式进行扩张

区域	农机市场情况	农机产品结构		农机流通企业情况				适合扩张方式
		产品	议价能力	企业类型	销售规模	盈利能力	品牌影响	
南方	市场规模小、但潜力大	中小马力产品为主	产品竞争激烈，流通企业对上游的议价能力强	个体经营户为主	较小	较强（净利率 2%左右）	辐射力弱，局限在当地	新设
北方	市场规模大、较为成熟	中大马力产品为主	产品多为中、外大企业垄断，对上游的议价能力弱	公司化经营为主	较大	较弱（净利率 1%-1.5%）	辐射力强，辐射周边区域	并购

资料来源：中投证券研究所

注：南方区域指西南、华东、华南等长江流域及其以南地区；北方区域指东北、西北地区

4.1.2 公司各区域的成长性：华东、华南地区 > 西北地区 > 西南地区 > 东北地区

公司于 2007 年开始走出川渝，进行全国化扩张，目前已经初步实现在全国 19 个省（直辖市、自治区）建立起拥有 191 家直营门店、1165 家代理经销商的全国化连锁网络架构布局，分布于西南、华东、华南等南方地区以及东北、西北等北方地区。

从各区域收入结构看：公司四大区域的收入结构进一步优化，西南地区的收入占比已下降到不足一半，东北地区 2010 年由于并购了当地的几个大农机经销商，因此收入增长较快；

从未来扩张区域看：我们预计未来三年，公司将一方面继续完成全国化布局，进军河北、河南、山东等华北地区；另一方面不断加密原有区域网点密度，进一步向乡村下沉渠道。

表 16 公司四大区域的历年收入变化情况

单位：亿元

		2006	2007	2008	2009	2010	
						收入	占比
南方地区	西南地区	2.11	3.76	7.78	14.88	17.79	48.91%
	华东、华南地区	-	-	-	0.64	3.03	8.33%
北方地区	东北地区	-	-	-	-	10.93	30.05%
	西北地区	-	-	0.14	0.49	4.62	12.70%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

注：西南地区指：四川、云南、贵州、重庆、广西等地区的成熟市场区域；华东、华南地区指：广东、福建、浙江、江苏、安徽、湖南、江西等区域；东北地区指：黑龙江、吉林、辽宁；西北地区指：陕西、甘肃、宁夏。

从公司四大销售区域的成长性看：我们以所在区域的农业机械化率情况及公司在该区域的市场占有率两个维度进行分析，认为公司四大销售区域的成长性顺序为：华东、华南地区 > 西北地区 > 西南地区 > 东北地区

表 17 公司四大区域的成长性排名

单位：亿元

排名	区域	农业机械化率情况	公司在该区域的市场占有率
1	华东、华南	主要种植水稻，机械化率不高，该区域人工成本较高，机械生产替代需求旺盛	公司新进入该区域，市场占有率低（小于 1%）
2	西北	除新疆建设兵团外，机械率不高	公司进入该区域不久，市场占有率低（小于 4%）
3	西南	机械化率较低，大约在 30%左右	在该区域经营多年，市场占有率相比其它区域较高（小于 7%）
4	东北	机械化率较高	公司并购了该区域较大的几家农机经销企业，在当地具有一定市场占有率（小于 5%），同时该区域农机经销渠道相对成熟，竞争比较激烈

资料来源：中投证券研究所

4.1.3 公司未来三年的收入预测

公司目前仍处于外延扩张阶段，我们依据所在区域的农机发展潜力及吉峰农机的区域发展规划等信息来预测公司未来三年的收入增长情况。

假设：

表 18 公司各区域 2011—2013 年的收入增速假设

区域	进入时间	市场占有率	假设理由	2011—2013 年增速假设
华东、华南	2009	小于 1%	该区域市场空间巨大，2008 年农机市场规模已达 765 亿元，且该区域人民的人工成本较高，机械生产替代人工需求旺盛	保持 100%以上的增速
西北	2008	小于 4%	公司目前在销售规模小，未来成长潜力巨大	有望保持 60%以上的增速
西南	1994	小于 7%	在该区域经营多年，尽管传统农机业务的成长性将逐渐放缓，但工程机械业务有望成为新亮点	保持在 20%—30%之间
东北	2010	小于 5%	并购整合了当地较大的几家农机经销企业，在吉峰农机雄厚的资金支持与丰富的管理经验带动下，规模有望稳健增长	2011 年受公司东北地区高管行受贿的影响，增速有所放缓，预计在 10%左右，2012 年后公司增速将恢复正常，预计在 15%—20%之间
华中	2011	—	该区域以平原为主，机械化率高，农机销售规模大，预计公司将通过并购整合等方式进入该区域	2012—2013 年增速将保持在 100%左右

