

中大轮拖发展弹性远大于农机整体，业绩拐点在今明两年

一拖股份（601038）深度报告

谨慎推荐（下调）

风险评级：一般风险

2013年3月6日

蒋孟钢

SAC 执业证书编号：

S0340109121961

电话：0769-22110785

邮箱：JMG@dgzq.com.cn

投资要点：

- ◇ **中大型轮拖发展弹性远大于农机整体行业。**我们发现在1997年至2011年这15年期间，出现过8次较大的背离情况，相关性并非完全一致，且总体来看中大型拖拉机产量波动弹性远大于农机行业整体，例如2004年农机行业产值整体增幅仅为30.8%，而中大型拖拉机产量增幅为133.2%，超过整体行业增幅4倍以上。
- ◇ **农机合作组织成为拖拉机行业发展催化剂。**农机合作社在购买中大型拖拉机主要用来进行深松及与其他农机具进行配套使用，为大拖近两年的发展提供了不竭动力，这些消费群体的购买动机就是为了利用农机进行经营活动，由此决定了他们购买的拖拉机以大型为主，因为大型拖拉机工作效率和工作质量更高。
- ◇ **公司大轮拖进口替代效果明显。**未来国产大轮拖将逐步填补进口大轮拖现在在国内的市场份额。从11年2亿美元的市场金额来估测，13年及14年进口大轮拖的市场产值约在2.7-3.5亿美元之间。我们可以合理预计14年公司大马力进口替代产品的收入将会增加到10-15亿人民币之间。
- ◇ **行业龙头地位优势明显，但目前估值过高，下调至谨慎推荐评级。**预计公司2012-2014年EPS为0.37元、0.48元和0.66元，对应PE分别为29.05倍、22.38倍和16.44倍。由于大马力拖拉机销量激增，柴油机业务将迎来业绩释放，业绩拐点在今明两年，具备中长期投资价值，但我们也看到公司12年业绩暂时较差，目前估值相对较高，暂时下调公司评级，建议回调后积极关注。
- ◇ **风险提示。**（1）与大股东同业竞争是制约公司未来纵向发展的绊脚石；（2）农机补贴低于预期（3）粮食价格剧烈波动。

公司主要财务指标预测表

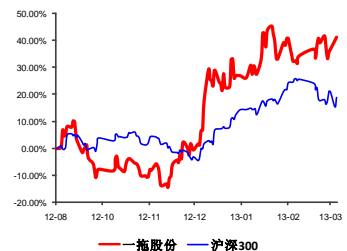
	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	11,328.54	11,099.82	12,677.11	15,358.31
同比%	10.35	-2.02	14.21	21.15
归属母公司净利润(百万元)	410.82	369.86	480.06	653.57
同比%	-24.30	-9.97	29.80	36.14
毛利率%	13.38	13.58	13.95	14.35
ROE%	10.81	7.26	8.72	10.77
每股收益(元)	0.41	0.37	0.48	0.66
每股净资产(元)	3.93	5.11	5.53	6.09
市盈率(倍)	26.38	29.30	22.57	16.58
市净率(倍)	2.77	2.13	1.97	1.79

资料来源：东莞证券研究所，wind

主要数据 2013年3月5日

收盘价(元)	10.88
总市值(亿元)	108.35
总股本(百万股)	996
流通股本(百万股)	150
ROE(TTM)	9.54%
12月最高价(元)	11.45
12月最低价(元)	6.56

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，wind

相关报告

《农业机械专题报告：受益于政策、人口等多重因数，农机行业将再度起航》

——2012-11-19

《一拖股份(601038)调研简报：核心竞争力突出，一拖华丽转身》

——2013-1-31

目录

1.国内农用拖拉机、柴油机龙头	4
1.1 公司在拖拉机制造技术上具备国际先进水平	4
1.2 公司现阶段主要资产：	4
1.3 公司股权结构：国机集团为实际控制人，旗下农机资产众多.....	4
1.3 现阶段及未来资产注入情况	7
2 中大型拖拉机工艺复杂，质量问题制约行业发展	8
2.1 中大型拖拉机制造工艺复杂，进入门槛高	8
2.2 部分中大型拖拉机生产厂商，面临质量问题困扰：	9
3. 中大型轮拖发展弹性远大于与农机整体行业	9
3.1 中大型拖拉机发展几度大起大落.....	10
3.2 拖拉机行业将继续分化，看好中大型拖拉机未来发展	11
4. 大中型拖拉机行业运行分析：收益多重因素，未来成长空间巨大	12
4.1 农机合作组织成为拖拉机行业发展催化剂	12
4.2 国家购机补贴不断向中大型拖拉机生产企业倾斜	14
4.3 柴油机作为拖拉机重要配件更新率较高，类似于易耗品.....	16
4.4 今年拖拉机大型化趋势明显	17
5.公司经营分析	17
5.1 主要产品产能、销售情况及预测	17
5.2 主要产品毛利率及盈利状况	19
5.4 公司轮拖产品出口受制于行业制造水平	23
5.5 公司大轮拖产品进口替代优势明显	24
6.募投项目的情况	25
7.盈利预测与估值	26
7.1 经营预测	26
6.2 盈利预测与投资建议	27
7.风险提示	28

插图目录

图 1：公司主要产品	4
图 2：公司目前股权结构图	5
图 3：中大型拖拉机装备工艺非常复杂	8
图 4：农机行业与中大型拖拉机增幅多次背离，相关性较差(画圈处)	10

图 5：中大型拖拉机历年产量	11
图 6：大中拖拉机每月产量(20 马力以上)	12
图 7：20 马力及以下小型拖拉机当月产量	12
图 8：我国农机合作社增长迅速	12
图 9：部分省市试点以旧换新下的农机动力补贴详情.....	14
图 10：部分省市试点以旧换新下的收获机械补贴详情.....	15
图 11：部分省市试点以旧换新下的收获机械补贴详情.....	16
图 12：一拖股份 2011 产能结构	18
图 13：预计一拖股份 2012 产量构成	18
图 14：一拖股份 2011 产能结构	18
图 15：预计一拖股份 2012 产量构成	18
图 16：公司 2011 农业机械及动力收入结构.....	19
图 17：公司 2011 农业机械及动力毛利构成.....	19
图 18：公司柴油机销量变化情况及预测.....	21
图 19：一拖股份各类产品均价(单位：万元)	22
图 20：预计一拖股份 2012 产量构成	22
图 21：2011 年大中轮拖市场份额	22
图 22：2011 年我国农用柴油机市场格局	22
图 23：历年我国出口轮式拖拉机金额及增幅.....	23
图 24：历年我国出口轮式拖拉机数量及增幅.....	23
图 25：公司海外收入金额及增幅	23
图 26：公司出口轮式拖拉机金额占收入比.....	23
图 27：我国进口轮拖金额	25
图 28：我国进口轮式拖拉机数量	25

表格目录

表 1：2011 年国机集团控股涉足农机行业的子公司资产情况.....	6
表 2：我国拖拉机可靠性 MTBF 考核指标.....	9
表 3：拖拉机行业准入条件	15
表 4：一拖大中型轮拖与进口产品价格比较.....	24
表 5：分产品经营预测	26
表 6：公司利润预测表	27




1.国内农用拖拉机、柴油机龙头

1.1 公司在拖拉机制造技术上具备国际先进水平

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，也涉足部分农机耕种、收获机械等。

公司经过多年发展，主要拳头产品为**全马力(17-380)马力覆盖拖拉机产品系列及农用柴油机产品系列**。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。在 09 年及 10 年两年，公司不断加大自主研发力度，率先推出国内首台 380 马力的大功率拖拉机，并首次在国内拖拉机行业内解决了动力换挡在重型拖拉机上的应用，标志着国产大马力拖拉机的制造能力跃上了一个新台阶，也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。

图 1：公司主要产品

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、东莞证券研究所

1.2 公司现阶段主要资产：

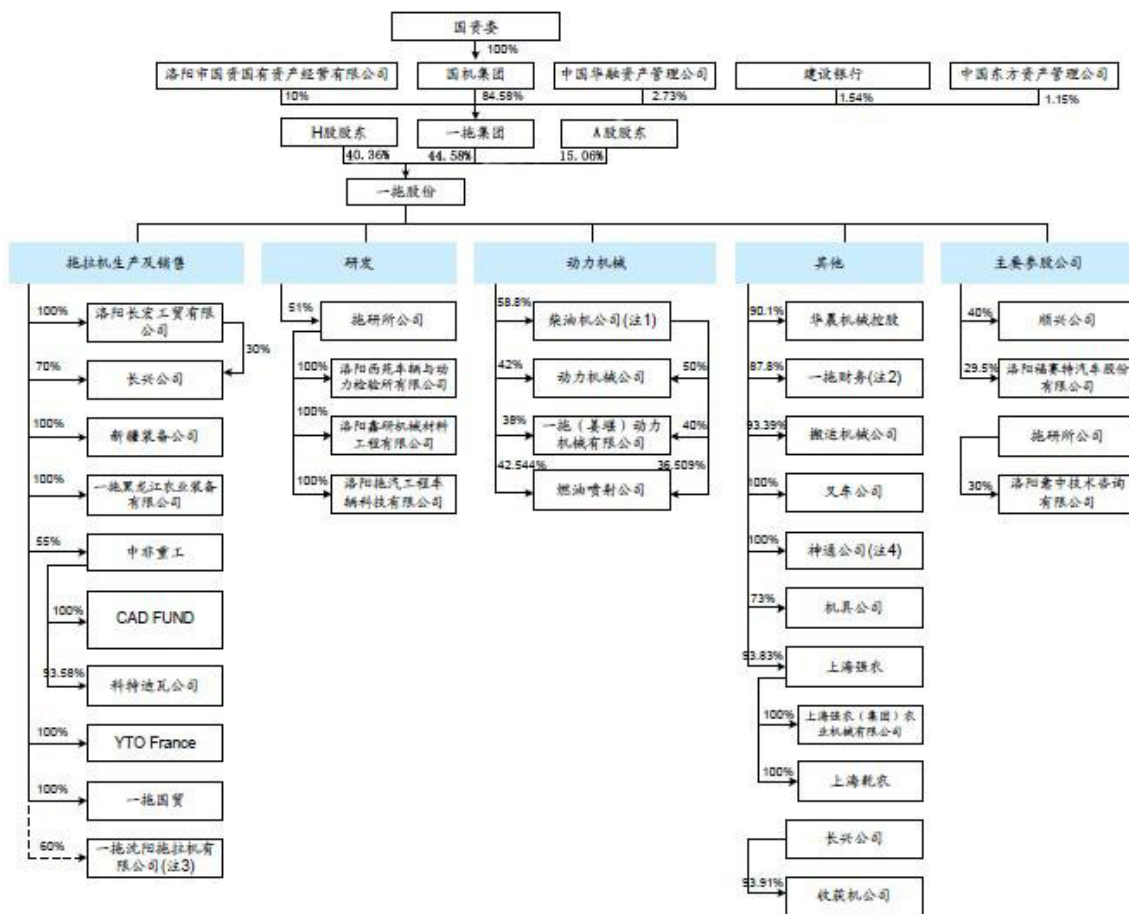
现阶段公司主要资产及职能部门具体为：生产和销售拖拉机业务有关的 10 个生产厂（第一装配厂、第二装配厂、第一发动机厂、齿轮厂、标准件厂、第一铸铁厂、球铁铸铝厂、铸钢厂、精密铸造厂和锻造厂）及供应处、协作配套处、销售服务公司 3 个职能处室，共计 13 个单位，以及基建处和财务处的部分资产和负债。

