

业绩略低于预期，期待国企改革破题

谨慎推荐 (维持)

一拖股份 (601038) 13 年年报点评

风险评级：一般风险

2014 年 3 月 28 日

投资要点:

- ◇ **事件:** 公司公布年报, 实现收入109.65亿元, 同比下降3.99%, 归属于母公司股东的净利润2.22亿元, 同比下降31.7%, 其中四季度实现营收17.70亿元, 同比下滑19.33%, 归属于母公司股东净利润亏损0.138亿元, 同比下降134.73%, 低于预期。
- ◇ **下半年中大拖市场竞争加剧, 是公司业绩下滑的主要原因。** 13 年下半年以来, 我们认为大中拖市场竞争加剧主要有以下几点原因: 1、受国家购机补贴资金重点转移, 市场对于传统大中拖产品的需求日趋减缓, 主要表现为大轮拖增速较缓, 中轮拖增速稍高用户需求向后端升级趋势显现; 2、持续繁荣的农机行业吸引了越来越多的竞争者, 中小厂商祭出价格战大旗, 市场集中度有所下降。受大环境影响, 公司收入增长乏力是今年业绩下滑的主要原因。3、公司费用率及资产减值较大(13年减值率超过1%)也是公司业绩下滑的重要原因之一
- ◇ **除去中型轮拖外, 其他各类轮拖产品13年销量均出现下滑。** 全国大中型拖拉机销量373,616 台, 同比增长3.18%, 主要表现为大轮拖增速较缓, 中轮拖增速稍高; 小型轮式拖拉机销量331,866 台, 同比下降6.4%。2013 年度, 公司大中型拖拉机销量87,298 台, 与去年基本持平, 其中大轮拖销量37,337台, 同比下降11.8%; 中轮拖销量48,874 台, 同比增长17.13%; 履带拖拉机销量1,087 台, 继续出现下降, 同比下滑28.06%; 小轮拖销量18,730 台, 同比下降30.48%。
- ◇ **费用率同比大幅增长, 公司盈利能力下滑:** 2013年3月, 长拖并入并表后, 公司费用增长较快。公司全年费用率为12.21%, 同比提高了2.21个百分点。其中由于大功率柴油机一期项目完成并转成固定资产, 公司新增折旧月1,000万元, 同比公司在研发方面的投入的增加, 使得同期管理费用又去年的6.58%的基础上又增长了1.06个百分点, 财务费用方面, 由于汇兑损失增加、公司发行企业债, 营收账款增加, 公司财务费用大幅激增, 同比增长118.0%。由于费用率的大幅增长, 公司业绩下滑速度远快于公司收入下滑速度, 公司盈利能力出现较大下滑的动能。
- ◇ **农机行业增长依旧, 公司14年营收有望平稳过渡:** 根据农机协会统计数据来看, 2013 年全国规模以上农机企业主营业务收入3571.58 亿元, 同比增长16.31%, 较2012 年同期增幅下降约1.53 个百分点。我们认为虽然去年农机购置补贴拖拉机这块基本持平, 但行业仍旧维持了旺盛的增长势头, 公司14营收这块有望出

蒋孟钢

SAC 执业证书编号:

S0340109121961

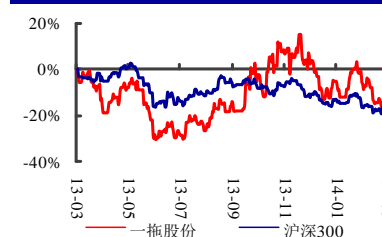
电话: 0769-22110785

邮箱: JMG@dgzq.com.cn

主要数据 2014 年 3 月 27 日

收盘价(元)	8.08
总市值(亿元)	80.47
总股本(百万股)	996
流通股本(百万股)	150
ROE (TTM)	4.96%
12 月最高价(元)	11.50
12 月最低价(元)	6.26

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

**行业整合度下降，公司承压。**由于受到国外农产品进口的冲击，14 国内农产价格异常疲软，以及全款购机、审批权到县级单位的补贴政策也对行业有一定负面影响，农民的收入增速明显放缓，购买大中型农机具的需求有所减弱。结合我们从农业协会了解的拖拉机销售情况来看，所有我们有理由预测今年全年总体来看中大拖拉机行业整体水平将与去年保持基本持平及略有增长的态势，但全行业价格战的风险极大，整体看全行业有产能过剩的风险，行业集中度可能出现下降，公司作为行业龙头业绩可能将继续承压。

**14 年期待公司国企改革破题。**公司作为几十年历史的中国名牌企业，历经多种改制风波，在行业内的龙头地位是无需置疑的，但单一产品的局限性，以及大股东同业竞争关系的钳制，都对公司业绩的波动产生了非常负面的影响。而从其他行业的国企改革来看，不管是管理机制、还是股权关系来看，做的最好的就电器行业的格力电器。期待未来一拖股份能够在国企改革（引入战略投资者、突破同业竞争增加多品类农机品种、实现股权激励）的道路上向格力学习，我们在这里也期待公司 14 年国企改革破题。

**维持谨慎推荐评级** 我们调低公司 14-15 年 EPS 分别为 0.35 元、0.34 元，对应 PE 分别为 23.38 倍和 24.49 倍。考虑到公司今年全年的整体业绩将会较为平稳，我们维持谨慎推荐的评级。

**风险提示：**宏观经济持续低迷，今年国家农机补贴总额低于预期，农产品价格下跌，农民收入锐减。

**表 1：公司利润预测表**

科目(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	<b>11,318.00</b>	<b>11037.84</b>	<b>11368.97</b>	<b>12295.55</b>
<b>营业总成本</b>	<b>10,920.32</b>	<b>10834.40</b>	<b>10936.95</b>	<b>11857.82</b>
营业成本	9,750.95	9305.15	9711.38	10502.86
营业税金及附加	29.14	29.14	29.56	31.97
销售费用	323	374.37	363.81	405.75
管理费用	744	845.23	852.67	909.87
财务费用	60	127.84	-31.84	-4.92
资产减值损失	16	152.66	11.37	12.30
<b>其他经营收益</b>	<b>61</b>	<b>39.66</b>	<b>30.00</b>	<b>22.00</b>
公允价值变动净收益	3	0.68	10.00	2.00
投资净收益	57	38.99	20.00	20.00
其中 对联营和合营投资收益	2	0.90	0.98	1.07
<b>营业利润</b>	<b>458</b>	<b>243.10</b>	<b>462.03</b>	<b>459.72</b>
加 营业外收入	43	111.77	50.00	50.00
减 营业外支出	5	6.29	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>497</b>	<b>348.58</b>	<b>507.03</b>	<b>504.72</b>
减 所得税	71	72.23	105.06	104.58
<b>净利润</b>	<b>426</b>	<b>276.35</b>	<b>401.98</b>	<b>400.16</b>
减 少数股东损益	65	39.78	57.85	57.59
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>349.06</b>	<b>221.95</b>	<b>344.13</b>	<b>342.57</b>
最新总股本(万股)	<b>995.90</b>	<b>995.90</b>	<b>995.90</b>	<b>995.90</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.22</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>
<b>市盈率(倍)</b>	<b>23.05</b>	<b>36.26</b>	<b>23.38</b>	<b>23.49</b>

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**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