

吉峰农机(300022)新股定价

定价区间

19.25—22.25 元

零售业 / 农机设备

2009 年 10 月 12 日

投资要点:

- 公司是目前国内最大的农机连锁企业。公司现拥有直营连锁店 70 家, 连锁网络已覆盖四川、重庆、贵州、广西、广东、陕西、云南等 7 个省区、直辖市。
- 目前我国农机连锁经营还处于起步阶段, 从事农机连锁经营企业较少, 规模较大的有本公司和江苏苏欣农机连锁有限公司, 农机连锁企业销售收入占全国农机销售总收入的比例不足 1%。
- 公司募集资金拟投资于直营连锁店建设项目和信息化系统建设项目, 2 个项目预计投资总金额为 19,750 万元。本次募集资金投资项目实施后, 公司将新增直营连锁店 18 家, 达到 88 家, 经营区域将扩大到国内 14 个省份, 完成长江以南公司网络整体布局。
- 连锁上市企业中苏宁电器、武汉中百、步步高 08 年的平均 PE 是 34 倍。预计公司 09 年 EPS 为 0.55 元, 公司上市后合理动态市盈率水平在 35-40 倍, 上市后合理定价水平在 19.25-22.55 元。

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	6,695
发行数量 (万股)	2,240
发行价格 (元)	17.75
发行前 EPS (元)	0.44
发行后 EPS (元)	0.32
发行每股净资产 (元)	1.78
发行日期	2009-10-15
上市日期	
主承销商	宏源证券

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	79,360	78.55	2,917	81.07	0.32			
2009E	151,345	90.71	4,914	68.46	0.55			
2010E	211,883	40.00	6,254	27.27	0.70			
2011E								

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-2 7 3

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

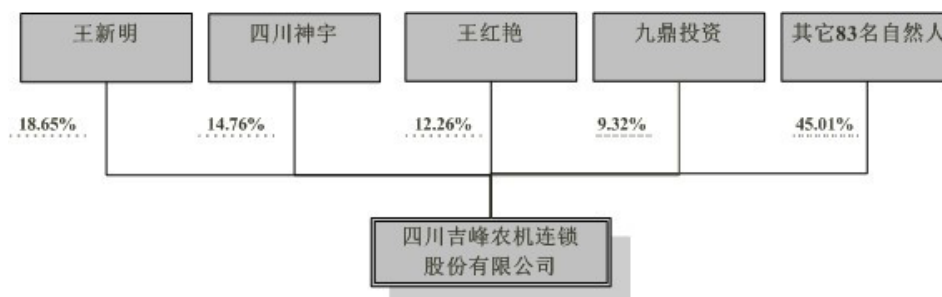
(邮编 200002)

一、公司基本情况

公司是销售国内外名优现代农业装备及相关农村机电产品的农机销售企业，主营业务为传统农机、载货汽车、农用工程机械、通用机电产品等现代农业装备的销售及售前售后服务，具备国家一级农机营销企业资质。公司是目前国内最大的农机连锁企业。公司现拥有直营连锁店 70 家，连锁网络已覆盖四川、重庆、贵州、广西、广东、陕西、云南等 7 个省区、直辖市。公司在 2007 年中国农机流通协会百强企业排名中位列第五，2009 年中国农机流通协会认定本公司为农机流通连锁类企业综合实力排名第一，公司作为农机流通业的品牌在行业内已具有较高的知名度。

