



农用拖拉机领军企业

合理价格

5.29~7.94 元

投资要点:

- 农机补贴、土地流转和农村劳动力减少推动农机行业高增长;
- 农机尤其是拖拉机行业毛利率不断提高, 有助公司利润增长;
- 公司依托技术研发自主创新和规模上的优势, 处于领先市场地位;

报告摘要:

- **农机补贴、土地流转和农村劳动力减少推动农机行业高增长。** 目前推动我国农机行业增长的主要因素仍将持续, 综合考虑我国农业机械行业发展的现状和未来的行业空间, 我们认为未来五年我国农业机械行业和拖拉机子行业(大中轮拖)都将保持较好增长态势。
- **行业毛利率不断提高, 有助公司利润增长。** 随着我国农业机械技术水平的提高, 行业产品结构优化, 毛利率整体水平不断提升。2004年农机行业毛利率为9%左右, 2011年行业毛利率达到15%左右。2004年拖拉机制造的毛利率水平为9%左右, 2011年则达到了16%左右。
- **公司依托技术研发自主创新和规模上的优势, 处于领先市场地位。** 2011年, 公司大型轮式拖拉机销量47,633台, 继续保持行业第一位; 中型轮式拖拉机销量34,880台, 市场份额上升至行业第三位; 小型轮式拖拉机销量45,678台, 市场份额位居行业第三位; 55马力以上拖拉机和自走式收割机配套用柴油机业务市场占有率约为60%。
- **预测与估值。** 估算2012年、2013年和2014年可分别实现每股收益0.51元、0.60元和0.72元。基于以下考虑: 公司未来三年净利润增长率分别为23.79%、18.17%和18.57%; 保守考虑, 我们认为新研股份(300159)(12年20.68倍市盈率)具有一定的参考价值, 但考虑到两家公司产品结构的较大差异, 玉米收获机行业增速明显高于拖拉机行业, 公司的估值水平要低于新研股份; 公司港股股价为5.85港币, 折合人民币4.82元, 对应2012年市盈率为9.44倍, 假设A股相对港股溢价10%, 则可给A股10.38倍市盈率最为估值底线。综合以上, 我们认为给予公司2012年动态市盈率10.38~15.57倍, 对应股价为5.29~7.94元, 对应2011年静态市盈率为12.90~19.37倍。

机械行业研究组

庞琳琳 (S1250209110200)

电话: 010-88085971

Email: panglinlin@hysec.com

联系人: 朱颖

Email: zhuying@hysec.com

祝永兴(实习生)对本报告有贡献

本次发行情况

发行前总股本(万股)	84,590
本次发行(万股)	15,000
发行后总股本(万股)	99,590
2011年每股收益(摊薄后)	0.41元
2011年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)	0.37元

主要指标(2011年)

每股净资产	3.93元
毛利率	13.38%
流动比率	1.05倍
速动比率	0.83倍
应收账款周转率	15.66次
资产负债率(合并报表)	58.82%
净资产收益率(加权平均)	12.69%

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	11262.66	12546.60	14140.02	16091.34
增速	10.19%	11.40%	12.70%	13.80%
归属母公司所有者净利润	410.82	508.56	600.96	712.57
增速	-24.30%	23.79%	18.17%	18.57%
每股收益(摊薄后)	0.41	0.51	0.60	0.72

目录

一、国内农用拖拉机及农用柴油机龙头企业	4
(一) 公司概况	4
(二) 公司股权结构	5
(三) 关注股利分配之策	6
二、农业机械行业处于快速发展期	6
(一) 农业机械行业整体情况	6
1、我国农业机械行业保持良好发展态势	6
2、大中功率产品推动拖拉机行业发展	7
3、进口增速放缓，出口增速加快	7
4、农机及拖拉机产品盈利水平逐渐提高	8
(二) 行业竞争格局和市场化程度	9
1、农业机械行业市场集中度将逐步提高	9
2、拖拉机行业市场竞争格局	9
3、拖拉机市场总体集中度较高	11
(三) 农机补贴、土地流转和农村劳动力减少推动农机行业高增长	12
1、三大因素推动农机行业高增长	12
2、“十二五”农机行业有望保持 20% 的增速	14
3、大中轮拖将保持稳定增长	14
三、公司具备综合竞争优势	16
(一) 领先的市场地位及规模优势	16
(二) 领先的技术研发和自主创新能力	17
(三) 完备的制造体系优势	18
(四) 品牌优势	18
(五) 销售网络优势	18
四、募投项目分析	19
五、预测及估值	20
六、风险提示	21
附录：农业机械行业基本情况	22
(一) 农业机械行业主管部门	22
(二) 农业机械行业主要法律法规	22
(三) 农业机械行业主要政策	23
1、三农政策	23
2、农机补贴政策	23
3、税收政策	23
4、土地政策	23
5、进出口政策	23

图表

图 1: 2003-2011 年公司营业收入及净利润变化	5
图 2: 公司发行上市后股权结构图	5
图 3: 2003-2011 年我国农业机械总动力	6
图 4: 2004-2009 年我国大中型、小型拖拉机动力情况	6
图 5: 2006-2011 年我国农业机械工业总产值	7
图 6: 2006-2010 年我国农机规模企业数量	7
图 7: 2006-2010 年我国拖拉机行业产值	7
图 8: 2004-2009 年我国大中型、小型拖拉机动力占比	7
图 9: 2003-2011 年我国农业机械进出口金额	8
图 10: 2004-2011 年我国农林牧渔专用设备与拖拉机制造季度毛利率对比	8
图 11: 2004-2011 年我国全年粮食产量	12
图 12: 2004-2011 年国家农机补贴额度	12
图 13: 农机行业发展驱动因素	13
图 14: 各国农业机械化率对比	14
图 15: 2005-2011 年我国城镇化率	14
图 16: 行业大中拖市场需求预测 (万台)	15
图 17: 公司大中拖产品销量预测 (万台)	15
图 18: 公司拖拉机产品市场占有率预测	15
图 19: 2011 年我国大中轮拖市场份额	17
图 20: 2011 年农用柴油机市场份额	17
图 21: 2009-2011 年公司大中轮拖市场份额	17

表格

表 1: 公司主要产品一览	4
表 2: 一拖股份国内外主要竞争对手介绍	9
表 3: 国内 2011 年 1-6 月大轮拖主要企业市场份额情况	11
表 4: 国内 2011 年 1-6 月中轮拖主要企业市场份额情况	11
表 5: 国内 2011 年 1-6 月小轮拖主要企业市场份额情况	12
表 6: 公司最近三年及一期主要产品排名和市场占有率情况	16
表 7: 募集资金投入优先顺序	19
表 8: 农机行业相关法律法规	22
表 9: 2009 年以来农机行业相关政策	24
附表: 盈利预测	错误! 未定义书签。

一、国内农用拖拉机及农用柴油机龙头企业




(一) 公司概况

公司主营业务为制造销售农业机械和动力机械，主要产品包括大、中、小系列轮式拖拉机，履带式拖拉机，柴油机及拖拉机其他配件，叉车和矿用卡车等。

公司是我国最大、技术水平最高的专业农用拖拉机、农用柴油机生产、销售企业，于 20 世纪 90 年代建成了我国第一个国产大功率轮式拖拉机专业生产基地。公司经过多年发展，已具有国内最完整的 17-380 马力拖拉机产品系列，是我国农机行业实现进口替代的重要力量。此外，公司是国内唯一的核心零部件 100% 完全自供的拖拉机制造企业。

2009 年 10 月，公司率先推出了国内首台 380 马力的大功率拖拉机，标志着国产大马力拖拉机的制造能力跃上了一个新台阶。2010 年 9 月，“东方红”动力换挡重型拖拉机下线，结束了国际大型农机制造企业垄断动力换挡制造技术的历史，缩短了与国际水平的差距。

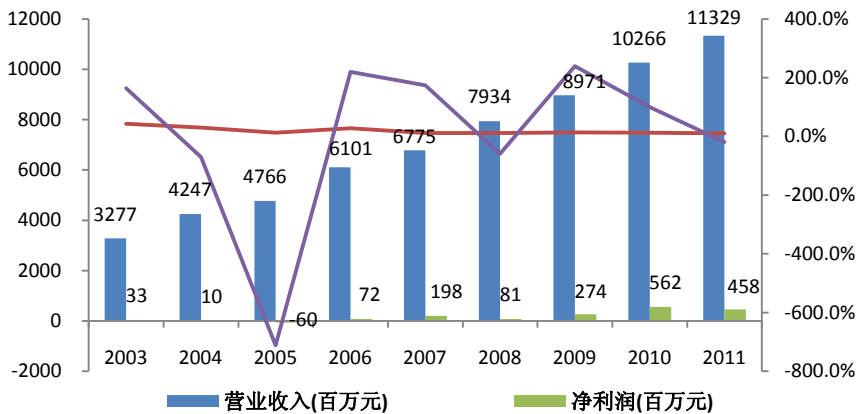
表 1: 公司主要产品一览

类别	产品类型	产品说明	产品用途	产品图片
农业机械产品	轮式拖拉机	行走装置为轮式，主要用于牵引和驱动各种配套机具，完成农业作业、各种土石方工程作业、运输作业和固定等作业的动力机械。公司生产的轮式拖拉机根据功率分为大、中、小型多个系列。	主要用于各种气候及土壤条件的运输及田间机具牵引、驱动等牵引作业。	
	履带式拖拉机	行走装置为履带式，主要用于牵引和驱动各种配套机具，完成农业作业、各种土石方工程作业、运输作业和固定等作业的动力机械。履带式拖拉机有较好的土壤附着性，适于土壤潮湿及松软地带使用。	主要用于农田作业，也可用于果园作业、水利工程拉铲运机、鱼塘整修、城镇建设等土方工程中的推土作业。	
动力机械产品	柴油机	柴油机是以柴油为燃料，将柴油燃烧的热能转化为机械能的动力机械。公司主要生产各功率段的非道路用柴油机。	公司生产的柴油机主要作为发动机装配于非道路机械，即农业机械、工程机械等。	

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

近年来，国内农用拖拉机行业的竞争越来越激烈。公司不仅受到来自国内福田雷沃和东风农机等公司的挑战，在大中马力拖拉机市场方面，尤其是大马力拖拉机，也受到了国外企业约翰迪尔以及凯斯纽荷兰（CNH）对其市场份额的不断侵蚀。2003-2011 年，公司营业收入呈不断下降趋势，但下降趋势较缓，而且公司的净利润波动幅度很大。2011 年，受新合并企业整合初期亏损、通货膨胀以及原材料价格波动等因素影响，公司整体盈利水平有所下降，营业收入同比增长 10.4%，但净利润同比下降了 18.5%。

