



未有评级

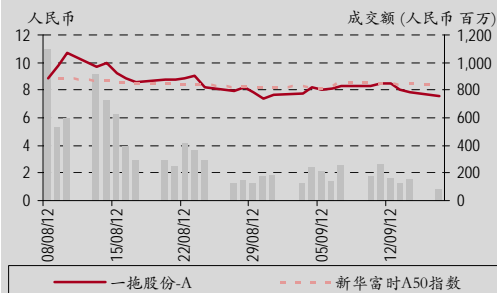
一拖股份

股票代码	601038.CH	0038.HK
价格	人民币 7.59	港币 6.11
板块评级	中立	中立

领先的农用拖拉机制造商

公司是我国“一五”期间建设的156个重点项目之一，多年来一直专注于农用拖拉机的开发、生产与销售，目前我国规模最大的拖拉机生产企业之一。主导产品包括大、中、小系列轮式拖拉机和履带式拖拉机，以及非道路用柴油机等，其中拖拉机产品谱系覆盖17-380马力，为国内最广。公司2011年营业收入113亿元，同比增长10.35%，2008至2011年收入复合增长率为11.1%，增速保持平稳。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	(12)	-	-
相对新华富时A50指数	-	(9)	-	-

发行股数(百万)	995.9
流通股(%)	40.4
流通股市值(人民币 百万)	2,455.9
3个月日均交易额(人民币 百万)	329
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国一拖集团有限公司	44.57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年9月17日收市价为标准

主要发现

- 公司2011年营业收入113亿元，同比增长10.35%，2008至2011年收入复合增长率为11.1%，增速保持平稳。
- 农业机械为公司的主营业务，占营业收入比例从2008年的69.8%上升至2011年的78.5%。柴油机及燃油喷射系统占比也在逐年提升，从2008年的12.5%上升至2011年的17.6%。公司的叉车及矿用卡车业务主要由下属子公司开展。
- 2011年公司生产的拖拉机折合标准台41.72万台，国内市场占有率为22.49%，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市场占有率从2010年的34.83%上升至2011年的35.36%，国内排名仍然第一。
- 受国家农机补贴政策影响，09年全国拖拉机增长特别高，当时农户预期政策一年就结束，因此出现购机狂潮。现在回归理性，今年以来增速回调。同时今年补贴政策变为全额购机，农民需要有接受的过程。同时今年补贴下来的晚，也对需求造成了压制。三个因素一起导致了今年上半年公司增速放缓。

主要风险

- 农机补贴政策变化带来的风险。

估值

- 公司主要下游为农业生产耕作环节，将直接受益于我国政府对农机产品的购置补贴。同时大轮拖的市场正逐渐被打开，公司优势将有所体现，在激烈的竞争中保持市场份额。我们预计2012年每股收益0.46元，对应2012年A股16.5倍市盈率，H股10.6倍市盈率。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	10,266	11,329	12,101	13,160	14,334
变动(%)	10	10	7	9	9
净利润(人民币 百万)	543	411	457	494	546
全面摊薄每股收益(人民币)	0.545	0.413	0.459	0.496	0.548
变动(%)	115	(24)	11	8	11
市场预期每股收益(人民币)			0.48	0.56	0.65
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	18.4	16.5	15.3	13.8
每股现金流量(人民币)	0.642	0.548	0.331	0.687	0.768
价格/每股现金流量(倍)	11.8	13.8	22.9	11.1	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	10.2	11.4	9.8	8.1
每股股息(人民币)	0.036	0.036	0.115	0.124	0.137
股息率(%)	0.5	0.5	1.5	1.6	1.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：机械

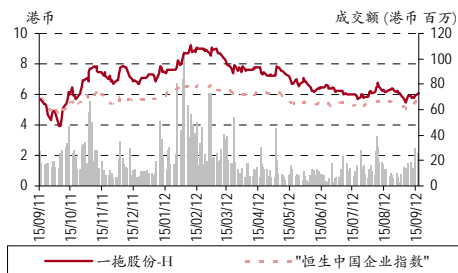
许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120009

