

吉峰农机(300022.SZ) 超市零售行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

吉峰农机公司调研纪要

事件

我们于近期调研了吉峰农机公司，并与公司董事长、核心高管就农机行业发展及公司基本情况进行了交流。

- 我们认为中国的农机流通行业正处于市场集中度提升的关键时期，政策与资本是加速行业整合的主要推动力；吉峰农机属于大行业中极具发展前景的唯一上市的“小公司”，2010 年农机行业市场规模 2800 亿元，吉峰农机销售规模 36 亿元，居行业第一。
- 吉峰农机目前处于规模扩张期，主要采取并购模式，以股权为纽带实现被并购管理层与公司的利益捆绑，未来 3 年仍可保持销售规模年均 90%以上增长，2011-2012 年每股收益分别达到 0.81 元和 1.44 元，对应目前股价的 PE 分别是 45 倍和 25 倍。
- 公司具体情况请参见我们于 2011 年 2 月 14 日发布的公司深度研究报告《奔跑，在希望的田野上》。

调研内容

Q: 农机产业链的基本情况？生产企业与流通企业的利益如何协同？国内农机流通企业净利率仅 2%-3%，行业净利润整体偏低的原因是什么？

A: 农机产品对服务要求高，上世纪 90 年代国有农机流通体制崩溃的原因是：以批发模式为主，没有售后服务，农机普及率长期低迷。目前全国有 8 万多家农机流通企业，大部分企业没有服务能力，这迫使工厂自行提供售后服务，而单一品牌的售后服务成本高，流通环节不经济导致行业整体利润率水平很低。

与国际农机制造业寡头垄断的现状不同，中国农机制造业市场集中度低，且主流国际企业都在进入中国市场，上游品牌竞争激烈。经销商做单一品牌代理难以生存，制造企业与流通企业互为依存。国内的农机龙头企业，如福田雷沃、中国一拖等要走向世界市场，就必须借助大型流通企业稳固中国市场，有深入的合作需求。

行业净利率低的原因：1、农民贫困；2、上游制造企业竞争激烈，整体毛利率较低；3、农机销售的服务成本高，流通企业弱小，流通环节规模不经济。

Q: 目前公司直营卖场数量的规模？行业排行？

A: 农机卖场体量差异很大，直接面向零售终端的县级店一般平均销售额 700-800 万；北方大卖场规模一般能做到 3-4 亿元，南方一般在 3000 万左右。南方农机流通行业呈现小、散、乱格局，行业竞争激烈催生了连锁经营的新经营模式。对吉峰农机而言，直营店是桥头堡，主要在地市级，向县、乡级发展是以代理和协议销售为主，直营店相当于办事处，开票、结算等都在此进行。

目前公司已经是行业老大，市场占有率超过 1%，第二是黑龙江农机公司。

Q: 代理经销商与公司的产品结算问题？

A: 由于政府对农机销售有资质要求，因此公司的产品绝大部分都由吉峰农机销售，代理经销商主要负责展示，小型机械可由其经销，需要交付保证金：如 10 万的小机械，销售的时农民交付货款 7 万，经销商将销售凭证交由吉峰农机统一申请补贴，吉峰农机获得补贴后向经销商付款。吉峰农机的风险管控做得较好，代理产品具有排他性原则，产品约束较多，同时通过培训代理商的展示、演示、服务能力提高经销商销售能力及与公司的黏度。

Q: 如何吸引下级代理商加入吉峰农机？

A: 下级代理商选择吉峰农机的理由包括：1、可以凭借规模优势，提供性价比高的产品；2、提高代理商在当地的竞争优势，销售、服务、新产品规划，交流行业信息，帮助企业筑高进入壁垒。

Q: 服务人员占比，营销费用的构成？服务能否创造利润？

A: 吉峰农机在行业内倡导：使农机购买总成本更低。1、农机旺季一般时间短，及时服务非常重要；2、跨区作业后，全国服务的能力要求很高；3、全国农业作业时间不同，通过实现资源的全国跨区服务联动，有利于留住技术人才；4、网络扩张初期的投入成本很大，由于农机生命周期为 5-10 年，后续投入的边际成本较低，同时还可销售高毛利、高周转的配件等；5、销售网络铺设完成后，公司可日工从育种、插秧、收割等系列作业服务；6、实际上，网络铺设初期的服务投入是成本，但是网络建设完成后，服务就成为转化为利润。

Q: 存货管理的问题？

A: 农机产品买断占销售收入的比重很小，主要操作公司熟悉且能把握的产品，目前存货的 60%以上仍然是厂家的信用支持，存货与销售基本持平。

Q: 农机配件的保修问题？

A: 农机保修期是一年，农机使用周期是 5-10 年，北方由于跨区作业频繁，周期短。配件销售目前计入收入，但是配件市场（尤其是小型机械市场）混乱，不开税票导致劣币驱逐良币，若国家实行配件增值税减免则有利于行业健康发展。

Q: 公司借款的贷款利率？

A: 贷款执行基准利率。

Q: 四川地区的同比增长是否将放缓？区域规模的发展周期？

A: 四川地区的农机化率 20%不到，短期内受灾后重建刺激等因素减退的影响，同比增长可能略有降低，但仍将保持 20%以上水平。公司在新市场完成从培育到成熟的发展周期一般需要 3-5 年。

Q: 短期内工程机械销售额占比提高的原因？

A: 1、摆脱对补贴及传统农机行业的依赖性；2、工程机械利润率更高，同时销售渠道和服务等与农机渠道趋同；3、工程机械上游集中度高，公司主要是做大西南地区的流通，暂时不会考虑做全国扩张。

Q: 简要分析农机制造业的发展趋势？

A: 农机制造将出现两级分化，第一是大型化和微型化发展，中间机型的增长趋势将放缓；第二是科技化和专业化发展，国内农机技术水平比国外技术的落后程度比汽车行业高得多，低技术机械面临淘汰。

投资建议

维持“买入”评级，未来 6-12 个月目标价位 48.5 元。

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
2 2011-02-15	买入	34.26	48.50 ~ 48.50

来源：国金证券研究所



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)-61356534
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
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)-66215599-8792
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)-33089915
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 921 室