资料来源：中投证券研究所

结论：

我们预计公司 2011—2013 年的营业收入分别为 61.62 亿元、102.95 亿元和 158.88 亿元，增速分别为 69.41%、67.09%和 54.32%。

公司的销售收入在全行业的市场占有率将逐步提升, 2011—2013 年将分别增加到 1.97%、3.00%和 4.21%。

表 19 公司 2011-2013 年的销售收入预测

单位: 亿元

区域	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
华东、华南				0.64	3.03	10.61	26.51	53.03
YOY					373.44%	250%	150%	100%
西北			0.14	0.49	4.62	13.86	29.11	46.57
YOY				250.00%	842.86%	200%	110%	60%
西南	2.11	3.76	7.78	14.88	17.79	23.13	28.91	34.69
YOY		78.20%	106.91%	91.26%	19.56%	30%	25%	20%
东北					10.93	12.02	14.43	16.59
YOY						10%	20%	15%
华中						2	4	8
YOY							100%	100%
合计	2.11	3.76	7.92	16.01	36.37	61.62	102.95	158.88
YOY		78.20%	110.64%	102.15%	127.17%	69.41%	67.09%	54.32%
市场占有率	0.17%	0.25%	0.40%	0.71%	1.28%	1.97%	3.00%	4.21%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

4.1.4 规模扩张的二个目标: 第一目标 150 亿元, 时间预计 2013 年; 第二目标 300 亿元, 时间预计 2016 年

对于一个农机流通企业来说, 当其规模与上游较大农机制造企业的规模相当时, 将具有一定的议价能力; 当其规模超过上游最大制造企业时, 将在与制造企业的谈判中具有相对强势的议价能力。

表 20 中国规模最大的四家农机制造企业

企业名称	所属国家	主要产品	2010 年销售收入 (亿元)	国内市场占有率
山东时风	中国	农用运输车、收获机械	236.4	8.33%
中国一拖	中国	拖拉机	145.0	5.11%
福田雷沃重工	中国	拖拉机、收获机械	142.0	5.00%
山东五征	中国	农用运输车	102.3	3.60%

资料来源: 中国农业机械工业年鉴、中投证券研究所

因此对于吉峰农机来说, 当其销售规模达到 150 亿元时 (规模扩张的第一目标), 将在与农机制造企业的谈判中具有一定的议价能力; 当其销售规模达到 300 亿元时 (规模扩张的第二目标), 将具有相对强势的议价能力。

根据吉峰农机的区域发展规划及直营门店建设计划, 我们预计公司 2013 年销售规模有望突破 150 亿元的第一目标, 达到 159 亿元, 届时公司将极有可能后台建设、内部资源整合等方面大力推进, 以获取规模效益; 公司规模扩张的第二目标我们预计将在 2016 年左右实现。

4.2 远看内部整合提效: 向上游议价以降低采购成本、向已并购企业整合以降低少数股东损益、向内部整合以提高经营效率、压低费用率

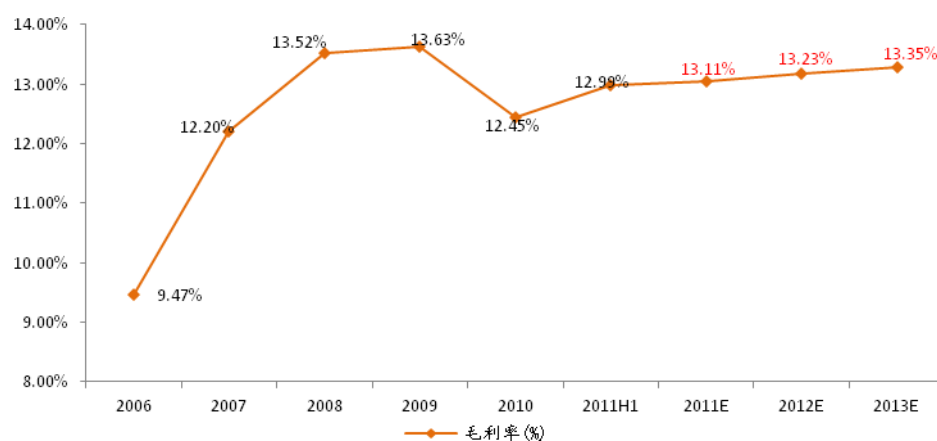
4.2.1 整合提效领域一：向上游议价以降低采购成本

公司销售规模突破 150 亿元后，对上游制造企业将具有一定程度的议价能力：一方面可以通过谈判要求供应商以更便宜的价格提供相应农机产品；另一方面也可以通过调整某类农机产品中某个品牌的销量，以达到制造企业的返利要求，间接降低采购成本。