*张君平为本报告重要贡献者

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(15)	(0)	(6.0)	6.6
相对恒生中国企业指数	(12)	0	(6.4)	11.2

发行股数(百万)	995.9
流通股(%)	40.4
流通股市值(港币 百万)	2,455.9
3个月日均交易额(港币 百万)	18
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国一拖集团有限公司	44.57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年9月17日收市价为标准

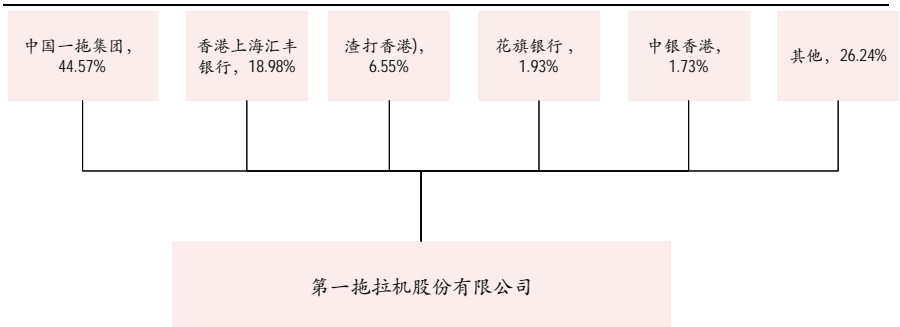
投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	10,266	11,329	12,101	13,160	14,334
变动(%)	10	10	7	9	9
净利润(人民币 百万)	543	411	457	494	546
全面摊薄每股收益(人民币)	0.545	0.413	0.459	0.496	0.548
变动(%)	115	(24)	11	8	11
市场预期每股收益(人民币)			0.48	0.56	0.65
全面摊薄市盈率(倍)	9.0	11.8	10.6	9.9	8.9
每股现金流量(人民币)	0.642	0.548	0.331	0.687	0.768
价格/每股现金流量(倍)	9.5	11.1	18.4	8.9	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.8	10.2	11.4	9.8	8.1
每股股息(人民币)	0.036	0.036	0.115	0.124	0.137
股息率(%)	0.5	0.5	1.5	1.6	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

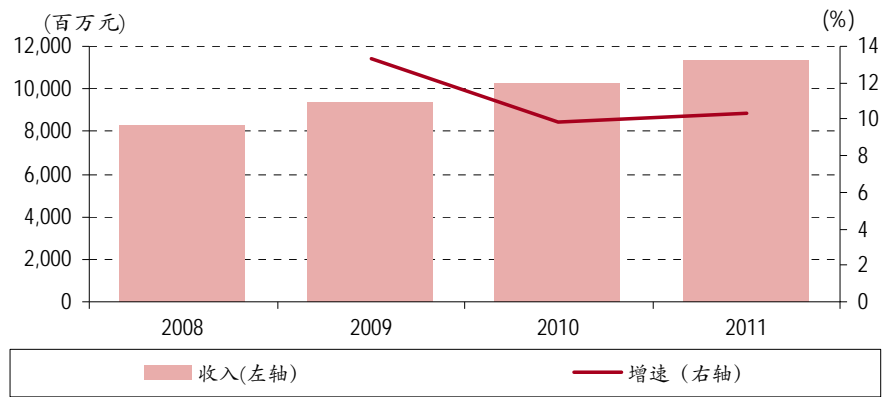
公司简介及业务构成

公司是我国“一五”期间建设的156个重点项目之一, 多年来一直专注于农用拖拉机的开发、生产与销售, 目前是我国规模最大的拖拉机生产企业之一。主导产品包括大、中、小系列轮式拖拉机和履带式拖拉机, 以及非道路用柴油机等, 其中拖拉机产品谱系覆盖17-380马力, 为国内最广。