1.3 公司股权结构：国机集团为实际控制人，旗下农机资产众多

目前公司属于在 A 股及 H 股同时上市的国内上市公，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。

在 A 股上市后，公司总股本增至 9.96 亿股，其中一拖集团持有一拖股份 44.58% 的股份为控股股东，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：公司目前股权结构图



资料来源：东莞证券研究所、公司招股说明书

目前国机集团间接持有一拖股份 37.70%，为公司单一控股大股东。国机集团，是中华人民共和国国务院管理的国有特大型中央企业集团，是由中央政府批准在 1997 年以中国机械装备集团公司成立，1999 年，经合并、收购、重组等方式，更名为中国机械工业集团公司。主要业务包括机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务三大主业。

2011 年国机集团，营业收入达到 1910 亿元，利润总额达到 78 亿元，进出口总额 110 亿美元，分别同比增长 25.6%、16.8%、28.8%。在国机集团现有的装备制造业务中，农业装备销售为主要支柱产业，产值的比重超过 50%。

另外旗下上市公司除一拖股份外，还包括蓝科高新（601798.SS）、常林股份（600710.SS）、林海股份（600099.SS）、国机汽车（600335.SS）、轴研科技（002046.SZ）以及中工国际（002051.SZ）股份。

国机农装农机品牌较多：东方红、碧浪、丰美、美诺、中收和现代农装等。

表 1：2011 年国机集团控股涉足农机行业的子公司资产情况

控股农机公司名称	总资产	净利润	持股比例	
中国福马机械集团有限公司	624,432.08	17,083.72	100.00%	建筑工程等机械以及其他专用设备、内燃机等机械、木材切削等工具、人造板材等的制造和销售
中国收获机械总公司	5,066.84	-310.46	100.00%	农业机械等机械设备的研发、生产制造及产品销售
中国一拖集团有限公司	1,323,638.29	36,303.10	84.58%	拖拉机等农业机械；汽车、工程机械、柴油机、发电机、叉车、自行车、喷油泵及上述产品零配件制造、销售；煤矿机械、槽车、模具、机床、铸锻件、工夹辅具及非标准设备制造等
中国农业机械化科学研究院	578,115.88	20,608.12	100.00%	农牧业、机械电子、农副产品加工业的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务和成套设备的工程咨询、工程设计、工程承包、工程施工及设备的生产、装配、维修、销售等
国机资产管理公司	12088388.00	638.41	100.00%	资产管理；经营代理工程与农业机械的进出口业务；承办中外合资经营、合作生产、来料加工、来样加工、来件装配、易货贸易等

资料来源：东莞证券研究所、公开资料

国机集团并购了国内的一些农机企业后，最大的问题是未产生协同效应，且集团下的同业竞争制约了东方红品牌农机具方面的发展。我们认为国机集团的问题最主要是营销渠道方面过于分散，其次是子品牌太多，而知名品牌只有“东方红”一个。

表 2：国机控股子品牌

品牌名称	品牌授权公司	主要产品	图标
------	--------	------	----

东方红	一拖股份	拖拉机、柴油机	
碧浪	现代农装(中农院子公司)	水稻收割机、水稻插秧机、烘干机、草牧机械	
丰美	现代农装	收割机、育苗机、移栽机、养殖机械、播种机、犁铧、饲料加工机械	
美诺	中机美诺(中农院子公司)	铃薯全程机械化装备、畜牧装备机械、植保机械、免耕播种机具及耕整地机械、水稻种收机械	
中收	现代农装	收获机械	
中农机—MAEC	现代农装	农业机械全覆盖	N/A

资料来源：东莞证券研究所

中国农机院旗下农装企业众多，目前各企业间的产品品牌不一，颜色各异，院长李树君向记者透露，统一品牌只是第一步，接下来中国农机院还将请专业设计公司为产品的色彩进行设计，最终确定一种主色调。

2009年，东方红收割机整体划转给了洛阳中收。2012年上半年，洛阳中收又整体划给了中国农科院旗下的现代农装子公司，而目前洛阳中收，主要由于管理等综合方面的问题，在目前收获机行业爆发式增长的同时，仍然效益较差，如履薄冰 2011年亏损了 310 万元。

1.3 现阶段及未来资产注入情况

去年年内完成对集团内三家公司的收购，一拖有望整体上市

公司将以现金收购的方式对一拖（洛阳）开创装备科技有限公司、一拖（洛阳）福莱格车身有限公司、一拖（铸造）有限公司的股权及资产进行收购。其中（铸造有

限公司）资产质量最好，是一拖集团旗下优质资产，也是一拖股份的最重要零部件供应商。收购完产后，将大大减少相关交易的发生，预计将提高上市公司 EPS 0.12 元，但 4.95 亿的现金收购本身也会面对面临较多募投项目的公司现金流产生较大压力。

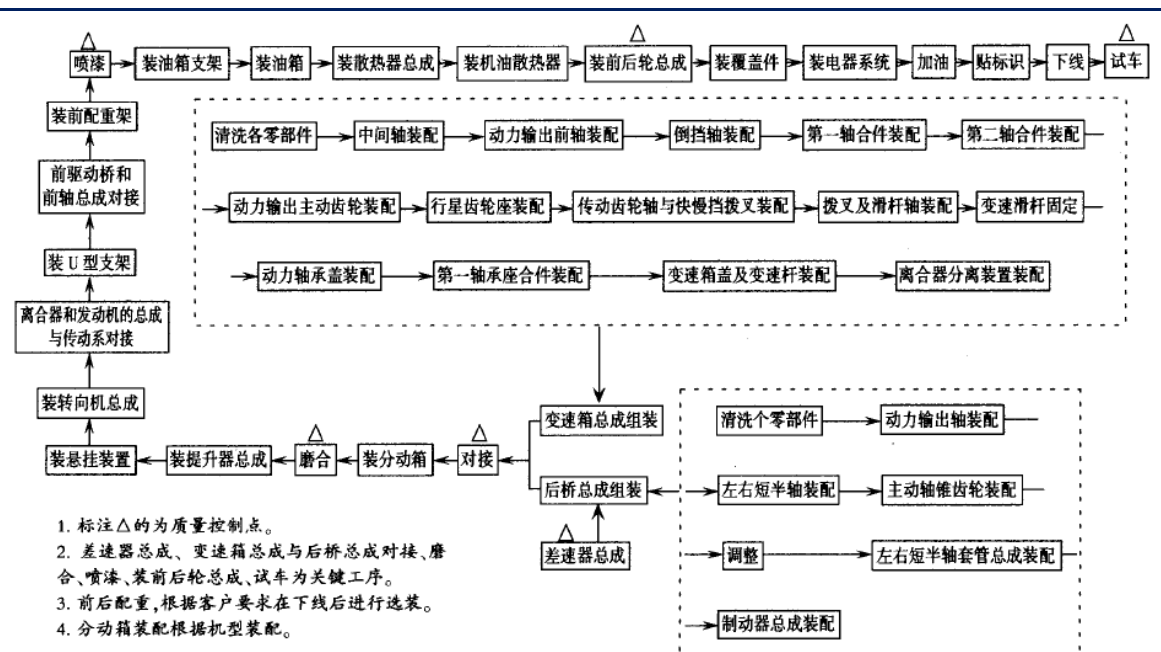
未来资产注入的可能性：

一拖股份作为国机集团农机子公司中，实力最为雄厚，管理最为成熟的资产。我们认为不排除未来大股东重新把洛阳中收这部分管理不善的农业收获机械资产注入回一拖集团公司及上市公司的可能性，而以一拖现有的渠道、质量管控体系和品牌效力，如果一拖接受这块资产后，纵向发展下，收获机械爆发式的增长是可期的。

2 中大型拖拉机工艺复杂，质量问题制约行业发展

2.1 中大型拖拉机制造工艺复杂，进入门槛高

图 3：中大型拖拉机装备工艺非常复杂



资料来源：东莞证券研究所、公开资料

拖拉机主要结构复杂：

拖拉机主要由发动机、底盘、电器系统及附加部分组成。底盘由传动系、行走制动系及工作装置等组成。传动系由离合器、变速箱、差速器、分动箱、最终传动等组成。行走制动系由转向器、前后桥、制动器组成。工作装置由液压提升及动力输出部分组成，而其核心部分为传动系，传动系核心部件为变速箱、分动箱总成。

国产中大型拖拉机售价较低，进入门槛高

通过上图及拖拉机构造的介绍,我们看到拖拉机生产工艺非常复杂(接近于中型轿车的生产难度),但由于中国农业产业化程度较低,农民收入普遍不高,售价长期不仅长期低于国际水平,也低于同等马力中低端轿车的价格,因此产生恶性循环,并有劣币驱逐良币的趋势。

2.2 部分中大型拖拉机生产厂商, 面临质量问题困扰:

近年来随着农村经济的发展,拖拉机的保有量逐渐上升,但是有关使用中的质量投诉也越来越多。质量问题影响着许多农民正常生产,也影响着拖拉机市场的有序发展。

1、**技术老化**: 目前部分厂商生产的中小型轮式拖拉机产品中大部分是 60 年代的产品,技术含量低,和国外先进国家的产品差距大。

2、**资金缺乏**: 由于多年来大中型拖拉机企业毛利率低,不少企业连年亏损,农机销售公司拖欠贷款十分严重,有的高达几千万元,甚至达几亿元,而拖拉机企业又同样欠其配套厂货款。企业受到三角债困扰。

3、**无序竞争**: 导致拖拉机质量问题高发的一个非常重要的原因是无序竞争对正规企业的冲击很大。一般小厂组装的中小马力拖拉机售价大大低于正规企业的产品,且从外观上又不容易辨认,对经济尚不宽裕的广大农民用户有很强的诱惑力。这种无序竞争扰乱了拖拉机市场,对一贯重视产品质量的正规企业冲击很大。

