农用机械

署名人：欧阳俊

S0960512080005

0755-82026721

ouyangjun@china-invs.cn

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

6－12 个月目标价： --

当前股价： 10.54 元

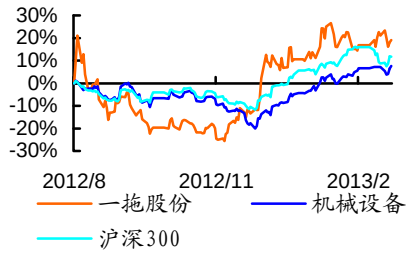
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2359.51
总股本(百万)	996
流通股本(百万)	150
流通市值(亿)	16
EPS	0.33
每股净资产（元）	4.42
资产负债率	52.3%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
一拖股份	-2.77%	37.60%	36.88%
机械设备	3.50%	30.62%	16.08%
沪深 300	-2.72%	24.73%	21.04%



相关报告

一拖股份 601038 推荐

受益农业机械化和大型化的拖拉机行业龙头

近期我们到公司进行了实地调研，与管理层就行业政策、行业与公司的发展现状和未来展望进行了深入交流。

投资要点：

- **公司为国内拖拉机行业龙头。**公司为国内最大、技术水平最高的的专业农用拖拉机生产企业，2011 年大、中、小轮拖占公司营业收入分别为 42%、13%和 6%，市场份额分别达到 35%、15%和 12%。
- **受益农业机械化和大型化，业绩稳定增长可期。**（1）目前我国农业机械化率不到 60%，仍处于较低水平。受益劳动力成本上升、农机补贴和土地流转等正面因素推动，未来 10 年我国农机行业将处于黄金发展期；作为农田作业动力机械的拖拉机将直接受益。（2）从内部结构来看，小轮拖保有量已相当大且绝大部分地区已停止补贴，而大中拖由于发展相对滞后、且受机械大型化推动和国家加大补贴；大中拖替代小轮拖需求足。我们预计公司未来三年大中拖复合增速为 10%-15%。
- **国机集团优质农机资产注入或是中长期看点。**集团旗下的水稻插秧机（机值率为 26%）和玉米收获机（机收率为 40%）受益所处行业机械化水平低、成长空间大。作为集团唯一的农机上市平台，农机优质资产注入可以期待；而一旦这些资产以合理价格注入上市公司，公司长期成长空间将被打开、盈利能力将显著增强。
- **首次给予“推荐”的投资评级。**预计公司 12-14 年营业收入分别为 107.10、117.86 和 132.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.43 和 0.48 元。目前公司股价对应 PE 分别为 27.3、23.4 和 20.7X，估值相对合理；但考虑公司是农机主题投资的稀缺标的，建议逢低介入。

风险提示：

- 原材料价格大幅上涨和行业竞争加剧导致毛利率下降、行业政策变动

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11263	10710	11786	13205
收入同比(%)	10%	-5%	10%	12%
归属母公司净利润	411	383	446	503
净利润同比(%)	-24%	-7%	17%	13%
毛利率(%)	13.4%	13.7%	14.0%	14.0%
ROE(%)	12.4%	8.5%	9.2%	9.7%
每股收益(元)	0.41	0.38	0.45	0.51
P/E	25.38	27.26	23.38	20.72
P/B	3.14	2.32	2.16	2.00
EV/EBITDA	14	14	13	12

资料来源：中投证券研究所

一、公司为国内拖拉机行业龙头企业

一拖股份是我国“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、技术最先进、综合实力最强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。

不考虑分部抵消，2011 年大、中、小轮拖营业收入占比分别为 42%、13%和 6%，毛利占比预计为 54%、7%和 2%。从趋势上看，大中拖占比逐步提高，自 2008 年 33%提高到 2011 年 56%；小轮拖则持续萎缩，自 2008 年 12%减少到 2011 年 6%。

毛利率方面，公司农业机械毛利率近几年稳定在 11%的水平。由于大轮拖技术要求较高、规模化生产企业较少，行业集中度较高，公司大轮拖毛利率预计在 17%左右，大幅高于整体水平。中轮拖和小轮拖由于技术要求相对较低且竞争激烈，毛利率分别仅为 7%和 4%。

