

评级：买入 维持评级

公司研究

市价（人民币）：34.97元
目标（人民币）：48.50元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	84.06
总市值(百万元)	6,249.14
年内股价最高最低(元)	46.30/26.01
沪深 300 指数	3219.14



相关报告

- 1.《送转方案及业绩预增公告点评》，
2011.1.12

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.572	0.562	0.413	0.806	1.442
每股净资产(元)	1.72	5.89	3.36	4.16	5.61
每股经营性现金流(元)	-0.43	0.85	0.93	0.91	0.62
市盈率(倍)	N/A	108.05	82.89	42.41	23.71
行业优化市盈率(倍)	29.93	40.24	40.24	40.24	40.24
净利润增长率(%)	110.84%	81.84%	46.77%	95.46%	78.85%
净资产收益率(%)	33.26%	9.54%	12.29%	19.36%	25.72%
总股本(百万股)	48.30	89.35	178.70	178.70	178.70

来源：公司年报、国金证券研究所

奔跑，在希望的田野上

投资逻辑

- 十年万亿规模的农机流通市场为龙头企业提供广阔的扩张空间：农机流通行业过去8年保持了21%的年均增速，在政府提高农业机械化率政策推动下，预计未来10年仍可保持年均10%-15%的增长，十年后农机流通行业市场规模可达7000-10000亿元；行业集中度低(CR5<5%)的现状使龙头企业获得将市场存量转化为企业增量的绝佳机会。
- 购置补贴政策成为加速行业整合的催化剂，吉峰农机在未来3年仍将担当行业整合者的角色：我们详细分析了农机购置补贴政策对传统农机行业生态平衡的破坏，并认为其将加速弱势的中小型流通企业退出市场，而为具备资金、人才和管理优势的企业提供丰富的并购对象；吉峰农机在未来3年内仍将担任行业整合者的角色，从而实现收入规模和利润的快速增长。
- 通过案例分析，吉峰农机表现出在选择并购对象时的精准眼光和谈判实力：在吉林金桥农机并购案的分析中，我们发现吉峰农机实现了以较低资本投入(10年投资PE仅5倍)撬动巨额销售收入，快速占据区域市场制高点的目标；同时公司还以股权为纽带捆绑被并购方利益，保证了管理层和股东利益的一致。

投资建议

- 我们认为吉峰农机将在未来3年内继续担当农机流通领域整合者的角色，收入和利润可持续保持高速增长，预计公司2010-2012年分别实现净利润0.74亿元、1.44亿元和2.58亿元，同比增速为46.8%、95.5%和78.9%，2011-2012年EPS分别为42倍和24倍，给予公司“买入”评级。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月48.5元目标价位，相当于60x11PE和0.7x11PEG。

风险

- 补贴政策对农机行业的影响较大，且各地补贴的具体实施办法各异，未来存在因补贴政策调整导致部分区域收入异常波动的风险。
- 公司目前主要采用并购模式进行扩张，存在后台管理和人员配套跟不上扩张速度，导致费用管理失控，进而影响利润增长的风险。

文瑶

联系人
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

张斌

分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

内容目录

农机大流通时代来临，企业规模制胜	4
蛋糕有多大？十年万亿规模的农机市场.....	4
集中度低，市场存量即为龙头企业的发展增量	5
最好的时代，最坏的时代：购置补贴成加速行业整合的催化剂	8
国际经验表明农机购置补贴政策将长期存在	8
小企业生存空间被压缩，市场份额向优势企业集中	9
吉峰农机公司分析	11
规模快速扩张的农机连锁龙头企业	11
扩张模式分析：并购！以并购实现强强联合，占据市场制高点.....	12
未来发展展望：奔跑中的行业整合者	15
公司盈利预测及说明	16
盈利预测的假设条件	16
收入与盈利预测.....	16
估值与投资建议.....	17
相对估值	17
投资建议	18
风险提示	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：中国规模以上农机企业生产总值及历年增速统计 单位：亿元	4
图表 2：历年农业机械化率及十年目标.....	4
图表 3：历年农机总动力及十年目标 单位：亿千瓦.....	4
图表 4：中国粮食总产量及同比增速 单位：万吨	5
图表 5：粮食生产价格及消费价格指数（1990=100）	5
图表 6：中国农机流通行业发展历史	6
图表 7：流通企业数量及企业平均人数 单位：个	6
图表 8：历年农机流通市场规模及吉峰农机占有率	6
图表 9：历年农机购置补贴情况 单位：亿元.....	8
图表 10：国际农机化补贴政策比较（中、日、韩、欧美）	8
图表 11：各国农机化率起始时间	9
图表 12：中、日、韩农机化率比较	9
图表 13：购置补贴政策前后农机消费的流通过程	9
图表 14：农机补贴下流通企业代位垫资比例（一般情况，零售价为 100） ..	10
图表 15：公司股权结构（2010.H1）	11

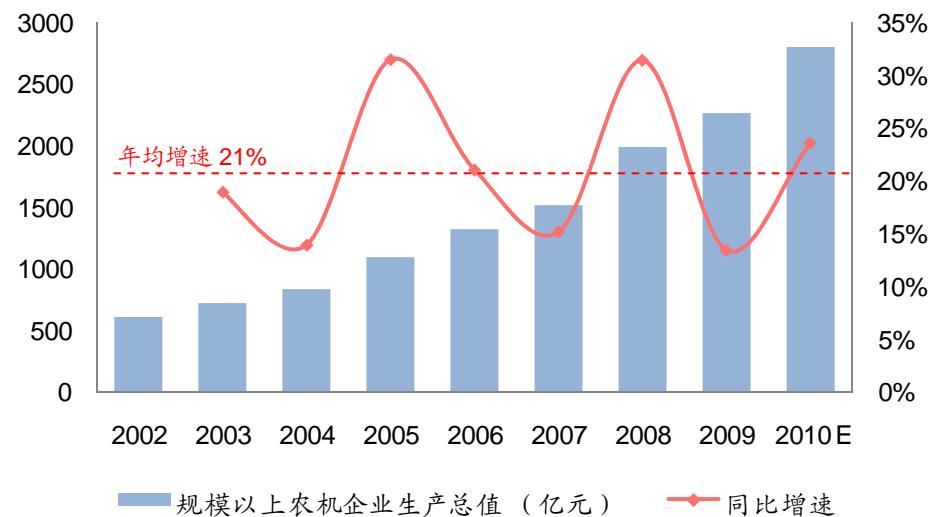
图表 16: 历年销售网络扩张情况	11
图表 17: 历年收入与收入增速 单位: 百万元.....	11
图表 18: 2010 年中期公司各区域收入及占比情况 单位: 百万元	12
图表 19: 2010 年中期各类产品销售及毛利率情况 单位: 百万元	12
图表 20: 2010 年公司披露投资项目基本情况 单位: 万元	13
图表 21: 2010 年各区域投资总额比例.....	13
图表 22: 合资项目不同投资比例的投资总额分布	13
图表 23: 2006 年中国农机化率各省分布情况.....	14
图表 24: 吉峰金桥投资情况 单位: 万元.....	15
图表 25: 利润表预测 单位: 百万元.....	16
图表 26: 各区域收入预测 单位: 百万元.....	17
图表 27: 专业连锁类主要上市公司估值水平比较 单位: 亿元	18