4、**中大型拖拉机可靠性也存在严重问题**。在拖拉机整机可靠性评价标准中,常用的可靠性评价指标有首次故障前平均工作时间 MTTF、平均故障间隔时间 MTBF、无故障性综合评分值 Q 等,目前市场主要使用平均故障间隔时间 MTBF 来对拖拉机可靠度进行考核。

表 2: 我国拖拉机可靠性 MTBF 考核指标

拖拉机产品等级	合格品	一等品	优良品
指标 MTBF(h)	≥150	≥280	≥300

资料来源: 东莞证券研究所、GB/T14648.1—2009《拖拉机可靠性考核》

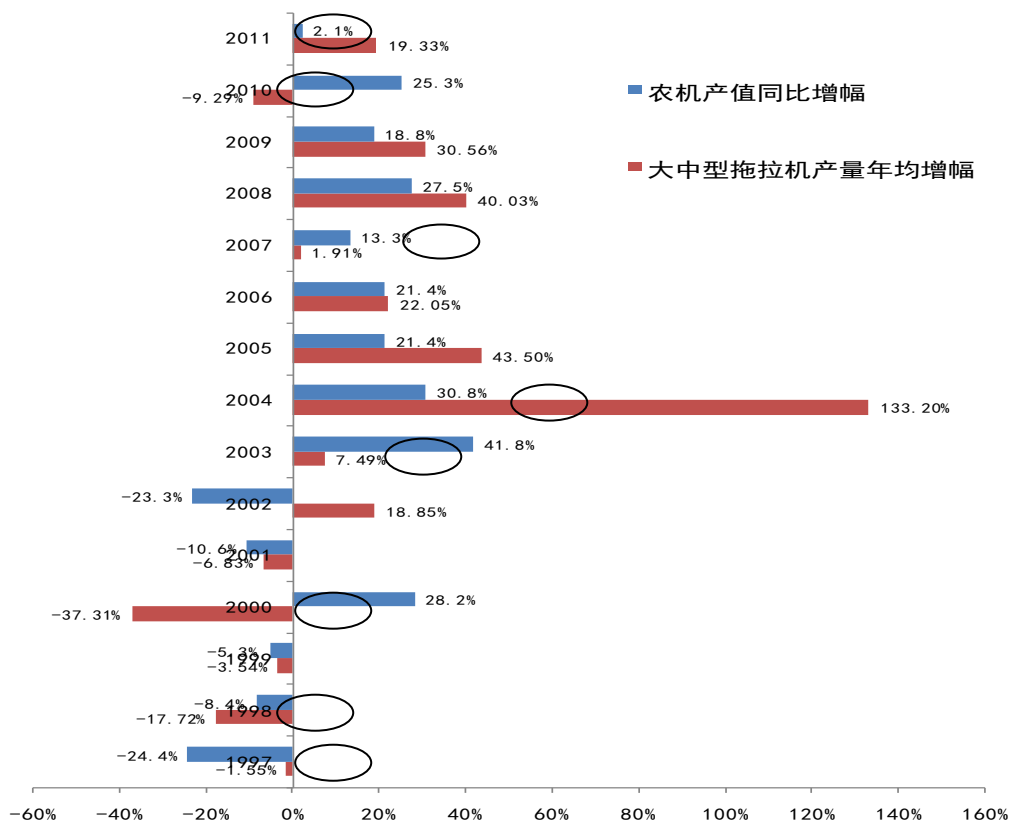
其中欧美日大部分中大型拖拉机 MTBF 可达到 300-500 小时,我国基本维持在 150-200 个小时。举个简单例子,我国的拖拉机一般使用 2000~4000 小时后需要大修,而发达国家一般能达到 5000~10000 小时。我国可靠度面临的主要问题是柴油机动力不足、驱动轴断裂、三漏严重、离合器和后桥、应性和液压悬挂系统等出现故障,出现这些问题的主要原因是由于除去一拖、福田雷沃外,大部分国内销售的中大型拖拉机大量使用非厂家自己生产的外协、外购件,而外协、外购件的产品质量并无可靠测试仪器等必要的检测手段进行检测,无法保证外协、外购件的质量,从而也无法保证整车质量的落实。

3. 中大型轮拖发展弹性远大于与农机整体行业

由于现阶段暂时未发现中大型拖拉机行业产值的权威统计，而农机协会定期公布的中大型拖拉机产量数据是在拖拉机产品销售结构没发生变化的假设前提下逻辑上可供替代的有效统计数据，因此我们使用农机产业整体产值及大中型拖拉机产年均同比增幅这两个数据。我们发现在 1997 年至 2011 年这 15 年期间，出现过 8 次较大的背离情况，相关性并非完全一致，且总体来看中大型拖拉机产量波动弹性远大于农机行业整体，例如 2004 年农机行业产值整体增幅仅为 30.8%，而中大型拖拉机产量增幅为 133.2%，超过整体行业增幅 4 倍以上。

而 2010 年农机行业产值同比增幅为 25.3% 远超中大型拖拉机的 -0.2%，我们分析认为主要是由于拖拉机产品销售结构产生了巨大变化，从 2010 年开始 90 马力及以上大型拖拉机增幅高达 61.5% 替代了一台大型拖拉机理论上可以替代 4-8 台中型拖拉机，因此整体来看中大型拖拉机数量反而是略有下降的。

图 4：农机行业与中大型拖拉机增幅多次背离，相关性较差(画圈处)

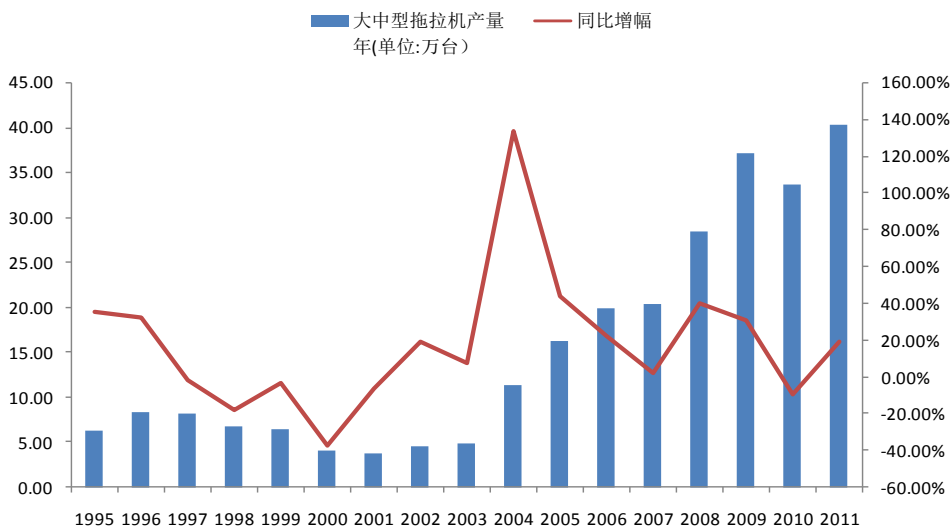


资料来源：东莞证券研究所、公开资料、同花顺

3.1 中大型拖拉机发展几度大起大落

我国大中型拖拉机市场近年发展迅猛，呈现出强大的扩张势头。尤其 2004 年以来，在逐年增长的农机补贴推动下，发展迅猛，连续 6 年以两位数的增幅快速增长，最高增幅 2004 年达到 133.2%。自 2006 年打造了年度销售 20 万台的高位平台，之后虽然在 2008 年出现增幅递减的现象，但年度销售量依然保持高位。09 年、10 年连续两年在 30 万台高位徘徊，但增幅回落，10 年产量还负增长了 9.29%。

图 5：中大型拖拉机历年产量



资料来源：东莞证券研究所、公开资料、同花顺

随着 2011 年粮食价格持续上涨，国家加大对中大型农机动力的补贴力度，农民购买大功率轮式拖拉机热情高涨。中大型拖拉机市场，11 年增速经历了一轮反弹，恢复到 19.33% 高位增速。

农机工业协会企业管理分会提供的拖拉机重点企业行表数据显示，今年 1-8 月，70 马力以上大轮拖行业销售 98660 台，同比下降 3.69%；25-70 马力中轮拖行业销售 175742 台，同比下降 4.66%；25 马力以下小拖行业销售 230174 台，同比下降 6.57%。除小轮拖下滑已成近年来习惯性动作外，大、中型拖拉机销量同步下滑，这还是近年来较为罕见的“突发事件”。

今年前 8 个月份，大、中、小型拖拉机市场销量全面下降，我们认为主要是上半年销量大幅度滑坡所致。其主要原因有三个方面，一是补贴项目操作时间严重滞后，错过了市场销售季节；二是补贴政策改革频幅过大，配套服务不到位，直接或间接的影响了农民购机；三是补贴监管力度加强，“提前操作”、“异地购机”等现象被禁，透支市场因素消除而带来的“基数倍增效应”等。分析上述这些因素无一例外都是非市场因素，并不能代表整个拖拉机市场的发展方向及基本态势。若剔除这些非市场因素，前 8 个月的大中拖拉机销售量仍呈上升态势。

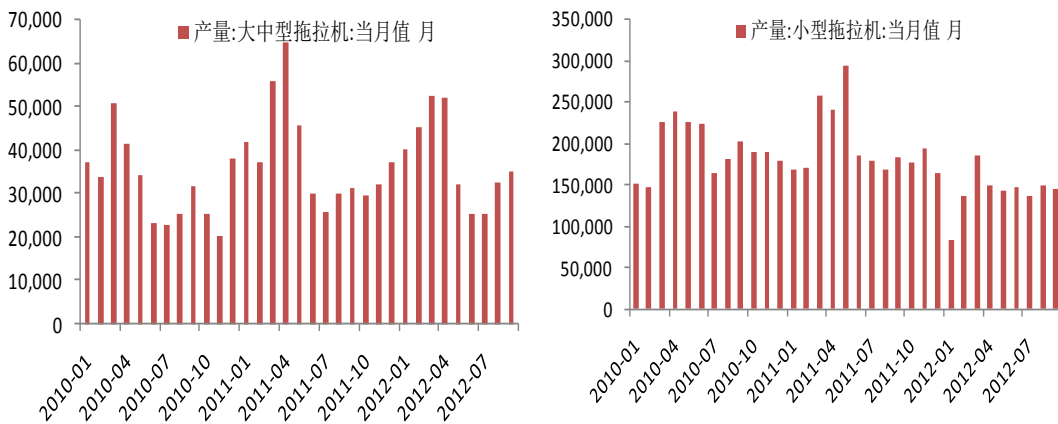
3.2 拖拉机行业将继续分化，看好中大型拖拉机未来发展

拖拉机这块来看，中国拖拉机制造行业整体水平比较落后，在产品技术和质量同外资品牌产品有较大差距，但凭借显著的价格优势，本土品牌仍然在市占率上保持了绝对优势。国家对于大马力机械的补贴力度较大，拖拉机马力段不断向上延伸，11 年全年实现拖拉机产量 283 万台，其中大中型拖拉机(25-70 马力定义为中型发动机、70 马力以上定义为大型发动机)产量 46.27 万台，同比增长 19.33%，小型拖拉机产量 237.36 万台，同比增长 2.81%。