图 1：近四年公司营业收入构成（不考虑分部抵消）

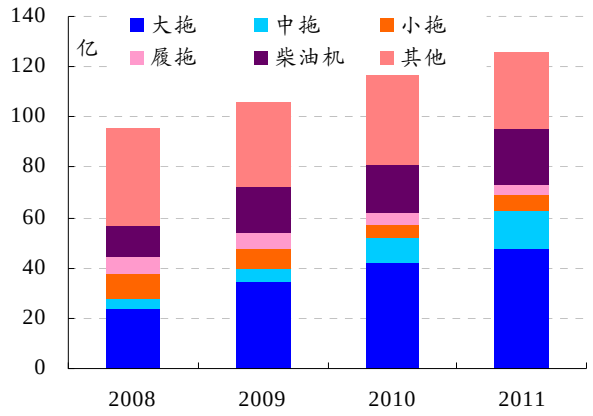
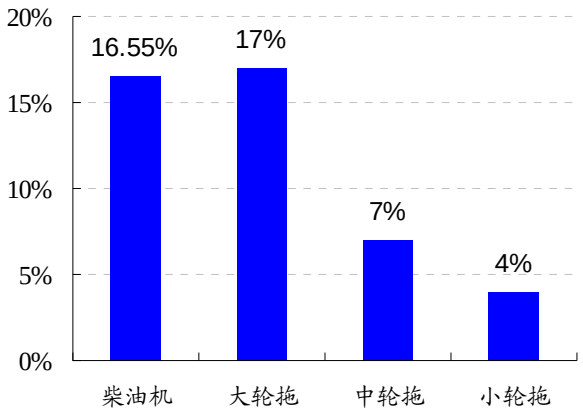


图 2：公司主要产品毛利率情况（2012H1）[1]



资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、受益农业机械化和大型化，公司营收稳定增长可期

中国人口红利的结束伴随着劳动力成本的持续快速提升，我国农村劳动力的供给格局正在由“无限供给”向“供给短缺”转变。据相关统计，人工成本占粮食生产成本高达 40%。农村劳动力短缺背景下的劳动力成本上升催生了农业机械化需求。而农机购置补贴和土地流转等国家政策加快了这一需求的释放。

[1] 大、中、小轮拖为估计毛利率

图 3：全国玉米生产成本构成

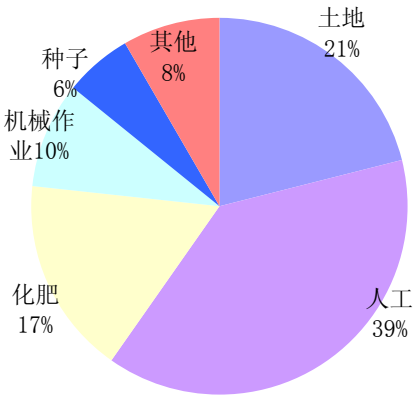
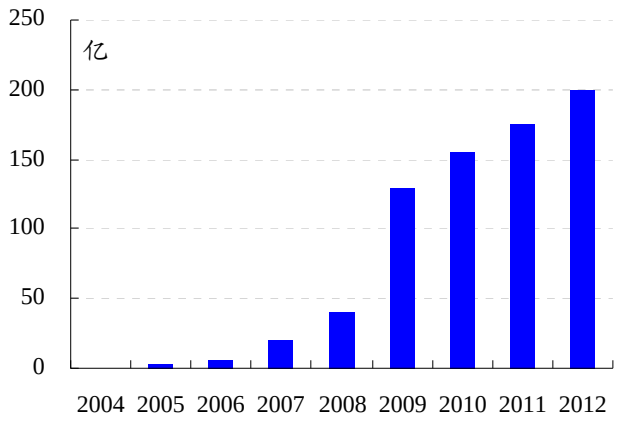