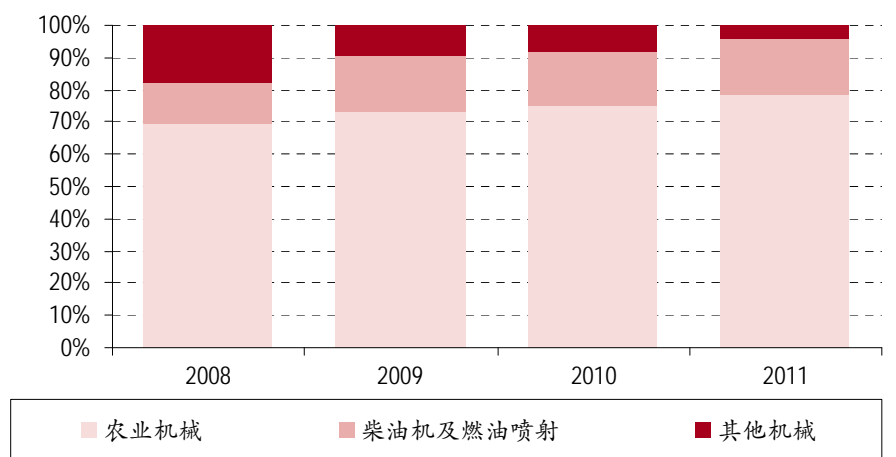
图表 1. 公司股权结构


资料来源: 公司资料, 中银国际研究

公司2011年营业收入113亿元, 同比增长10.35%, 2008至2011年收入复合增长率为11.1%, 增速保持平稳。公司产品可分为三类, 分别为轮式拖拉机及履带式拖拉机等农业机械、柴油机及燃油喷射系统、矿用卡车及叉车等非农业机械。农业机械为公司的主营业务, 占营业收入比例从2008年的69.8%上升至2011年的78.5%。柴油机及燃油喷射系统占比也在逐年提升, 从2008年的12.5%上升至2011年的17.6%。公司的叉车及矿用卡车业务主要由下属子公司开展。可以看出公司业务以拖拉机和柴油机为主, 重点突出。

图表 2. 公司营业收入及增速保持平稳


资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 3. 公司各业务占比


资料来源：公司资料、中银国际研究

公司拖拉机业务处于领先地位

拖拉机按动力机构可以分为轮式拖拉机和履带拖拉机。轮式拖拉机按马力大小分为三种类型，在 25 马力以下的是小轮拖，25-70 马力的为中轮拖，70 马力以上的为大轮拖。而履带式拖拉机的马力都在 70 以上。相对来说大马力拖拉机对技术要求更高，代表了行业的发展方向。

2011 年公司生产的拖拉机折合标准台 41.72 万台，国内市场占有率为 22.49%，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 年公司生产 4.39 万台，市场占有率为 34.83%，国内排名第一；2011 年公司生产 4.76 万台，市场占有率为 35.36%，国内排名第一。近几年公司履带式拖拉机在国内市场占有率均超过 90%。

图表 4. 公司各业务市场地位

	2009 年		2010 年		2011 年	
	排名	占有率%	排名	占有率%	排名	占有率%
大轮拖	1	35	1	35	1	35
中轮拖	4	12	4	13	3	15
小轮拖	2	15	2	11	3	12
履拖	1	94	1	96	1	96
农用柴油机	1	60	1	61	1	62