据农业协会相关数据预测 2012 年全国农机总动力将迈上 10 亿千瓦台阶，预计达到 10.2 亿千瓦，同比增长 4.3%。大中型拖拉机预计达到 490 万台，同比增长 11.2%。

2012 年 1 月-10 月，全国规模以上农机企业累计完成工业总产值 2538.2 亿元，同比增长 19.01%，完成销售产值 2492.3 亿元，同比增长 19.17%；行业出口交货值 211.32 亿元，同比增长 33.23%。其中大型拖拉机继续保持较大增长，增幅为 55.12%，小型拖拉机依然大幅下滑，同比负增长 17.66%。

图 6：大中拖拉机每月产量(20 马力以上) 图 7：20 马力及以下小型拖拉机当月产量



资料来源：东莞证券研究所，国家统计局 资料来源：东莞证券研究所，国家统计局

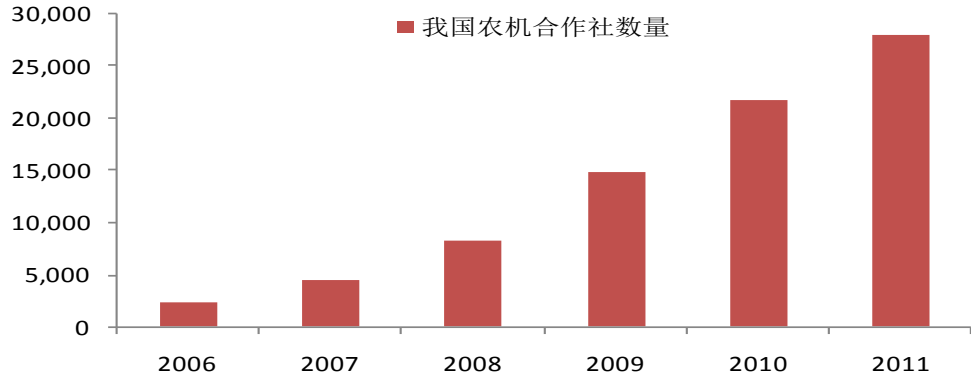
2012 年 1-9 月份，大中型拖拉机实现产量 34 万台，同比下滑 6.21%；下滑主要是由于今年上半年全国实施全额购机，后补贴的方式，造成部分农民买不起。而各省市对农机补贴细则到位较晚，使农民错过了传统春季购买农机的季节，预计这部分被抑制的中大轮拖需求，有望在各大拖拉机厂商对国家补贴提供财务贷款及担保后，延后到 2013 年上半年集中发力。而小型拖拉机实现产量 126.7 万台，同比下滑 33.1%，我们认为小型拖拉机，尤其是小四轮拖拉机已经步入严重衰退期，不断受到大中型拖拉机对其市场的冲击。

4. 大中型拖拉机行业运行分析：收益多重因素，未来成长空间巨大

4.1 农机合作组织成为拖拉机行业发展催化剂

从 2008 年我国《中华人民共和国农民专业合作社法》正式实施以来，我国农机合作社发展数量快速增长。截至 2011 年底，全国依法注册登记的农机合作社达到 2.8 万个，比 2007 年底增长了 5.3 倍，相当于每个月新建将近 500 个农机合作社。全国农机合作社数量约占农机作业服务组织总数的 16.3%。

图 8：我国农机合作社增长迅速



资料来源：东莞证券研究所、公开资料、同花顺

农机合作社在购买中大型拖拉机主要用来进行深松及与其他农机具进行配套使用，为大拖近两年的发展提供了不竭动力，这些消费群体的购买动机就是为了利用农机进行经营活动，由此决定了他们购买的拖拉机以大型为主，因为大型拖拉机工作效率和工作质量更高。

据估算现阶段购买 100 马力以上的大型拖拉机的农民当中有 50%以上已加入各种类型的农机合作社组织。

而参加农机合作社在农民在购买中大型拖拉机的催化剂作用主要体现在：

1. 解决农民购不起问题上更具优势。农机合作社除了通过向金融部门贷款和获得政府农机具购置补贴外，还可以通过合作社的积累和向成员筹集资金等方式，解决购置高性能机具、大中型机具和配套机具的资金短缺的难题，从而可以很好地解决购不起农机具的问题。

2. 在提高利用率和经济性上更具优势。农机合作社的发展，可以在很多方面提高中大型的利用率：（1）合作社统筹购置，可以解决重复购置问题，实现机具的配套，有利于提高农机具的利用率；（2）合作社与成员是利益一致的经济共同体，这一特质使农业机械作业特别是拖拉机市场稳定，有利于提高农机具的利用率；（3）随着农机合作社实力的增强和经营能力的提高，市场信息获取能力和市场开拓能力也会增强（如一些农机合作社开展跨区作业等即是很好的例证），也有利于提高农机的利用率。

3. 在培训及推广农民使用大中型拖拉机的使用上更具优势。一方面，由于合作社是一所技术交流和培训的学校，可以提高农民驾驶拖拉机所需要的知识和技能；另一方面，由于农机合作社实现了生产要素的优化配置，解决了农业生产经营中的社会化服务问题，解决了农民对拖拉机及配套农具技术的应用问题，

4. 在获得财政支农资金使用上更具优势。各地实践表明，农机合作社的发展为国家财政支农提供了一个更加有效的载体。例如安徽省就规定一个农户家庭每年度可以享受补贴机具的台数上限仅为 3 台套，从事农机作业的农机合作社成员每年度内可以

享受补贴机具的台数上限为 5 台套。

4.2 国家购机补贴不断向中大型拖拉机生产企业倾斜

中大型拖拉机购机补贴比率较高

2011 年一般农机购机补贴标准有两个：一全国总体上一般农机继续执行不超过 30%的补贴比例。2、但 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限额可提高到 20 万元，根据 100 马力至 200 马力大型拖拉机市场平均售价测算，两者补贴金额补贴比例介于 25-40%的比例之间，远高于其他普通农机 20%-30%的补贴标准。

农机以旧换新重点补贴拖拉机及收获机械

国家从今年 9 月起开始农机以旧换新即农机报废补贴实施的一项惠农政策：

1、实施范围：山西、江苏、浙江、安徽、山东、河南、新疆、宁波、青岛、新疆生产建设兵团、黑龙江省农垦总局；

2、报废年限：小型拖拉机报废年限为 10 年、大中型拖拉机报废年限为 15 年、履带拖拉机报废年限为 12 年、自走式联合收割机报废年限为 12 年、悬挂式玉米联合收割机报废年限为 10 年；

3、农机报废更新补贴与新增农机购置补贴同步实施，补贴效果 1+1 > 2。农机购机补贴(最高 30%)与报废补贴(最高 10%)两项相加，农民最多可以获得购机成本的 40%的补贴款。

目前农机市场普遍存在的状况是，只要农机还能勉强使用，很多农机手宁愿将超年限或技术状况较差农机作为二手机卖掉，而不愿意直接报废，这些农机中很多因为不能通过年审而成为无证照农机。以农业强省山东省为例，山东省 40%的大中型拖拉机和 60%的小型拖拉机已经或将要达到报废期限，已经过限的分别达到约 5 万台、近 50 万台，今后 3 年每年还约有 3 万台大中型拖拉机将达到报废年限。而根据国家财政部数据，山东省 2011 全年才累计补贴销售了约 4 万台大中型拖拉机、玉米联合收获机、谷物联合收获机和免耕播种机等大型农具。从上面数据我们可以轻易看出如果农机补贴落实到位，山东省单省的大中型农机销售数据将有可能翻番，对大中型农机具生产厂家的刺激作用将会爆发出来。

图 9：部分省市试点以旧换新下的农机动力补贴详情

机型	类别	报废年限(年)	补贴额(元)
手扶拖拉机	皮带传动	10	500
	直联传动	10	800
轮式拖拉机	20马力以下	10	1000
	20-50马力(含)	15	2500
	50-80马力(含)	15	5000
	80-100马力(含)	15	8000
	100马力以上	15	11000
	履带拖拉机	12	10000

资料来源：中国农业部，东莞证券研究所

图 10：部分省市试点以旧换新下的收获机械补贴详情

机型	类别	报废年限(年)	补贴额(元)
自走式全喂入稻麦联合收割机	喂入量0.5-1kg/s(含)	12	3000
	喂入量1-3 kg/s(含)	12	5000
	喂入量3-4 kg/s(含)	12	7000
	喂入量4 kg/s以上	12	10000
自走式半喂入稻麦联合收割机	3行, 35马力(含)以上	12	6000
	4行(含)以上, 35马力(含)以上	12	16000
悬挂式玉米联合收割机	1-2行	10	3000
	3-4行	10	5000
自走式玉米联合收割机	2行	12	6000
	3行	12	12000
	4行及以上	12	18000

资料来源：中国农业部，东莞证券研究所

去年《联合收割(获)机和拖拉机行业准入条件》的实施后，中央财政补贴将进一步中大型拖拉机生产企业倾斜。

该准入条件规定，生产企业必须具备的基本条件有具有独立法人资格，并经工商行政管理部门注册；符合国家农机工业产业发展政策要求；、生产发动机功率为18.40~36.68千瓦的拖拉机企业注册资金不低于1000万元；36.68~88.24千瓦的不低于3000万元；88.24千瓦以上的不低于8000万元。形成的拖拉机生产能力（额定功率×生产台数）不低于50000千瓦/年；具有满足生产所需的生产场地和基础设施、存储场地及库房，适应产品生产的物流系统；取得国家行业信用等级A级以上资质。

通过对行业特性对条例进行解读，我们认为没有获得准入资格的中小企业主要是在研发能力及研发费用占销售总额比例上收到限制，未来由于准入制度与国家农机补贴挂钩，其生存环境及存在的必要性将大打折扣。其具体实施必将加快行业资源整合的步伐，资源将更加向中大型拖拉机生产企业倾斜。