公司的毛利率自 2006 年起呈现明显的上升趋势，2010 年受公司大举进入毛利率相对较低的北方市场缘故，导致整体毛利率水平被摊薄。

尽管北方区域业务收入占比的上升将拖累公司的毛利率，但我们预计随着公司议价能力的增强及高毛利的工程机械业务收入占比的提升，公司 2011—2013 年的毛利率将呈现稳中有升的态势，但上升的幅度将较为有限，我们预计为 13.11%、13.23%和 13.35%。

图 16 公司 2011-2013 年的毛利率预测



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.2 整合提效领域二：向已并购企业整合以降低少数股东损益

2007 年以来，公司通过并购及合资新设的方式实现了规模的快速扩张，但越来越多的少数股东损益也逐渐蚕食公司的净利润。农机流通行业是一个薄利的行业，整个行业的净利率在 1.5%—2%之间，因此少数股东损益对归属于上市公司股东的净利润影响非常明显。

我们认为，公司对此是有清醒认识的，因此在管理上实行“赛马理论”：即哪个子公司今后的经营业绩好，公司就会以增资的方式收购该企业股权，以最大化上市公司利益。

公司近几年已经通过增资方式实现了对部分子公司的 100%控股。

表 21 公司 2006 年以来以提高控股权为目的的增资行为

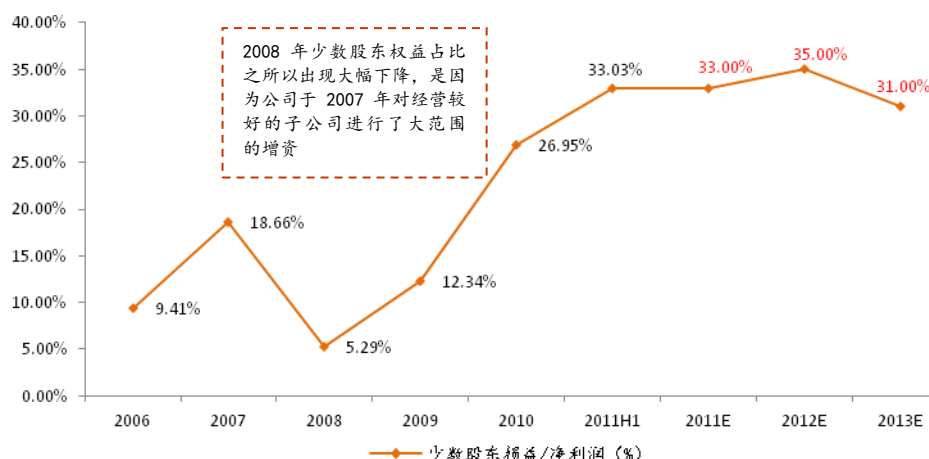
时间	增资公司	原持股比例	增资金额（万元）	增资后持股比例
2007	巴中吉峰	37.14%	44	100%
	达州吉峰	43.85%	73	100%
	南充吉峰	35.45%	64.55	100%
	雅安吉峰	36.00%	76.91	76.91%
	剑阁吉峰	49.09%	55	100%

2010	安徽吉峰	70%	300	94.4%
	云南吉峰	51%	760	72%
	四川吉峰车辆	30%	408	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们认为公司未来仍会在部分地区以并购及合资新设的方式进行扩张，同时也会对经营效益较好的子公司进行增资以降低少数股东损益，预计公司的少数股东损益将不会如 2009—2010 年那样大幅上涨，而是上下震荡，我们预计 2011—2013 年公司的少数股东损益分别为 33%、35%、31%。

图 17 公司 2011—2013 年的少数股东损益预测



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.3 整合提效领域三：向内部整合以提高经营效率、压低费用率

我们认为 2011—2013 年，公司仍将坚持“以规模化扩张为先导”的战略，在销售规模突破 150 亿元后，工作重心将一部分转向内部资源的整合提效。因此在 2011—2012 年，公司期间费用率将不断上升，我们认为这是公司快速扩张战略的正常反映，2013 年后，公司期间费用率将逐渐下降。