农机大流通时代来临，企业规模制胜

蛋糕有多大？十年万亿规模的农机市场

- 2002 年至今，规模以上农机企业生产总值保持快速增长。
- 我国是仅次于美国的世界第二大农机制造国，2010 年规模以上农机企业生产总值预计可达到 2800 亿元。
- 2002 年以来农机企业产值的年均复合增长率达到 21%。

图表1：中国规模以上农机企业生产总值及历年增速统计 单位：亿元

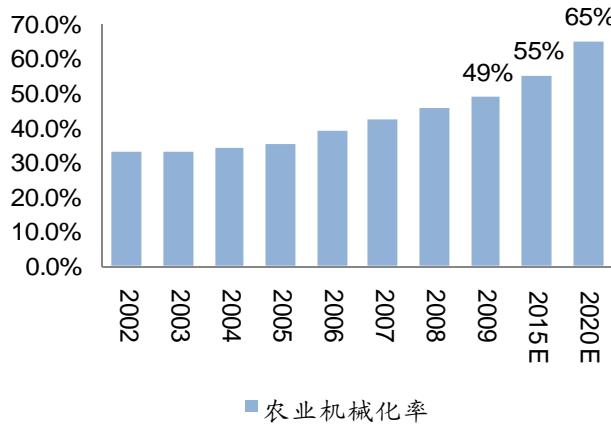


来源：中国农业机械流通协会、国金证券研究所

- 政府推动机械化率提升，农机市场十年内有望发展至万亿规模。

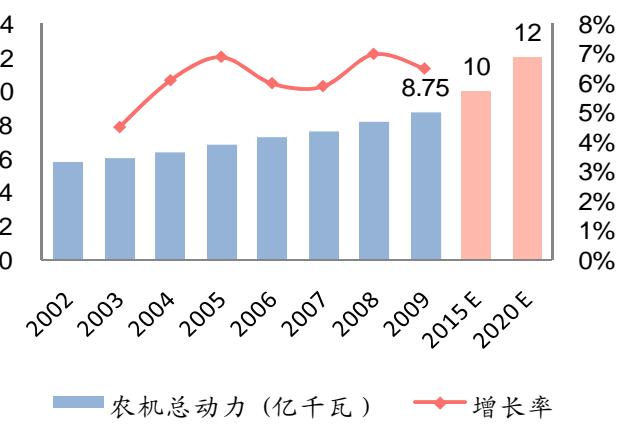
- 2010 年国务院发布《关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》，2020 年我国农业机械化率目标为 65%，农机总动力稳定在 12 亿千瓦。
- 据统计，2009 年中国农业综合机械化率为 48.8%，农机总动力 8.75 亿千瓦，据此计算 10 年内机械化率年均提高 1.5%，农机总动力的年增速达到 4%。
- 我们合理预计农机产值的年均增速为 10%-15%，则十年内农机市场规模可达到 7000-10000 亿规模。

图表2：历年农业机械化率及十年目标



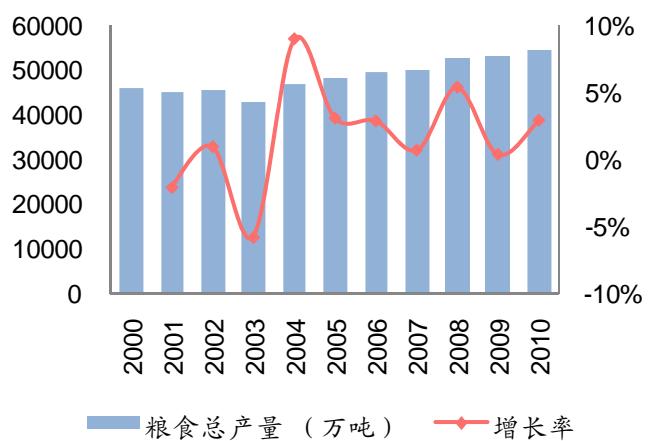
来源：中国农业机械工业年鉴、国金证券研究所

图表3：历年农机总动力及十年目标 单位：亿千瓦

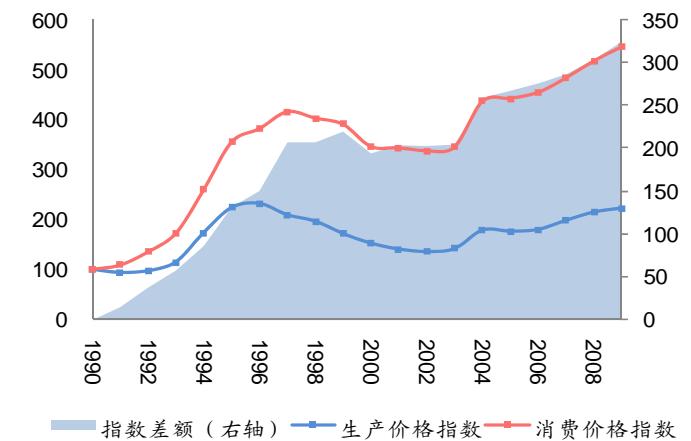


- 农业物劳动生产成本比活劳动生产成本的优势逐年体现，农产品量价齐升等因素是农业机械化率提升的内源动力。
- 2003 年以后中国粮食产量及价格持续上涨，其中粮食消费价格指数的涨幅高于生产价格指数，表明农村活劳动生产成本处于快速上升期。
- 城镇化提速及东部产业转移背景下，农业生产人口进一步减少和农业用地趋向集中对机器生产替代人、畜力生产，提高生产效率的需求强烈。

图表4：中国粮食总产量及同比增速 单位：万吨



图表5：粮食生产价格及消费价格指数 (1990=100)



来源：国金证券研究所

集中度低，市场存量即为龙头企业的发展增量

- 农机流通业现状是“大群体、小规模”，行业集中度低。
- 目前农机流通企业的主体包括：国有农机公司、国有农机公司改制后分离出的各类民营农机经营公司、农村偏远地区的个体经营户、农机企业设立的直营及专卖店，以及 2004 年施行农机补贴政策后，农机补贴管理部门成立的专门公司。

