

**专业连锁**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 12.60 元

当前股价: 11.32 元

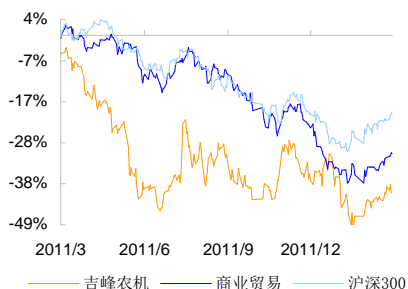
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2460.69
总股本(百万)	357
流通股本(百万)	180
流通市值(亿)	20
EPS	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	11.53	3.66	-4.56
商业贸易	8.22	-4.48	-20.97
沪深 300 指数	6.86	4.43	-7.50



**相关报告**

吉峰农机\_收入持续快速增长, 资源整合效果渐显, 王者风范依旧 2011-10-26

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**

**静待风雨过后的彩虹: 催化剂一看政策、二看资金**

**——调研快报**

近期我们对公司进行了调研, 经过与公司高层的深入交流, 了解到 2011 年受行业整顿、政策执行效率等因素的影响, 公司业绩增速出现了较大幅度的下滑; 2012 年农机流通行业的政策环境有出现好转的迹象, 公司 2012 年的经营情况有望好于 2011 年。

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整合者及主要受益者, 维持“推荐”评级。

**投资要点:**

◇ **2011 年是公司经营较为困难的时刻。**(1)在行业整顿(国家在农机配置补贴领域进行了严打, 查处了一批涉案公司及人员)的背景下, 公司在吉林、重庆等地区的业务开展受到了一些影响;(2)政府为了防止非法套取农机购置补贴款行为的发生, 增加了部分审批环节, 使得**政府执行政策的效率出现下降**, 农机流通公司从申请到拿到政府补贴款的时间大幅延长, 导致公司**资金链紧张**, 加之偏紧货币政策使得利率高企, 公司 2011 年的财务费用出现了大幅增长(增加约 2000 多万元)。

◇ **2012 年公司的经营环境有出现好转的迹象。**(1)行业整顿接近尾声, 在行业更加规范的情况下, 更利好吉峰农机的发展(因为在企业都按章办事时, 吉峰的资金、渠道、品牌更占优势);(2)**农机购置补贴政策出现了好转的迹象**, 如部分省份 2012 年开始试点全额购机(即农机补贴款直接补给农民, 不再由农机流通企业垫资, 如湖南省), 普惠制等, 如果全面推广, 农机流通企业的资金压力将大为减轻;(3)**多种措施筹措资金**, 如正在发行的企业债, 不排除未来创业板再融资细则出台后, 公司也会通过发行股票来募集发展所需资金。

◇ **公司 2012 年的发展战略将进行适度调整。**在融资渠道没有完全放开的背景下, 公司以往的重点依靠外延扩张的发展模式将越来越受到资金面不足的制约。预计 2012 年公司的发展战略将(1)由此前的一味重视外延扩张, 转向外延扩张与内生增长双轮驱动;(2)更强调发挥公司的**集合效应**, 在对各子公司考核时也将更加注重“自有资金收益率、周转率”等效率指标。预计 2012 年公司的费用率将出现下降, 净利率会有所上升。

◇ **二个催化剂:**(1)**政策**, 由于补贴类农机占公司农机销售收入的 80%, 只要政府政策在农机购置补贴领域出现积极的变化(政策向消极方向调整的可能性不大), 公司的经营规模、经营效益都将显著受益;(2)**资金**, 农机流通行业的“代位垫资”特点决定了农机流通行业是个资金占用型行业, 资金是目前制约公司发展的一大瓶颈, 在公司资金充裕后, 其扩张步伐将会加快。

◇ **盈利预测:** 由于 2012 年在行业政策、公司资金面上仍存在一定不确定性, 因此我们下调公司 12/13 年 EPS 至 0.28、0.45 元, 以 11 年为基期, 年均复合增速 46.7%。我们认为:(1)**暂时的挫折不改公司未来成为 4000 亿农机流通领域里王者的趋势**;(2)现阶段应重视规模增速, 淡化 EPS 增速, 只要营业收入能保持 50%以上的增长, 公司由高成长阶段进入高盈利阶段只是时间问题, 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	3652	5205	7784	11516
收入同比(%)	128%	43%	50%	48%
归属母公司净利润	66	75	100	161
净利润同比(%)	32%	13%	33%	62%
毛利率(%)	12.4%	13.1%	13.3%	13.5%
ROE(%)	11.6%	11.9%	13.7%	18.1%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.28	0.45
P/E	60.75	53.93	40.53	25.06
P/B	7.07	6.43	5.55	4.54
EV/EBITDA	30	21	13	8