资料来源：公司资料、中银国际研究

柴油机产量 60%用于对外销售

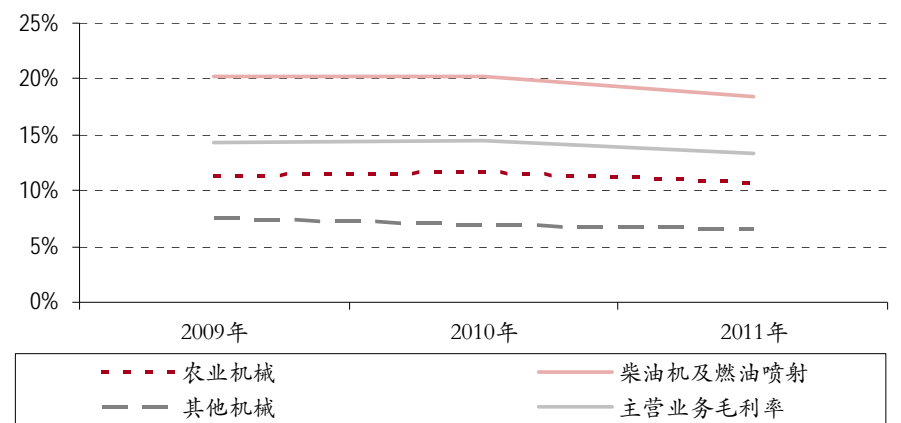
柴油机与燃油喷射板块主要为农业机械产品提供配套，农业机械行业的发展带动了柴油机及燃油喷射板块的增长。同时也会配套一些轻卡及小型工程机械。近年来柴油机与燃油喷射下游客户的拓展取得了积极效果，这也促进了该板块的增长。从产量来说，40%的柴油机配给公司自己的拖拉机，60%用于对外销售。公司拥有达到国际先进水平的农用柴油机制造和研发技术，55 马力以上拖拉机和自走式收割机配套用柴油机业务在国内排名领先，市场占有率约为 60%。

公司柴油机业务主要有三个子公司开展，一拖洛阳柴油机公司主要为自产拖拉机配套，以 180 马力以上的柴油机为主，洛阳动力公司主要是配给自产的中轮拖，姜堰动力会配给自己的一部分中轮拖，还会对外配套轻卡等。

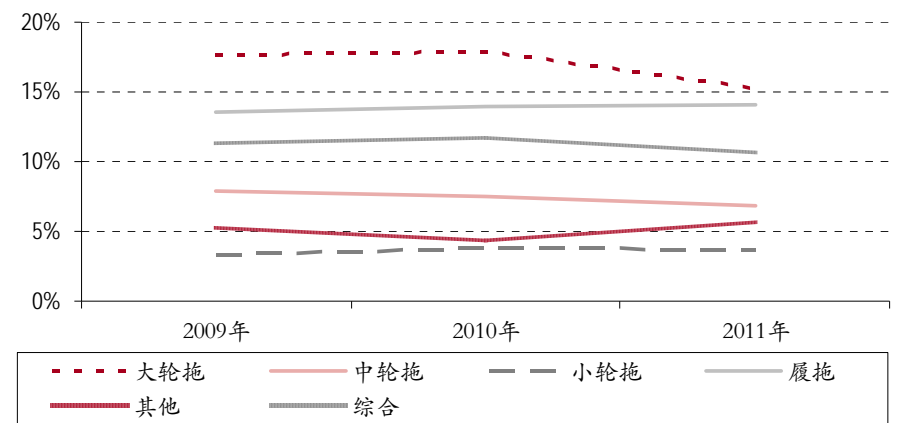
公司毛利率平稳增长

近几年公司主营业务毛利保持稳定增长，毛利率整体维持在 14%左右。其中 2011 年主营业务毛利率较 2010 年下降了 1.23 个百分点，主要原因系：一是 2010 年第四季度至 2011 年上半年，原材料、能源价格持续高位运行，人工成本不断增加，公司营业成本上升；二是为提升大马力轮式拖拉机在部分地区的影响力，公司 2011 年上半年对局部弱势地区出台了促销政策；三是产品销售结构变化的影响：2011 年，公司中轮拖的销量较 2010 年增幅为 38.61%，远高于大轮拖增幅，但由于中轮拖的毛利率低于大轮拖，产品结构的变化拉低了公司的综合毛利率。预计未来公司毛利率将继续保持稳定增长。

