



内外双重红利铺就全国农机连锁龙头

——吉峰农机（300022）调研快报

2011年3月15日

推荐/首次

吉峰农机

调研快报

刘家伟	执业证书编号 S1480510120001
联系人：高坤	gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 全国化元年打开高速成长通道。

2010年实际上是公司全国化扩张的元年，目前已经覆盖18个城市，其中主战场四川省的市场份额已经达到了80%，空间相对有限，未来2-3年将仍以省外扩张为主线。而对于农机连锁这一上下游均较为分散的特殊流通业态而言，其实现较大范围的全国连锁需要三大要素支撑：**一是资本实力**，国家30%补贴形成的应收账款和向上游供应商进货交付10%保证金形成的预付账款，形成了“苏美”电器连锁资金占用模式另端的资金垫付时滞，公司的跨省的收购对象通常是受制于垫资的资金瓶颈，而通过资本平台，在实现自身再融资通道的同时，也通过银行信用放大了对上游供应商的融资规模，从而最终实现了供应链模式下的共赢发展；**二是专业化的服务**，农机设备的专业性和季节性使其对售后服务要求高，公司现有的2600名员工中，三分之二是技术服务人员，即使有效的服务不仅形成了较高的重复购买率也为公司进一步的渠道拓展奠定而来品牌基础。**三是经营的本土化**。本土化的资源主要体现在农机主管部门和当地农民消费者两大部分。直接或间接与当地农机主管部门、农民长期合作关系的建立基础实质上是规模、专业两大核心竞争力的延伸。虽然行业的进入壁垒相对较低，但公司凭借资本平台形成的先发优势有望保持2-3年，并通过品类和品牌的丰富度完善不断巩固自身的龙头地位。

去年公司实现了省域的翻倍扩张，主要并购体量大、盈利弱的企业，未来外延扩张的方式将以并购为主，结合南北方不同的地理特征和相应的产品结构因地制宜。从流通模式来看，南方市场的农机销售是零售为主，批发为辅。由于南方地形较为复杂，中小马力产品占据了主要，产品标准化程度较高，市场整体呈现白热化的完全竞争，从而对上游的议价能力较强，凭借规模的先发优势，整体形成量价齐升的格局；而北方市场则是批发为主，零售为辅，因为北方产品中大马力产品较多，中外合资的农机产品处于垄断地位，对上游议价能力较差。但其农业机械化率已经达到70-80%，量大且流通层级多，往往采用逐级批发的模式，中大机械维修也标准化，服务主要由厂家承担，下沉到公司流通层面的利润已经十分微薄，针对北方市场毛利率下滑的弊端，公司一方面通过以量补价，通过多品类、多品牌的中小马力的配套填补北方中小型高毛利率的农机空白市场。另一方面，小机械有利于抢占市场，建立渠道。进一步通过规模效应抢占其他经销商代理权，形成替代效应，最后在向上游大型工程机械供应商渗透困难的情况下，扬长避短向下形成扁平化渠道，从而体现为净利率的提升，一定程度弥补了毛利率的下降趋势。北方市场收购为主的外延模式前期可能摊薄利润，但后期有望通过发挥协同效应：通过资金支持，节约了对方的财务费用和利用其已有资源提升对上游形成的议价能力，后者的提升效应较为微弱。公司目前北方市场的1-1.5%净利润率水平低于南方2倍，去年收购的吉林金桥等对象净利润不到1%，今年有望提高到1.5%-2%.主要是基于费用的压缩。

2. 双轨连锁模式实现张弛有度的核心服务价值。

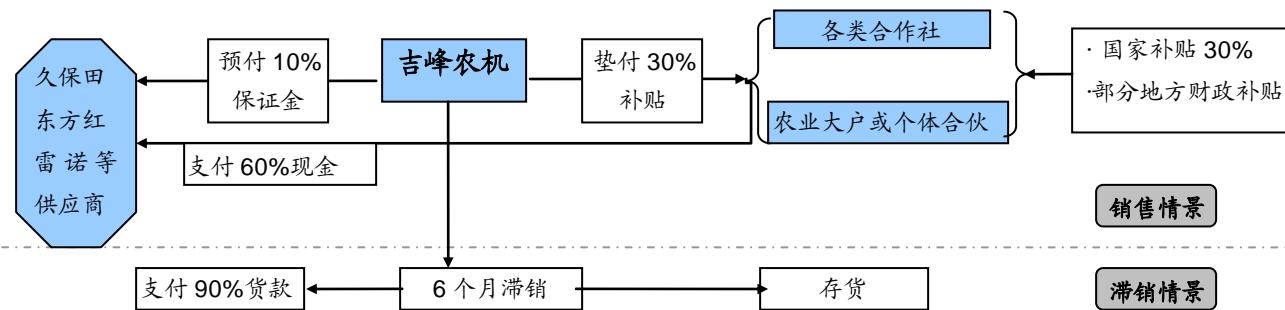
公司目前的连锁模式主要分为直营和加盟两种模式，09年公司的直营门店89家，10年增至150家。前者主要集中在县级地区，尤其是网点规模尚未形成规模经济的省外地区；而后者800多家加盟店主要集中在乡村各农药化肥代售点，通过随时抽查方式管理，将净利润的10%分给分销的代理商。加盟店主要销售小型零部件，利用本土化的地缘优势形成快速、有效的服务，对于公司连锁品牌的渠道下沉具备深厚的战略意义。整体而言，直营模式主要用于跨省的横向外延，而加盟模式则是在一定区域范围内做大以后借力纵向外延，纵横错位的拓展方式，一方面保证了对新进地区的扁平化管控；另一方面则实现了成熟地区的潜力深挖。