资料来源: 中投证券研究所

## 一、农机购置补贴政策长期向好，政策风险小

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，（1）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 54.5%）；（2）欧、美、日等发达国家在实现农业机械化后，还在继续执行农机购置补贴政策，至少未来 15 年我国都不会减弱或取消农机购置补贴政策。

表 1 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
2005-2012 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
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 2 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	2012E
中央农机补贴（亿元）	0.7	3	6	20	40	130	155	175	220
增速		329%	100%	233%	100%	225%	19%	13%	26%
农机补贴涉及区域（个）	66	500	1126	1716	2653	2856	2856	2856	2856
覆盖区县比例	2.3%	17.5%	39.4%	60.0%	92.8%	100%	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 3 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

## 二、公司未来有望成为 4000 亿农机流通领域里的王者

### 2.1 “十二五末”农机流通市场规模将至少达 4000 亿元

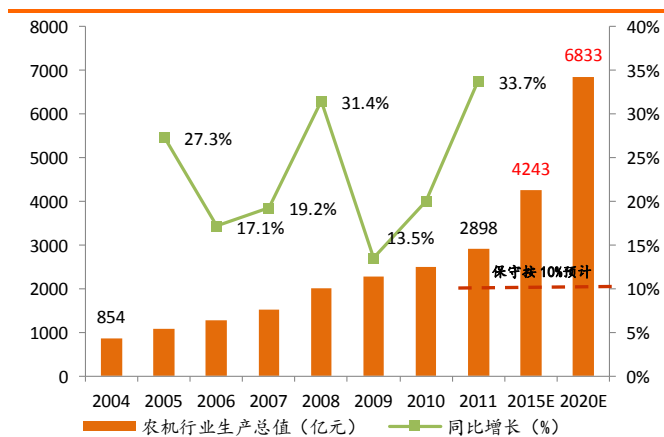
政府的大力推动是我国农机行业取得快速发展的重要保障，根据农机行业“十二五”规划，2015 年末我国农机行业总产值要达到 4000 亿元。我们认为实现这一目标的难度不大，届时有一定的可能超额完成，原因如下：

1、从 2004 年至 2011 年，中国农机工业总产值保持了年均 19.1% 的复合增幅，2011 年末产值已经达到 2898 亿元；

2、进入“十二五”后，在国家继续加大农机产品购机补贴力度的背景下，农机行业将保持快速增长，预计增速保持在 10% 左右（略大于国家 GDP 增速）的确定性很高；

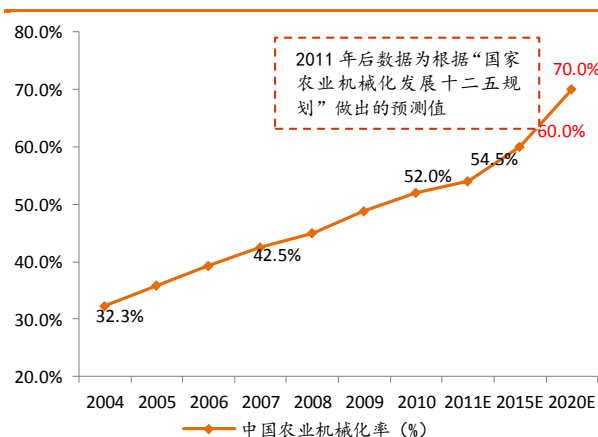
3、我们认为“十二五”期间农机工业总产值的年均合理增速为 10%—15%，则 2015 年农机市场规模为 4243—5069 亿元。

图 1 过往农机生产总值及未来十年目标



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 2 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

### 2.2 四大优势将造就公司农机流通领域里的王者地位

#### 2.2.1 公司竞争优势

- 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。

#### 2.2.2 公司有望成为农机流通领域里的王者

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。**

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,我们认为公司将是行业集中度提升背景下的领导者及主要受益者。

### 三、短期应重视规模增速,淡化 EPS 增速

#### 3.1 为什么短期内应重视规模增速,淡化 EPS 增速

连锁企业发展的 2 个阶段:

**阶段一:** 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,以获得定价权优势;

**阶段二:** 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。

我们认为: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**。在业务扩张阶段,公司的费用难以得到有效控制,且在规模没有达到一定体量之前,内部整合提效的效果也不明显。

对于吉峰农机来说,我们认为**阶段一还要持续 3—5 年**,阶段二的出现只是**时间问题**。只要公司的销售规模能持续快速增长,话语权的增强将使公司在与上游制造企业划分利润蛋糕时处于优势地位(体现在毛利率的逐渐上升),我们预计在公司销售规模达到 150 亿元时,内部整合提效的效果才会充分体现(体现在费用率逐渐下降,毛利率稳步提升)。