图表 5.公司分业务毛利率情况



资料来源：公司资料、中银国际研究

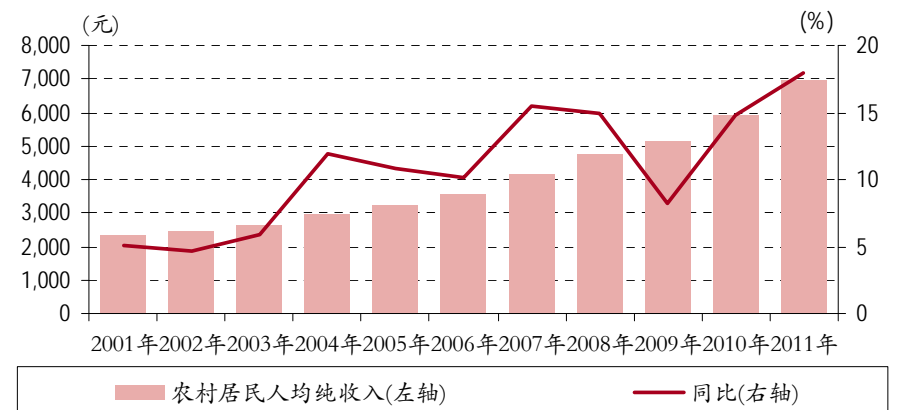
图表 6. 公司农业机械板块各产品毛利率变化


资料来源：公司资料、中银国际研究

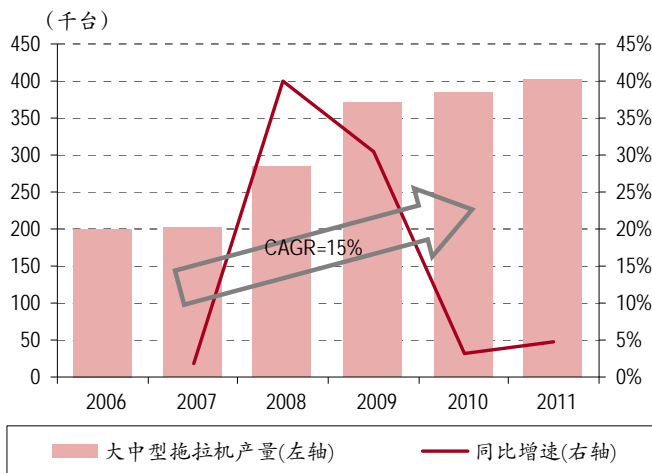
大型拖拉机是未来发展的方向

大轮拖在拖拉机保有量中的占比正在逐步提高，主要由于一是农村购买力提升，可以负担价格较为昂贵的大轮拖，2011年我国农村居民人均收入6,977元，同比增长17.88%，2001年至2011年农村居民人均收入复合增长率为11.4%。农民收入的快速增长带动农机购买力的提升，对于更省时省力的大马力拖拉机的需求形成利好。二是集约化生产的推广，随着土地流转的开放，大规模机械化耕种成为现实，专业的农机合作社和机耕队需要更为先进、效率更高的大轮拖，新的需求点带动大轮拖的需求增长。三是深耕深松等农业新技术的推广需要配套大马力拖拉机才能实现。

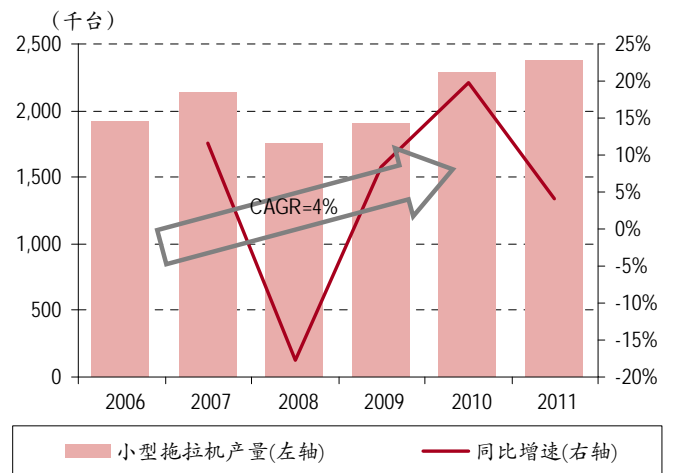
2006至2011年我国大中型拖拉机年复合增长率为15%，小型拖拉机仅为4%。由于历史原因小型拖拉机现在存量上仍处于绝对优势地位，但增速明显放慢。主要由于小型拖拉机有逐渐被大中型拖拉机替代的趋势。随着购买力的提升，一些更新需求会把小轮拖更换为大中轮拖。