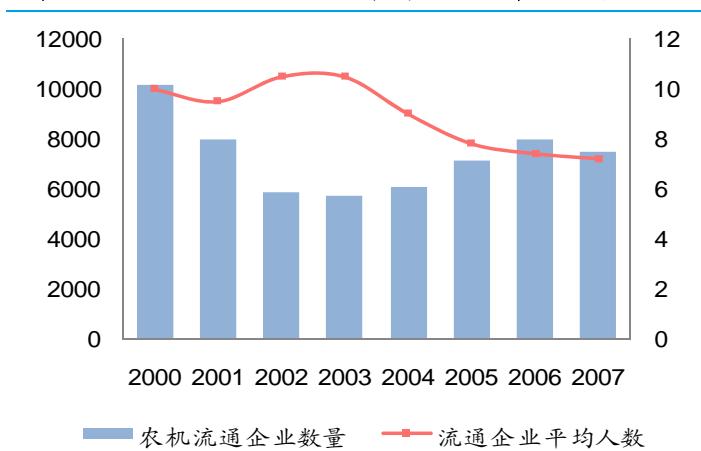
图表6：中国农机流通行业发展历史

时间	发展阶段	政策大事	农机流通领域
1978年之前	计划分配	——	<ul style="list-style-type: none"> 由农业部销售局领导“农机供销”工作； 农机产品实行计划收购和计划分配。
1978-1980	转轨适应期	<ul style="list-style-type: none"> 1979年颁布《关于加快农业发展若干问题的决定》，组建中国农业机械化服务总公司。 	<ul style="list-style-type: none"> 由服务总公司负责农机产品的计划、分配、调拨，并对各级农机公司实行行业管理和业务指导； 农机公司全部为国有体制，分成国家、省、地（市）、县四级。
1981-1995	稳定发展期	<ul style="list-style-type: none"> 1983年，全国农机流通行业全面开展优质服务活动。 	<ul style="list-style-type: none"> 农机生产企业开始重视市场营销，加大服务人员与设备的投入； 市场营销部门加入农机流通领域。
1996-2003	体制转换期	<ul style="list-style-type: none"> 国有农机公司改制重组； 股份制与民营农机流通企业逐步兴起。 	<ul style="list-style-type: none"> 农机公司改制分离出各类农机代理经销商。 人员分流，行业逐渐呈现小、散、弱格局。
2004-至今	发展机遇期	<ul style="list-style-type: none"> 2004年《农业机械化促进法》颁布实施； 国家开始实施农机购置补贴。 	<ul style="list-style-type: none"> 连锁新流通方式蓬勃发展； 全国形成一定规模的农机市场70多个； 农机补贴管理部门成立专门公司，市场竞争加剧。

来源：国金证券研究所

- 农机流通企业普遍规模偏小，至2007年行业年销售收入5亿元以上的企业不到5家，其中百强首位的农业机械华北集团公司的销售规模在10亿元左右，吉峰农机以3.78亿元销售额位列第5位；按平均5-10亿元规模计算的CR5在1.5%-3%之间。
- 如图6所示，90年代末国有农机公司退出市场后大量涌现的农机流通企业在市场竞争中不断淘汰，企业数量在2003年达到谷底；2004年以后在农机补贴政策刺激下经营主体增加，但伴随补贴规模及范围扩大，对流通企业的资金规模、服务能力等要求增强，行业加速整合。

图表7：流通企业数量及企业平均人数 单位：个



来源：国金证券研究所

图表8：历年农机流通市场规模及吉峰农机占有率

	2006	2007	2008	2009	2010 E
吉峰农机销售收入 (亿元)	2.11	3.78	7.94	16.03	31.35
规模以上农机企业生 产总值 (亿元)	1317	1518	1995	2265	2800
全国市场占有率	0.16%	0.25%	0.40%	0.71%	1.12%
全国农机连锁市场 排名位次	1	1	1	1	1
川渝地区市场占有 率 (%)	5.48	9.26	11.57	-	-

- 农机销售具有地域差异化、分散化、季节性及售后服务的特点，企业规模化经营的效益提升空间大，有利于资源向龙头企业集中。
- 家用机械作为生产资料，其消费具有很强的地域差异性和分散化特点：平原、山区、丘陵等不同地理条件和不同农作物使用的农机具不同，富裕与贫困地区对农机品牌的需求各异。
- 农业作业环境差，农机具的使用寿命短及更新换代频繁，加之农作物耕种及收获的季节性强，农民缺乏对家用机械使用和维护的一般技

能，农机的售前咨询、售中指导及售后服务的及时性要求很高，规模企业易于凭借优质服务树立品牌形象，增强客户黏度。

最好的时代，最坏的时代：购置补贴成加速行业整合的催化剂

国际经验表明农机购置补贴政策将长期存在

- 2004 年开始实施农机补贴政策的覆盖范围及补贴规模快速扩张。
 - 中央农机补贴总额在 2009 年由 40 亿元大幅提升至 130 亿元，2010 年增长至 155 亿元，预计 2011 年补贴总额仍将保持增长。
 - 农机补贴范围自 2008 年开始基本实现全国覆盖。

图表9：历年农机购置补贴情况 单位：亿元

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中央农机补贴（亿元）	0.7	3	6	20	40	130	155
地方农机补贴（亿元）	4	8	11	13	17	-	-
各级财政共同农机补贴（亿元）	4.7	11	17	33	57	130	155
中央财政支持“三农”投入总额（亿元）	2626.2	2975.3	3517.2	4318.3	5955.5	7253	8703.6
农机补贴占“三农”投入比例	0.18%	0.37%	0.48%	0.76%	0.96%	1.79%	1.78%
涉及区域（个）	66	500	1126	1716	2653	2859	2859
我国行政县（个）	2862	2862	2860	2859	2859	2859	2859
补贴区域占比	2.3%	17.5%	39.4%	60.0%	92.8%	100%	100%

来源：中国农业机械化信息网、国金证券研究所

注：2010 年中央财政支持“三农”投入总额为预测数据。

- 国际经验表明，政府补贴是促进农业机械化率提高的主要手段，预计中国未来 10 年农机补贴可保持年均百亿以上规模。
 - 从国际经验看，日韩、欧美等国的农业机械化进程均持续 20-30 年，期间政府直接补贴和低息贷款一直是农机化率提高的主要推动手段。
 - 根据中国国务院 2020 年农机化率达到 65% 的目标，预计未来 10 年内社会购置农机装备投入可年均新增 500-600 亿元，年均农机购置补贴投入可以保持百亿以上规模（农业部南京机械化研究所预测 70% 目标下年均社会投入 570.94 亿元，2009-2020 年均需补贴投入 120 亿元左右）。

图表10：国际农机化补贴政策比较（中、日、韩、欧美）

中国	日本	韩国	欧、美
<ul style="list-style-type: none"> · 1998-2003 农机购置补贴试点，每年投入 2000 万。 · 2004 年至今，农机补贴资金达到 155 亿元，实现全国覆盖，补贴机具扩大至 12 大类 180 个品目。 · 2010 年，中央、地方农机补贴总计 155 亿元，占“三农”投入比例的 1.78%。 	<ul style="list-style-type: none"> · 1972-1981 年，政府对农具补贴 50%，金额从 491 亿日元增长至 2439 亿日元。 · 1961 年起，政府对农业机械购置的贷款利率比市场利率低 30%-60%。 · 政府另设立“农业改革基金”，提供无息贷款。 	<ul style="list-style-type: none"> · 1967 年，政府对农机购置补贴 60%。 · 1981 年，政府提供 40% 购置补贴和 60% 贷款。 · 1986 年，政府提供 50% 补贴，40% 贷款，农民负担 10%。 · 20 世纪 90 年代，政府为 2000 美元以下农机购置提供 50% 补贴。 	<ul style="list-style-type: none"> · 美国：颁布《农业贷款法》，划拨农业推广经费，对农机消费施行税收优惠及低息贷款等。 · 法国：提供农机价格补贴 20%-30%、低息贷款金额占自筹资金的 50% 以上，施行税收优惠。 · 德国：农用柴油 23%-50% 补贴，农机购置免利息及低息贷款。