表 3：拖拉机行业准入条件

拖拉机功率	注册资金门槛	拖拉机生产能力	整机装配线	研发能力	研发经费
18.40~36.68 千瓦	≤ 1000 万	5W 千瓦/年	不低于 10 车位	技术人员不少于 20 人	不低于总销售额的 3%
36.68~88.24 千瓦	≤	5W 千瓦/年	不低于 10 车位	技术	不低于

	3000 万元			人员 不少 于 20 人	总销售 额的 3%
88.24 千瓦以上	≤ 8000 万元	5W 千瓦/年	不低于 10 车位	技术 人员 不少 于 20 人	不低于 总销售 额的 3%

资料来源：东莞证券研究所

图 11：部分省市试点以旧换新下的收获机械补贴详情

机型	类别	报废年限（年）	补贴额（元）
自走式全喂入稻 麦联合收割机	喂入量0.5-1kg/s（含）	12	3000
	喂入量1-3 kg/s（含）	12	5000
	喂入量3-4 kg/s（含）	12	7000
	喂入量4 kg/s以上	12	10000
自走式半喂入稻 麦联合收割机	3行，35马力（含）以上	12	6000
	4行（含）以上，35马力（含）以上	12	16000
悬挂式玉米联合 收割机	1-2行	10	3000
	3-4行	10	5000
自走式玉米联合 收割机	2行	12	6000
	3行	12	12000
	4行及以上	12	18000

资料来源：中国农业部，东莞证券研究所

4.3 柴油机作为拖拉机重要配件更新率较高，类似于易耗品

美国的康明斯、卡波比特柴油机大修期为 12000 个小时，而我国客车用柴油机平均约为 1000-4000 个小时，农业机械使用的柴油机有的甚至低到几十个小时。

以一拖这种在市场上口碑较好的中型柴油机产品为例，在理论上及较好环境下可以运行 700 个小时，但在农民驾驶员实际操作中经常违规操作、不按规定保养、且运行条件恶劣，很多柴油机的大修周期为 200-300 个小时左右，甚至由于曲轴磨损，到了需要更换的地步。

因此拖拉机专用柴油机属于拖拉机配件中最为核心的部件，一般专业合作社的农耕用拖拉机 3-5 年就大部分需要更换柴油机(类似于轮胎这种易耗品)，且毛利率及相关维修服务附加值较高。

我们以我国现存量的中大型拖拉机的数量为基础试着推算这一块更新需求的宽度。据公开数据显示，我国 2012 年中大型拖拉机保有量为 400~450 万台，其中一半为专业合作社全天候满负荷使用，以每 4.5 年需要更换一台柴油机的需求计算，每年中大型拖拉机需要更新的柴油机销量需求约为 44.5 万台~50 万台。随着拖拉机保有量、

及农机合作社专业化的渗透度的提高，我们认为拖拉机更换的柴油机销量将保持10-15%的年增长速度，再以公司的口碑，在这块30%的市场占有率(12-13万台/年)是可期的，所以我认为这块也是公司柴油机业务未来的主要增长点之一。

4.4 今年拖拉机大型化趋势明显

2012年全国农机总动力迈上10亿千瓦台阶，预计达到10.2亿千瓦，同比增长4.3%。大中型拖拉机预计达到490万台，同比增长11.2%。

2012年1月-10月，全国规模以上农机企业累计完成工业总产值2538.2亿元，同比增长19.01%，完成销售产值2492.3亿元，同比增长19.17%；行业出口交货值211.32亿元，同比增长33.23%。其中大型拖拉机继续保持较大增长，增幅为55.12%，小型拖拉机依然大幅下滑，同比负增长17.66%。

5. 公司经营分析

5.1 主要产品产能、销售情况及预测

中轮拖产能情况维字当头

2012年，公司为将抓住中轮拖市场机遇，提高市场占用率，在加强中轮拖市场开拓的同时，在生产安排上，一方面提前储备了关键零部件，另一方面借用了小轮拖的部分设备，解决制造瓶颈，在总装配上临时增加了季节用工，由原来的一个班生产调为两个班生产，从而满足市场需要。

我们估测公司**2012年及2013年中轮拖产能应该分别保持在10%及8%左右的年均增长**，预计公司**2012年及2013年中轮拖销量分别为38368台及41437台**。

大轮拖产能、销量继续扩张

公司募投项目之一的**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马力以上为PST系列动力换挡轮式拖拉机。

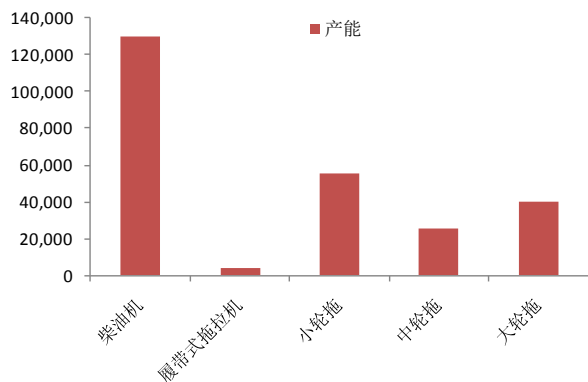
该项目拟建规模为：年产3,000台拖拉机，据公司2011年年报披露，新疆基地建设项目已完成批量试生产，2012年下半年有望贡献1000台产能。但由于12年市场环境出现了变化，12年大轮拖销量小幅回落的可能性较大。我们预计伴随大功率轮拖在环保、功效比的优势被市场的认可度逐步提高，13、14年两年将继续保持20%左右的高增速增长。

超大型拖拉机将迎来技术革新

公司募投项目之一的**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

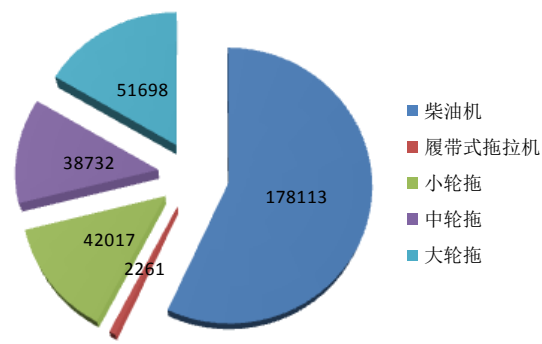
力以上新型拖拉机250 台。建设本项目是公司进一步拓展在新疆和黑龙江两个重要市场之所需。

图 12：一拖股份 2011 产能结构



资料来源：东莞证券研究所

图 13：预计一拖股份 2012 产量构成

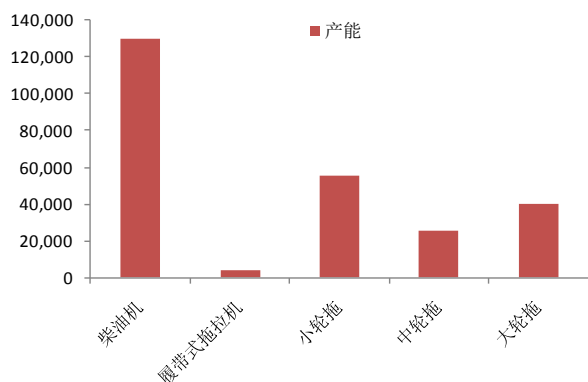


资料来源：东莞证券研究所

大功率柴油机产能继续扩张

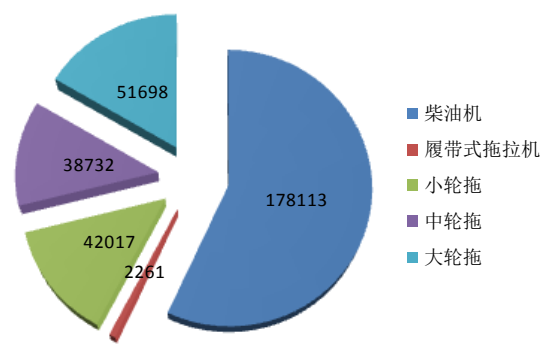
公司产柴油机尚不能完全覆盖大型拖拉机产业链 公司目前小轮拖柴油发动机基本全部外购，主要原因是由于通用化程度高，技术成熟度高，毛利率较低，外购在成本控制上更有优势。中轮拖方面目前使用的约90%的数量的柴油发动机来自自产，仅有10%较小功率且毛利率较低的发动机需要外购。另外在大轮拖方面，公司70-160马力段的拖拉机柴油发动机均已实现自产，但160马力以上段的发动机基本全部需要外购，且该马力段的柴油发动机由于机械技术工艺要求较高，所以行业毛利率也相对较高。

图 14：一拖股份 2011 产能结构



资料来源：东莞证券研究所

图 15：预计一拖股份 2012 产量构成



资料来源：东莞证券研究所

公司未来两年将大力发展超大型拖拉机的柴油机配套，募投项目之一的大功率农用柴油机项目将提高公司柴油机整体盈利能力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。

近几年大轮拖市场竞争日益白热化的大背景下，下游客户及竞争对手出于维护自身产业链安全的考虑倾向者减少外购量，而转而自行生产。例如前两年福田雷沃是公司最大的外配客户，但现在已经在天津设厂自产大功率柴油机，但预计由于受制于自身产能的问题，1-2年内尚不能完全替代对一拖产品的需求。约翰迪尔也在扶持其柴油机公司，减少从公司的配套柴油机采购。另外玉柴、全柴等专业柴油机公司也在做非道路用柴油机。但我们预计竞争对手的上述产能结构调整需要至少2-3年的时间才能够完全调整完毕，而且产品质量的可靠度还有待市场检验，因此在13年大功率拖拉机用柴油上市上，对13年公司大功率柴油机的销量影响不大。

另外，公司具有农机业内动力器件的品牌优势及售后服务网络优势，及在农机繁忙时段的快速响应，这是其他柴油机生产厂商说不具备的。

综上所述，我们认为在13年、14年中大拖拉机行业整体增长可期的同时，公司柴油机销量应保持在10%-15%左右增长，但毛利率有可能进一步下滑。

我们估算预计今明两年投产的投产的大功率农用柴油机及燃油电控单体泵项目未来的将增厚公司柴油机及2个点，产品可靠度有望进一步提高，而柴油机产能有望从现阶段的约17万台提升到20万台，这块的收入增加40-50%。