图 1: 2003-2011 年公司营业收入及净利润变化

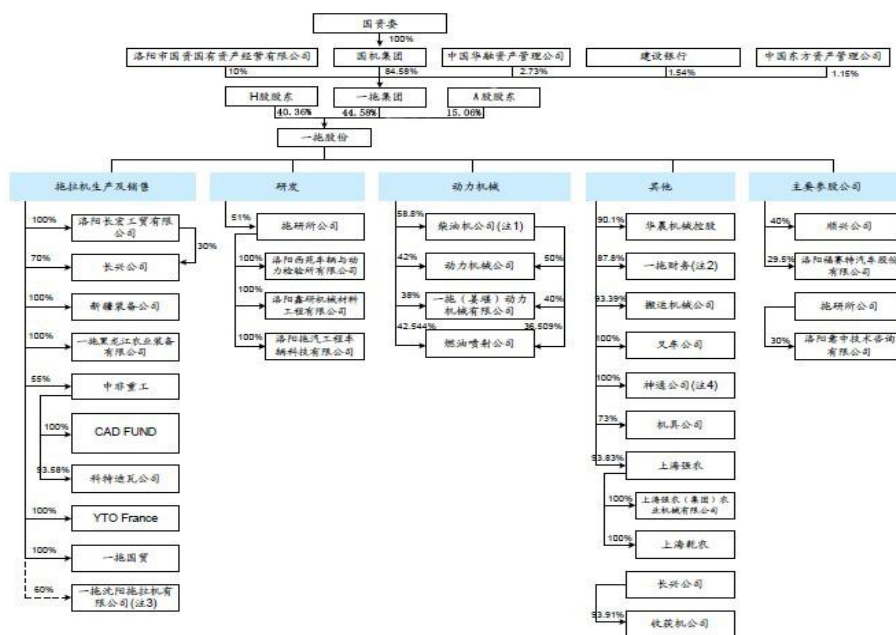


资料来源: 公司年报, 宏源证券

(二) 公司股权结构

1997 年 6 月 23 日, 公司在境外发行 3.35 亿股 H 股, 并在香港联交所主板上市, 股票简称: 第一拖拉机, 股票代码: 00038。2007 年 10 月 10 日, 公司在境外配售 6.09 亿股 H 股, 并在香港联交所上市。该次增发后, 公司总股本增至 8.459 亿股, 其中一拖集团持有 52.48% 的股份, H 股公众股东持有 47.52% 的股份。公司本次回归 A 股, 拟发行不超过 1.5 亿股, 发行后公司总股本不超过 9.959 亿股。如果此次发行股份数最终为 1.5 亿股, 那么发行后一拖集团将持有一拖股份 44.58% 的股份, H 股公众股东持有一拖股份 40.36% 的股份, A 股公众股东持有一拖股份 15.06% 的股份。

图 2: 公司发行上市后股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

(三) 关注股利分配之策

近三年来,公司综合考虑当年盈利情况、未来资金需求和对股东近期合理回报等因素制定股利分配方案,现金分红金额呈现逐年上升的态势,平均现金分红比例为 41.74%。2008 年度、2009 年度和 2010 年度现金分红金额分别为 4299.50 万元、10150.80 万元和 16918.00 万元,占当年实现的可供分配利润的比例分别为 53.83%、40.21%和 31.18%。

根据公司未来的股利分配计划,公司未来三年(2012 年、2013 年和 2014 年)每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 25%;在满足发放股票股利条件的情况下,择机至少发放一次股票股利。截至 2011 年 6 月 30 日,公司未分配利润总额 688,388,463 元。公司滚存利润分配方案如下:2010 年度公司第二次临时股东大会审议通过《关于公司上市前滚存利润分配的议案》,根据该议案,自本次公开发行前的滚存利润由发行股票后的新老股东共享。另根据公司已公布的 2011 年度报告,公司董事会建议不派发截至二零一一年十二月三十一日止财政年度末期股息。

二、农业机械行业处于快速发展期

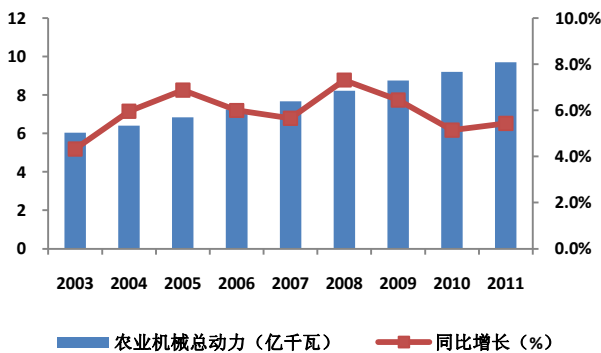
(一) 农业机械行业整体情况

1、我国农业机械行业保持良好发展态势

近年来,我国农业机械行业随着我国农民人均收入的增长、国家农业政策的扶持、农产品价格走高以及农业生产方式的转变,呈现出快速健康发展的良好态势。

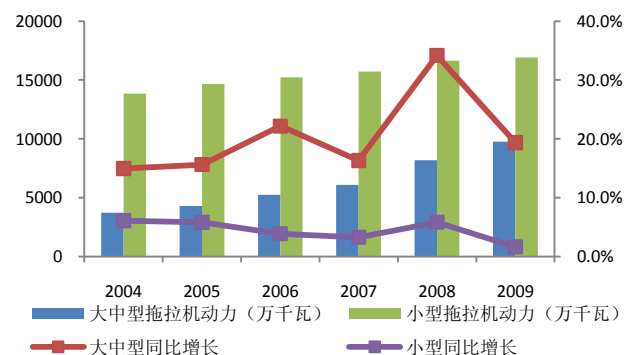
农业机械总动力由 2003 年的 6.0 亿千瓦增加到 2011 年的 9.7 亿千瓦,复合增长率为 6.2%。其中,大中型农业机械动力增幅较大,如大中型拖拉机 2003-2009 年复合增长率达 20.26%,远高于农机总动力的增长速度。

图 3: 2003-2011 年我国农业机械总动力



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

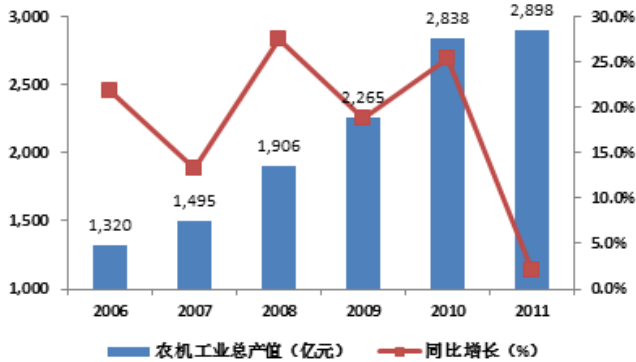
图 4: 2004-2009 年我国大中型、小型拖拉机动力情况



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

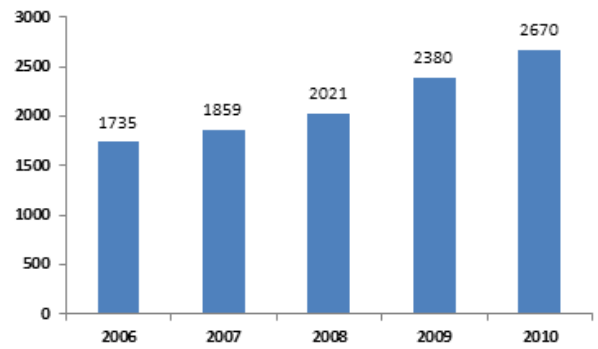
根据中国农业机械工业协会数据,从 2006 年到 2011 年,农业机械总产值从 1319.84 亿元增长到了 2898 亿元,年复合增长率达到 17%。农机制造企业规模持续扩大,2010 年规模以上企业数量达到 2,670 家(注:国家统计局规定,年销售额在 500 万元以上为规模以上企业),比 2006 年增长 53.9%。

图 5：2006-2011 年我国农业机械工业总产值



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 6：2006-2010 年我国农机规模企业数量



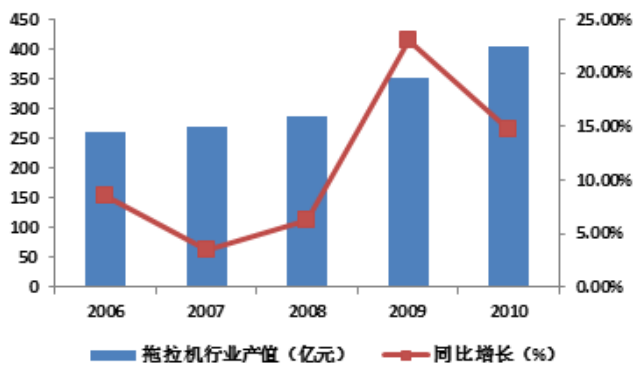
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

2、大中功率产品推动拖拉机行业发展

农业机械制造业分为拖拉机制造业、机械化农业及园艺机械制造业、农产品加工机械制造业、农林牧渔机械配件制造业等 12 个子行业。其中，拖拉机制造业为农业机械行业的主要子行业。根据中国农业机械工业协会数据，2010 年拖拉机制造业工业总产值为 405 亿元，占同期农业机械制造业工业总产值 14.27%。

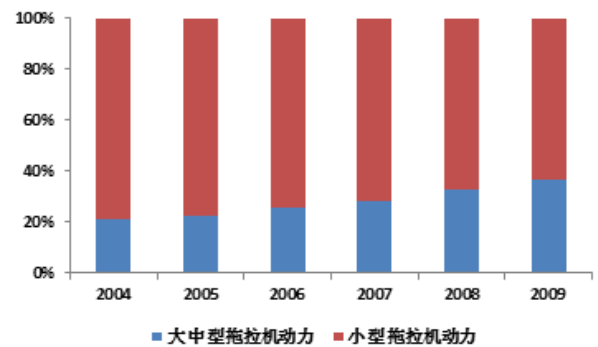
近年来，拖拉机行业产值持续上升，从 2006 年的 261 亿元增长到 2010 年的 405 亿元，复合增长率为 11.61%，增速从 2007 年开始明显加快，2009 年产值较 2008 年同期增长 23%。经历 2009 年高增长后，2010 年仍然保持两位数较快增长。