来源：国金证券研究所

图表11：各国农机化率起始时间

	机械化开始	机械化结束	历时年数
美国	1910	1940	30
加拿大	1920	1950	30
法国	1930	1955	25
意大利	1930	1960	30
日本	1946	1967	21
韩国	1972	1997	25

来源：中国农业机械化信息网、国金证券研究所

图表12：中、日、韩农机化率比较

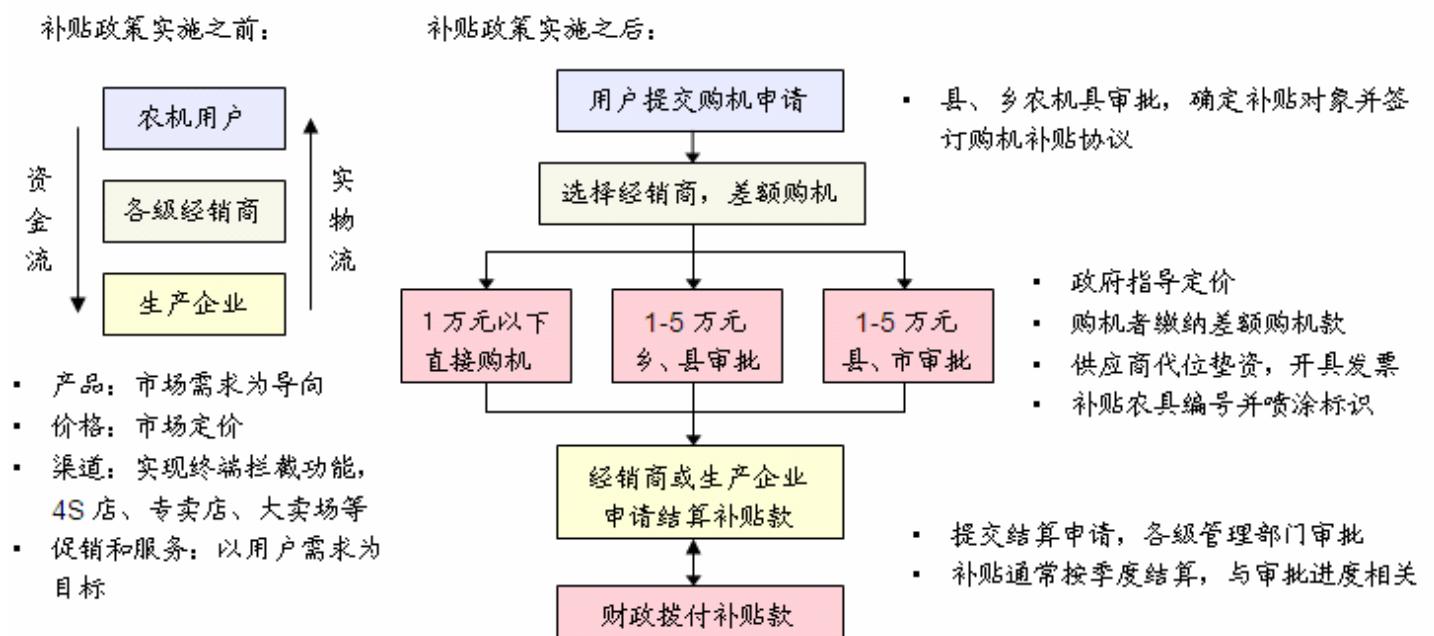
	日本(1998)	韩国(2002)	中国(2009)
机耕	100.0%	99.0%	64.0%
机插	97.8%	98.0%	40.0%
机收	98.0%	99.0%	37.0%
综合	99.0%	99.0%	48.8%
《促进法》颁布时间	1953年	1978年	2004年

小企业生存空间被压缩，市场份额向优势企业集中

- 农机购置补贴的操作模式改变了农机市场的流通秩序。

- 中央农机购置补贴的投资拉动比例为 1:5.35，2010 年补贴总额达到 155 亿元，购置补贴通过影响农机产品销量、技术进步和升级换代、农机消费习惯等已成为农机市场的主导因素。
- 传统农机市场的流通秩序是“‘厂家—经销商—用户’的实物流+‘用户—经销商—生产企业’的资金流”，补贴政策除在资金流中增加政府一环外，各级管理部门的审批也穿插流通环节始终。
- 政府取代市场成为社会资源的主要配置者的这种改变打破了传统农机市场的生态平衡，各类型流通企业的生存环境发生剧变。

图表13：购置补贴政策前后农机消费的流通过程



来源：国金证券研究所

- 农机购置补贴政策加速了市场份额向资金实力、人员规模和管理效率更高的流通企业集中，这符合大农机流通配合大农机产业发展的需要。
- 农机购置补贴对农机流通市场影响主要包括以下几点：

 1. 消费习惯改变：是否购机以有无补贴及补贴金额多少为准，购机者在价格以外开始重视产品性能、售后服务，对品牌农机的购买比例上升，实际上提高了农机经销的进入门槛。
 2. 销售周期更加集中：上半年是农机补贴的执行高峰期，农机需求高度集中，传统 2-4 月春耕、9-10 月秋收的农机销售淡旺季规律弱化，对经销商集中备货、销售和服务的能力要求提高。
 3. 政府成为重要一级：政府主导地位强，流通企业的工作重点从研究客户需求转向公关营销，市场竞争机制削弱，资源匮乏的小型流通企业面临严重的生存压力。
 4. 企业流动资金需求强烈：补贴规模增加后，流通企业销售补贴机型的比例增加，垫付补贴款金额逐年猛增，同时各地政府部门的补贴资金结算流程繁琐、发放周期长，导致流通企业的资金周转变慢，流动资金紧张。

农机销售规模越大，经销商垫资越多，市场份额与资金实力正相关，补贴政策导致了农机行业短期内“马太效应”加剧。

农机销售的毛利率一般为 12%-15%，购机补贴平均水平达到 30%，部分机型可达到 50%以上，因此农机经销商的销售一般保持 15%-18%的垫资比例，补贴比例越高，垫资比例越大；农机制造商给下游经销商的账期一般是 2-3 个月，农机购置补贴在政府部门内的发放周期一般为一个季度，理想情况下是账期与补贴周期抵消，但是通常掌握政府资源更多的企业能更及时获得补贴资金，从而使弱势企业面临更大的资金压力，最终因流动资金枯竭被迫退出市场。

图表14：农机补贴下流通企业代位垫资比例（一般情况，零售价为 100）



来源：国金证券研究所

- 5. 零售终端弱化，服务能力要求提高：获得补贴的购机者选定经销商后到指定地点提货的销售方式使零售终端的重要性减弱，流通企业销售渠道的终端拦截功能弱化，但是由于保有量猛增，且销售区域大幅扩大，农机销售的服务能力要求增强。
- 从以上农机补贴对农机流通行业的影响分析来看，近两年市场留给小型企业的生存空间已经大幅缩减，补贴政策人为加快了弱质企业的淘汰速度，这部分空出的市场份额被掌握资源的优势企业和补贴管理部门下属的专门公司获取。从长期来看，政府对行业的主导地位最终要归还给市场，因此管理部门下属的专门公司若未能发展成具备专业能力的流通企业，则这部分市场份额最终要为市场化的大型流通企业所有。

