

2024年03月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

政策和周期共振，拖拉机龙头抢抓机遇先出发

——一拖股份（601038.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

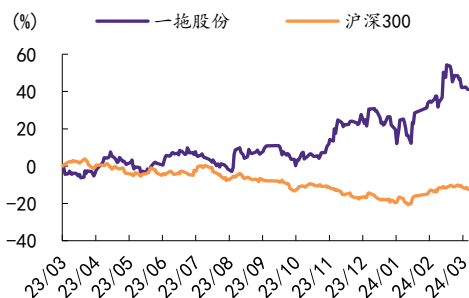
分析师：吕卓阳 S1050523060001
lvzy@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-27

当前股价（元）	15.44
总市值（亿元）	173
总股本（百万股）	1124
流通股本（百万股）	732
52周价格范围（元）	10.66-17.2
日均成交额（百万元）	70.98

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

一拖股份发布 2023 年年报：2023 年公司实现营业收入 115.34 亿元（同比-8.20%）；归母净利润 9.97 亿元（同比+46.39%）；扣非归母净利润 9.26 亿元（同比+20.02%）。

投资要点

政策加持下，行业有望恢复性增长

2024 年国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出推进重点行业设备更新改造，支持交通运输设备和老旧农业机械更新；持续实施好农业机械报废更新补贴政策，推进老旧农业机械报废更新，加快农业机械结构调整。整体上看，市场周期性、产品结构性相互交织，政策落地后，高品质国四产品正推动市场稳步走出周期拐点，我们预计 2024 年随着需求不断释放、利好因素增多，农机市场将出现恢复性增长，而公司作为拖拉机行业龙头，有望优先受益。

抢抓国四切换先机，公司市场竞争力持续提升

2023 年，受国四排放标准升级导致的需求前移、购机价格上涨等多重因素影响，国内农机行业整体需求下滑，同时，排放标准的升级也加快了行业向绿色、智能、高端转型的步伐。公司把握国四产品率先上市的先发机会，充分发挥在技术、产品、规模化生产、服务、渠道等方面的优势，抓紧抢占市场。公司在 2023 年销售大中拖产品 7.23 万台，市场份额继续保持行业领先；国际市场开拓方面，公司持续深耕俄语区、南美等重点出口区域，海外市场布局不断拓宽，全年拖拉机产品出口销量同比增长 43%。

资产结构优化，公司聚焦拖拉机业务发展

2023 年公司售出子公司旗下金融业务，一拖财务公司重组，金融业务逐步停止，收回贷款等大额资金，导致经营活动产生的现金流量净额较 2022 年同期减少 25.46 亿元，一定程度影响公司营业收入。且非道路机械国四排放标准施行后，拖拉机功率段上延趋势明显，拖拉机产品结构的变化利于公司中大拖产品销售，2023 年公司农业机械业务毛利为 14.5%，同比增加 0.45pct。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 127.79、143.77、160.70 亿元，EPS 分别为 1.03、1.18、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 15、13、12 倍。公司是国内拖拉机绝对龙头，受益国家粮食安全、农机装备安全、农机设备更新等政策需求，叠加公司产品升级换代，拖拉机市场份额有望进一步提升。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济景气度不及预期、农业机械补贴政策不及预期、市场竞争加剧，毛利率承压、新产品拓展不及预期等

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	11,534	12,779	14,377	16,070
增长率（%）	-8.2%	10.8%	12.5%	11.8%
归母净利润（百万元）	997	1,154	1,331	1,515
增长率（%）	46.4%	15.7%	15.3%	13.8%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.03	1.18	1.35
ROE（%）	13.8%	14.5%	15.1%	15.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,770	3,645	5,752	8,354
应收款	418	525	591	572
存货	1,514	2,062	2,308	2,386
其他流动资产	1,786	2,807	3,046	3,300
流动资产合计	6,488	9,038	11,698	14,612
非流动资产:				
金融类资产	890	890	890	890
固定资产	2,269	2,202	2,088	1,963
在建工程	140	56	22	9
无形资产	697	662	628	594
长期股权投资	664	664	664	664
其他非流动资产	3,559	3,559	3,559	3,559
非流动资产合计	7,330	7,143	6,962	6,789
资产总计	13,817	16,182	18,659	21,402
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,479	5,891	7,255	8,810
其他流动负债	1,065	1,065	1,065	1,065
流动负债合计	6,045	7,656	9,266	11,020
非流动负债:				
长期借款	200	200	200	200
其他非流动负债	353	353	353	353
非流动负债合计	553	553	553	553
负债合计	6,598	8,210	9,819	11,573
所有者权益				
股本	1,124	1,124	1,124	1,124
股东权益	7,219	7,972	8,840	9,829
负债和所有者权益	13,817	16,182	18,659	21,402

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	989	1099	1267	1443
少数股东权益	-8	-55	-63	-72
折旧摊销	295	186	180	171
公允价值变动	48	0	0	0
营运资金变动	-268	-64	1058	1441
经营活动现金净流量	1056	1166	2441	2982
投资活动现金净流量	-2010	151	147	139
筹资活动现金净流量	1829	-346	-399	-454
现金流量净额	875	972	2,189	2,667

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,534	12,779	14,377	16,070
营业成本	9,697	10,696	11,976	13,318
营业税金及附加	49	54	61	80
销售费用	241	230	273	321
管理费用	361	383	446	514
财务费用	-46	-73	-111	-151
研发费用	461	460	532	611
费用合计	1,017	1,001	1,140	1,295
资产减值损失	-2	-5	-5	-5
公允价值变动	48	0	0	0
投资收益	122	3	2	2
营业利润	996	1,096	1,267	1,445
加:营业外收入	8	20	20	20
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1,003	1,115	1,285	1,463
所得税费用	14	16	18	20
净利润	989	1,099	1,267	1,443
少数股东损益	-8	-55	-63	-72
归母净利润	997	1,154	1,331	1,515

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-8.2%	10.8%	12.5%	11.8%
归母净利润增长率	46.4%	15.7%	15.3%	13.8%
盈利能力				
毛利率	15.9%	16.3%	16.7%	17.1%
四项费用/营收	8.8%	7.8%	7.9%	8.1%
净利率	8.6%	8.6%	8.8%	9.0%
ROE	13.8%	14.5%	15.1%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	50.7%	52.6%	54.1%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	27.6	24.3	24.3	28.1
存货周转率	6.4	5.2	5.2	5.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.89	1.03	1.18	1.35
P/E	17.5	15.1	13.1	11.5
P/S	1.5	1.4	1.2	1.1
P/B	2.6	2.3	2.1	1.8

■ 机械组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈场：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

何春玉：硕士，2023年8月加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。