图 7：2006-2010 年我国拖拉机行业产值



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

图 8：2004-2009 年我国大中型、小型拖拉机动力占比



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

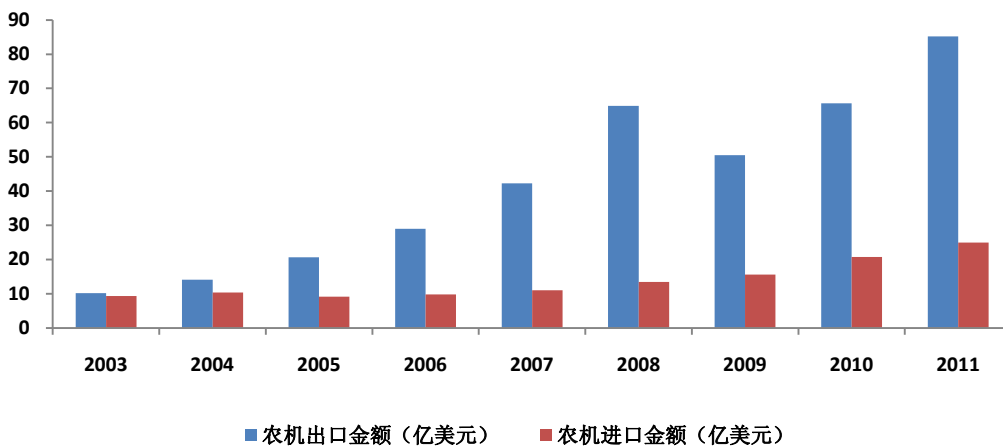
当前，大中马力轮式拖拉机已成为引领我国农业机械化潮流的农机产品。随着“跨区作业”、“农机合作社”等多种模式的逐步普及，市场对大功率农机产品的需求迅速攀升，2006 年以来，大中功率产品成为推动拖拉机行业发展的关键力量，大中型拖拉机在拖拉机市场占有率越来越大的比重。2003 年大中型拖拉机总动力为 3,230 万千瓦，占拖拉机总动力的 19.83%。到 2009 年，大中型拖拉机总动力为 9,773 万千瓦，占拖拉机总动力 36.61%。大中型拖拉机总动力 2003-2009 年复合增长率达 20.26%。2010 年大中型拖拉机保有量达到 384 万台，小型拖拉机达到 1,796.81 万台，大中型与小型的比例从 2003 年的 1:14 上升到去年的 1:5，农机产品结构进一步调整，农机大型化趋势越发明显。

3、进口增速放缓，出口增速加快

在转变外贸增长方式、支农惠农和协调进出口贸易平衡发展的方针政策指导下，我国请务必阅读正文之后的免责条款部分

农机行业进出口总额近年来保持了高速增长。近年来，出口规模不断上升，从 2003 年的 10.19 亿美元上升到 2011 年的 85.18 亿美元，复合增长率高达 30.4%。相较出口增长，农机进口增速较缓，进口金额从 2003 年的 9.3 亿美元增长到 2011 年的 24.93 亿美元，复合增长率为 13.1%。农机出口高速增长体现了我国农机产品在国际市场上的综合竞争力不断提升。相对出口而言，进口增长较缓慢，主要由于我国农机制造能力的提升和农机技术的进步，本土农机产品能满足消费者需求，逐步替代进口产品，以及进口农机的相关政策等因素的影响。

图 9：2003-2011 年我国农业机械进出口金额

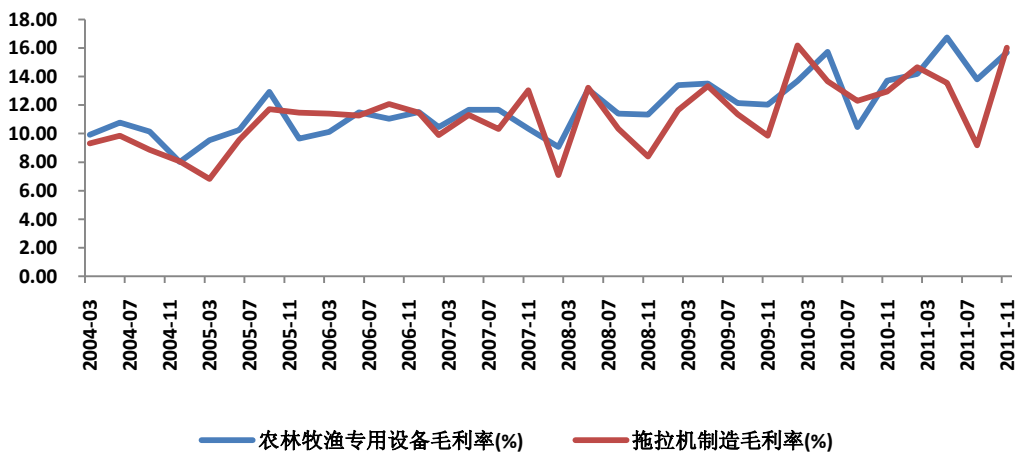


资料来源：机经网、宏源证券

4、农机及拖拉机产品盈利水平逐渐提高

随着我国农业机械技术水平的提高，行业产品结构优化，毛利率整体水平不断提升。2004 年农机行业毛利率为 9% 左右，2011 年行业毛利率达到 15 % 左右。拖拉机制造作为农机行业的子行业，近年来其毛利率水平波动较农机行业毛利率水平要大些，但从长期趋势来看还是不断上升的，2004 年拖拉机制造的毛利率水平为 9% 左右，2011 年则达到 16% 左右。

图 10：2004-2011 年我国农林牧渔专用设备与拖拉机制造季度毛利率对比



资料来源：WIND、宏源证券

(二) 行业竞争格局和市场化程度

1、农业机械行业市场集中度将逐步提高

我国农机产品种类繁多，目前我国生产的农机产品分 7 个门类 65 大类 337 个中类 1,374 个小类的农机产品。我国农机生产企业也数量众多，2010 年农机规模企业数量为 2,670 家，市场较为分散，绝大部分企业市场份额和品牌影响力较小。除几大行业龙头企业聚集的拖拉机和收获机领域，其余农机产品制造企业数量众多且市场份额分散。农机行业整体集中度相对较低。

未来，随着我国农机技术含量的不断提高，农机大型化、节能环保化发展的趋势日益明确，对农机制造企业的技术、资金实力的要求逐步提高，大型农机制造企业优势将进一步扩大，规模小、技术较落后的小型农机制造企业面临被逐步淘汰的危险。此外，随着农机保有量增加，国家逐步提高企业进入农机购置补贴门槛，将有利于进一步提升农机市场集中度。

2010 年，国务院发布的《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》提出农机行业发展目标，到 2020 年将形成若干具有国际竞争力和品牌影响力的大型企业集团。2011 年，工信部下发的《农机工业发展规划（2011-2015 年）》中，明确提出鼓励农机企业集团化发展，形成大型企业为龙头、中小企业相配套的产业体系和产业集群，以及围绕科研机制创新，支持重点企业技术进步，带动整个行业发展，并提出了到 2015 年，形成 5 家年销售收入在 150 亿元以上具有较强国际竞争力的大型企业集团。

2、拖拉机行业市场竞争格局

国内的拖拉机制造企业主要有一拖股份、福田雷沃、迪尔天拖（迪尔宁波）、东风农机等；国外的拖拉机制造企业主要有约翰迪尔和凯斯纽荷兰（CNH）。一拖股份主要生产大、中、小型轮式拖拉机及履带式拖拉机。公司拥有覆盖全国的销售服务网络，并且具有国内最完整的拖拉机产品种类。公司凭借其在拖拉机行业逾 50 年制造经验以及拥有的国家级拖拉机技术研发中心，突出的自主研发能力使公司的产品始终代表国内行业技术领先水平。公司在大中功率拖拉机市场多年保持第一，高端产品性能领先于同行。此外，公司产品核心零部件如柴油机、底盘等实现内部供应，具有一体化的生产供应体系。福田雷沃为公司在拖拉机行业的主要竞争对手。

表 2：一拖股份国内外主要竞争对手介绍

公司名称	公司简介	拖拉机产品类型	最近动态
福田雷沃	福田雷沃国际重工股份有限公司（简称福田雷沃重工）是一家以工程机械、农业装备、车辆为主体业务的大型产业装备制造企业，2011 年实现销售收入 160 亿元，同比增长 12.7%。	TA 系列型号分类：55-85 马力	1、近日，福田雷沃重工股份有限公司与蒙古农业部签署合同，自 2012 年 4 月至 9 月，向蒙古出口 8000 台拖拉机和 8000 套农机具，总金额近 3000 万美元。这是该公司成立以来最大单笔订单，也是蒙古国农业装备政府招标采购最大项目。（2012 年 2 月 15 日）
	福田雷沃重工主导产品雷沃谷神联合收割机销量连续 11 年居行业首位，市场占有率达 70%；雷沃大中型拖拉机连续 7 年市场占有率行业领先。	TB 系列型号分类：40-70 马力	
	为保证研发创新能力与国际接轨，在山东研发中心之外，成立了天津、欧洲和日本研发中心，搭建同步世界的四位一体研发平台。	TD 系列型号分类：75-100 马力	
	福田雷沃重工积极开拓国际市场。目前，公司已建成了由 300 多家销售服务商组成的覆盖全球 120 多个国家和地区的集“销售、	TE 系列型号分类：25-35 马力	
		TF 系列型号分类：100-125 马力	