本公司控股股东、实际控制人为王新明、王红艳夫妇。本公司有 59 家直接和间接控股子公司及 4 家参股公司。

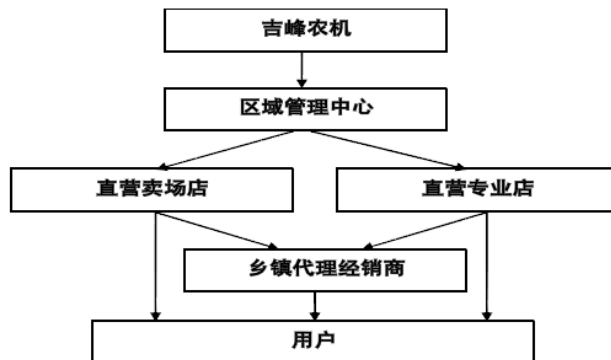
图 1. 公司发行权股权结构



数据来源：招股说明书

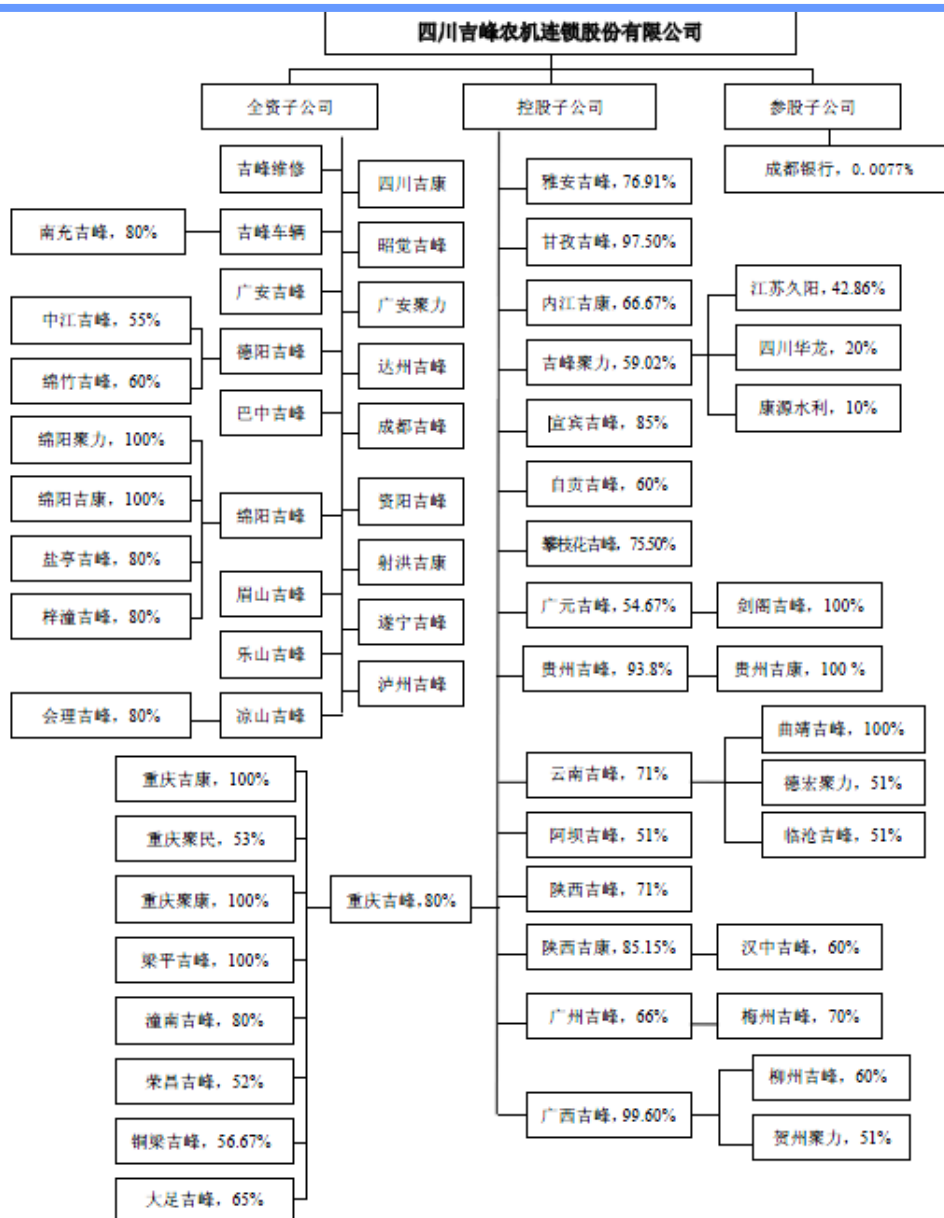
目前公司经营的产品主要为耕整机、拖拉机、收割机、插秧机、柴油机、农用汽车等。吉峰农机以连锁经营模式发展的战略，逐步形成了多业态并用的梯级连锁营销架构。

图 2. 公司经营模式



数据来源：招股说明书

图 3. 公司参控股子公司



数据来源：招股说明书

二、 行业分析

1. 我国农机行业概况

我国农机流通行业是由从事农业机械营销工作的各种经济成分的农机公司、农机大市场以及农机生产企业的销售部门组成，其服务对象是广大农民。农机消费呈现如下的特点：（1）地域和购买力的分散性；（2）购买和消费的差异性；（3）售前售后服务要求高；（4）农机产品季节性、集中性购买及使用与单个农机企业服务能