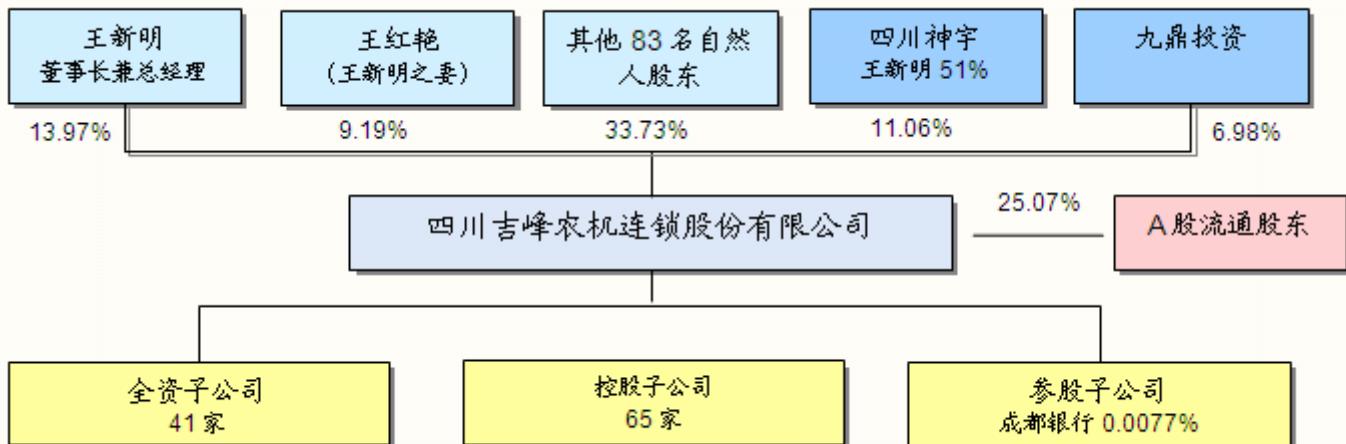
吉峰农机公司分析

规模快速扩张的农机连锁龙头企业

■ 吉峰农机于 1998 年开始运营，2008 年整体变更为四川吉峰农机连锁股份有限公司。2009 年上市，公司总股本为 17870 万股。

◆ 公司拥有自然人股东 85 名，门店经理和核心管理人员均有持股；王新明及其一致行动人，合计控制公司 34.33% 的投票权。

图表15：公司股权结构 (2010.H1)

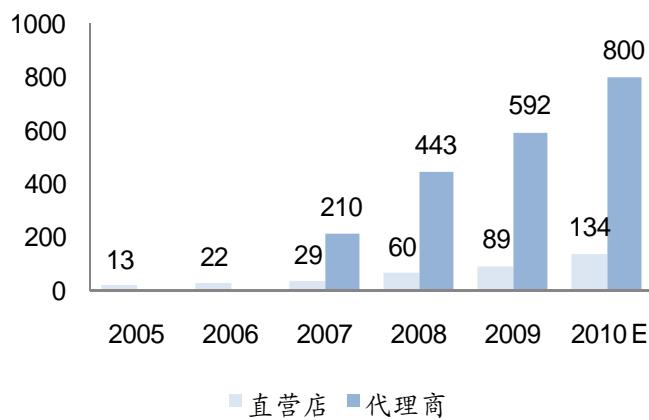


来源：公司公告、国金证券研究所

■ 公司销售网络规模快速扩张，推动销售收入高速增长，是中国农机流通行业规模前五强企业，销售规模居农机连锁零售行业之首。

◆ 截至 2010 年 6 月，公司共设立 106 家直（间）接控股子公司，拥有 127 家直营连锁店，750 家代理经销商，过去 3 年销售收入年均同比增速达到 99%。

图表16：历年销售网络扩张情况



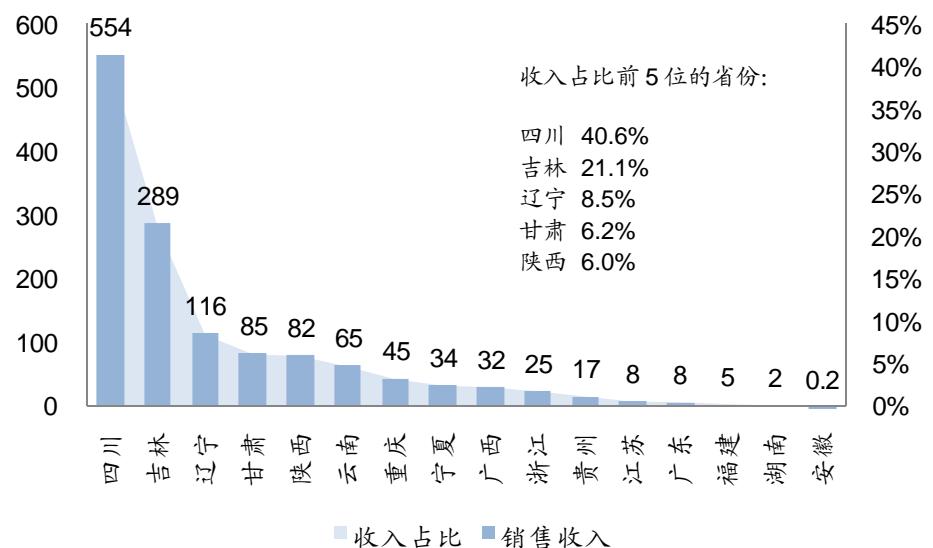
图表17：历年收入与收入增速 单位：百万元



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 吉峰农机主要以四川为基地向全国扩张，2010 年公司进入东北、甘肃、陕西等市场，辐射省份扩大至 18 个，中期收入同比增长 67%；通过并购东北市场规模前列的农机零售商，东北地区销售规模已占总规模的约 30%，四川地区的收入占比由 81% 下降至 41%。

图表18: 2010年中期公司各区域收入及占比情况 单位: 百万元



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司产品销售分为传统农机、载货汽车、工程机械以及通用机电四大类，根据公司公告 2010 年中期各类产品的收入占比分别达到 84.76%、6.29%、3.45% 和 5.50%。

图表19: 2010年中期各类产品销售及毛利率情况 单位: 百万元

	销售收入	YOY	销售成本	毛利率	YOY	收入占比
传统农机						
其中：耕整地机械	412.21	42.21%	350.61	14.94%	0.54%	30.17%
动力机械	489.41	79.61%	435.16	11.08%	12.86%	35.82%
收获机械	124.04	34.18%	107.15	13.61%	13.24%	9.08%
种植施肥机械	94.79	134.16%	81.37	14.16%	11.81%	6.94%
设施农业设备	28.53		22.11	22.50%		2.09%
其他机械	8.94	531.95%	6.77	24.26%	4.85%	0.65%
载货汽车	85.98	7.04%	82.65	3.88%	5.99%	6.29%
工程机械	47.15		44.81	4.96%		3.45%
通用机电	75.09	89.57%	70.07	6.69%	-16.61%	5.50%
合计	1,366.14	67.29%	1,200.71	12.11 %	-0.16%	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