	服务、配件供应、用户培训与信息反馈”五位一体的全球营销服务网络体系，出口产品涵盖农业装备、工程机械、车辆三大产业。	TG 系列型号分类： 125-185 马力 TH 系列型号分类： 35-45 马力 TN 系列型号分类： 265 马力	
东风农机	<p>常州东风农机集团有限公司始建于 1952 年，是一家致力于研发、生产拖拉机及其各类农机具的国家大型专业农机企业。公司拥有资产 11.92 亿元，是中国大中型轮式拖拉机、小型拖拉机专业生产基地之一。</p> <p>公司组织拖拉机及配套农机具生产已有 50 多年历史，主要产品累计产销超过 280 万台。现主要生产东风牌 6-18 马力系列手扶拖拉机，东风牌 20-125 马力系列轮式拖拉机，常拖牌系列柴油机等五大类 200 多个品种。</p> <p>2008 年东风农机产销轮拖 2.8 万台，成为行业中轮拖年产销超 2 万台的仅 3 家企业之一；2009 年，公司产销轮拖达到了 3.5 万台；2010 年 1-10 月累计产销轮拖已达 37000 台，全年突破 4 万台指日可待，其中 25-50 马力轮拖销量和出口居全国第一。</p>	DF200-DF1254 (20-125 马力)	1、预计 2011 年全年可产销手拖 7.2 万台、轮拖 5 万台，实现利润收入 20 亿元，出口创汇 7200 万美元，实现利润 8500 万元。目前大中拖产销总量排位第三，市场占有率达 12%，25-60 马力中型轮拖排位第一，轮拖出口量排位第二。 (2012 年 2 月 2 日)
约翰迪尔	<p>约翰迪尔公司成立于 1837 年，总部位于美国伊利诺依州莫林市。公司是全球农业、林业、工程等领域的领先供应商，全球非道路用柴油发动机的领先制造商。2010 年公司全球净销售收入为 260 亿美元。约翰迪尔是全球最大的农业设备制造商，其农业设备产品包括作物收获、牧草和青贮、作物养护及拖拉机等。</p> <p>1995 年约翰迪尔北京办事处成立。1997 年建立合资企业 - 约翰·迪尔佳联收获机械有限公司 (在 2010 年 3 月更名为约翰·迪尔 (佳木斯) 农业机械有限公司)，迪尔佳联主要生产大、中、小型联合收割机。</p> <p>2000 年约翰迪尔 (中国) 投资有限公司和约翰迪尔 (天津) 国际贸易有限公司成立，并与天津拖拉机制造有限公司合资成立约翰·迪尔天拖有限公司，迪尔天拖主要生产 60-120 马力的轮式拖拉机。</p> <p>2005 年约翰迪尔 (天津) 有限公司成立。该公司制造与全球约翰迪尔系列拖拉机相配套的变速箱动力传输系统。2007 年成立约翰迪尔 (宁波) 农业机械有限公司主要生产 20-55 马力的拖拉机。</p>	国产拖拉机系列： 28 马力 30 马力 32 马力 35 马力 -185 马力 进口拖拉机系列： 6000 系列 7000 系列 8000 系列 (180-255 马力) 9000 系列 (325-583 马力)	1、323 台约翰迪尔进口大马力拖拉机抵达大连大窑湾港区，并将于近日奔赴黑龙江全省各地农机合作社。这些进口拖拉机由约翰迪尔位于美国的滑铁卢工厂生产，包括 41 台 9330 拖拉机、100 台 8270R 拖拉机以及 182 台 7930 拖拉机。(2011 年 3 月 7 日) 2、迪尔公司今天宣布将在中国建立一家发动机工厂，该厂将为约翰迪尔在华制造的机械提供发动机。该厂将建在迪尔公司位于天津经济技术开发区的生产基地，投资约为 6000 万美元。(2011 年 5 月 24 日)
凯斯纽荷兰 (CNH)	<p>凯斯纽荷兰 (CNH) 公司是当今世界最大的农业机械制造公司之一，其拖拉机、联合收割机和打捆机的销量名列世界前茅。旗下农业机械品牌包括 Braud、Case (凯斯)、Fiat (菲亚特)、Ford (福特)、International Harvester (万国)、New Holland (纽荷兰) 和 Steyr 等。CNH 公司目前在中国推广的农业机械品牌主要为凯斯 (CASE IH) 和纽荷兰 (NEW HOLLAND) 两个品牌。</p> <p>CNH 当前在中国设有两家合资公司，分别是凯斯纽荷兰机械 (哈尔滨) 有限公司和上海纽荷兰农业机械有限公司。前者成立于 1999 年，是中国第一个从事高端大马力轮式拖拉机生产与组装的外资企业。目前主要生产和组装 100 马力以上轮式拖拉机和小型</p>	纽荷兰： 50-70 hp 拖拉机 80-100hp 拖拉机 > SNH804 > SNH900/904 > SNH1000/1004 100-210hp 拖拉机 > T1404 和 T1554 > T1654 > T1804 和 T2104	1、凯斯纽荷兰全球有限公司今天宣布，公司将在位于中国东北的黑龙江省哈尔滨市建立一个新的生产基地，初始投资为 9,000 万美元，将用于生产大马力拖拉机、联合收割机及其他拥有先进技术的农业机械产品 (2011 年 12 月 23 日)。 2、凯斯纽荷兰 (哈尔滨) 有限公司组装生产的纽荷兰 T1804 拖拉机，通过农业部农机鉴定总站的鉴定已经被列

方捆打捆机。后者于 2001 年合资组建，经营范围为开发、生产	220-303hp 拖拉机	入《2010 年国家通用类农机购置补贴
新技术农业机械（包括拖拉机、配套用发动机、联合收割机、农	>T8 系列拖拉机	目录》。
机具以及相关的各配件），销售合资公司自产产品等。	310-530hp 拖拉机	3、黑龙江省千亿斤粮食产能工程引进
	>T9 系列拖拉机	凯斯大型农业机械。自 2011 年 2 月开
	凯斯：	始，近千台凯斯大功率农业机械，将运
	PUMA 系列	往黑龙江省农机合作社和黑龙江垦区
	Magnum 系列	有关农场，助力黑龙江省千亿斤粮食产
	Steiger and Quadtrac 4WD	能工程建设。这些凯斯大型农业机械包
	系列	括“PUMA”210 拖拉机（213 马力）、
		Magnum 305 拖拉机（305 马力）等。

资料来源：福田雷沃、东风农机、约翰迪尔、CNH 公司网站，中国农业机械化信息网，宏源证券

3、拖拉机市场总体集中度较高

在细分产品市场，农机企业的专业生产优势得到了体现。大中型拖拉机对农机制造企业的资金、质量、技术都有一定要求，有利于行业龙头企业发挥规模优势和技术优势，扩大市场份额。我国大轮拖行业仍处于成长期，行业平均利润高于收获机、中小轮拖和农具产品。目前，大轮拖市场集中度较高，主要集中在一拖股份、福田雷沃和迪尔天拖三家，市场份额超过 75%。2011 年，公司大型轮式拖拉机销量 47,633 台，同比增长 8.4%，市场占有率为 35.40%，继续位居行业第一位。

表 3：国内 2011 年 1-6 月大轮拖主要企业市场份额情况

排名	企业	市场占有率 (%)
1	一拖股份	36.36
2	福田雷沃	31.13
3	迪尔天拖	10.25
4	常发集团	4.50
5	其他	17.76

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

中轮拖是我国目前较成熟的拖拉机产品，市场竞争较为激烈。中轮拖市场份额主要集中在—拖股份、迪尔宁波、东风农机和福田雷沃。各家实力相当，市场份额在 10-18% 之间。2011 年，公司中型轮式拖拉机销量 34,880 台，同比增长 38.6%，市场份额为 15.15%，同比提升 2.2 个百分点，位居行业第三位。

表 4：国内 2011 年 1-6 月中轮拖主要企业市场份额情况

排名	企业	市场占有率 (%)
1	迪尔宁波	17.16
2	一拖股份	17.16
3	东风农机	15.02
4	福田雷沃	13.30
5	悦达盐拖	10.61
6	其他	26.75

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

我国小轮拖整体属于技术含量较低的产品。受拖拉机行业产品结构调整、大型化发展趋势的影响,小轮拖行业整体呈现下滑趋势。2011年公司小型轮式拖拉机销量45,678台,同比增长17.8%,市场份额同比提升1个百分点,位居行业第三位。

表 5: 国内 2011 年 1-6 月小轮拖主要企业市场份额情况

排名	企业	市场占有率 (%)
1	山东时风	67.48
2	一拖股份	14.04
3	福田雷沃	13.86
4	其他	4.62

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

拖拉机市场总体集中度较高。大、中轮拖前五大制造商销售量市场占有率超过70%。目前大中型拖拉机的产业集中度不断提升,大中拖主要生产企业在各马力段的位势相对稳定。小轮拖市场上,前三大制造商市场份额约95%,市场集中度高。

(三) 农机补贴、土地流转和农村劳动力减少推动农机行业高增长

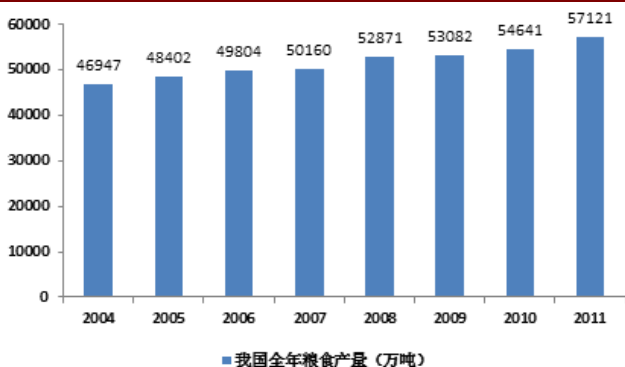
1、三大因素推动农机行业高增长

我国是农业生产大国,近几年来,我国粮食产量不断增长。为满足日益增长的人民口粮需求,粮食增产压力加大,而农业机械化是提高粮食产量的有效手段。《全国新增1000亿斤粮食生产能力规划(2009-2020)》将农业机械化作为提高农业综合生产能力的6条主要技术路线之一,农业对农业机械的需求将不断上升。

政府补贴推动我国农机行业发展

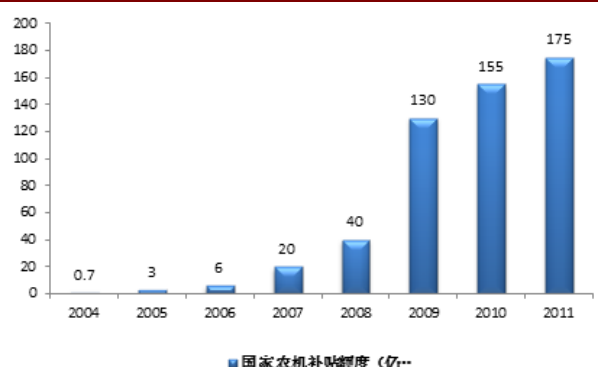
政府补贴推动我国农机行业发展。2004年我国对农业机械的补贴金额是7000万元,到2011年补贴金额达到了175亿元,7年时间翻了250倍,七年中中央财政累计投入农机购置补贴资金354.7亿元,带动地方和农民投入约1187亿元;农业机械行业工业销售产值也从2003年的730亿元,提高到2010年的2768亿元。2012年第一批农机购置补贴资金为136.9亿元,同比增长约24%。我们预计2012年的农机购置补贴同比仍能增长15%左右,有望达到200亿元。

图 11: 2004-2011 年我国全年粮食产量



资料来源: CEIC, 宏源证券

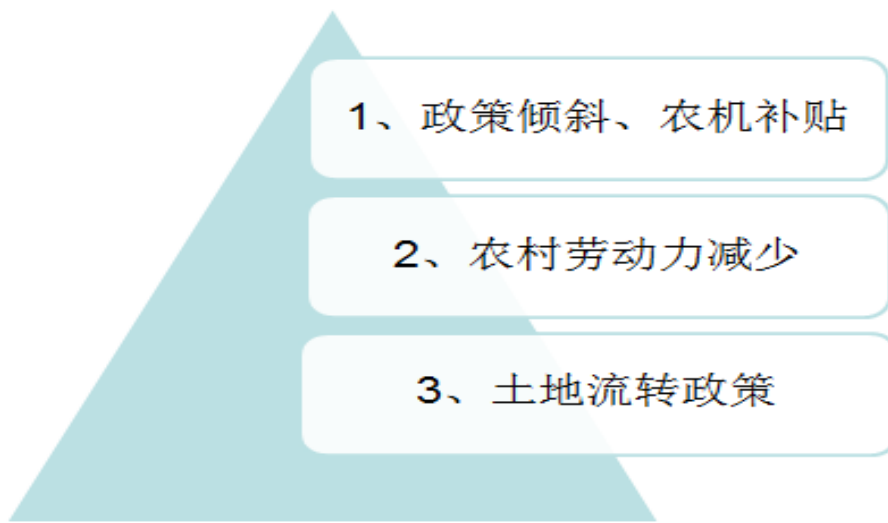
图 12: 2004-2011 年国家农机补贴额度



资料来源: WIND, 宏源证券

近年来在农机补贴拉动下,我国农业机械化进程加快,农机需求旺盛。我国 1957-2003 年农业机械化水平年均增长 0.7 个百分点,2004 年以后年均增长约 2.7 个百分点。农业机械化进程的加快体现出农业对农业机械的需求迅速扩大。据全国拖拉机行业统计数据显示,2011 年全国大中型拖拉机销量 371,189 台,同比增长 14.8%;小型拖拉机销量 384,309 台,同比增长 8.8%;农业机械出口继续保持快速增长,大中型拖拉机出口同比增长 49.7%。2011 年全国耕种收综合机械化水平高达 54.5%,同比提高 2.2 个百分点,实现了农业生产从以人畜力为主到以机械作业为主的历史性跨越。此外,城镇化率的上升和农民收入的提高驱动农业机械化率持续发展,同时劳动力成本上升凸显农业机械化成本及效率优势。