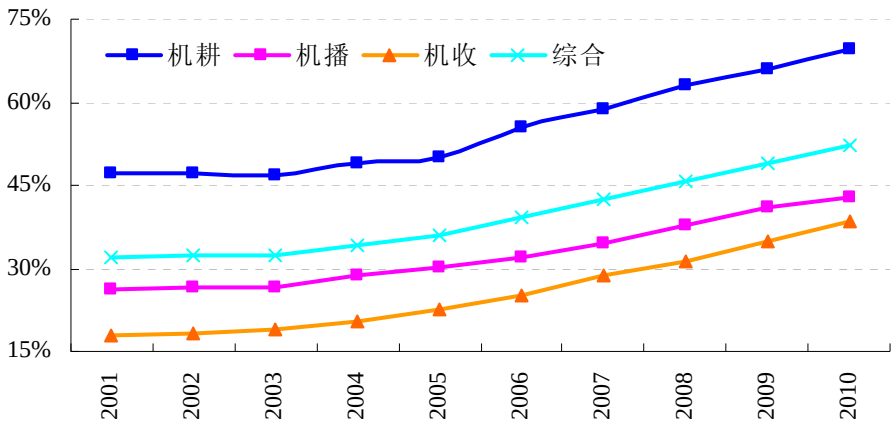
图 4：历年中央农机购置补贴



资料来源：公司公告，中投证券研究所

自 2004 年我国开始农机补贴起，农业机械化率快速提升，2011 年综合机械化率达到 54.5%。但与我国一样属典型的人多地少国家-日本和韩国相比，我国农业机械化水平仍然显著偏低（日本和韩国农业机械化水平基本达到 100%），未来提升空间仍较大。未来 10 年我国农机行业将处于黄金发展期；作为农田作业动力机械的拖拉机将直接受益。

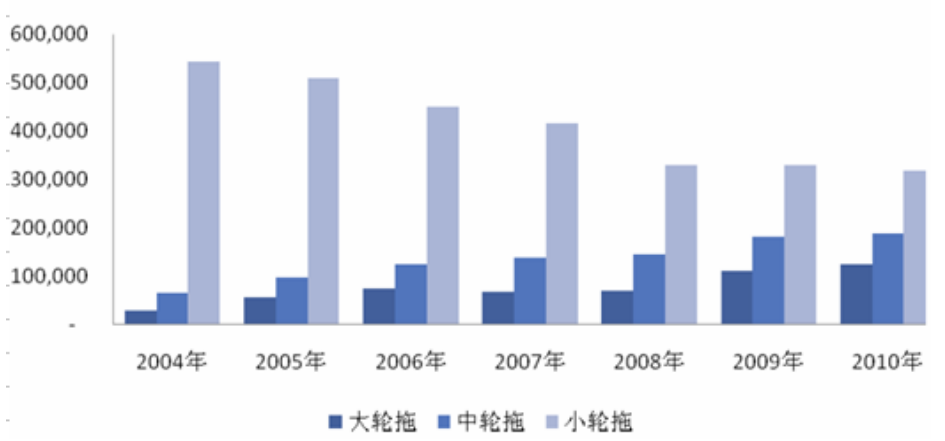
图 5：我国农业机械化水平



资料来源：农机流通协会、中投证券研究总部

从拖拉机行业内部结构来看，小轮拖保有量已相当大且绝大部分地区已停止补贴（仅云贵川等大中拖不适宜的地区仍有补贴），小轮拖近几年产销逐步萎缩；而大中拖由于发展相对滞后、且受机械大型化推动和国家加大补贴；大中拖替代小轮拖需求足。历年国内轮拖产量和公司销量数据也充分反映了这一点。

图 6：2004-2010 年国内大、中、小轮拖产量（单位：台）



资料来源：公司招股说明书、中投证券研究总部

表 1：一拖分马力段销量比较

马力段	2012	2011	同比
>100	2.1	1.1	90.91%
70-100	2.1	3.7	-43.24%
50-70	0.6	0.8	-25.00%
25-50	3.5	2.7	29.63%
<25	2.7	4.6	-41.30%

资料来源：公司资料、中投证券研究总部

公司在大中拖行业龙头地位稳固，我们预计公司大中拖未来三年有望保持10%-15%的复合增速。且公司营业收入主要来自于大中拖，业绩稳定增长可期。

图 7：2011 年公司营业收入构成

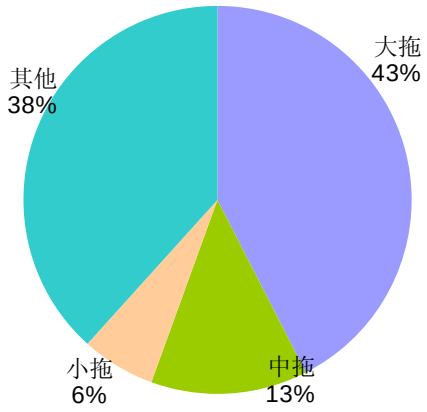
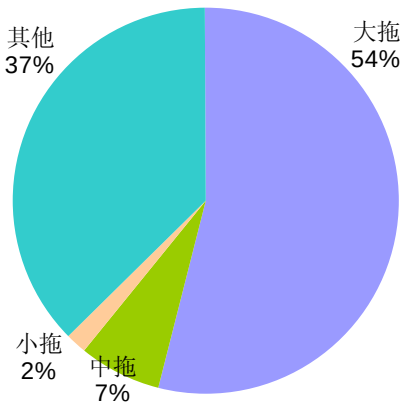