扩张模式分析：并购！以并购实现强强联合，占据市场制高点

- 农机市场环境变化后农机流通行业孕育大量并购机会。
 - 农机购置补贴政策促进了农机市场规模的快速扩张，农机行业出现两种规模竞争：农机制造企业与流通企业基于争夺定价权的规模竞争，同区域流通企业之间基于争夺市场份额的规模竞争；竞争弱势企业的生存面临两种选择：第一是压缩利润空间维持生存，直至退出市场；第二是与强势企业合作，引入资金共同经营或者套现退出。
 - 对并购企业而言，并购当地规模领先的农机经销商首先可以快速切入当地市场，建立区域渗透的桥头堡；第二，凭借本身规模和管理优势巩固或扭转区域内的势力对比，增加潜在并购对象；第三，跨区经营的企业可以在不同区域之间调配人员和资金，实现农机销售的错峰经

营，大幅提高内部资源的经营效率；第四，农机保有量猛增背景下，地方政府需要具备规模优势和服务能力的大型流通企业，同时企业也可凭借行业地位相对减弱行政壁垒的影响。

我们以 2010 年吉峰农机主要扩张项目为例，分析其扩张战略及盈利模式

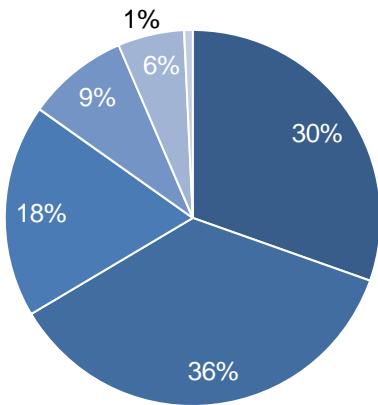
- 2010 年吉峰农机已公布主要投资及并购项目合计 40 个，其中母公司总投资金额 1.43 亿元，合资类项目占总投资基本比重为 56.5%。

图表20：2010 年公司披露投资项目基本情况 单位：万元

		投资数量	投资总额	占比	净资产总额	中期净利润
母公司投资						
	独资	4	3600	19.0%	4043	-57
	合资	8	10723	56.5%	17630	560
子公司投资						
西南	四川吉峰	4	848	4.5%	1492	-8
	云南吉峰	2	213	1.1%	341	-19
	广西吉峰	2	360	1.9%	388	-12
东北	辽宁吉峰	3	1172	6.2%	1541	430
	吉林吉峰	4	640	3.4%	782	-18
西北	甘肃吉峰	3	390	2.1%	391	1
	陕西吉峰	1	100	0.5%	100	0
	宁夏吉峰	1	120	0.6%	225	25
华东	浙江吉峰	3	130	0.7%	207	7
	江苏吉峰	2	455	2.4%	832	32
中部	湖南吉康	2	86	0.5%	134	-16
华南	福建吉峰	1	140	0.7%	185	-15
	合计	40	18976	100%	28292	911

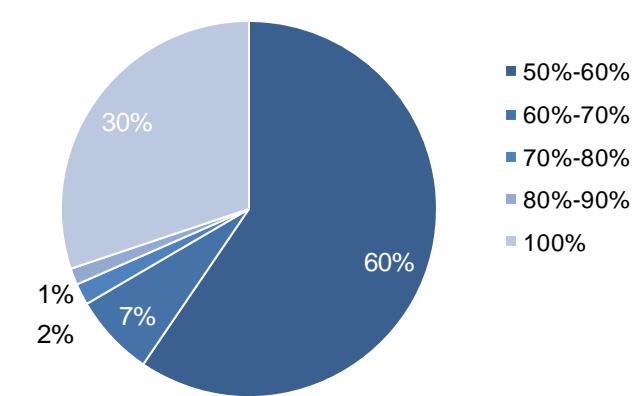
来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：2010 年各区域投资总额比例



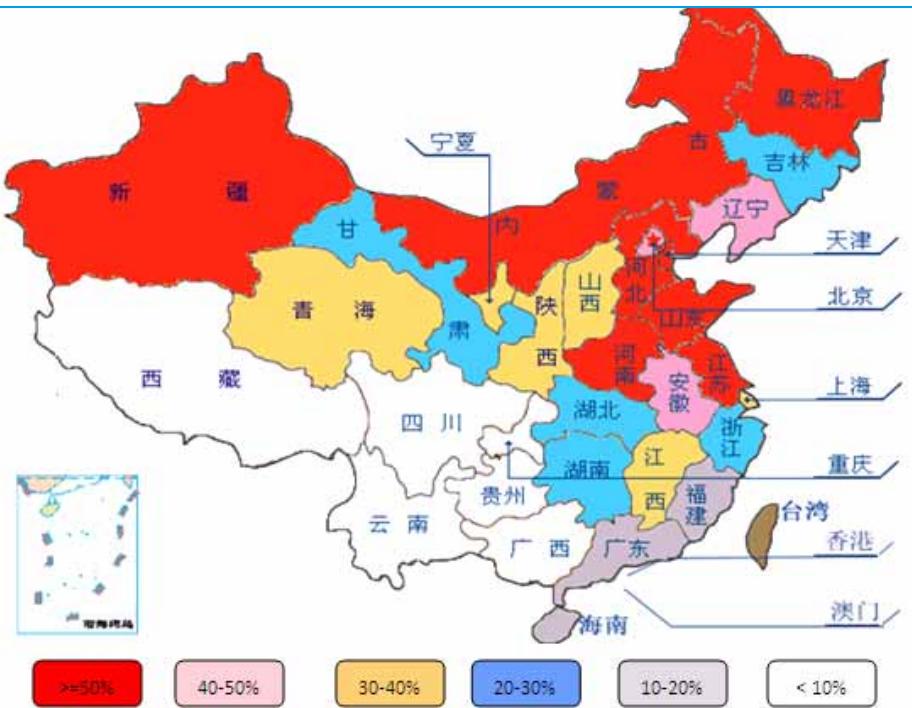
来源：公司公告，国金证券研究所

图表22：合资项目不同投资比例的投资总额分布



- 从并购战略分析，吉峰农机立足西南市场，迅速做大东北、西北市场，逐步渗透东南部及中部地区，最后进入华北实现网络全国覆盖。
- 从中国农机化率各省分布情况看，西南市场的增长潜力最大，东北、西北地区的市场存量最大，吉峰农机通过与吉林、辽宁、甘肃地区的龙头型农机经销商合作，对迅速做大企业销售规模有利。
- 在深耕四川等西南市场之外，公司将农机化率最高的新疆和华北市场列为未来 2 年重点发展的区域，预计这两个区域都有可能出现较大规模的并购对象。