图 13: 农机行业发展驱动因素



资料来源:宏源证券

土地流转政策促进农业生产经营规模化

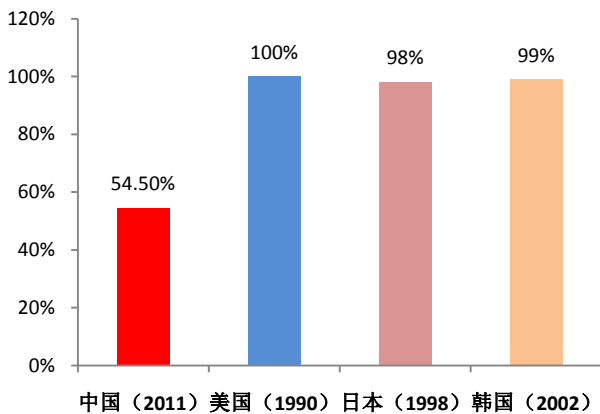
土地流转政策促进农业生产经营规模化,易于农业机械化的推广。土地流转政策将土地经营权流转到一起,形成规模化生产,以便于应用大型高效复式作业机械进行工作,有利于种粮专业大户、家庭农场、农民专业合作社等规模经营主体的发展。这部分农民将通过宽松的金融政策,获得一定的资金进行农业机械产品的投入与经营,这将有力拉动农业机械市场需求,同时也将加速农业机械行业产品的升级换代。我们预计未来规模化生产是农业发展的路线,规模效应的增加会大幅拉动农业机械的需求。

城镇化率提高导致农村劳动力人口短缺

城镇化率提高导致农村劳动力人口短缺。国家政策和市场发展推动着我国城镇化率的上升,由 2005 年的 43.0%发展到 2010 年的 50.0%,预计到 2015 年,我国的城镇化率将达到 56%。城镇化率的提升导致了第一产业的劳动力人口的逐年下降。

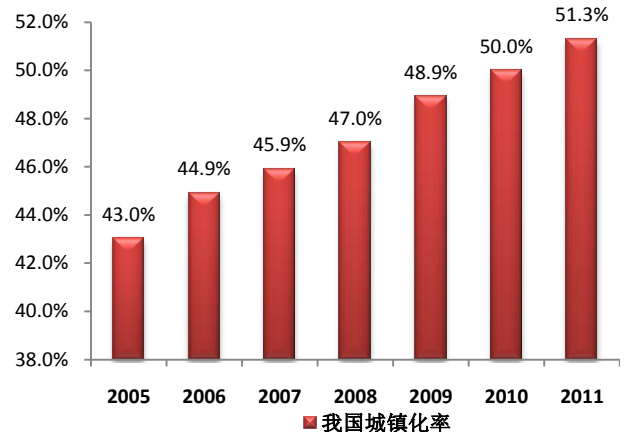
第一产业劳动力人口逐渐向第二、三产业转移。我国农村农业劳动力开始出现结构性、季节性和区域性短缺。由于受农村劳动力薪酬水平较低、工作环境较差等因素影响,受教育程度较高和年轻力壮的劳动力外出上学和去城市打工的比例上升,目前出现了劳动力由第一产业逐渐向第二、三产业结构性的转移的趋势,这导致第一产业劳动力不足逐渐显现,特别是青壮年劳动力短缺尤为明显。因为农业生产的季节性比较明显,在播种和收获季节劳动力短缺情况更为严重。劳动力成本上升凸显农业机械化成本及效率优势。

图 14: 各国农业机械化率对比



资料来源: CEIC, 宏源证券

图 15: 2005-2011 年我国城镇化率



资料来源: WIND, 宏源证券

2、“十二五”农机行业有望保持 20% 的增速

近年来,在三大因素持续推动下,我国农业机械化进程加快,农机需求旺盛。我国 1957-2003 年农业机械化水平年均增长 0.7 个百分点,2004 年以后年均增长约 2.7 个百分点。农业机械化进程的加快体现出农业对农业机械的需求迅速扩大。据全国拖拉机行业统计数据显示,2011 年全国大中型拖拉机销量 371,189 台,同比增长 14.8%;小型拖拉机销量 384,309 台,同比增长 8.8%;农业机械出口继续保持快速增长,大中型拖拉机出口同比增长 49.7%。2011 年全国耕种收综合机械化水平高达 54.5%,同比提高 2.2 个百分点,实现了农业生产从以人畜力为主到以机械作业为主的历史性跨越。《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》中规划,到 2015 年主要农作物耕种收综合机械化水平达到 55%,到 2020 年达到 65%。按此规划,未来农业机械化水平将保持持续增长的态势。

此外,国际市场对我国农机产品的需求迅速增加。2010 年我国农机产品出口额约为 2003 年的 6.4 倍。随着我国农机产品性能技术的提升,其性价比优势更为突出,在国际市场竞争力不断增强。

目前推动我国农机行业增长的主要因素仍将持续,综合考虑到我国农业机械行业发展的现状和未来的行业空间,我们认为未来五年我国农业机械行业销售收入有望保持 20% 左右的高增长。

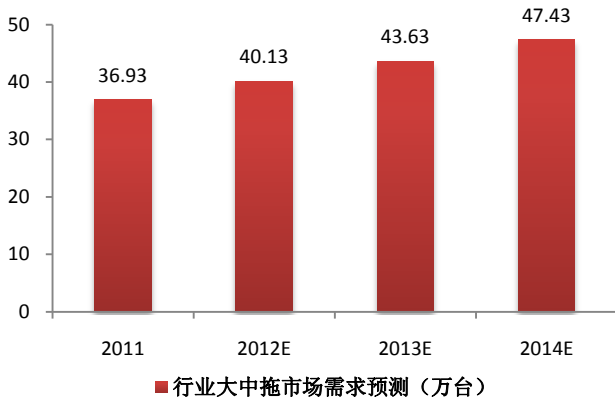
3、大中轮拖将保持稳定增长

拖拉机是农田作业必不可少的动力机械。拖拉机除了作一般的运输用途外,还能牵引不同的农具进行耕地、播种、收割等作业。目前我国农业部办公厅印发了《全国农机深松整地作业实施规划(2011-2015 年)》的通知,力争到 2015 年,全国适宜地区的耕地全部深松一遍,年均深松整地达到 2.4 亿亩左右,然后进入“同一地块三年深松一次”的良性循环。五年全国累计实施农机深松整地作业面积 10.7 亿亩。另外,黑龙江省千亿斤粮食生产能力农业机械化战略工程规划、中原经济区建设规划中的“百千万亩工程”、土地整理等都会带动拖拉机的需求。

在农机总体需求加大的同时,产品需求结构也发生改变,农机热点产品功率逐步上升。在农机补贴作用下,小型农业机械的价格优势减弱,大中功率农业机械的销售比例相应增

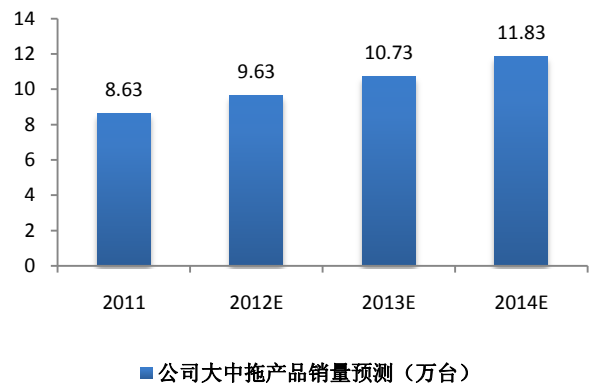
加。《2011年农业机械购置补贴实施指导意见》中补贴标准里规定100马力以上大型拖拉机单机补贴限额可提高到12万元；200马力以上拖拉机单机补贴额可提高到20万元。政府给予100马力以上大型拖拉机更多的补贴支持将使大轮拖的需求增加，促进拖拉机的产品结构升级。另外农业部也正在实施深松整地作业补贴，补贴标准为当地农机深松整地作业价格的30%-50%，且不低于农机深松整地作业与传统耕整地作业的价格差。

图 16: 行业大中拖市场需求预测 (万台)



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

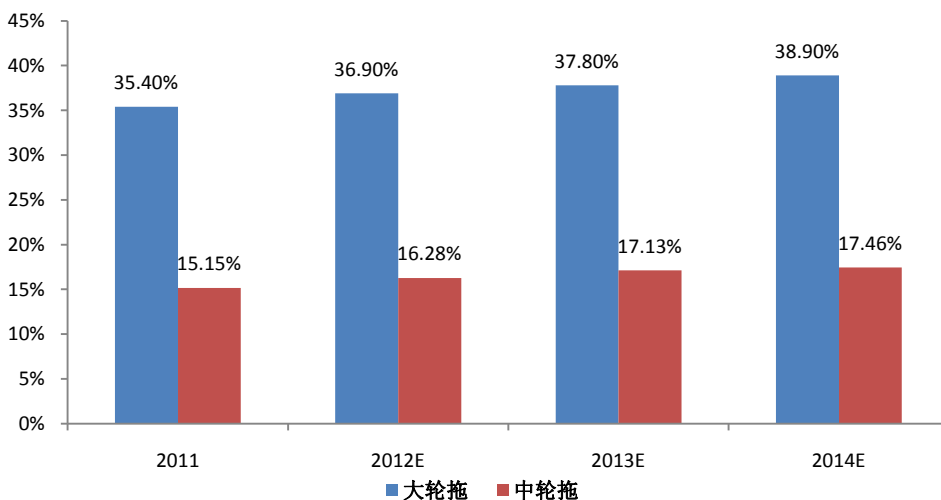
图 17: 公司大中拖产品销量预测 (万台)