力调配困难的矛盾。

我国农机流通行业是受传统计划经济体制影响较深的一个行业，过去受惠于“全民办农机”所带来的“拔苗助长”式的增长，国有农机流通体系经历了计划经济时代的短暂繁荣。上世纪 90 年代以来，随着改革开放和市场经济的不断深化，国有农机流通企业在劳动用工、分配方式、激励及约束机制等方面无法满足市场需求，80%以上的国有农机流通企业破产、转产或停业，20%左右的企业通过改制重组的方式生存下来。在国家关于国有企业改革“抓大放小”、“国退民进”的政策引导下，国有经济成份逐步退出农机流通行业。国有农机公司有的破产关门，有的改制重组或分化，股份、民营、个体农机流通企业得以兴起和发展，新的多元化的农机流通格局初步形成。

表 1. 世界主要国家农业机械化进程和我国 2006 年数据比较

国别	农业机械化开始年份	基本实现农业机械化的年份	基本实现农业机械化时的农业劳动生产率			
			农业人口占总人口比例 (%)	农业劳动力占总人口比例 (%)	平均每个劳动力负担耕地面积 (公顷)	平均每个农业劳动力生产粮食 (公斤)
美国	1910	1940	23.2	8.3	14.7	9,800
加拿大	1920	1950	20.0	7.2	39	28,200
法国	1930	1955	23.2	15.6	3.8	4,375
意大利	1930	1960	29.6	12.8	2.5	1,915
日本	1946	1967	29.9	10.6	0.6	1,810

数据来源：《国内外农业机械化统计资料（1949-2004、2006）》

在西方国家的工业化和现代化进程中，都无一例外地必须经历农业机械化持续、快速发展阶段，从开始农业机械化到基本实现农业现代化的时间要经历 20—30 年的时间。我国目前的农业劳动生产率与发达国家基本实现农业机械现代化时的劳动生产率对比还有较大的差距，所需要经历的时间仍然较长。

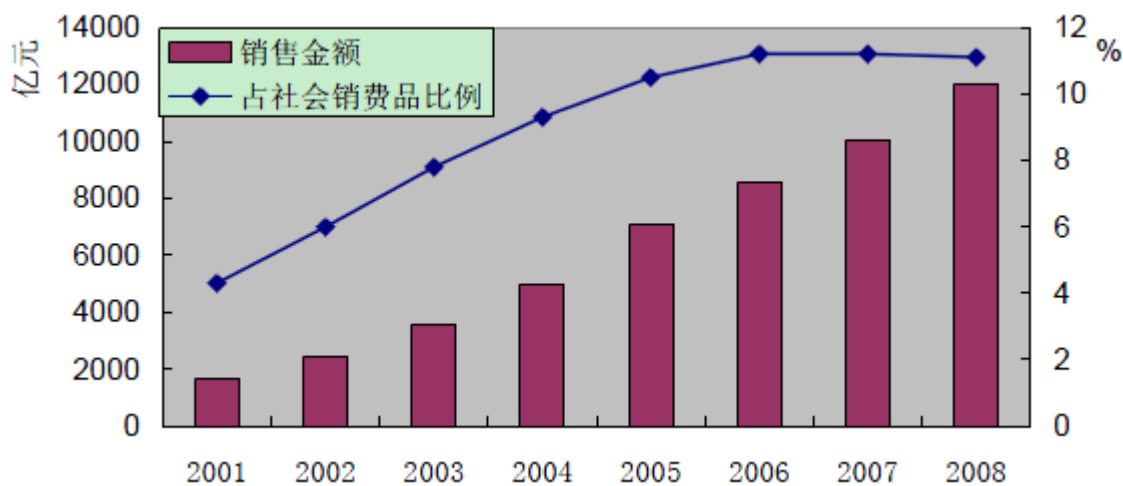
2. 我国农机连锁经营行业状况

20 世纪 90 年代初，我国连锁经营行业获得了长足发展，连锁经营在国内流通产业尤其是在零售业、餐饮业等服务行业中得到普遍应用，被视为我国零售业中最具增长潜力的行业。

连锁经营由于大量集中采购、统一配送、规模经营，实行规范化、标准化与专

业化经营管理，有利于降低费用、提高企业效益。2008 年底“中国连锁经营 100 强”销售规模同比增长 18.4%，达到 11,999 亿元，百强企业总销售额占社会消费品零售总额比重从 2001 年的 4.3% 增长到 2008 年的 11.1%。

图 4. “中国连锁经营 100 强”企业销售额及增长率



资料来源：中国连锁经营协会

我国农机采用连锁零售模式的通过快速复制达到规模化、专业化和渠道扁平化，从而有效降低物流成本，提高服务水平。目前我国农机连锁经营还处于起步阶段，从事农机连锁经营企业较少，规模较大的有本公司和江苏苏欣农机连锁有限公司，农机连锁企业销售收入占全国农机销售总收入的比例不足 1%。