#### 3.2 公司的规模扩张情况

##### 3.2.1 模式:“南新设、北并购”,变行业存量为公司增量

吉峰农机目前规模尽管已经在业内处于领先地位,但市场占有率仍仅有 1.79%(2011 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 4 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

### 3.2.2 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

公司自 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 21 个省（直辖市、自治区）建立起拥有近 200 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。

#### 1、扩张战略：外延扩张+内生增长

预计未来三年，公司将一方面继续进行外延扩张，进军河北、河南、山东等华北地区；另一方面注重门店的内生增长，不断加密原有区域网点密度，进一步下沉渠道。

表 5 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。

#### 2、四大销售区域的成长性

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 6 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

### 3、各销售区域的收入增速预测

公司目前仍处于扩张阶段,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 2 年的收入增长情况。

表 7 公司各区域 2012—2013 年的收入增速预测

区域	进入时间	市场占有率	假设理由	2012-2013 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%	公司目前在销区域销售规模小, 未来成长潜力巨大	有望保持 50%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

## 四、盈利预测及投资建议

预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.28、0.45 元, 以 2011 年为基期, 年均复合增长率 46.7%。

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享有更高的估值。考虑到国家对农机行业支持力度的不断加强以及公司较高的成长速度, 我们给予公司 45 倍 PE, 对应 PEG=0.96, 公司未来 6—12 个月目标价 12.6 元, 维持“推荐”评级。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2439	3794	5013	6892
现金	605	950	1000	1200
应收账款	590	903	1314	1887
其他应收款	174	284	433	653
预付账款	234	344	493	697
存货	836	1131	1618	2339
其他流动资产	0	182	156	115
<b>非流动资产</b>	102	118	113	120
长期投资	5	4	4	4
固定资产	45	44	43	41
无形资产	14	19	24	30
其他非流动资产	38	51	42	45
<b>资产总计</b>	2541	3912	5127	7012
<b>流动负债</b>	1741	3002	4036	5627
短期借款	138	1147	1322	1828
应付账款	691	679	1114	1743
其他流动负债	913	1176	1600	2056
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	1741	3002	4036	5627
少数股东权益	228	283	363	496
股本	179	357	357	357
资本公积	267	88	88	88
留存收益	126	182	282	443
归属母公司股东权益	571	628	728	889
<b>负债和股东权益</b>	2541	3912	5127	7012

## 现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-213	-626	-67	-227
净利润	91	129	180	293
折旧摊销	6	3	3	3
财务费用	6	16	52	72
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-311	-766	-314	-597
其他经营现金流	-3	-7	13	3
<b>投资活动现金流</b>	-61	-4	-7	-7
资本支出	38	0	0	0
长期投资	-30	-1	0	0
其他投资现金流	-53	-5	-7	-7
<b>筹资活动现金流</b>	238	975	124	434
短期借款	128	1009	175	506
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
其他筹资现金流	114	-34	-52	-72
<b>现金净增加额</b>	-36	345	50	200

## 利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	3652	5205	7784	11516
<b>营业成本</b>	3197	4526	6749	9962
<b>营业税金及附加</b>	2	3	4	6
<b>营业费用</b>	234	354	533	783
<b>管理费用</b>	100	144	216	317
<b>财务费用</b>	6	16	52	72
<b>资产减值损失</b>	2	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	113	164	230	377
<b>营业外收入</b>	3	1	1	1
<b>营业外支出</b>	0	1	0	0
<b>利润总额</b>	115	164	231	378
<b>所得税</b>	24	35	51	85
<b>净利润</b>	91	129	180	293
<b>少数股东损益</b>	24	54	81	132
<b>归属母公司净利润</b>	66	75	100	161
<b>EBITDA</b>	125	182	285	453
<b>EPS (元)</b>	0.37	0.21	0.28	0.45

## 主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	127.8	42.5%	49.6%	47.9%
营业利润	62.6%	44.9%	40.7%	63.8%
归属于母公司净利润	32.2%	12.7%	33.1%	61.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	12.4%	13.1%	13.3%	13.5%
净利率	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%
ROE	11.6%	11.9%	13.7%	18.1%
ROIC	28.8%	12.9%	15.7%	17.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.5%	76.7%	78.7%	80.3%
净负债比率	7.93%	38.21%	32.77	32.49%
流动比率	1.40	1.26	1.24	1.22
速动比率	0.92	0.89	0.84	0.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.08	1.61	1.72	1.90
应收账款周转率	10	7	7	7
应付账款周转率	7.32	6.61	7.53	6.97
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.28	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.60	-1.75	-0.19	-0.63
每股净资产(最新摊薄)	1.60	1.76	2.04	2.49
<b>估值比率</b>				
P/E	60.75	53.93	40.53	25.06
P/B	7.07	6.43	5.55	4.54
EV/EBITDA	30	21	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

## 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**, 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
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