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

近年来我国拖拉机的销量呈稳步上升趋势，2011年大型拖拉机销量为13.8万辆，同比增长9.5%，中型拖拉机销量为23.1万辆，同比增长18.5%，小型拖拉机销量为38.4万辆，同比增长10.75%。随着耕地规模化的提高，未来对大中功率的拖拉机需求将增多，大中轮拖有望保持10%左右的增速，而小轮拖将出现负增长。拖拉机行业中，大中轮拖销售规模不断扩大，小轮拖市场比例有所下降。公司的目标是在未来大马力拖拉机的市场份额能占到50%以上，2014年以前中马力拖拉机市场份额做到行业第一。目前公司中马力拖拉机销量和行业第一名差3000多台。

图 18: 公司拖拉机产品市场占有率预测



资料来源: 宏源证券

三、公司具备综合竞争优势

公司是我国最大、技术水平最高的专业农用拖拉机、农用柴油机生产、销售企业。公司前身为第一拖拉机制造厂，为我国“一五”时期建设的156个国家重点项目之一，是我国拖拉机工业的代表企业。第一拖拉机制造厂于1958年生产了新中国第一台拖拉机，于20世纪90年代建成了我国第一个国产大功率轮式拖拉机专业生产基地。

公司经过多年发展，已具有国内最完整的17-380马力拖拉机产品系列，是我国农机行业实现进口替代的重要力量。2005年10月，当时国内最大马力的轮式拖拉机——“东方红”1804型拖拉机批量投产并有效替代同类进口品牌。

2009年10月，公司率先推出了国内首台380马力的大功率拖拉机，标志着国产大功率拖拉机的制造能力跃上了一个新台阶。2010年9月，“东方红”动力换挡重型拖拉机下线，结束了国际大型农机制造企业垄断动力换挡制造技术的历史，缩短了与国际水平的差距。

公司的拖拉机产品体现了我国拖拉机行业的最高水平，并作为代表产品出口国外。2005年，“东方红”拖拉机销售收入国内行业第一，同时出口数量超过千台；2008年，公司实现了30台160马力东方红大轮拖的出口，结束了我国150马力以上轮式拖拉机没有出口的历史。

（一）领先的市场地位及规模优势

公司作为国内历史最悠久的拖拉机生产厂商，累积了丰富的研发、制造、管理及销售经验，培养了一支强大精干的人才队伍。2010年，公司生产的拖拉机折合标准台41.59万台，国内市场占有率为17.02%，名列行业第一。2011年1-6月，公司生产的拖拉机折合标准台29万台，国内市场占有率为18.26%，名列行业第一。其中，代表拖拉机先进技术的大功率轮式拖拉机，2010年公司销售大功率轮式拖拉机4.39万台，市场占有率为34.83%，国内排名第一。2011年，大型轮式拖拉机销量47,633台，同比增长8.4%，继续保持行业第一位置；中型轮式拖拉机销量34,880台，同比增长38.6%，市场份额同比提升2.2个百分点，上升至行业第三位；小型轮式拖拉机销量45,678台，同比增长17.8%，市场份额同比提升1个百分点，位居行业第三位。近几年公司履带式拖拉机在国内市场占有率均超过90%；公司拥有达到国际先进水平的农用柴油机制造和研发技术，55马力以上拖拉机和自走式收割机配套用柴油机业务在国内排名领先，市场占有率约为60%。

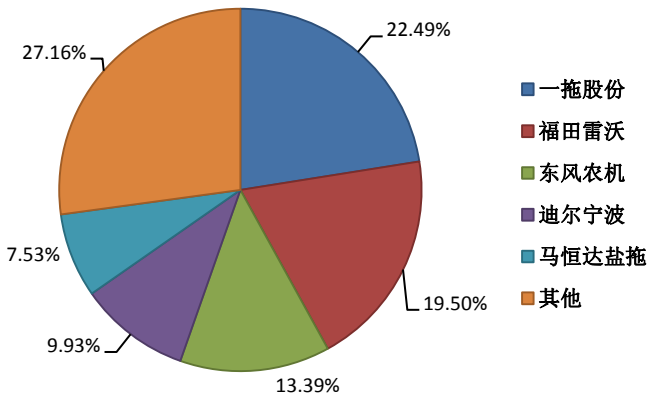
表 6：公司最近三年及一期主要产品排名和市场占有率情况

产品	2011年		2010年		2009年		2008年	
	排名	占有率%	排名	占有率%	排名	占有率%	排名	占有率%
大轮拖	1	35.4	1	35	1	35	1	34
中轮拖	1	15.15	4	11	4	12	4	13
小轮拖	3	14	2	13	2	15	2	20
履拖	1	96	1	96	1	94	1	93
农用柴油机	1	61.51	1	61	1	60	1	61

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

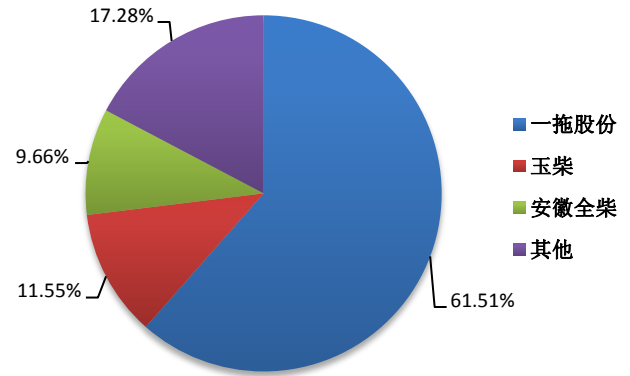
公司的规模优势使公司有能力在生产过程中降低成本，实现显著的经济效益。同时，近年来我国政府连续颁布支农惠农政策，对农业机械行业扶持力度不断加强，农机购置补贴倾向于大中型农业机械企业，公司凭借领先的市场地位和规模优势有望取得较大支持。

图 19: 2011 年我国大中轮拖市场份额



资料来源：机械工业拖拉机行业统计学会，宏源证券

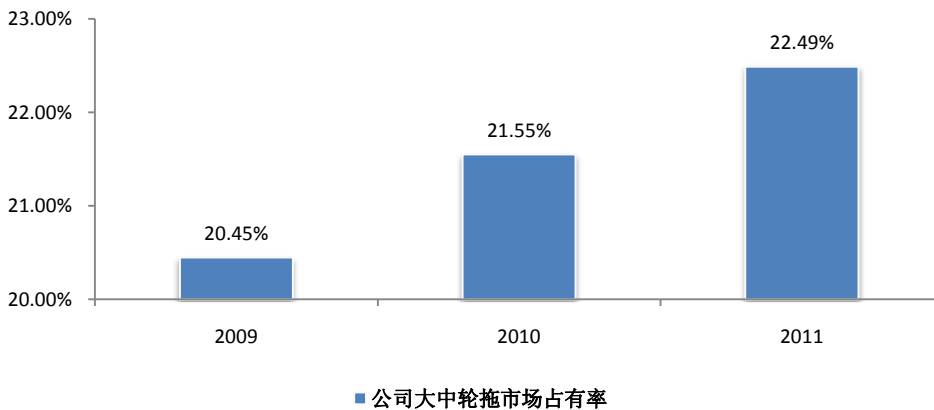
图 20: 2011 年农用柴油机市场份额



资料来源：中国汽车动态网，宏源证券

公司履带式拖拉机市场占有率较高，超过 90%。2011 年公司履带拖拉机销量 2,325 台，同比下降 14.9%，市场占有率为 96%。此外，2011 年公司柴油机产品销售 168,896 台，同比增长 14.5%，市场占有率为 61.51%，其中对外销售 114,536 台，同比增长 25.9%。

图 21: 2009-2011 年公司大中轮拖市场份额



资料来源：机械工业拖拉机行业统计学会，宏源证券

(二) 领先的技术研发和自主创新能力

公司是国内少数能够大批量生产 100 马力以上大轮拖的企业，有效替代了进口产品，为推进我国农业机械化进程和我国拖拉机工业发展做出了重要贡献。2009 年公司首台 380 马力大功率拖拉机及 2010 年公司开发的“东方红”动力换挡重型拖拉机，代表了国内拖拉机领域的最新技术水平。


公司下属的拖研所公司前身为原机械工业部洛阳拖拉机研究所，目前是国内规模最大、技术实力最强、历史最悠久的拖拉机专业研发单位。拖研所公司开发和试制出了拥有自主
请务必阅读正文之后的免责条款部分

知识产权的东方红系列大功率轮式拖拉机、节能环保型系列柴油机等体现国际先进技术水平的产品。拖研所公司下属的洛阳西苑车辆与动力检验所有限公司是国家授权的拖拉机强制认证机构。此外，公司及下属的拖研所公司、柴油机公司、洛阳西苑车辆与动力检验所有限公司 4 家企业被认定为高新技术企业。

（三）完备的制造体系优势


通过数十年的技术积累、技术改造和重点项目的实施，公司具有国内领先的制造工艺水平，建成了冷热配套、门类齐全的制造体系，形成了从毛坯生产、零件加工、整机装配试验国内农机行业最齐全的制造链。锻件、齿轮、柴油机、燃油喷射部件、传动系等关键零部件都封闭在公司内生产；公司拥有高精度、大型复杂锻件加工能力的自动化生产线；建有数条数控柔性加工生产线以及可实现多品种装配的、具有在线检测能力的装配线和机器人涂装线。这种完备的制造体系优势，使公司能够对产品质量、性能进行全过程的有效控制，提升了产品的性价比和竞争力，保证了公司在国内拖拉机行业的领先地位，增强了公司参与国际竞争的能力。

（四）品牌优势

公司拥有和使用的  品牌是我国农业机械行业最早的“中国驰名商标”，多年来一直是我国农业机械行业的代表性品牌，在国内市场上享有较高的知名度和美誉度；

公司在国际市场上的拥有和使用的注册商标  系大中功率轮式拖拉机产品

中经中国机电商会推荐的出口品牌。2006 年  登上拖拉机行业“中国名

牌”榜首。2007 年  品牌被评为“2007 年度最具价值的农机品牌”。

（五）销售网络优势

公司拥有完善、强大的销售服务网络，能够适应快速增长的市场需要。目前公司在国内有 1064 个营销点，拖拉机服务点 874 个，柴油机服务点 797 个。公司的理念是提供金色服务：体贴、快捷、专业、增值。此外，公司还拥有较强的市场资源配置能力，与零部件专业制造商和原材料供应商建立了长期战略合作关系，对新产品研发、产品质量和成本控制具有较强的支撑作用。

由于农机使用者分布在广大农村，广泛的农机销售服务网络对农机销售和服务具有重大意义。公司建设成覆盖全国的经销网络和客户服务体系，截至 2011 年 6 月 30 日，在全国 31 个省（市），拥有农机和柴油机经销商共 806 家，1,015 个销售服务终端，为公司的