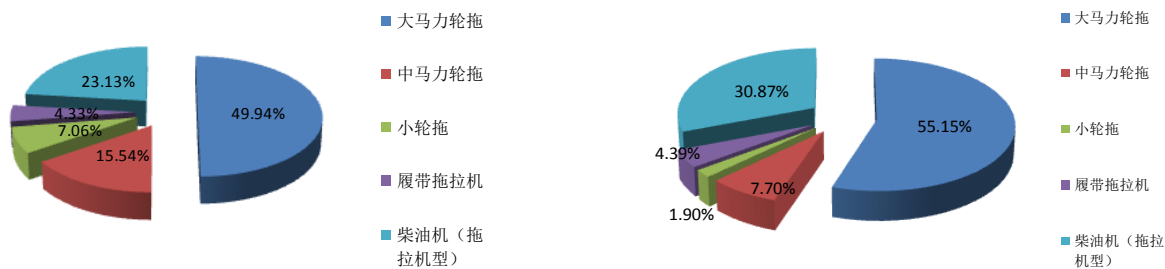
5.2 主要产品毛利率及盈利状况

公司各类产品收入及毛利占比情况：

主营业务中，农业机械板块毛利占比在60%-70%，是本公司主要的利润来源，该板块毛利率在2009年和2010年维持逐年上升态势，主要原因在于：（1）报告期内，公司积极调整产品结构，拖拉机产品向技术含量高、盈利水平高的大马力拖拉机延伸，同时也带动柴油机向大功率调整，如2010年的大轮拖中90-100马力段的产品占60%，而在2009年80-90马力段的产品占60%，小马力轮拖的占比则逐年下降；（2）随着销售规模的逐年增长，单位产品的固定成本得以摊薄，规模效应得以发挥；（3）本公司近年来推进了以提高产品毛利率和市场占有率为目标的成本改善工程，从提高产品性价比来提升产品品质，降低单位产品成本。2011年，受材料价格上涨、产品结构变化等因素影响，毛利率有所下降，较2010年度下滑了0.97个百分点。

图 16：公司 2011 农业机械及动力收入结构

图 17：公司 2011 农业机械及动力毛利构成



资料来源：东莞证券研究所

资料来源：东莞证券研究所

5.2.1 小轮拖：未来着重开发特种小轮拖，重点提高毛利率水平

从产品售价来看，小型拖拉机2011年平均售价为1.18万元/台，公司小轮拖由于材质可靠，质量上乘，价格相对市场7、8千的平均售价略高，而市场竞争相对比较激烈，2012年上半年，公司小型轮式拖拉机销售13,060台，同比下降42.71%。

从市场销售层面来看，小轮拖由于毛利最低没有技术附加值，产品同质化严重。市场大部分份额被山东时风一家独占。

我们认为小型拖拉机未来市场将逐渐萎缩，而公司目前对小拖拉机这块也逐步放弃摊大饼的规模经济优势思维，转而开发对性能质量要求较高的，特殊地块耕作用的特种小轮拖，例如适应各种地形的特种底盘、配套农机等。公司在努力提高毛利率的同时，放弃做大，转而做强，并把部分生产设备及人员向大中型轮拖设备转移。

2011年公司小轮拖毛利率较低，仅为3.73%，小轮拖毛利率一直处于较低水平的主要原因系：（1）传统的小轮拖技术含量较低，进入门槛太低，市场竞争激烈，压低了行业整体盈利水平；（2）国家政策对农机补贴主要倾向于大中型拖拉机。

5.2.2 中型拖拉机方面：毛利率较低

从产品售价上来看，2011年公司中轮拖产品平均售价为3.76万元/台，产品在市场各大品牌中售价中等偏上，但由于品牌及售后渠道等优势，近年来增长较为迅猛。拖拉机业务中，中轮拖的营收比重持续快速上升，从2009年的7.8%上升到2011年的15.1%，根据公司招股说明披露的信息，目前公司在中型轮式拖拉机市场位势位居行业第一。

中型拖拉机毛利率较低，今年上半年仅维持在6.8-8%左右的水平。根据农机通网站统计，2012年10月份和11月份，约翰迪尔品牌渗透率连续拉升，10月末本年度首度超过福田雷沃，11月末再次首度超过东方红排名第一。约翰迪尔于11月份举行了盛大的经销商大会以及新产品发布会，其中带驾驶室的55-70马力中型拖拉机一直是热销拳头产品。在中轮拖中占比较大的中小马力轮拖技术含量较低，有的厂家甚至直

接使用小轮拖平台直接生产中型轮拖。激烈的市场竞争、进入门槛低，以及外资公司在高端产品上的打压，是造成公司中轮拖毛利率较低的主要原因。

5.2.3 大型拖拉机方面：大轮拖未来是公司盈利主力

最近三年，大轮拖的毛利率水平较高，占公司收入比重最大。主要原因系大轮拖技术含量较高，附加值相对中小轮拖较高。2011 年度，公司大轮拖产品的毛利率从 2010 年的 17.91% 下降至 15.29%，我们分析下降较多的主要原因系：

(1) 主要竞争对手国内民营的福田雷沃及外资约翰迪尔的产能及渠道进一步扩张，进一步加剧了大轮拖行业的竞争程度。

(2) 在农机产品销售链条上，农机生产企业相对弱势，很难把资金压力及原材料上涨成本及时传递给下游经销商及终端客户。

(3) 公司主动加大了大马力轮式拖拉机的促销力度，产品均价有所下降。

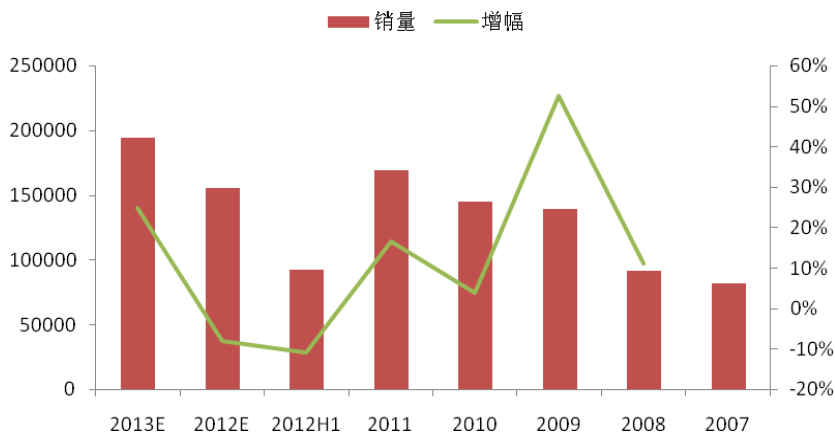
公司位于洛阳的 70 马力以上大轮拖生产线设计产能为 30000 台，实际最大产能可达 5 万 5 千台，而 12 年产量约为 4 万 2 千台左右，离最大产能利用率尚有 30% 左右空间。大轮拖在公司 11 年在主营业务的收入占比为 42.39%，是公司最大也是最为核心的业务。主要销往在新疆（约 15%）、东北和内蒙等地区。我国大拖市场需求区域性特征显著。从我国拖拉机区域需求分布来看，目前 160 马力及以上拖拉机主要市场在东北、新疆地区大型农场，该马力段产品受项目订单销售影响大，而且多以政府资金或团购形式购买，用户多倾向于选择国外品牌及动力换挡，而一拖大轮拖产品的高性价比优势（价格约为国外同等类型产品的 5-6 成）、技术优势（动力换挡、驾驶舒适度）将确保公司 13 年这块订单增长 20%-30%。

除此之外，随着 13 年农民对今年粮食价格上涨预期逐渐增强，去年购机补贴方式改变而压制的大型拖拉机的购买需求将有望报复性增长，我们预计随着，持币观望的农民积极购买下，全年公司大轮拖业务销量增长有望恢复到 15%-20%，收入增长约 18%-23%。

5.2.3 柴油机及燃油喷射方面：

柴油机及燃油喷射板块毛利率较高，维持在 20% 左右。毛利率较高主要是因为本公司柴油机产品和油泵、油嘴产品技术含量高、附加值较高，市场竞争力较强。2011 年，柴油机及燃油喷射板块毛利率较 2010 年下降了 1.68 个百分点，主要原因系：（1）材料涨价及人工成本增加；（2）一拖（姜堰）动力机械有限公司正处于生产经营恢复期，目前的毛利率较低（6.6%）远低于柴油机传统产品，而其 2011 年度销售规模的快速增长拉低了柴油机业务的整体毛利率；（3）重柴产品自 2011 年 9 月试生产，处于培育期，成本尚不稳定，也影响了整个柴油机及燃油喷射板块的毛利率。

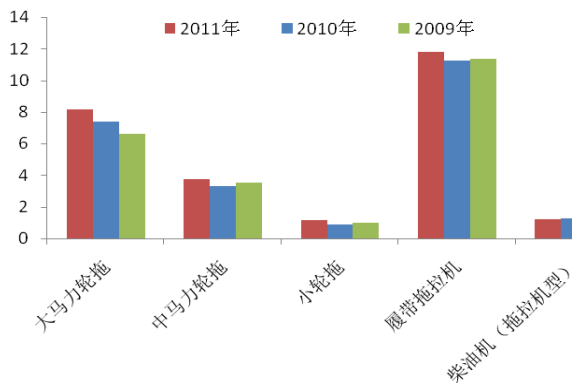
图 18：公司柴油机销量变化情况及预测



资料来源：东莞证券研究所、wind

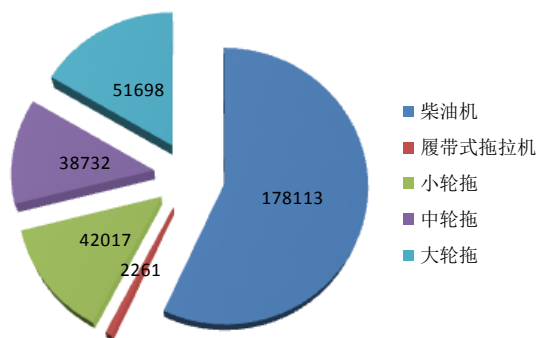
公司12年上半年产柴油机整体销量下滑10%，外销好过集团内销。公司12年柴油机拖拉机及收获机械市场全年下滑等因素影响，整体出现小幅回落，但外销的缩减幅度相对较少，明显好于集团内部销售。但是随着13年市场逐步回暖，我们认为公司凭借多年专营农业机械柴油机的稳定产品口碑，未来集团内及外销市场方面仍旧存在极大的成长空间性。

图 19：一拖股份各类产品均价(单位：万元)



