

连锁零售

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026570

zanglei@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： 10.80 元

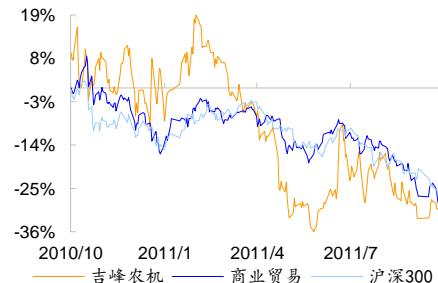
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2370.33
总股本(百万)	357
流通股本(百万)	172
流通市值(亿)	19
EPS (TTM)	0.37
每股净资产(元)	3.20
资产负债率	68.54%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
吉峰农机	-6.74	-24.4	-27.6
商业贸易	-10.7	-22.6	-25.5
上证综合指数	-5.92	-18.5	-23.5



相关报告

吉峰农机_4000 亿农机流通市场里的王者：
近看规模扩张，远看整合提效 2011-10-17

吉峰农机

300022

推荐

收入持续快速增长，资源整合效果渐显，王者风范依旧

——2011 年三季报点评

吉峰农机公布三季报：2011 年前三季度营业收入 37.78 亿元，同比增长 66.43%；净利润 0.90 亿元，同比增长 77.72%；归属于上市公司股东净利润 0.59 亿元，同比增长 33.80%；EPS 0.16 元，符合我们的预期。

投资要点：

业绩回顾

■ 收入规模继续保持快速增长的良好势头，且结构持续优化。受连锁网络布局与产品覆盖进一步提升的影响，前三季度公司收入增速达 66%，且随着公司有意识的减少对补贴类农机产品的依赖，载货汽车、工程机械和通用机电等非补贴类产品的收入比例与盈利结构进一步优化，三季度末非补贴类产品的收入占比已经达到 33% 左右，公司经营资源的互补性与风险合理化配置得到有效增强。

■ 费用率下降使得净利润增速超过收入增速，公司内部资源整合提效效果渐显。2011 年前三个季度，公司毛利率基本稳定，但三大费用率逐季下降，由一季度的 10.77% 下降到三季度的 9.85%，显示公司在继续保持规模快速增长的同时，将工作重心部分转向内部资源的整合提效，并取得了良好效果。具体来看：销售费用率与管理费用率受公司加强后台支撑控制体系的精细化管理影响，较一季度分别下降了 0.66% 和 0.57%；财务费用率受公司短期借款和应付票据增加的影响，较一季度上涨了 0.31%。

■ 少数股东损益上升较快，使得归属于上市公司股东的净利润增速慢于净利润增速。原因主要是公司在全国化扩张过程中，一般以持股 1/2—2/3 比例区间逐级控股方式投资设立子公司及下属公司，导致少数股东损益占净利润的比例从 2010 年末的 26.9% 大幅上升至 2011 年三季度的 34.6%，公司的净利润逐渐被蚕食。

未来展望

■ 工程机械与载货汽车将是今年的亮点。2011 年公司加大了以工程机械与载货汽车为主体的专业品类连锁店体系建设，使得全年这两类产品的销售收入高速增长，预计将分别至少有 100% 的增速，两者合计将贡献收入 17—18 亿元；此外公司传统农机产品 2011 年将保持 20%—30% 的增速，预计销售收入在 35—39 亿元之间。

■ 公司目前仍处于高速成长阶段，尚未进入高盈利阶段，因此收入规模的增速应是判断公司估值的关键。我们认为公司未来的业绩增长点应（1）近看规模扩张，关键看能否在与上游制造企业的博弈中获得定价权优势，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）远看整合提效：一看如何向上下游议价以降低采购成本，二看如何向已并购企业整合以降低少数股东损益，三看如何向内部整合以提高经营效率、压低费用率。

■ 维持盈利预测及“推荐”评级：预计 11/12/13 年公司 EPS 分别为 0.27、0.40 和 0.77 元，年均复合增速 60.3%，目前股价对应 PE 为 42/28/14，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：农机购置补贴政策调整风险、扩张过程中的经营风险、资金瓶颈

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	59.62	41.51	27.80	14.47
P/B	6.93	6.11	5.01	3.72
EV/EBITDA	30	17	10	6

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	605	750	1100	1300
应收账款	590	1069	1482	1973
其它应收款	174	336	409	532
预付账款	234	365	564	800
存货	836	1257	2098	3233
其他	0	2	4	8
非流动资产				
长期投资	5	4	4	4
固定资产	45	44	43	41
无形资产	14	19	24	30
其他	38	51	42	45
资产总计	2541	3897	5770	7965
流动负债				
短期借款	138	808	1041	1142
应付账款	691	803	1474	2409
其他	913	1340	2050	2755
非流动负债				
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	1741	2951	4566	6305
少数股东权益	228	297	413	595
股本	179	357	357	357
资本公积	267	88	88	88
留存收益	126	203	346	619
归属母公司股东权益	571	649	791	1065
负债和股东权益	2541	3897	5770	7965

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-213	-496	154	138
净利润	91	164	258	456
折旧摊销	6	3	3	3
财务费用	6	7	31	32
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-311	-665	-150	-353
其它	-3	-6	12	2
投资活动现金流	-61	-4	-7	-7
资本支出	38	0	0	0
长期投资	-30	-1	0	0
其他	-53	-5	-7	-7
筹资活动现金流	238	645	203	69
短期借款	128	670	233	100
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	89	179	0	0
资本公积增加	-93	-179	0	0
其他	114	-25	-31	-32
现金净增加额	-36	145	350	200

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3652	6162	10295	15888
营业成本	3197	5354	8933	13767
营业税金及附加	2	3	5	8
营业费用	234	419	710	1064
管理费用	100	170	286	431
财务费用	6	7	31	32
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	113	209	330	586
营业外收入	3	1	1	2
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	115	209	331	588
所得税	24	45	72	132
净利润	91	164	258	456
少数股东损益	24	69	116	182
归属母公司净利润	66	95	142	274
EBITDA	125	219	364	622
EPS (元)	0.37	0.27	0.40	0.77

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	127.8	68.7%	67.1%	54.3%
营业利润	62.6%	84.9%	58.0%	77.8%
归属于母公司净利润	32.2%	43.6%	49.3%	92.1%
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	59.62	41.51	27.80	14.47
P/B	6.93	6.11	5.01	3.72
EV/EBITDA	30	17	10	6

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。

免责条款

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