



## 业绩下滑严重，下半年经营堪忧

**增持 下调**

### 报告摘要：

- **半年报摘要。**公司发布2013年上半年度报告。报告期内，公司实现营业总收入29.25亿元，较上年同期增长8.91%；营业利润5,076.64万元，利润总额5,322.00万元，归属上市公司股东的净利润465.84万元，较上年同期分别下降39.63%、37.65%、83.99%。基本每股收益0.013元，同比下降84.03%。
- **营业收入增速回升，综合毛利率微增0.33个百分点。**第二季度公司业绩出现反弹，实现上半年营业收入增速回升，达到8.91%。13年上半年，公司的综合毛利率为13.36%，同比微增0.33%，其中工程机械板块毛利率同比下滑2.52%，严重吞噬了公司综合毛利率的增长空间。
- **期间费用率上升1.43%，主要来自销售费用率上升。**2013年上半年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为7.31%、2.78%、1.09%，分别比上年同期变动1.35、0.53、-0.45个百分点。期间费用率11.26%，比12年同期增加1.43个百分点。销售费用率的增长主要由于维修及三包服务费、差旅费、业务招待费等各项费用相应增加所致。
- **少数股东权益比重过大，摊薄归属母公司净利润。**报告期内，公司净利润2890.18万元，扣减少数股东权益2424.34万元，归属上市公司股东的净利润465.84万元。这是由于之前公司通过子公司现金收购孙公司股权的方式进行扩张，导致少数股东权益增加，进而压缩了归属母公司的净利润。公司现已改变发展方式，从外延式扩张转为内涵式发展，主要包括两个方面：一是提升子公司、孙公司的盈利能力，二是进一步增加股权占比。
- **盈利预测和投资建议。**下半年工程机械业务受宏观经济增速放缓和行业周期性调整的双重因素冲击业绩不容乐观，同时政府补贴在上半年已经透支，下半年补贴将减少，整体经营堪忧。我们预计公司13-14年EPS为0.025、0.05元，下调公司至“增持”评级。

### 消费服务研究组

#### 分析师：

陈炫如 (S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: [chenxu@hysec.com](mailto:chenxu@hysec.com)

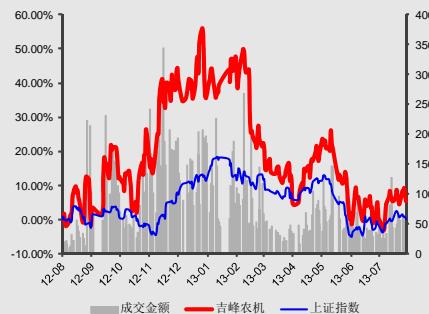
#### 研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: [jiangtianjiao@hysec.com](mailto:jiangtianjiao@hysec.com)

### 市场表现



### 相关研究

吉峰农机：调研报告：静待再融资东风  
扬帆起航

2011-02-16

吉峰农机：中报点评：区域优势明显，  
继续全国扩张

2011-08-26

| 主要经营指标    | 2010     | 2011     | 2012     | 2013E  | 2014E |
|-----------|----------|----------|----------|--------|-------|
| 营业收入(百万)  | 3,651.89 | 5,126.06 | 5,790.68 | 5900   | 6700  |
| 增长率 (%)   | 127.76   | 40.37    | 12.97    | 1.89   | 13.56 |
| 归母净利润(百万) | 66.42    | 70.38    | 12.85    | 8.935  | 17.87 |
| 增长率 (%)   | 32.22    | 5.97     | -81.75   | -30.47 | 100   |
| 每股收益      | 0.3717   | 0.1969   | 0.0359   | 0.025  | 0.05  |
| 市盈率       | 16.76    | 31.64    | 173.54   | 249.2  | 124.6 |