公司这种先谋求规模扩张，再进行整合提效的策略将会导致公司的期间费用率呈现先升后降的倒“U”型走势。

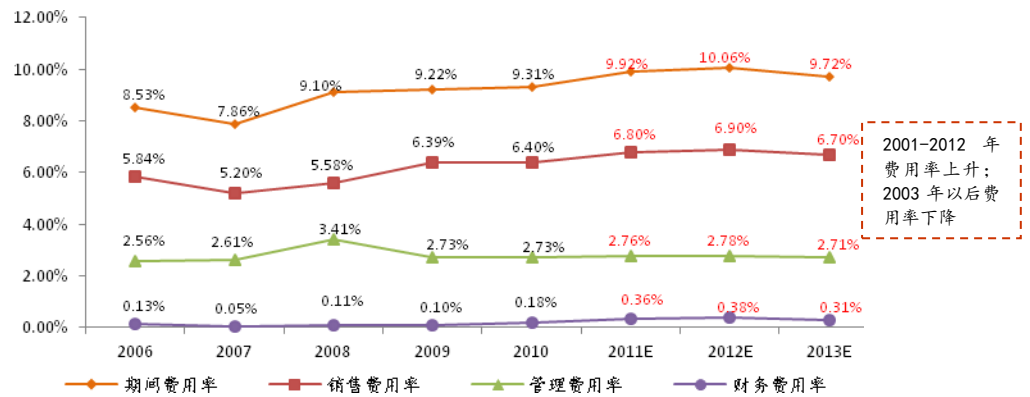
表 22 2011—2013 年公司的三大费用率预测

	2011—2012 年费用率上升原因	2013 年以后费用率将逐渐下降原因	费用率预测		
			2011E	2012E	2013E
销售费用率	公司规模快速成长及渠道网络的全国化扩张，初期可能会引起管理费用中的运杂费、宣传费等费用占比大幅增加	2013 年公司供应链整合效率的不断提升、物流配送体系的逐步完善，规模效应将逐步体现，销售费用率将会逐渐下降	6.80%	6.90%	6.70%
管理费用率	管理半径的扩大、人员的增多，初期管理费用率将逐渐增加	2013 年后随着信息化系统的建设完成，公司管理效率将显著提高，此外全面预算管理的实施也将降低管理费率	2.76%	2.78%	2.71%
财务费用率	公司在全国部分省份对当地的农机流通企业进行兼并收购需要资金；	规模突破 150 亿元后，话语权将增强，在产品销售中将逐渐占用上游企业的资金；	0.36%	0.38%	0.31%

随着公司销售规模的扩大, 农机销售具有的“代位垫资”也将加大公司对资金的需求	另外如果创业板再融资细则出台, 不排除公司通过发行股票的方式募集资金, 届时财务费用将大大降低			
--	---	--	--	--

资料来源: 中投证券研究所

图 18 公司 2011-2013 年的期间费用率预测



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

根据前面对公司 2011—2013 年的营业收入、毛利率及期间费用率的预测, 我们预计公司 2011—2013 年的营业收入分别为 61.62 亿元、102.95 亿元和 158.88 亿元, 以 2010 年为基期, 年均复合增长率 63.25%。

预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.27 元、0.40 元和 0.77 元, 以 2010 年为基期, 年均复合增长率 60.32%, 对应的动态 PE 分别为 42.86 倍、28.70 倍和 14.94 倍。

表 23 重要财务指标预测值

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	36.52	61.62	102.95	158.88
同比增速	128%	69%	67%	54%
归属母公司的净利润 (亿元)	0.66	0.95	1.42	2.74
EPS (元)	0.19	0.27	0.40	0.77
同比增速	32%	44%	49%	92%
动态 P/E	61.56	42.86	28.70	14.94

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

5.2 估值分析与投资建议: 目标价 14.4 元, “推荐”

公司目前仍处于高速成长阶段, 还没有进入高盈利阶段, 因此营业收入的增速应是判断公司估值的关键。公司 2011—2013 年营业收入复合增长率高达

63.25%，对于专业连锁类上市公司来说，在网点迅速扩张，收入高速增长阶段应该享有更高的估值。

公司所处的农机流通行业发展空间巨大，政府补贴政策长期利好的概率也较大，目前公司正处在营销网点与营业收入快速扩张阶段，若未来创业板再融资细则出台，公司资金充裕后，扩张步伐将可能加快。

公司作为行业内的龙头企业，我们预计 2013 年其规模效应将逐渐显现，以 $PEG=0.6$ 对公司进行估值，则 2012 年公司合理价格为 14.4 元，对应 2012、2013 年 PE 分别为 36 倍、19 倍，首次给予“推荐”评级。