图表23：2006年中国农机化率各省分布情况



来源：国金证券研究所

吉林吉峰金桥并购案例：

- 吉峰农机与吉林省金桥农机在 2009 年底签署增资及受让股权协议，将原金桥农机改组为“吉林省吉峰金桥农机有限公司”，投资总额 3124.8 万元，占总股本的 52.04%。
- 吉峰农机于 2010 年 1 月以 2404.8 万元对金桥农机增资及受让原有股东部分股权，其中 468 万元用于新增注册资本，720 万元用于受让股权，1216.8 万元进入吉峰金桥资本公积，占公司股权比例 45.5%；2010 年 5 月，吉峰农机再次以 720 万元增资吉峰金桥 200 万股，合计占公司股权比例达到 52.04%（增资对价 1:3.6）。
- 金桥农机成立于 2001 年，是原吉林省农机总公司改制过程中分离组建的专业化农机公司，吉林地区农机销售规模排名第一，全国农机流通百强企业，2009 年销售收入达到 6.17 亿元，其中代理销售的宁波约翰·迪尔中小型拖拉机占该公司总销量的 1/3。
- 从图表 23 的投资数据分析可知，吉峰农机在吉林地区的扩张成功实现了以较低投资成本撬动巨额销售收入，达到占领市场制高点的目的。这一方面印证了我们此前对市场环境变化已孕育大量并购机会的判断，另一方面也说明公司在选择投资标的时具备精准的眼光和较强的谈判实力。

图表24：吉峰农机投资情况 单位：万元

项目总投资额	3124.8	控股比例	52.04%	
	2008	2009	2010 E	2011 E
吉峰农机基本情况				
销售收入	41231.9	61729.5	90000	130000
YOY		49.7%	45.8%	44.4%
净利润	202.6	549.7	1149.4	1705.9
净利率	0.49%	0.89%	1.28%	1.31%
YOY		171.3%	109.1%	48.4%
净资产	642.0	1591.7	4181.0	5886.8
ROE	31.6%	34.5%	27.5%	29.0%
权益销售收入	21457.1	32124.0	46836.0	67652.0
权益净利润	105.5	286.1	598.1	887.7
权益净资产	334.1	828.3	2175.8	3063.5
投资 PE	30	11	5	4
投资 PS	0.15	0.10	0.07	0.05
投资 PB	9.4	3.8	1.4	1.0

来源：国金证券研究所

注：吉峰农机 2010 年及 2011 年销售预测数据来源为“吉峰农机项目投资可行性研究报告”。

■ 吉峰农机以股权为纽带来保证并购后的资源整合能产生协同效应。

- 吉峰农机与吉林金桥管理层约定 1216.8 万元资本公积分配方式，制定资本公积金定向转增激励机制：根据吉峰金桥的一年营运期完成情况，经双方确认的财务指标按照约定的激励溢价标准，通过溢价形成的资本公积以定向转增方式对吉峰金桥高管团队形成相应业绩计算下的对应股权。
- 为保证吉峰农机股权不被稀释，吉峰农机有权以不低于所兑付激励金额按 1:1 比例进行直接增资或按 1:1 比例收购转增后的参与激励的高管团队人员所持股权，直至吉峰农机持股比例达到激励兑付前所持公司股权比例为止。

未来发展趋势：奔跑中的行业整合者

- 我们认为农机流通行业已处于行业集中度提升的关键时期，农机补贴政策一方面迅速增大了农机市场的行业规模，另一方面也加剧了农机制造企业和农机流通企业的规模竞争，以及农机流通企业之间的规模竞争；在规模竞争中胜出的企业将获得定价权优势，最终成为行业的领导者，胜出的关键因素包括：资金实力、人力资源、管理效率等。
- 吉峰农机是目前农机流通行业唯一的上市公司，近 2 年借助资本支持已在规模和效率上显著拉开与竞争对手的差距，我们认为公司在未来 3 年内将继续担当行业整合者的角色，收入和利润规模可持续保持可观增速。

公司盈利预测及说明

盈利预测的假设条件

■ 我们主要基于以下假设预测吉峰农机未来3年的盈利状况：

- 公司2011年以做强市场为主，新进入省份2-3个，销售网络覆盖全国省份达到20个以上。
- 根据公司2010年新设工程机械类公司的数量增加，假设公司将大幅提高工程机械类商品的销售比重，主要增长来自于吉峰长城工程机械有限公司。
- 公司销售费率和管理费用率在2010年基础上有所降低，主要原因是2011年由跨区扩张转向深耕市场，开办费用和差旅费用等大幅减少。

收入与盈利预测

■ 我们对公司2010-2012年的收入及盈利预测情况如下：

- 预测2010-2012年吉峰农机主营业务收入分别达到31.35亿元、64.2亿元和120.74亿元，分别同比增长95.5%、104.9%和88.0%。
- 预测公司未来3年毛利率稳定，分别为13.43%、13.34%和13.35%，毛利额分别同比增长92.6%、103.5%和88.2%。
- 公司未来3年净利润分别达到0.74亿元、1.44亿元和2.58亿元，分别同比增长46.8%、95.5%和78.9%。

图表25：利润表预测 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010 E	2011 E	2012 E
营业收入	377.5	793.6	1603.4	3134.7	6422.2	12074.7
营业成本	331.5	686.3	1384.9	2713.8	5565.6	10462.8
营业税金及附加	0.2	0.5	0.7	0.9	1.9	3.6
营业费用	19.6	44.3	102.4	229.8	467.5	887.5
管理费用	9.8	27.0	43.8	89.3	179.8	362.2
财务费用	0.2	0.8	1.5	-0.1	7.1	7.0
资产减值损失	-1.5	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
营业利润	17.6	34.2	69.5	100.9	200.1	351.6
营业外收支	0.5	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
利润总额	18.2	33.9	69.3	100.9	200.1	351.6
所得税	2.0	4.7	12.0	20.2	42.0	73.8
归属于母公司净利润	13.1	27.6	50.2	73.7	144.1	257.8
总股本	17.8	48.3	89.4	178.7	178.7	178.7
EPS(元)	0.735	0.572	0.562	0.413	0.806	1.442

来源：国金证券研究所

■ 我们根据吉峰农机区域发展战略及新设公司的投资规模、收入计划目标等来预测未来3年内的收入增长情况。

- 2010年并购的吉峰长城机械预计可为公司2011年四川地区贡献销售额15-20亿元，其余已收购稳定区域的内生性增长率可达到30%。
- 根据公司发展战略及目标，我们估计未来2年公司在北方地区至少有2-3个规模5亿元以上的收购案进行。

图表26：各区域收入预测 单位：百万元

		2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
西南	四川	187.1	331.0	708.8	1302.7	1246.5	2946.5	4015.4
	重庆	24.3	43.0	47.5	87.6	100.6	130.8	220.0
	贵州			3.6	12.6	44.1	33.3	43.3
	广西				2.4	36.5	63.3	127.3
	云南				7.6	74.9	129.9	208.9
	吉林					722.3	1488.9	2195.6
东北	辽宁					289.4	489.4	846.2
	陕西			14.7	48.6	163.3	212.3	511.0
	甘肃					212.5	312.5	687.8
华东	宁夏					68.6	168.6	224.2
	江苏					21.2	121.2	292.5
	浙江					50.1	90.1	119.2
中部	安徽					0.5	2.0	10.0
	湖南					5.9	19.7	169.7
华南	广东					15.5	20.9	27.2
	福建					11.8	39.8	52.3
	新区域扩张						2000.0	
合计		211.429	377.504	793.604	1600.37	3134.71	6422.19	12074.7
YOY						78.55% 110.22% 101.66%	95.87% 104.87%	88.02%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