## 一、公司 2013 年上半年基本业绩指标

表 1：损益表分季度指标

| 财务指标             | 2012Q1  | 2013Q1  | 13Q1-12Q1 | 2012Q2   | 2013Q2   | 13Q2-12Q2 |
|------------------|---------|---------|-----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入             | 705.94  | 611.66  | -94.28    | 1,980.24 | 2,313.74 | 333.50    |
| 营业收入增速 YOY       | -17.36% | -13.36% | 4.00%     | 24.51%   | 16.84%   | -7.67%    |
| 营业成本             | 612.58  | 526.04  | -86.55    | 1,723.34 | 2,008.38 | 285.04    |
| 综合毛利率            | 13.22%  | 14.00%  | 0.77%     | 12.97%   | 13.20%   | 0.22%     |
| 综合毛利率变动幅度        | 0.14%   | 0.77%   | 0.63%     | 0.03%    | 0.22%    | 0.20%     |
| 营业税金及附加          | 1.06    | 1.14    | 0.08      | 1.16     | 1.40     | 0.24      |
| 销售费用             | 49.40   | 44.41   | -4.99     | 110.65   | 169.48   | 58.83     |
| 销售费用增速           | -21.62% | -10.10% | 11.52%    | 1.15%    | 53.17%   | 52.02%    |
| 管理费用             | 21.58   | 22.33   | 0.76      | 52.98    | 74.46    | 21.48     |
| 管理费用增速           | -21.30% | 3.50%   | 24.80%    | 40.67%   | 40.54%   | -0.14%    |
| 财务费用             | 9.12    | 11.35   | 2.23      | 20.19    | 7.29     | -12.90    |
| 期间费用率            | 11.35%  | 12.77%  | 1.42%     | 9.28%    | 10.86%   | 1.58%     |
| 销售费用率            | 7.00%   | 7.26%   | 0.26%     | 5.59%    | 7.32%    | 1.74%     |
| 管理费用率            | 3.06%   | 3.65%   | 0.59%     | 2.68%    | 3.22%    | 0.54%     |
| 财务费用率            | 1.29%   | 1.86%   | 0.56%     | 1.02%    | 0.32%    | -0.70%    |
| 资产减值损失           | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00     | 7.64     | 7.64      |
| 公允价值变动净收益        | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 投资净收益            | -0.03   | -0.02   | 0.01      | -0.01    | -0.69    | -0.69     |
| 其中：对联营和合营企业的投资收益 | -0.04   | -0.02   | 0.02      | 0.00     | 0.02     | 0.02      |
| 营业利润             | 12.17   | 6.37    | -5.80     | 71.91    | 44.40    | -27.52    |
| 加：营业外收入          | 1.26    | 2.68    | 1.42      | 0.13     | 0.05     | -0.08     |
| 减：营业外支出          | 0.08    | 0.04    | -0.05     | 0.03     | 0.24     | 0.21      |
| 其中：非流动资产处置净损失    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.07     | 0.13     | 0.06      |
| 利润总额             | 13.35   | 9.01    | -4.34     | 72.01    | 44.21    | -27.80    |
| 减：所得税            | 2.48    | 1.68    | -0.81     | 15.68    | 22.64    | 6.96      |
| 净利润              | 10.87   | 7.34    | -3.53     | 56.33    | 21.57    | -34.76    |
| 减：少数股东损益         | 4.12    | 3.23    | -0.89     | 33.99    | 21.02    | -12.97    |
| 归属于母公司所有者的净利润    | 6.75    | 4.11    | -2.64     | 22.34    | 0.55     | -21.79    |
| 归母净利润增速          | -43.12% | -39.14% | 3.98%     | -15.52%  | -97.54%  | -82.02%   |
| 销售净利率(右)         | 0.96%   | 0.67%   | -0.28%    | 1.13%    | 0.02%    | -1.10%    |

资料来源：公司公告，宏源证券

**表2：主营业务构成情况**

| 分行业  | 营业收入             | 营业成本             | 毛利率 (%) | 营业收入比上年同期增减 (%) | 营业成本比上年同期增减 (%) | 毛利率比上年同期增减 (%) |
|------|------------------|------------------|---------|-----------------|-----------------|----------------|
| 农业机械 | 2,085,948,460.40 | 1,783,739,078.35 | 14.49%  | 7.57%           | 6.35%           | 0.97%          |
| 载货汽车 | 309,143,792.10   | 294,898,135.31   | 4.61%   | 8.1%            | 5.71%           | 2.15%          |
| 工程机械 | 383,137,174.01   | 332,187,481.54   | 13.3%   | -4.23%          | -1.36%          | -2.52%         |
| 通用机电 | 84,596,362.78    | 78,327,796.07    | 7.41%   | 83.71%          | 83.72%          | 0%             |
| 出口商品 | 45,113,073.64    | 43,772,535.37    | 2.97%   | —               | —               | —              |
| 合计   | 2,907,938,862.93 | 2,532,925,026.64 | 12.9%   | —               | —               | —              |

资料来源：公司公告，宏源证券

**表3：销售费用中业务招待费增长最大**

| 项目           | 2013年上半年            | 2012年上半年            | 同比增长           |
|--------------|---------------------|---------------------|----------------|
| 运杂费          | 65,911,277.60       | 62,067,655.32       | 6.19%          |
| 维修及三包服务费     | 39,971,223.85       | 17,589,992.22       | 127.24%        |
| 职工薪酬         | 54,532,738.24       | 42,581,004.08       | 28.07%         |
| 汽车使用费        | 16,404,696.08       | 11,523,972.11       | 42.35%         |
| 差旅费          | 10,023,541.57       | 6,952,412.81        | 44.17%         |
| 办公费用         | 1,889,715.03        | 1,616,022.91        | 16.94%         |
| <b>业务招待费</b> | <b>5,167,802.78</b> | <b>2,130,673.35</b> | <b>142.54%</b> |
| 租赁费          | 6,662,424.21        | 3,940,412.83        | 69.08%         |
| 广告宣传费        | 2,468,124.14        | 1,933,628.38        | 27.64%         |
| 折旧费          | 2,408,717.93        | 1,286,258.80        | 87.27%         |
| 会务费          | 1,923,150.48        | 479,732.08          | 300.88%        |
| 其他           | 6,520,763.83        | 7,944,660.29        | -17.92%        |
| 合计           | 213,884,175.74      | 160,046,425.18      | 33.64%         |