而对于专业化的连锁企业而言，产业链地位决定了其服务的边际价值。以苏宁、国美为代表的家电连锁行业，上游家电制造商已经完成了洗牌，零售商也最终整合为较为稳固的两雄争霸，对于买方市场的家电产品而言，零售寡头拥有较强的话语权或是产业链地位，从而形成了相对较高的边际服务价值。但面对 2000 家的上游机械制造业，作为流通企业唯一一家农机连锁企业，公司的采购规模尚不足够份额的谈判能力。按照国家规划，到 2020 年规模以上农机生产厂商将从现在的 2000 多家整合到 15 - 20 家，由于农机的价格大部分为政府指导价，毛利率基本锁定，议价能力主要取决于中端流通企业的规模效应，整合后上游单个供应商利润蛋糕份额的扩大有望延伸至中游流通企业：简单对比来看，名表经销行业的上游集中度明显高于家电制造业，对应的以飞亚达为代表的名表经销商毛利率水平（20%）就高于以苏宁电器为代表的家电经销商毛利率水平（15%）。随着公司纵横外延和上游农机商整合的同步推进，公司整体的毛利率水平有望呈现稳步上升的态势。

3. 资金杠杆与行业红利下的资金瓶颈博弈前行。

基于农机行业上、下游较为分散的市场格局，公司对上游的预付保证金和下游的应收垫付资金，以及一定比例的买断经营使得公司对资金的需求尤为迫切。**以小翘大的贯通资金链条成为公司持续经营扩张的生命线。**以2010年三季度为例，公司的经营资金流循环路径为：首先对上游厂家打10%保证金提货，形成预付资金2.79亿元，农忙季节可以通过银行承兑汇票缓解部分买断进货资金压力，但最长期限为半年。如果6个月销售出去，农民要支付60%的货款形成销售额；如果没有卖出去则形成公司存货7.89亿；剩余30%的国家补贴形成应收账款5.95亿，四川地区通常2个月拿到补贴款，而广东等“轻农地区”的补贴回款期要达到1年。公司的资金的静态杠杆即为（预付+应收）/销售额为2.6倍。然而随着农业机械化程度的逐年提升和政策支撑力度的加大，公司作为农机连锁行业的龙头，仅仅局限于资金杠杆对现有销售规模的覆盖是远远不够的。

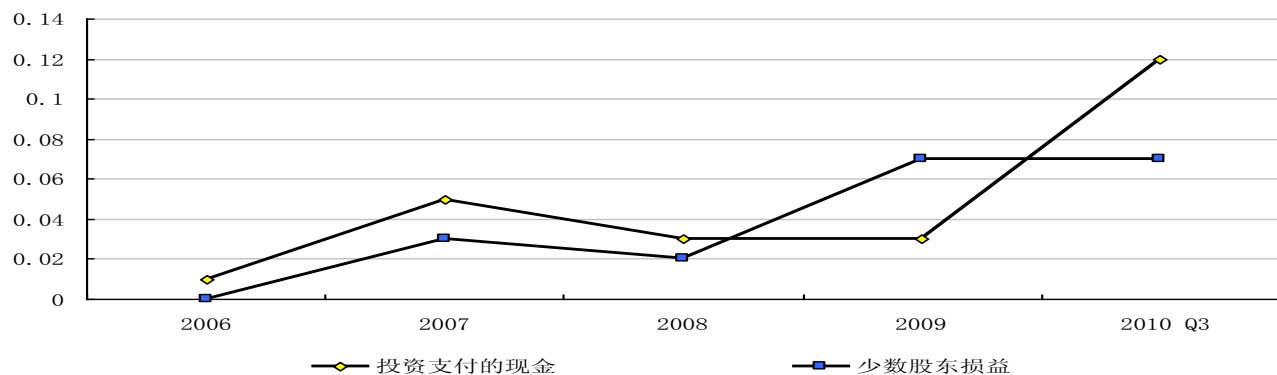
图 1：公司资金流模式图



资料来源：东兴证券研究所

而如果考虑到扩张：省内大部分门店均以租赁大棚甚至是临时搭建为主（农忙季节），新开单体店的固定费用只需要几十万；而省外并购为主的外延模式主要通过现金收购部分股权，同时形成少数股东权益，在形成较大投资性现金流支出的同时，一定程度上减少了归属于母公司的净利润绝对额度，未来有望通过整体打包解决其对利润的分流。

图 2：公司投资性现金流与少数股东损益的关系



资料来源：WIND，东兴证券研究所

结论：

凭借资本平台、服务导向以及由此引致的先发规模三大优势，公司有望形成真正意义上的全国农机连锁龙头，从而分享农业机械化和政策扶持的下游外部红利，与此同时，政策主导下的上游农机供应商整合又将带来渠道扁平化的利润再次分配，形成公司跨省经营过程中的上游内部红利。农机行业的高速增长和连锁模式的标准化复制，使得公司有望长期分享高于行业平均的估值水平。我们预测公司 11-12 年 EPS 为 0.8、1.42 元，对应 PE 分别为 44 倍、25 倍。综合考虑到公司较高的成长性，给予 6 个月目标价 41 元，对应 PE 为 51 倍，距当前价格仍有 15% 的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示：

公司面临着以下风险：快速扩张所带来的资金瓶颈；跨省扩张过程中面临当地农资连锁龙头的强势竞争；宏观经济及政策波动对农机消费带来一定影响。

联系人简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。