资料来源：东莞证券研究所、招股说明书

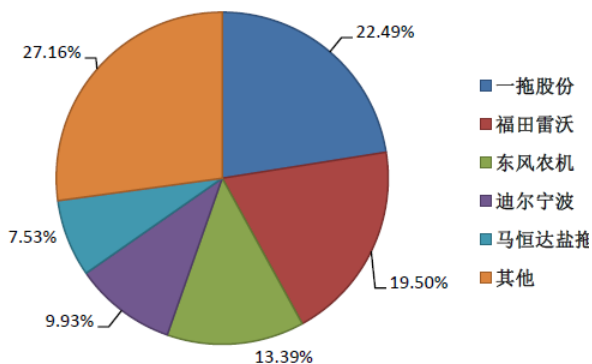
图 20：预计一拖股份 2012 产量构成



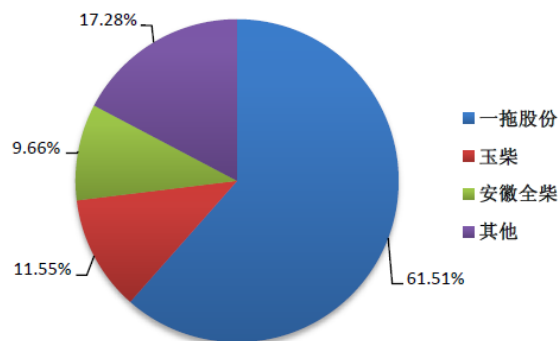
资料来源：东莞证券研究所

图 21：2011 年中大轮拖市场份额

图 22：2011 年我国农用柴油机市场格局



资料来源：东莞证券研究所、招股说明书

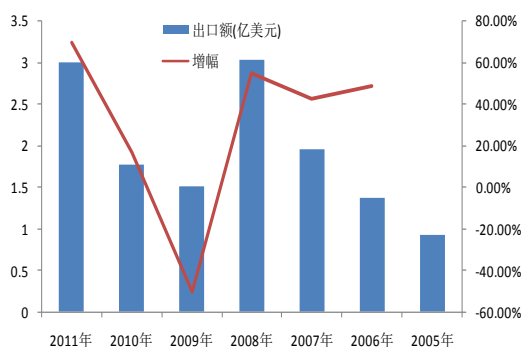


资料来源：中国汽车网动态网、东莞证券研究所

5.4 公司轮拖产品出口受制于行业制造水平

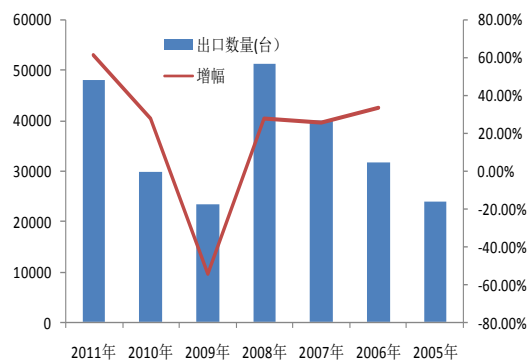
拖拉机行业出口方面：

图 23：历年我国出口轮式拖拉机金额及增幅



资料来源：东莞证券研究所、中国海关

图 24：历年我国出口轮式拖拉机数量及增幅



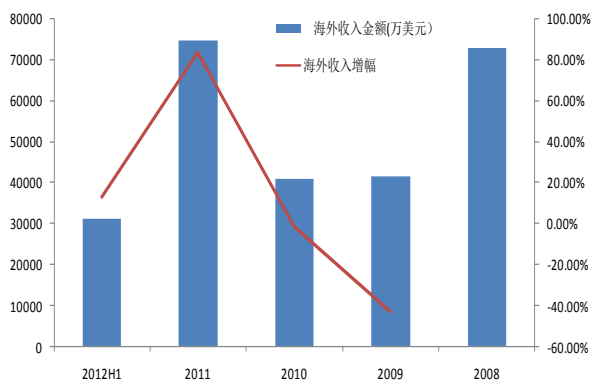
资料来源：东莞证券研究所、中国海关

近几年整个拖拉机出口市场形势较为严峻，11 年出口总金额基本保持在 08 年 3 亿美元水平。而公司出口产值占公司销售比例逐年下降，目前大约占比不到 6%。公司轮拖主要出口对象为中等发达国家及低收入国家，出口这几年占比下降，一方面主要是由于国内需求的迅速增长拉低了外销的比例；另外一方面也是由于国外对拖拉机排放标准日趋严格(一般需要达到欧二、或者欧三标准)进入门槛较高，我国拖拉机行业制造技术仍显落后，导致公司轮拖在中等发达国家受阻。

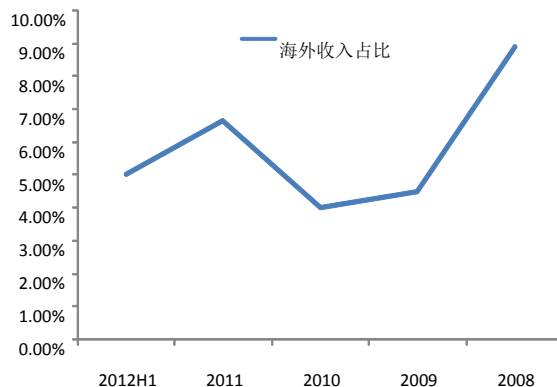
目前我国小型拖拉机由于排放等技术问题基本与中等收入及以上国家无缘。而中大拖出口，也面临较多壁垒。目前主要面临的问题有：1、三漏即漏水、漏油、漏气现象比较严重；2、不适应环保要求；3、手工换挡困难，不能适合自动变速要求；4、外表面粗糙、棱角尖锐容易伤人，转动部分外露，很不安全；5、噪声、废气超标，驾驶室舒适度差；6、座椅太小，不适合欧美人士乘坐；7、产品没有责任保险，无人敢经销；8、动力输出轴的作用单一，可配套的农具太少等。

图 25：公司海外收入金额及增幅

图 26：公司出口轮式拖拉机金额占收入比



资料来源：东莞证券研究所、wind



资料来源：东莞证券研究所、wind

据了解公司未来主要出口销售方向是在中大轮拖上面做文章，目标是中等发达国家，之前公司出口南非的订单就由于排放、噪音要求等非关税壁垒而失之交臂。随着公司在中大轮拖上技术逐渐优化，未来有望突破这些非核心技术壁垒，公司在中亚、非洲、南美等市场上仍旧大有可为。

5.5 公司大轮拖产品进口替代优势明显

我国目前主要进口的拖拉机产品以大马力轮式拖拉机为主，马力段主要分布在 150 马力及以上，主要购买对象为东北、新疆、内蒙的农垦兵团。由于我国大轮拖目前技术还有相对缺陷，因此近年来进口大轮拖数量不断增加。

但是我们伴随着公司轮拖的产能及技术上向大马力及超大马力的漂移，大轮拖产品进口替代的优势也逐步明显起来。公司大轮拖产品相比进口产品的主要优势体现在以下三个方面：

1、公司中大马力拖拉机具有较高的产品性价比

我们把公司各马力段中大型拖拉机与主要进口欧美品牌进行简单比较后，很容易从表 X 中清楚看到公司现阶段最有竞争力的产品主要集中在 70-100 马力、100-130 马力、140-150 马力、160-180 马力这 4 档。这四档马力在大轮拖中属于中端的产品，根据我们计算的一拖平均售价约为进口售价的 30%-50%，在产品使用性能基本一致的情况下其价格优势明显。

但是从 200 马力以上的超大马力段轮拖产品看来，公司产品性价比优势开始明显减弱。公司该马力段产品的价格约为进口产品的 60-70%。产生这种情况的原因，我们认为主要是由于公司超大马力大轮拖技术刚刚成熟，产量较低，采购成本较高，制造的规模效应尚未显现。

表 4：一拖大中型轮拖与进口产品价格比较

产品类别	一拖价格范围(单位: 万元)	欧美主要品牌美国平均售价(单位: 美元)	我国进口拖拉机售价(单位: 万元)
大轮拖(200-220 马力)	46.10-50.80	125800-155700	78.63-97.31
大轮拖(160-180 马力)	36.60-40.80	113800-134700	71.13-84.19
大轮拖(140-150 马力)	28.86-31.96	100000-110000	62.50-68.75

大轮拖(100-130 马力)	8.95-24.50	69000-100000	43.13-62.50
大轮拖(70-100 马力)	6.61-12.81	35000-50000	21.88-31.25
中轮拖	1.34-8.72	15000-35000	9.38-21.88

资料来源：东莞证券研究所、美国 illinois 大学农业经济系、美国售价*1.2=中国进口售价

2、公司大马力轮拖充分享受国家补贴及金融服务

从目前市场情况来看，由于进口大马力拖拉机品牌型号较多，其主动申请获得的中央及地方购机补贴款的情况还比较少，还远远不能跟国产大轮拖最高 40%的补贴额相提并论。另外各地农垦兵团购买进口轮拖需要先付款后提货，拿货周期也较长，对购买者的财务压力较大。而购买公司产品基本上都能享受到公司与经销商共同推出的分期付款的定制金融服务。

3、充分下沉的保养维护渠道

一拖股份采取与经销商合作和当地农机维修站点合作等方式下沉维护渠道，在全国设有 1671 个服务网点，接到用户保修要求后 24 小时内回复，48 小时内解决问题。

图 27：我国进口轮拖金额

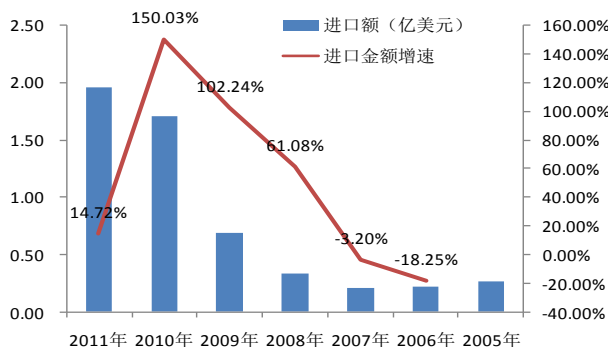
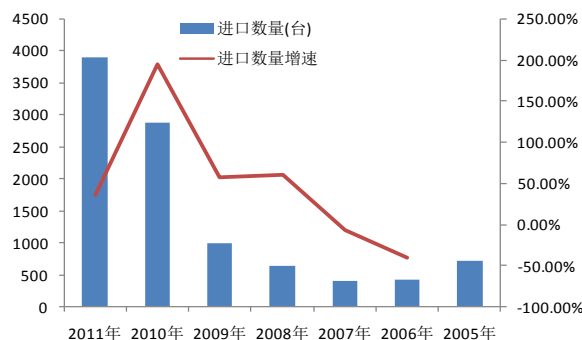


图 28：我国进口轮式拖拉机数量



资料来源：东莞证券研究所、中国海关

资料来源：东莞证券研究所、中国海关

综上所述，我们认为未来国产大轮拖将逐步填补进口大轮拖现在在国内的市场份额。从 11 年 2 亿美元的市场金额来估测，13 年及 14 年进口大轮拖的市场产值约在 2.7-3.5 亿美元之间。如果一拖股份产能继续上漂到 260 马力及以上，并生产相对应的成熟配套农机具，如果按照国产价格为进口价格的 55% 计算，我们可以合理预计 14 年公司大马力进口替代产品的收入将会增加 10-15 亿人民币之间。