5.3 风险提示

1、政策调整风险

尽管我们认为国家的农机购置补贴政策将长期存在，但随着我国农业经济的不断发展，产业技术革新的深化及农机化水平的提高，不排除国家可能调整农机购置补贴政策，诸如补贴额度增长放缓、降低补贴率、补贴产品品类或品牌数量不确定等。由于补贴类农机为公司主营收入之一，若国家农机购置补贴政策发生变化，将可能影响到公司的经营规模的快速发展和经营效益的有效提升。

2、资金瓶颈导致的扩张进度不及预期风险

农机流通行业所具有的“代位垫资”特点使得企业对资金的需求较高，公司目前上市后募集的资金已使用较为充分，创业板再融资机制也暂时缺位，如果公司不能得到足够的资金支持，将可能使公司的扩张步伐受到影响，使得公司的规模扩张进度不及预期。

3、全国化扩张过程中的经营风险

在全国化扩张过程中，由于公司多采取“并购重组”及“合资新设”方式对当地优质经销商进行整合。合作双方可能存在理念差异而导致并购失效的经营风险或因整合对象资产评估结果可能优于实际情况造成资产无形流失风险；同时公司新开门店需经过一段时间的磨合，其盈利也需培育才能实现，存在新开门店的亏损将影响公司整体利润的均衡增长的风险。

4、管理风险

公司经营规模的迅速扩大使得经营管理的复杂程度大大提高，资产、人员、业务分散化的趋势也日益明显，这对公司的采购供应、销售服务、物流配送、人员管理、资金管理等部门在管理模式、管理能力方面提出了更高的要求。如果公司不能及时优化管理模式、提高管理能力，将面临管理和内部控制有效性不足的风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2439	3779	5657	7846	营业收入	3652	6162	10295	15888
现金	605	750	1100	1300	营业成本	3197	5354	8933	13767
应收账款	590	1069	1482	1973	营业税金及附加	2	3	5	8
其它应收款	174	336	409	532	营业费用	234	419	710	1064
预付账款	234	365	564	800	管理费用	100	170	286	431
存货	836	1257	2098	3233	财务费用	6	7	31	32
其他	0	2	4	8	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	102	118	113	120	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	4	4	4	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	45	44	43	41	营业利润	113	209	330	586
无形资产	14	19	24	30	营业外收入	3	1	1	2
其他	38	51	42	45	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	2541	3897	5770	7965	利润总额	115	209	331	588
流动负债	1741	2951	4566	6305	所得税	24	45	72	132
短期借款	138	808	1041	1142	净利润	91	164	258	456
应付账款	691	803	1474	2409	少数股东损益	24	69	116	182
其他	913	1340	2050	2755	归属母公司净利润	66	95	142	274
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	125	219	364	622
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.27	0.40	0.77
其他	0	0	0	0					
负债合计	1741	2951	4566	6305	主要财务比率				
少数股东权益	228	297	413	595	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	179	357	357	357	成长能力				
资本公积	267	88	88	88	营业收入	127.8	68.7%	67.1%	54.3%
留存收益	126	203	346	619	营业利润	62.6%	84.9%	58.0%	77.8%
归属母公司股东权益	571	649	791	1065	归属于母公司净利润	32.2%	43.6%	49.3%	92.1%
负债和股东权益	2541	3897	5770	7965	获利能力				
					毛利率	12.4%	13.1%	13.2%	13.4%
					净利率	1.8%	1.5%	1.4%	1.7%
					ROE	11.6%	14.7%	18.0%	25.7%
					ROIC	28.8%	17.2%	24.8%	32.2%
					偿债能力				
					资产负债率	68.5%	75.7%	79.1%	79.2%
					净负债比率	7.93%	27.38%	22.81	18.11%
					流动比率	1.40	1.28	1.24	1.24
					速动比率	0.92	0.85	0.78	0.73
					营运能力				
					总资产周转率	2.08	1.91	2.13	2.31
					应收账款周转率	10	7	8	9
					应付账款周转率	7.32	7.17	7.85	7.09
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.27	0.40	0.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.60	-1.39	0.43	0.39
					每股净资产(最新摊薄)	1.60	1.81	2.21	2.98
					估值比率				
					P/E	61.56	42.86	28.70	14.94
					P/B	7.16	6.30	5.17	3.84
					EV/EBITDA	31	18	11	6

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±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

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

樊俊豪，中投证券商贸行业分析师，中山大学经济学硕士，1 年基金行业从业经验，2010—2011 年任职于广发基金金融工程部，2011 年 7 月加入中投证券。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

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