图 8：2011 年公司毛利构成



资料来源：公司资料，中投证券研究总部

图 9：2011 年国内大轮拖市场格局

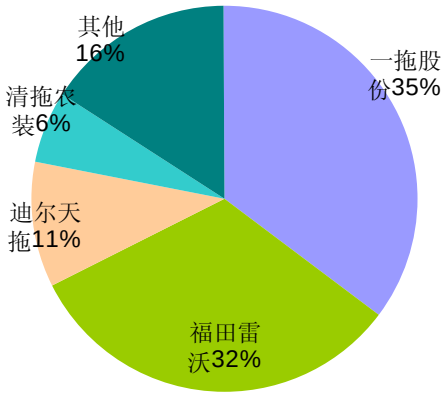
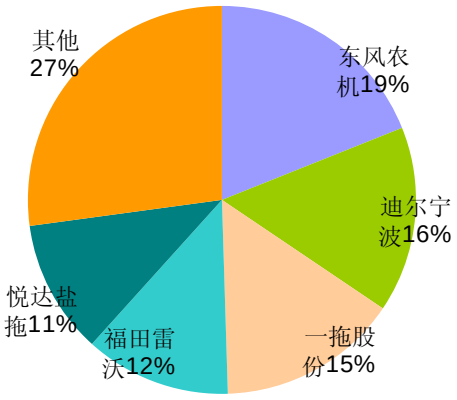


图 10：2011 年国内中轮拖市场格局



资料来源：公司资料，中投证券研究总部

三、国机集团优质农机资产注入是中长期看点

作为国机集团农机领域唯一的上市平台，集团内部优质资产未来注入一拖股份是大概率事件；我们看好集团下面的玉米收获机（洛阳中收）和水稻插秧机（一拖集团）业务。

玉米收获机：从行业层面来看：我国玉米收获机市场起步于九十年代中期，但是受产品成熟度、农机农艺不配套等“瓶颈”的影响，一直得不到农户的认可，市场发展极为缓慢。近几年在国家、地方的大力扶持和推广下，在产品逐步成熟、农机农艺融合度大幅提高的背景下，铺以补贴政策拉动，市场需求呈现快速增长的局面，玉米机收率得以快速提高，2012 年我国玉米机收率达到 40%；但与水稻（75%左右）和小麦机收率（90%左右），玉米机收率提升空间仍较大。国际集团子公司-洛阳中收的“开拓者”系列自走式玉米联合收获机开创了中国玉米大规模机械化收获的先河，技术和销量均处于行业第一阵营。目前产品系列涵盖 2 行-4 行机，仅 4 行机销量就在千台以上规模。

图 11：2008-2012 年我国玉米机收率

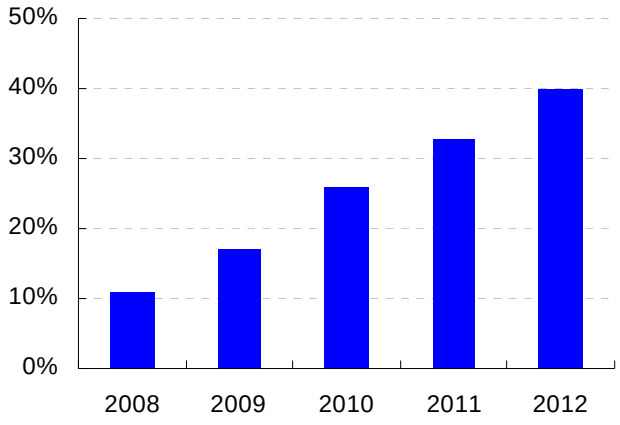
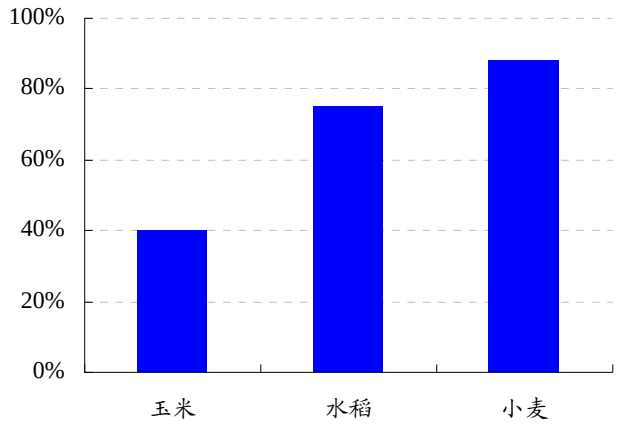