图表 7. 我国农村居民人均收入逐年走高


资料来源：公司资料、中银国际研究

图表 8.大中型拖拉机复合增长率为 15%


资料来源：公司资料、中银国际研究

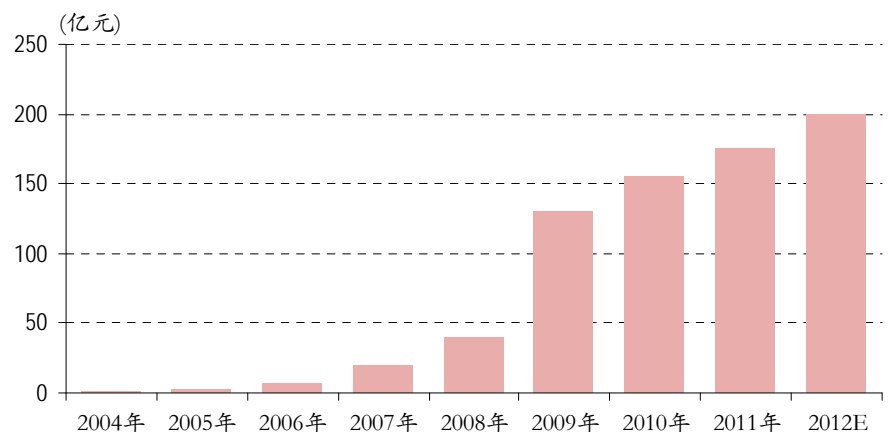
图表 9.小型拖拉机复合增长率为 4%


资料来源：公司资料、中银国际研究

农机补贴是影响农业机械需求的重要因素

国家的政策支持是影响我国农机行业发展的主要因素之一，尤其是近几年来大幅增长的农机购置补贴，该补贴资金的规模从2004年的0.7亿元上升到2011年的175亿元，补贴机型从2005年6大类18个品种扩大到12大类46个品种，基本覆盖了农林牧渔业生产的主要机械设备；补贴范围从2004年的局部区县扩大到2009年全国所有的农牧业县（场），农机行业销售收入也因此出现了较大幅度的增长。2012年预计中央政府农机补贴额度在200亿元左右，未来也将保持在较高水平。

从农民的消费角度来看，单台农业机械最高的补贴额度可以到农机售价的30%左右，对于农机消费来说有很强的刺激作用。同时农机政策的变化也牵动着农机市场的情绪。政府在2009年大幅提高农机补贴水平并将补贴范围扩大至全国所有地区，当时作为消费者判断这样的政策机会未来不会再有了，所以纷纷购机，导致当年拖拉机行业销量大幅提升。到近几年消费者的购买意愿回归理性，不会再有爆发式的需求增长，根据实际需求购置新机的居多。今年补贴操作政策进一步调整，要求农民全额购机，再将补贴款打给农户。这一政策的微调让农户不适应，影响上半年农机产品的销售。可见，农机补贴是影响农业机械需求的重要因素。

图表 10.中央政府农机补贴力度逐年加大


资料来源：公司资料、中银国际研究

受益于集团资产整合，打造农机航母

公司的大股东一拖集团是国机集团重要的子公司，国机集团从做贸易起家，逐步吸收福马集团、一拖集团等，完善了制造体系。未来国机集团层面将对下属子公司分类管理，拥有“A+H”融资平台的公司将是整合农业机械业务的主体。短期内一拖集团将把零部件业务交给公司，长期来看，国机集团旗下的洛阳中收等专注于自走式收获机械的公司也将与公司整合。届时公司将具有包括动力机械及零部件，自走式收获机械，柴油机等关键业务，形成农业机械领域的航空母舰。

估值

公司主要下游为农业生产耕作环节，将直接受益于我国政府对农机产品的购置补贴。同时大轮拖的市场正逐渐被打开，公司优势将有所体现，在激烈的竞争中保持市场份额。我们预计2012年每股收益0.46元，对应2012年A股16.5倍市盈率，H股10.6倍市盈率。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371