快速发展做出积极贡献。

四、募投项目分析

公司此次计划发行不超过 1.5 亿股，募集资金主要用于大功率农用柴油机项目、新疆农装建设项目、新型轮式拖拉机核心能力提升项目和燃油喷射系统产品升级扩能改造项目。

表 7：募集资金投入优先顺序

募集资金投资项目	项目实施单位	投资总额 (万元)	拟以募集资金投入金额 (万元)
大功率农用柴油机项目	一拖股份	63,507	28,329
新疆农装建设项目	新疆装备公司	25,160	11,184
新型轮式拖拉机核心能力提升项目	一拖股份	65,110	56,210
燃油喷射系统产品升级扩能改造项目	燃油喷射公司	23,570	19,170
合计		177,347	114,893

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

本次募集资金投资项目实施后，将扩大公司产能、增加产品技术含量、利于公司出口业务和扩大产品的市场占有率。具体来看：

大功率农用柴油机项目

该项目生产的产品为 M 系列(缸径 110, 功率范围 60Kw-180Kw)、N 系列(缸径 112, 功率范围 130Kw-240Kw) 大功率农用柴油机，主要为大型农业机械、大型工程机械及其他非道路车辆提供配套动力，为国家重点发展产品。

该项目拟形成年产 4 万台 M 系列、N 系列大功率农用柴油机的生产能力（其中 M 系列和 N 系列各 2 万台）。项目实施后有助于丰富公司产品结构，拓展公司利润增长点，进一步增加柴油机产品对公司农用机械的内配优势。保守估计，公司未来在主要农机和工程机械配套用柴油机市场上将占有 20%~25% 的市场份额，该项目投资财务内部收益率（税前）24.02%，投资回收期（税前）为 6.57 年。

据公司 2011 年年报披露，公司的大功率农用柴油机项目（一期）已经完成。

新疆农装建设项目

该项目主要产品为大型轮式拖拉机，主要面对具有广阔市场前景的新疆市场，部分满足中亚五国（哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦）的市场需求。主要产品是“东方红”系列 70-380 以上大马力轮式拖拉机，其中 200 马以上为 PST 系列动力换挡轮式拖拉机。

该项目拟建规模为：年产 3,000 台拖拉机，其中 70-130 马力拖拉机 2,000 台/年，140-200 马力拖拉机 600 台/年，210-380 马力拖拉机 300 台/年，380 以上马力拖拉机 100 台/年。该项目投资财务内部收益率（税前）为 22.4%，项目投资回收期（税前）为 6.5 年。

据公司 2011 年年报披露，新疆基地建设项目已完成批量试生产。

公司正在建设的新疆农装项目将会帮助公司扩大其在新疆地区的市场份额,降低产品运输成本,还可以以新疆为中心出口中亚地区。新疆地区是欧亚大陆的中心,与8个国家为邻,边境线长达5400公里,是我国边境线最长、对外口岸最多的省区。中亚五国为传统的农业大国,对质优价廉的中国农机存在较大的需求中亚各国种植面积广阔,农机的市场空间巨大。公司募投项目达产后,将有更多的产能可以提供出口,满足中亚市场的需求。

新式轮式拖拉机核心能力提升项目

该项目用于200马力以上新型PST(动力换挡大马力拖拉机)产品的核心能力提升。该项目将使公司具备1,000台新型大轮拖核心零部件的制造和装配能力,其中200-295马力新型拖拉机750台,300马力以上新型拖拉机250台。建设本项目是公司进一步拓展在新疆和黑龙江两个重要市场之所需。综合国内外市场,预计到2015年,一拖股份新型动力换挡大马力轮式拖拉机的市场份额将达1,000台/年。该项目投资财务内部收益率(税前)为24.3%,投资回收期(税前)为6.1年。

据公司2011年年报披露,公司的220马力轮式拖拉机已实现批量生产,动力换挡拖拉机完成第二轮试制。

燃油喷射系统产品升级扩能改造项目

电控单体泵是一种新型供油泵,能够自由灵活调整喷油量和喷油正时,其燃油喷射系统具有更高的喷射压力,市场前景广阔。该项目实施后,公司将达到年产电控单体泵5万台(其中新增4万台)、PM泵12万台(其中新增5万台)、P7100泵2万台、喷油器总成200万套(其中新增120万套)的生产能力。该项目投资财务内部收益率(税前)为23.0%投资回收期(税前)为5.8年。

五、预测及估值

我们预测公司2012年、2013年和2014年可分别实现营业收入12546.60百万元、14140.02百万元和16091.34百万元,实现归属母公司所有者净利润508.56百万元、600.96百万元和712.57百万元,按摊薄后总股本99590万股计算,2012年、2013年和2014年可分别实现每股收益0.51元、0.60元和0.72元。

基于以下考虑:

- 公司未来三年净利润增长率分别为23.79%、18.17%和18.57%;
- 目前A股农业机械行业上市公司主要有新研股份(300159)(玉米收获机械)、苏常柴A(000570)(柴油机)和吉峰农机(300022)(农机连锁销售),2012年估值水平分别为20.68倍、55.25倍和31.60倍;保守考虑,我们认为新研股份(300159)具有一定的参考价值,但考虑到两家公司产品结构的较大差异,玉米收获机行业增速明显高于拖拉机行业,公司的估值水平要低于新研股份;
- 公司港股股价为5.85港币,折合人民币4.82元,对应2012年市盈率为9.44倍,假设A股相对港股溢价10%,则可给A股10.38倍市盈率最为估值底线。

综合以上分析,我们认为给予公司2012年动态市盈率10.38~15.57倍,对应股价为5.29~7.94元,对应2011年静态市盈率为12.90~19.37倍。

六、风险提示

- **国家农机补贴政策变动的风险。**我国农机购置补贴是基于我国目前较低的农机化水平并参考发达国家农机推广经验制定的一项长期稳定的支农惠农政策。从国际经验看，我国的农机补贴政策也应持续较长的时间，但如果国家取消目前现行的农机补贴政策或进行大幅度缩小补贴规模等重大调整，将可能导致公司销量、产量和价格的下降，从而对公司的收入及利润造成不利影响。
- **一拖集团盈利能力较弱的风险。**2008年、2009年一拖集团母公司持续亏损，2010年以来，一拖集团母公司盈利能力虽然已有较大幅度的改善，但仍处于微利状态，2011年上半年，一拖集团母公司净利润-3,753万元。一拖集团作为一拖股份的控股股东，近几年的经营状况可能导致其对一拖股份的财务状况和经营状况造成潜在风险。

附录：农业机械行业基本情况

从主要产品构成来看，公司属于农业机械行业。农业机械行业为装备制造行业的子行业之一。农业机械是指在作物种植业和畜牧业生产过程中，以及农、畜产品初加工和处理过程中所使用的各种机械。

（一）农业机械行业主管部门

我国农业机械制造行业的主管部门是中华人民共和国工业和信息化部。

工业和信息化部的主要职责是：拟订实施行业规划、产业政策和标准；监测工业行业日常运行；推动重大技术装备发展和自主创新；管理通信业；指导推进信息化建设；协调维护国家信息安全等。

（二）农业机械行业主要法律法规

从 1993 年《中华人民共和国农业技术推广法》开始，我国发布了一系列促进农机行业健康发展的法律法规。2004 年后，与农机有关的法律法规推出频率加快，国家对农机行业的扶持和监管力度有所加强。

表 8：农机行业相关法律法规

法律法规	发布日期	发布部门	相关内容
《中华人民共和国农业技术推广法》	1993 年 7 月 2 日	全国人民代表大会常务委员会	加强农业技术推广工作，促使农业科研成果和实用技术尽快应用于农业生产，保障农业的发展，实现农业现代化。
《中华人民共和国农业机械化促进法》	2004 年 6 月 25 日	全国人民代表大会常务委员会	鼓励、扶持农民和农业生产经营组织使用先进适用的农业机械，促进农业机械化，建设现代农业。财政补贴被国家确定为重要的支农惠农政策，中央和地方农机具购置补贴资金规模和范围逐年增加。
《国家支持推广的农业机械产品目录管理办法》	2005 年 8 月 1 日	农业部、财政部、国家发展和改革委员会	根据促进农业结构调整、保护自然资源与生态环境、推广农业新技术和优化农机装备结构的原则，确定、公布《国家支持推广的农业机械产品目录》，并定期进行调整。
《农业机械购置补贴专项资金使用管理暂行办法》	2005 年 8 月 30 日	财政部、农业部	从部门职责、补贴对象、补贴资金申报、发放、管理与监督对购机补贴做了规范。
《农业机械维修管理规定》	2006 年 7 月 1 日	农业部农业机械化管理局、国家工商行政管理总局	对农业机械维修业务管理进行规范，保证农业机械维修质量，维护农业机械维修当事人的合法权益。
《农业机械安全监督管理条例》	2009 年 9 月 25 日	国务院	对所有农业机械的生产、销售和维修作了规定。条例规定农业机械生产者应当依据农业机械工业产业政策和有关规划，按照农业机械安全技术标准组织生产，并建立健全质量保障控制体系。
《农业机械产品修理更换、退货责任规定》	2010 年 3 月 13 日	国家质量监督检验检疫总局、国家工商行政管理总局、农业部、工信部	《规定》是对原国家六部委局《农业机械产品修理、更换、退货责任规定》（国经贸质〔1998〕123 号）的修订完善，实现了与《农业机械化促进法》等有关现行法律法规的有效衔接。《规定》为解决农业机械产品修理、更换、退货相关问题提供了依据，是

农机化主管部门依法履行职责、促进农业机械产品质量和售后服务质量提高的重要保证

《农业机械推广鉴定实施办法》	2010年8月6日	农业部	规范农业机械推广鉴定工作,明确推广鉴定的内容、程序和要求,完善推广鉴定制度
《农业机械事故处理办法》	2011年1月12日	农业部	对农业机械事故的界定,勘查、分类处理等都做了详细的规定
《联合收获机和拖拉机行业准入条件》	2011年8月9日	工业和信息化部	对生产收获机和拖拉机企业应具备的条件,产品要求、质量保证体系、安全生产和节能环保、销售与售后服务等都作为详细的规定

资料来源:公司招股说明书,宏源证券

(三) 农业机械行业主要政策

1、三农政策

2004年以来中央多次出台了以扶持“三农”发展为主题的一号文件,表明了中央对农业高度重视的态度,同时明确了要大力发展现代化农业,并将提高农业装备水平作为重要的方针政策。此外,自2010年起《国务院关于促进农业机械化和农机工业又快又好发展的意见》、《农机工业发展规划(2011-2015年)》以及《农机工业发展政策》等一系列农机行业相关政策的推出为促进农机工业健康发展和促进农机工业振兴起到积极作用。