相对估值

- 我们按最新收盘价统计主要专业连锁类上市公司的估值，吉峰农机2010年-2012年的预测PE为83倍、43倍和24倍，PS为2.2倍，处于行业估值水平上限。
- 考虑到公司近3年处于规模扩张的高峰期，2010-2012年均收入和净利润增速分别可达到96.3%和86.9%，若考虑以PEG估值，取行业平均0.7倍水平，对应2011年PE值60倍，合理目标价48.5元/股。

图表27：专业连锁类主要上市公司估值水平比较 单位：亿元

代码	股票名称	市值(亿元)	PS 10	PE 10	PE 11	PEG 11
601933	永辉超市	221	2.4	76	46	0.7
300022	吉峰农机	61	2.2	83	43	0.5
002345	潮宏基	57	7.1	47	35	1.0
002251	步步高	72	1.1	40	30	1.0
002336	人人乐	88	0.9	35	27	0.9
002264	新华都	37	0.9	42	26	0.6
600122	宏图高科	76	0.7	28	20	0.8
002024	苏宁电器	926	1.3	21	17	0.7
000829	天音控股	118	0.6	22	16	0.4
加权平均		1654	1.5	34	24	0.7

来源：聚源数据、国金证券研究所

投资建议

- 我们认为吉峰农机将在未来3年内继续担当农机流通领域整合者的角色，收入和利润可持续保持高速增长，结合相对估值情况，公司6-12个月合理目标价格为48.5元/股，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 补贴政策对农机行业的影响较大，且各地补贴的具体实施办法各异，未来存在因补贴政策调整导致部分区域收入异常波动的风险。
- 公司目前主要采用并购模式进行扩张，存在后台管理和人员配套跟不上扩张速度，导致费用管理失控，进而影响利润增长的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	378	794	1,603	3,135	6,422	12,075
增长率	110.2%	102.0%	95.5%	104.9%	88.0%	
主营业务成本	-331	-686	-1,385	-2,714	-5,566	-10,463
%销售收入	87.8%	86.5%	86.4%	86.6%	86.7%	86.7%
毛利	46	107	219	421	857	1,612
%销售收入	12.2%	13.5%	13.6%	13.4%	13.3%	13.4%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-2	-4
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-20	-44	-102	-230	-468	-887
%销售收入	5.2%	5.6%	6.4%	7.3%	7.3%	7.4%
管理费用	-10	-27	-44	-89	-180	-362
%销售收入	2.6%	3.4%	2.7%	2.9%	2.8%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	16	35	72	101	207	359
%销售收入	4.3%	4.5%	4.5%	3.2%	3.2%	3.0%
财务费用	0	-1	-2	0	-7	-7
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18	34	69	101	200	352
营业利润率	4.7%	4.3%	4.3%	3.2%	3.1%	2.9%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	18	34	69	101	200	352
利润率	4.8%	4.3%	4.3%	3.2%	3.1%	2.9%
所得税	-2	-5	-12	-20	-42	-74
所得税率	11.3%	13.9%	17.3%	20.0%	21.0%	21.0%
净利润	16	29	57	81	158	278
少数股东损益	3	2	7	7	14	20
归属于母公司的净利润	13	28	50	74	144	258
净利率	3.5%	3.5%	3.1%	2.4%	2.2%	2.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	16	29	57	81	158	278
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-1	2	4	5	8	10
非经营收益	0	1	1	0	8	8
营运资金变动	3	-53	13	81	-11	-185
经营活动现金净流	19	-21	76	167	163	111
资本开支	-9	-6	-8	-41	-21	-22
投资	-6	-3	-4	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-14	-9	-12	-42	-21	-22
股权筹资	10	32	407	0	0	0
债权筹资	-1	10	-2	-10	0	1
其他	0	-2	-3	-1	-8	-8
筹资活动现金净流	10	40	402	-11	-8	-7
现金净流量	15	11	465	114	134	82

来源：公司年报、国金证券研究所

敬请参阅最后一页特别声明

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	32	54	538	652	786	868
应收款项	29	36	142	631	1,205	2,431
存货	44	105	210	818	1,677	3,153
其他流动资产	8	23	49	273	559	1,048
流动资产	114	218	939	2,374	4,227	7,501
%总资产	87.2%	89.8%	96.8%	97.2%	98.1%	98.8%
长期投资	1	5	5	6	5	5
固定资产	12	16	20	28	32	35
%总资产	9.0%	6.5%	2.0%	1.1%	0.7%	0.5%
无形资产	4	4	6	32	42	51
非流动资产	17	25	31	68	81	93
%总资产	12.8%	10.2%	3.2%	2.8%	1.9%	1.2%
资产总计	130	242	970	2,442	4,308	7,594
短期借款	2	8	10	0	0	0
应付款项	86	133	398	1,791	3,484	6,464
其他流动负债	3	3	6	14	30	56
流动负债	91	144	414	1,805	3,513	6,520
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	91	144	414	1,805	3,513	6,521
普通股股东权益	34	83	526	600	744	1,002
少数股东权益	6	16	30	37	51	71
负债股东权益合计	130	242	970	2,442	4,308	7,594

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.735	0.572	0.562	0.413	0.806	1.442
每股净资产	1.895	1.719	5.891	3.358	4.165	5.607
每股经营现金净流	1.090	-0.428	0.846	0.934	0.914	0.620
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	38.78%	33.26%	9.54%	12.29%	19.36%	25.72%
总资产收益率	10.05%	11.40%	5.18%	3.02%	3.35%	3.39%
投入资本收益率	35.15%	28.59%	10.47%	12.67%	20.60%	26.38%
增长率						
主营业务收入增长率	78.55%	110.22%	102.04%	95.50%	104.87%	88.02%
EBIT增长率	667.06%	116.47%	102.20%	40.76%	105.54%	73.02%
净利润增长率	1292.72%	110.84%	81.84%	46.77%	95.46%	78.85%
总资产增长率	3.31%	85.86%	300.46%	151.65%	76.43%	76.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.6	9.8	16.5	65.0	60.0	65.0
存货周转天数	36.6	39.4	41.5	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	53.3	20.9	30.0	100.0	95.0	92.0
固定资产周转天数	4.7	7.3	4.5	2.9	1.5	0.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.07%	-46.49%	-94.91%	-102.33%	-98.88%	-80.82%
EBIT利息保障倍数	93.7	42.5	47.0	-1,456.5	29.1	51.0
资产负债率	69.84%	59.29%	42.68%	73.92%	81.55%	85.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	2	2	2
买入	0	0	2	2	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.33	1.40	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-12	买入	31.90	37.80 ~ 37.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室