6.募投项目的情况

电控单体泵项目对公司意义重大

公司产品目前出口欧美及非洲、南美洲遇到的主要非关税壁垒主要有三点：1、柴油机排放不符合当地环保标准。2、油耗低于当地法规 3、驾驶舒适度太低(噪音值超标)

公司目前正在招标准备投产的电控单体泵项目，其是一种新型供油泵，能够自由灵活调整喷油量和喷油正时，是的燃油喷射系统具有更高的喷射压力(相当于柴油机版

本的 VVT)，如果该产品今年能够顺利应用在公司柴油发动机上，就能够大大减少同等功率柴油机的油耗及尾气可达到欧III排放标准，公司在柴油发动机上的技术优势将更加明显，目前出口面临的非关税壁垒将会逐步被清除。

新疆项目成为公司称霸中亚的桥头堡

公司目前在新疆项目一期具备生产大中型轮拖 1200 台的生产能力。新疆项目从生产成本上来计算效益低于洛阳总厂，主要原因是受制于其主要零配件完全从洛阳基地输出，物流成本较高，且当地技工水平较低，人工成本较高，培训及管理成本高企。但是从接近市场的角度来看，其在起到总装车间作用的同时，也起到新疆来至整个中亚的本地适应性研发、制造、销售的桥头堡作用。

具体来说，几年前新疆项目没建设之前公司大约年销售 1500-2000 台大轮托，现在大约是 5000 台，新疆项目桥头堡作用功不可没。

此外对于中亚市场，公司在国家对吉尔吉斯斯坦援助项目中对其累计出口约 1500 台大轮拖。公司相比较当时使用较多的原苏联系拖拉机产品主要优势在于柴油机燃油效率较高(高 5%-10%)，可靠性及驾驶舒适度较好(噪音较低，操作方便)。未来有望借助新疆多名族杂居的大陆桥优势，以吉尔吉斯斯坦的一拖办事处为基地向中亚其他农业大国，例如哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦进军，大力开拓其市场。

7. 盈利预测与估值

7.1 经营预测

我们认为 2013 年将是公司从数量向质量，从收入向利润华丽转身的元年，一方面管理层的经营能力的提升将有效提高公司运作效率，另外一方面公司在在大轮拖技术上深厚的技术积累也不是其他轮拖公司短期内可以追赶及超越的。

在分产品预测公司经营情况的表中，我们预计大轮拖产品的销售单价的快速提升与销量的增加，将产生弹性较大的叠加效应。

采用产品分类预测：

表 5：分产品经营预测

种类	指标	2011A	2012E	2013E	2014E
大轮拖	销量(台)	47,633	45,728	53,959	64,750
	均价(万元)	8.15	8.80	9.51	10.27
	毛利率	17.62%	18.32%	19.06%	19.82%
	贡献毛利(万)	8,393	8,380	10,283	12,834
中轮拖	销量	34,880	28,950	36,188	38,359
	均价	3.76	3.68	3.83	3.99

	毛利率	7.93%	8.01%	8.09%	8.17%
	贡献毛利(万)	2,766	2,319	2,927	3,134
小轮拖	销量	45,678	42,024	39,923	37,926
	均价	1.18	1.19	1.20	1.22
	毛利率	3.25%	3.28%	3.32%	3.35%
	贡献毛利(万)	1,485	1,379	1,324	1,270
履带拖拉机	销量	2,325	2,209	2,120	2,036
	均价	11.80	12.04	12.28	12.52
	毛利率	13.61%	13.75%	13.88%	14.02%
	贡献毛利(万)	316	304	294	285
柴油机及喷射 组件	销量	168,896	155,384	175,584	201,922
	均价	1.22	1.24	1.28	1.32
	毛利率	20.17%	19.97%	20.77%	21.70%
	贡献毛利(万)	34,066	31,028	36,464	43,820
主要农业机械 产品合计	收入(亿元)	80.7	77.9	95.1	115.6
	毛利(亿元)	12.58	12.62	15.87	20.15
	毛利率	15.59%	16.20%	16.68%	17.43%

资料来源：东莞证券研究所

6.2 盈利预测与投资建议

行业龙头地位优势明显，但目前估值过高，下调评级至谨慎推荐评级。我们按照主要农业机械产品分类预测的假设进行盈利预测，再加上公司其他机械产品及中间产品配件 25-30% 的销售金额计算，预计公司 2012、2013、2014 年营业收入分别为 111.31 亿、126.76 亿和 154.11 亿元；净利润为 4.10 亿、5.32 亿 7.24 亿元和；EPS 为 0.37 元、0.48 元和 0.66 元，对应 PE 分别为 29.05 倍、22.38 倍和 16.44 倍。考虑到今明两年公司大中轮拖需求有望企稳回升，技术上核心竞争力及大轮拖产能的逐步释放将为公司带来中长期优势，而出口方面也有望逐步恢复；13 年将是公司华丽转身进入业绩拐点的大年，基于行业及公司的稳定增长性，具备中长期投资价值，但我们也看到 12 年公司业绩将有可能不大理想，目前估值相对较高，暂时下调公司评级，建议回调后积极关注。给予谨慎推荐评级。

表 6：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	11328.54	11099.82	12677.11	15358.31
营业总成本	10840.10	10705.34	12140.14	14597.14
营业成本	9755.60	9592.47	10908.65	13154.40
营业税金及附加	22.82	22.20	25.35	30.72
销售费用	337.33	344.09	405.67	491.47
管理费用	677.20	677.09	798.66	967.57
财务费用	49.55	63.94	0.55	-48.55
资产减值损失	-2.39	5.55	1.27	1.54
其他经营收益	47.57	61.00	61.00	61.00
公允价值变动净收益	-11.77	1.00	1.00	1.00
投资净收益	59.33	60.00	60.00	60.00
其中 对联营和合营投资收益	0.32	0.35	0.38	0.42
营业利润	536.01	455.48	597.96	822.18
加 营业外收入	23.00	25.00	25.00	25.00
减 营业外支出	2.91	3.14	3.39	3.66
利润总额	556.11	477.34	619.57	843.52
减 所得税	78.54	67.40	87.48	119.10
净利润	477.57	409.95	532.10	724.42
减少数股东损益	46.69	40.10	52.04	70.86
归属于母公司净利润	410.82	369.86	480.06	653.57
最新总股本(万股)	995.90	995.90	995.90	995.90
基本每股收益(元)	0.41	0.37	0.48	0.66
市盈率(倍)	26.16	29.05	22.38	16.44

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

7.风险提示

1、与大股东同业竞争是制约公司未来纵向发展的绊脚石。由于国机集团下属企业中有配套农机具、收获机械等农机生产企业，受同业竞争限制，公司目前暂时不能进入增长迅速的农机具与收获机械领域。

- 2、农机补贴低于预期
- 3、粮食价格剧烈波动

附表：财务报表预测与比例分析：

利润表：	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表：	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	11,329	11,100	12,677	15,358	净利润	478	410	532	724
营业成本	9,756	9,592	10,909	13,154	折旧与摊销	138	183	44	45
营业税金及附加	23	22	25	31	财务支出	52	64	1	-49
销售费用	337	344	406	491	投资损失	-59	-60	-60	-60
管理费用	677	677	799	968	净营运资本变动	-115	212	-27	16
财务费用	50	64	1	-49	经营活动现金流	464	809	489	676
资产减值损失	-2	6	1	2	资本支出	-891	1,042	320	302
其他经营收益	48	61	61	61	其它投资	298	60	60	60
营业利润	536	455	598	822	投资活动现金流	-593	1,102	380	362
利润总额	556	477	620	844	股权融资	7	975	0	0
减 所得税	79	67	87	119	债券融资	1,992	-430	103	174
净利润	478	410	532	724	股利分配及其它	-129	-156	-121	-115
减 少数股东损益	47	40	52	71	筹资活动现金流	1,870	389	-18	59
归母公司净利润	411	370	480	654	货币资金净变动	1,740	2,300	851	1,098
资产负债表：	2011A	2012E	2013E	2014E	主要财务比率：	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,512	3,812	4,663	5,761	成长能力 (YOY)				
应收账款	853	166	190	230	营业收入	10.35%	-2.02%	14.21%	21.15%
预付账款	108	384	436	526	营业利润	-15.37%	-15.02%	31.28%	37.50%
存货	1,111	1,443	1,645	1,869	归母公司净利润	-24.30%	-9.97%	29.80%	36.14%
其它	1,749	1,447	1,635	1,722	盈利能力				
流动资产合计	5,332	7,252	8,569	10,108	销售毛利率	13.38%	13.58%	13.95%	14.35%
长期股权投资	117	117	117	117	销售净利率	3.63%	3.33%	3.79%	4.26%
固定资产合计	1,367	250	260	270	ROE	10.81%	7.26%	8.72%	10.77%
长期待摊费用	3	-1	0	-0	ROIC	10.06%	9.28%	6.87%	7.31%
其它	1,738	1,634	1,261	905	偿债能力				
非流动资产合计	3,225	2,000	1,637	1,292	资产负债率	9.28%	6.87%	7.31%	8.68%
资产总计	8,557	9,252	10,207	11,400	流动比率	1.41	2.29	2.34	2.36
短期借款	965	555	634	768	速动比率	1.11	1.83	1.89	1.93
应付账款	1,608	1,544	1,802	2,153	营运能力				
预收款项	243	288	327	395	资产周转率	1.41	1.25	1.30	1.42
其它	971	781	891	964	存货周转率	7.84	7.51	7.07	7.49
流动负债合计	3,787	3,167	3,655	4,280	应收账款周转率	15.75	21.78	71.09	73.04
长期借款	186	166	190	230	每股指标				
其它	551	149	-8	-23	每股收益	0.41	0.37	0.48	0.66
非流动负债合计	737	316	182	207	每股经营现金流	46.56	81.23	49.14	67.90
负债合计	4,103	3,350	3,862	4,529	每股净资产	3.93	5.11	5.53	6.09
实收资本	846	996	996	996	每股股利	0.00	0.09	0.12	0.16
资本公积	1,445	2,270	2,270	2,270	估值指标				
留存收益及其它	1,510	1,828	2,240	2,801	PE	26.16	29.05	22.38	16.44
所有者权益合计	3,801	5,094	5,506	6,067	PB	2.75	2.11	1.95	1.77
负债和权益总计	7,904	8,443	9,368	10,595	EV/EBITDA	16.04	16.70	18.52	14.23

资料来源：东莞证券研究所、wind

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn