

公司研究

新股研究

建议询价区间: 6.11-7.99元

## 中国拖拉机行业龙头，将受益于大型化趋势

——一拖股份(601038)新股研究

### 核心观点

**1、行业综合竞争力领先者。**公司是中国最大的拖拉机制造商，收入规模排 2011 年中国农机行业第二，属于国机集团农机板块的核心资产，而集团实力雄厚。去年公司拖拉机板块收入 98.6 亿元(YOY12.3%)，在大功率轮式拖拉机领域占有率第一(35.4%，与福田雷沃相当)，在中小型拖拉机领域处于优势位置。

**2、拖拉机行业增长平衡。**拖拉机行业是农业机械最大的子版块，2010 年总产值为 405 亿元，大约占农机总产值 15%。总体来看，拖拉机行业已较为成熟，过去 5 年的 CAGR 为~11%，行业未来几年的驱动因素主要是：1) 农业机械化推进，耕收机械普及率提高；2) 中央财政补贴杠杆作用仍将持续（今年预计补贴 200 亿元）；3) 更新和产品结构升级(大约 2000 万的存量小四轮将部分被替代)；4) 出口市场。今年 1-5 月，拖拉机行业产值 411 亿元(YOY-0.8%)，下半年中央财政仍有近 100 亿元的补贴额度，但部分省份补贴模式的调整对需求有影响。

**3、拖拉机大型化驱动公司成长。**公司在中大型拖拉机领域具有优势，而行业的大型化趋势比较明确，今年前 5 月 100hp 以上拖拉机销量大幅增长 61.5%(共 23541 台)，而其他产品均出现下滑。过去几年，小轮拖年产量已经下降到 35-40 万台，而中轮拖上升至~25 万台，大轮拖上升至~14 万台，但发达国家以 40hp 产品为主，中国拖拉机大型化将推进。在该领域，公司的主要对手为福田雷沃和外资品牌，市场格局比较稳定，因此整体盈利情况将有所增强。

**4、募投项目将改善产能约束。**公司的中大型拖拉机产能明显不足，去年利用率均超过 100%，已对公司成长产生制约。公司计划投资 17.7 亿元(其中募资 11.5 亿元)，实施大型拖拉机、柴油机等 4 个项目，将形成 4 万台农用柴油机、3000 台大型拖拉机、1000 台大型拖拉机零部件的产能以及燃油喷射系统的改造扩产。

**我们认为合理股价为 6.11-7.99 元。**我们预计 2012-2014 年，公司的 EPS 分别为 0.47 元、0.53 元和 0.59 元，考虑到拖拉机大型化趋势持续，以及承诺今年注入 3 家集团配套公司资产带来的利润增厚预期（去年净利润 1 亿元左右，但暂不计入我们的盈利预测之中），我们认为公司的合理股价在 6.11-7.99 元，对应于 2012 年的 PE 中值为 13-17X，中值为 15X。

**风险提示：**1) 行业竞争恶化；2) 农机补贴模式变化可能影响需求；3) 资产注入不达预期。

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	11328.5	12437.6	13695.2	15095.7
同比增速(%)	10.8	9.8	10.1	10.2
归母净利润(百万)	410.8	464.4	526.3	586.5
同比增速(%)	-24.3	13.0	13.3	11.4
EPS(元)	0.41	0.47	0.53	0.59

### 基础数据

总股本(万股)	99590
流通A股(万股)	40199
总市值(亿元)	0
总资产(亿元)	91.7
每股净资产(元)	3.34
建议询价区间(元)	6.11-7.99 元

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 向磊

电话: 010-84183147

Email: xianglei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**附录：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5332.0	5714.6	6593.2	7385.0	<b>营业收入</b>	11328.5	12437.6	13695.2	15095.7
现金	1512.4	2210.8	1829.5	3075.9	营业成本	9755.6	10749.9	11824.1	13023.4
应收账款	852.7	653.5	1007.4	836.3	营业税金及附加	22.8	19.7	24.6	25.5
其它应收款	132.6	183.3	144.7	213.0	营业费用	337.3	401.9	425.2	478.3
预付账款	107.8	540.1	153.7	592.7	管理费用	677.2	740.0	816.2	883.1
存货	1110.6	1732.7	1383.3	2033.8	财务费用	49.5	27.4	27.9	41.5
其他	1615.9	394.2	2074.5	633.4	资产减值损失	-2.4	0.0	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	3835.8	3286.9	3346.7	3398.9	公允价值变动收益	-11.8	2.0	2.5	2.5
长期投资	116.7	117.1	117.4	117.8	投资净收益	59.3	70.4	70.4	75.4
固定资产	1367.3	1493.3	1594.4	1674.2	<b>营业利润</b>	515.9	571.0	649.9	721.7
无形资产	766.9	773.5	789.4	811.2	营业外收入	23.0	30.0	31.0	35.0
其他	1584.9	903.1	845.5	795.8	营业外支出	2.9	2.8	2.8	2.8
<b>资产总计</b>	9167.8	9001.4	9939.9	10784.0	<b>利润总额</b>	536.0	598.2	678.1	753.9
<b>流动负债</b>	5076.6	3971.6	4442.0	4725.4	所得税	78.5	82.7	96.6	105.8
短期借款	965.5	650.6	856.9	736.8	<b>净利润</b>	457.5	515.4	581.6	648.1
应付账款	1608.2	1698.2	1969.8	2072.6	少数股东损益	46.7	51.0	55.2	61.6
其他	2502.9	1622.8	1615.3	1915.9	<b>归属母公司净利润</b>	410.8	464.4	526.3	586.5
<b>非流动负债</b>	315.6	284.5	252.5	217.9	EBITDA	560.8	813.4	906.6	1031.8
长期借款	186.0	152.3	120.4	86.1	EPS (元)	0.41	0.47	0.53	0.59
其他	129.6	132.3	132.1	131.7					
<b>负债合计</b>	5392.2	4256.1	4694.5	4943.2					
少数股东权益	452.1	503.1	558.4	619.9	<b>主要财务比率</b>				
股本	845.9	995.9	995.9	995.9		<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积金	1444.9	2359.9	2359.9	2359.9	<b>成长能力</b>				
留存收益	1032.7	1497.1	1941.8	2475.6	营业收入	10.8%	9.8%	10.1%	10.2%
归属母公司股东权益	3323.5	4852.9	5297.7	5831.5	营业利润	-16.9%	10.7%	13.8%	11.0%
<b>负债和股东权益</b>	9167.8	9612.1	10550.6	11394.6	归属母公司净利润	-24.3%	13.0%	13.3%	11.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	13.9%	13.6%	13.7%	13.7%
					净利率	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%
					ROE	12.1%	9.6%	9.9%	10.0%
					ROIC	10.4%	9.1%	9.1%	9.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	58.8%	47.3%	47.2%	45.8%
					净负债比率	21.4%	19.8%	21.7%	17.5%
					流动比率	1.05	1.44	1.48	1.56
					速动比率	0.83	1.00	1.17	1.13
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.29	1.37	1.45	1.46
					应收帐款周转率	15.75	16.52	16.49	16.38
					应付帐款周转率	6.31	6.50	6.45	6.44
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.41	0.47	0.53	0.59
					每股经营现金	0.90	0.22	-0.23	1.72
					每股净资产	4.46	5.38	5.88	6.48
					<b>估值比率</b>				
					P/E				
					P/B				
					EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崑	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			