资料来源：公司公告，宏源证券

**表2：管理费用中税金增速最快**

| 项目    | 2013年上半年      | 2012年上半年      | 同比增长    |
|-------|---------------|---------------|---------|
| 职工薪酬  | 48,027,390.57 | 32,209,022.82 | 49.11%  |
| 汽车使用费 | 7,273,815.61  | 6,387,935.75  | 13.87%  |
| 办公费用  | 2,853,389.22  | 3,270,513.34  | -12.75% |
| 业务招待费 | 4,041,431.80  | 4,291,380.04  | -5.82%  |
| 差旅费   | 3,956,816.67  | 3,491,256.25  | 13.34%  |
| 折旧费   | 5,009,998.42  | 3,695,722.96  | 35.56%  |
| 租赁费   | 5,035,506.16  | 3,707,394.79  | 35.82%  |
| 维修费   | 2,262,672.62  | 2,350,347.18  | -3.73%  |
| 中介机构费 | 2,999,885.18  | 3,097,000.00  | -3.14%  |
| 广告宣传费 | 1,806,646.80  | 1,719,923.26  | 5.04%   |
| 会务费   | 1,796,310.65  | 1,560,855.14  | 15.09%  |

|        |               |               |         |
|--------|---------------|---------------|---------|
| 税金     | 1,161,118.62  | 416,711.77    | 178.64% |
| 无形资产摊销 | 1,000,524.74  | 627,172.94    | 59.53%  |
| 其他     | 9,563,389.11  | 7,730,061.36  | 23.72%  |
| 合计     | 96,788,896.17 | 74,555,297.60 | 29.82%  |

资料来源：公司公告，宏源证券

**表3：财务费用情况**

| 项目      | 2013年上半年      | 2012年上半年      |
|---------|---------------|---------------|
| 利息支出    | 16,280,144.85 | 24,808,259.98 |
| 减： 利息收入 | -4,235,088.79 | -3,688,769.62 |
| 加： 手续费  | 2,132,935.17  | 1,607,514.26  |
| 加： 贴息支出 | 4,466,545.90  | 6,584,878.78  |
| 合计      | 18,644,537.13 | 29,311,883.40 |

资料来源：公司公告，宏源证券

**作者简介:**

**陈炫如：**商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，就读香港大学、中山大学、厦门大学，金融学硕士，5年证券行业从业经验，2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

**姜天骄：**商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

**主要覆盖公司：**永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁云商、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大A、新华都、欧亚集团

| 机构销售团队  |      |              |               |                     |                        |  |
|---------|------|--------------|---------------|---------------------|------------------------|--|
| 公募      | 北京片区 | 李倩           | 010-88083561  | 13631508075         | liqian@hysec.com       |  |
|         |      | 牟晓凤          | 010-88085111  | 18600910607         | muxiaofeng@hysec.com   |  |
|         |      | 罗云           | 010-88085760  | 13811638199         | luoyun@hysec.com       |  |
|         | 上海片区 | 奚曦           | 021-51782067  | 13621861503         | xixi@hysec.com         |  |
|         |      | 孙利群          | 010-88085756  | 13910390950         | sunliqun@hysec.com     |  |
|         |      | 吴蓓           |               | 18621102931         | wubei@hysec.com        |  |
|         |      | 蒋晓彦          |               | 18602191021         | jiangxiaoyan@hysec.com |  |
|         |      | 夏苏云          | 0755-33352298 | 13631505872         | xiasuyun@hysec.com     |  |
|         |      | 赵越           | 0755-33352301 | 18682185141         | zhaoyue@hysec.com      |  |
|         |      | 孙婉莹          | 0755-33352196 | 13424300435         | sunwanying@hysec.com   |  |
|         | 广深片区 | 周迪           | 0755-33352262 | 15013826580         | zhoudi@hysec.com       |  |
| 机构      |      | 赵佳           | 010-88085291  | 18611796242         | zhaojia@hysec.com      |  |
|         |      | 李岚           | 021-51782236  | 13917179275         | lilan@hysec.com        |  |
| 北京保险/私募 | 王燕妮  | 010-88085993 | 13911562271   | wangyanni@hysec.com |                        |  |
|         | 张瑶   | 010-88013560 | 13581537296   | zhangyao@hysec.com  |                        |  |
| 银行/信托   | 朱隼   | 010-88013612 | 18600239108   | zhusun@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。