2、农机补贴政策

我国目前实施农机购机补贴政策,对耕整地机械、种植施肥机械等12大类农机产品实行购机补贴,补贴金额原则上为购机款的30%,单机不超过5万元,大型农机最高补贴可达30万元。

3、税收政策

2008年修订的《中华人民共和国增值税暂行条例》第二条:饲料、化肥、农药、农机、农膜适用13%税率,即农机产品生产环节按13%税率计算销项税。按《财政部国家税务总局关于农业生产资料征免增值税政策的通知》财税[2001]113号的规定,批发零售农机免增值税。

4、土地政策

中国在农村推行家庭联产承包责任制,按人口平均分配土地使得地块过于零碎。土地流转政策的出台有利于土地连接成片、形成规模经营,在实际农业生产中充分利用现代农业机械提高生产效率,降低农业生产成本。2009年中央一号文件《中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》出台,指出要建立健全土地承包经营权流转市场。按照完善管理、加强服务的要求,规范土地承包经营权流转。鼓励有条件的地方发展流转服务组织,为流转双方提供信息沟通、法规咨询、价格评估、合同签订、纠纷调处等服务。农村土地承包经营权流转促进了土地、资金、技术等生产要素的优化组合。

5、进出口政策

2008年财政部、国家税务总局发布了《财政部、国家税务总局关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知》(财税[2008]144号),明确了3,770项提高出口退

税率的商的具体范围。其中,属于农业机械产品的有 50 余种,调整后的退税率为 11%、13%和 14%三种。公司拖拉机产品出口退税率为 13%。国家对农机产品出口退税政策有利于增强我国农机产品的定价能力,提高在我国农机产品在国际市场上的竞争力。

2011 年 8 月,工信部发布《农机工业发展政策》,该政策对进口农机具的最低标准作出限定,有利于增强本土农机产品在同等技术水平下的市场地位优势。

表 9: 2009 年以来农机行业相关政策

政策文件	发布日期	主题	主要内容
《政府工作报告》	2009 年 3 月 5 日	农机购置补贴	农机具购置补贴覆盖到全国所有农牧业县(场),中央财政拟安排资金 130 亿元,比上年增加 90 亿元。补贴机具种类范围扩展到 12 大类 38 小类 128 个品目。
《关于加快发展农机专业合作社的意见》	2009 年 6 月 29 日	农机专业合作社	力争到 2015 年每个乡镇至少有一个农机专业合作社,服务农户数达到整个农户数的四分之一以上,作业面积占到整个农机作业面积的四分之一以上。
《保护性耕作工程建设规划(2009-2015 年)》	2009 年 8 月	保护性耕作	《规划》将在我国北方 15 个省(区、市)和苏北、皖北地区实施。建设规划总投资 36.6 亿元,其中中央资金 18.7 亿元。国家将支持华北、东北、西北地区建设保护性耕作工程区,配置保护性耕作机具,完善配套设施设备,增强耕地保墒抗旱能力。
《2010 年农业机械购置补贴实施指导意见》	2010 年 3 月 4 日	补贴种类及标准	1、除 12 大类 45 个小类 180 个品目外,各地可以在 12 大类内自行增加不超过 20 个品目的其他机具列入中央资金补贴范围。 2、全国总体上继续执行不超过 30%的补贴比例。汶川地震重灾区县、重点血防疫区补贴比例可提高到 50%。 3、单机补贴额原则上最高不超过 5 万元。100 马力以上大型拖拉机、高性能青饲料收获机、大型免耕播种机、挤奶机械、大型联合收割机、水稻大型浸种催芽程控设备、烘干机单机补贴额可提高到 12 万元;大型棉花采摘机、甘蔗收获机、200 马力以上拖拉机单机补贴额可提高到 20 万元。
《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》	2010 年 7 月	发展目标及政策支持	1、主要农作物耕种收综合机械化水平达到 65%。其中,小麦耕种收机械化水平达到 90%以上,水稻种植、收获环节机械化水平分别达到 60%和 85%,玉米机收水平达到 50%左右,油菜机播、机收水平分别达到 15%和 20%以上。 2、加大财政支持力度;完善农机购置补贴制度;加强和改进金融服务;切实落实税费优惠政策。
《农机工业十二五规划》	2011 年 5 月	政策措施	1、继续实施并完善农机具购置补贴政策 2、实施优惠税收政策,扶持农机工业的发展 3、整合创新资源完善农机技术创新体系,引导建立产学研合作创新的长效激励机制 4、完善标准体系,加强检验检测条件建设,强化质量监督
《农机工业发展政策》	2011 年 8 月	金融财税政策	1、国家技术改造投资对农机工业技术改造给予倾斜和重点支持,鼓励农机生产企业加大在增加品种、质量升级、节能降耗、环保治理等方面的技术改造。 2、中央财政应综合运用财税杠杆,对农机工业实施稳定的倾斜政策,农机产品继续适用 13%增值税税率。 3、符合国家高新技术企业认定条件的农机制造企业,按 15%的优惠税率征收企业所得税。
《全国农业机械化发展第十二个五年规划(2011—2015 年)》	2011 年 9 月	发展目标	到 2015 年,农机总动力达到 10 亿千瓦;粮棉油糖等大宗农作物机械化水平明显提高,耕种收综合机械化水平达到 60%以上,水稻、玉米等生产全程机械化取得长足发展。
《关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的	2012 年 1 月	发展目标	1、明确了未来对农业(包括农机)财政补贴稳步扩大的基调。 2、提出加快推进农业机械化进程,着力解决水稻机插和玉米、油菜、甘蔗、棉花机收等突出难题。后期政府将持续加大对此类薄弱环节的补贴和信贷支持力度。

若干意见》

《2012 年农业机械购置补贴实施指导意见》	2012 年 1 月 6 日	补贴实施方案	全国补贴种类上保持 12 个大类 46 个小类 180 个品目，新增养蜂专用平台和灌溉用过滤器，减掉浅松机和手动卷膜机。明确定额补贴不得超过本省（区、市、兵团、农垦）近三年市场平均销售价格的 30%，重点血防区补贴比例不得超过 50%，大型棉花采摘机补贴额由 20 万提高到 30 万元。
《2012 年全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》	2012 年 2 月 7 日	补贴要求	总体上补贴额不得超过市场平均价格的 30%，单机最高补贴额不超过 5 万元。为调整优化农机装备结构，加强宏观调控和引导，对总量趋于饱和的小麦收割机适当降低补贴额度；对于薄弱环节的大型免耕播种机、大型联合收割机等单机补贴限额可提高到 12 万元，甘蔗收割机、200 马力以上拖拉机单机补贴限额可提高到 20 万元，大型棉花采摘机单机补贴限额可提高到 30 万元。
《2012-2014 年国家支持推广的农业机械产品目录》	2012 年 3 月 2 日	补贴具体内容	将耕整地机械等 10 大类产品的中 88 个品目列入国家推广目录，品目数由原来的 44 小类 240 个品目缩小到 31 个小类 88 个品目。拖拉机、联合收割机、插秧机的申报企业原则上应是规模以上企业，获得的推广鉴定证书应是部级鉴定证书。此外，在去年公开拖拉机等 12 种农业机械产品性能和推广范围基本要求的基础上，今年公开产品性能和推广范围要求的产品数增加到 39 个，比去年增加 27 个，继续对油耗、噪声、安全等性能指标要求予以明确。

资料来源：中国农业机械工业网，宏源证券

附表：盈利预测

单位:百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11262.66	12546.60	14140.02	16091.34
增长率(%)	10.19%	11.40%	12.70%	13.80%
归属母公司股东净利润	410.82	508.56	600.96	712.57
增长率(%)	-24.30%	23.79%	18.17%	18.57%
每股收益(BPS)	0.41	0.51	0.60	0.72
每股经营现金流	0.47	1.86	-0.49	2.05
销售毛利率	13.38%	14.80%	15.20%	15.40%
销售净利率	4.06%	4.50%	4.72%	4.92%
净资产收益率(ROE)	12.36%	10.69%	11.35%	12.00%
投入资本回报率(ROIC)	13.41%	13.04%	16.33%	13.17%
市盈率(P/E)	0	0	0	0
市净率(P/B)	0	0	0	0

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11262.66	12546.60	14140.02	16091.34
减: 营业成本	9755.60	10689.70	11990.73	13613.27
营业税金及附加	22.82	25.09	28.28	32.18
营业费用	337.33	398.98	463.79	531.01
管理费用	677.20	777.89	887.99	1013.75
财务费用	49.55	-22.73	-29.24	-43.23
资产减值损失	-2.39	20.00	20.00	20.00
加: 投资收益	59.33	0.10	0.10	0.10
公允价值变动损益	-11.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	45.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	515.94	657.77	778.55	924.44
加: 其他非经营损益	20.10	7.00	7.00	7.00
利润总额	536.04	664.77	785.55	931.44
减: 所得税	78.54	99.70	117.82	139.70
净利润	457.50	565.07	667.74	791.74
减: 少数股东损益	46.69	56.51	66.77	79.17
归属母公司股东净利润	410.82	508.56	600.96	712.57

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1683.25	3484.32	3803.00	4193.27
应收和预付款项	2631.62	1485.12	3150.80	2122.80
存货	1110.56	1737.50	1457.19	2169.79
其他流动资产	77.40	77.40	77.40	77.40
长期股权投资	116.72	116.82	116.92	117.02
投资性房地产	33.86	30.18	26.50	22.81
固定资产和在建工程	2063.60	2143.37	2313.15	2518.92
无形资产和开发支出	766.89	751.06	735.23	719.41
其他非流动资产	808.06	806.55	805.03	805.03
资产总计	9291.94	10632.31	12485.22	12746.45
短期借款	965.47	398.00	1576.35	349.20
应付和预收款项	2891.20	3495.83	3562.74	4330.65
长期借款	186.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1473.68	1473.68	1473.68	1473.68
负债合计	5516.36	5367.51	6612.78	6153.53
股本	845.90	995.90	995.90	995.90
资本公积	1444.94	2269.94	2269.94	2269.94
留存收益	1032.66	1490.36	2031.23	2672.54
归属母公司股东权益	3323.50	4756.20	5297.07	5938.38
少数股东权益	452.09	508.59	575.37	654.54
股东权益合计	3775.59	5264.80	5872.44	6592.92
负债和股东权益合计	9291.94	10632.31	12485.22	12746.45

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	464.04	1851.71	-484.76	2039.50
投资性现金净流量	-593.33	-244.05	-344.05	-394.05
筹资性现金净流量	264.23	193.41	1147.49	-1255.18
现金流量净额	129.21	1801.07	318.68	390.26

分析师简介:
分析师姓名:

庞琳琳: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 4 年。

主要研究覆盖公司: 新研股份、森远股份、航空动力、长荣股份、天立环保、天地科技等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。