图 12：2012 年国内三大粮食作物机收率



资料来源：公司资料，中投证券研究总部

水稻插秧机：从行业层面来看：水稻作为我国粮食种植面积最大的作物，每年的种植面积大多稳定在 4.53 亿亩左右，在小麦、玉米种植基本实现机械化的情势下（机植水平 80%-90%），水稻的机械化种植水平偏低（2012 年我国水稻机植水平仅 26%），成为制约水稻全程机械化的瓶颈，也成为我国“十二五”期间重点推进的农机化项目。2012 年，我国累计消费各种型号的插秧机 9.7 万台，同比增长 9.12%。业内预测 2013 年插秧机市场或将突破 12 万台，增幅将在 20%左右。一拖（黑龙江）公司从 2010 年 12 月着手高速乘坐式插秧机的研发，在半年内完成了整机研发，并生产出样机进行了水稻种植试验。2012 年获得黑龙江 500 台高速插秧机订单、开始实现销售，并打破了黑龙江省水稻种植机械长期依赖国外进口的局面。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5332	5008	5657	6508
现金	1512	1417	1594	2048
应收账款	853	750	825	924
其它应收款	133	107	118	132
预付账款	108	277	304	341
存货	1111	1387	1521	1704
其他	1616	1071	1295	1359
非流动资产	3836	2953	3254	3166
长期投资	117	118	118	118
固定资产	1367	1260	1161	1050
无形资产	767	752	736	718
其他	1585	823	1239	1280
资产总计	9168	7962	8912	9674
流动负债	5077	2773	3336	3669
短期借款	965	10	10	10
应付账款	1608	1387	1521	1704
其他	2503	1376	1805	1955
非流动负债	316	186	186	186
长期借款	186	186	186	186
其他	130	0	0	0
负债合计	5392	2959	3522	3855
少数股东权益	452	502	557	617
股本	846	996	996	996
资本公积	1445	2064	2064	2064
留存收益	1052	1441	1772	2141
归属母公司股东权益	3323	4501	4832	5202
负债和股东权益	9168	7962	8912	9674

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	464	21	398	682
净利润	458	433	501	563
折旧摊销	146	156	161	167
财务费用	50	50	55	60
投资损失	-59	-62	-68	-74
营运资金变动	-112	-1189	92	-64
其它	-17	633	-343	30
投资活动现金流	-593	129	-51	-35
资本支出	604	110	120	110
长期投资	48	-99	-1	-1
其他	59	139	68	74
筹资活动现金流	264	-245	-170	-194
短期借款	540	-955	0	0
长期借款	-414	0	0	0
普通股增加	0	150	0	0
资本公积增加	-156	620	0	0
其他	295	-59	-170	-194
现金净增加额	129	-95	177	454

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11263	10710	11786	13205
营业成本	9756	9243	10140	11357
营业税金及附加	23	21	24	26
营业费用	337	321	354	396
管理费用	677	643	707	792
财务费用	50	50	55	60
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-12	0	0	0
投资净收益	59	62	68	74
营业利润	516	493	574	648
营业外收入	23	20	25	30
营业外支出	3	4	10	15
利润总额	536	509	589	663
所得税	79	76	88	99
净利润	458	433	501	563
少数股东损益	47	50	55	60
归属母公司净利润	411	383	446	503
EBITDA	711	699	791	875
EPS（元）	0.49	0.38	0.45	0.51

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	10.2%	-4.9%	10.1%	12.0%
营业利润	-16.9%	-4.5%	16.5%	12.8%
归属于母公司净利润	-24.3%	-6.9%	16.6%	12.9%
获利能力				
毛利率	13.4%	13.7%	14.0%	14.0%
净利率	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
ROE	12.4%	8.5%	9.2%	9.7%
ROIC	19.5%	12.7%	15.3%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	58.8%	37.2%	39.5%	39.8%
净负债比率	21.45%	6.62%	5.56%	5.08%
流动比率	1.05	1.81	1.70	1.77
速动比率	0.83	1.31	1.24	1.31
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.25	1.40	1.42
应收账款周转率	15.66	13.37	14.97	15.10
应付账款周转率	6.31	6.17	6.98	7.04
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.38	0.45	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.02	0.40	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.52	4.85	5.22
估值比率				
P/E	25.38	27.26	23.38	20.72
P/B	3.14	2.32	2.16	2.00
EV/EBITDA	14.20	14.46	12.78	11.54

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±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。

欧阳俊，中投证券研究所机械行业分析师，中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所，负责工程机械、能源装备、机械基础件和高端智能装备等子行业研究。

宋怡桥，中投证券研究所机械行业分析师，清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所，负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

免责条款

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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434