从未来发展趋势看，连锁经营具有规模化、网络化、信息化的优势，适应我国农机消费地域和购买力的分散性、农机产品需求的差异性以及对售前售后服务要求高的特性，保障用户利益的要求，将成为我国农机流通领域的主导发展方向。

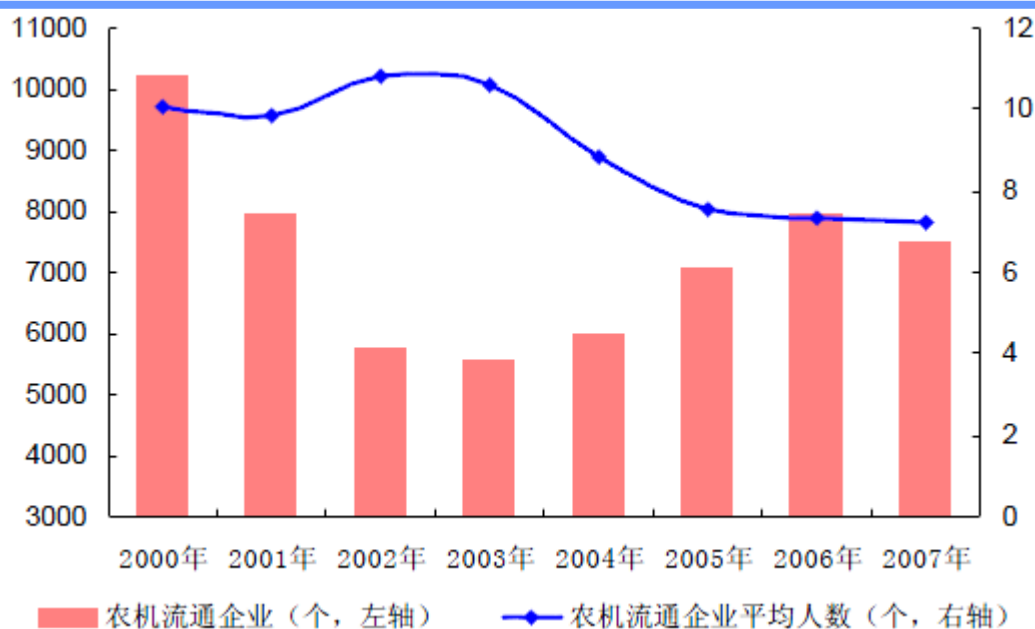
3. 行业内企业竞争概况

上世纪 90 年代后期，占市场主导地位的国有农机流通体制被打破后，国有农机公司纷纷改制重组，大批民营农机流通企业快速成长，形成目前农机流通企业经济成分和销售渠道多样化的局面。目前行业内的主要流通企业有以下几类：

- (1) 国有农机公司。国有农机公司的数量仅占 5% 左右，为适应市场经济，其经营管理体制仍需进行改革。
- (2) 股份制民营农机公司。是目前的主流、主导农机流通企业。农机流通百强企业中 80% 是股份制民营农机公司。
- (3) 工厂直销点与专卖店。数量不多，一些有实力的农机生产企业为加强销售和深入市场，建立直销点或是专卖店，品牌单一，服务功能较强。

(4) 个体经营户。这部分企业量大面广，主要以兄弟店、夫妻店、父子店形式，大部分经营农机配件，少部分经营小型整机产品，经营规模较小。

图 5. 农机流通企业数量及企业平均人数情况



资料来源：中国农业机械流通协会

截止 2007 年底，我国县以上农机流通企业 7,496 家，县以下乡镇网点 75,020 个，远超过计划经济时期的省、地、县国有农机公司数量（2,600 家）；但是单个企业的销售规模偏小，大部分属中、小型企业。2007 年我国农机流通行业实现销售收入 1,467.39 亿元，农机流通企业销售额超过亿元的仅几十家，5 亿以上的不足 5 家，相比其他行业，集中度低，竞争激烈。未来我国农机流通行业集中度将会提高。一些基础好、具有一定实力的企业将会抓住国家重视“三农”的机遇，通过参股、控股、兼并、收购和特许经营等方式，实现规模扩张，形成较大的企业集团；同时大批小流通企业经过市场激烈竞争，重新“洗牌”，在总量减少的同时，将形成一批连锁加盟企业和专卖店。

三、公司的竞争优势分析和行业地位

我国农机流通市场集中度较低，根据全国农机流通行业协会统计，公司 2005 年农机销售收入在全国农机流通企业排名第 12 名、2006 年全国排名第 9 名，继续在西部地区排名第 1 位，2007 年排名第 5 位。公司近三年销售额增速高于行业总销售收入，行业市场占有率稳步提升。

表 2. 公司市场占有率

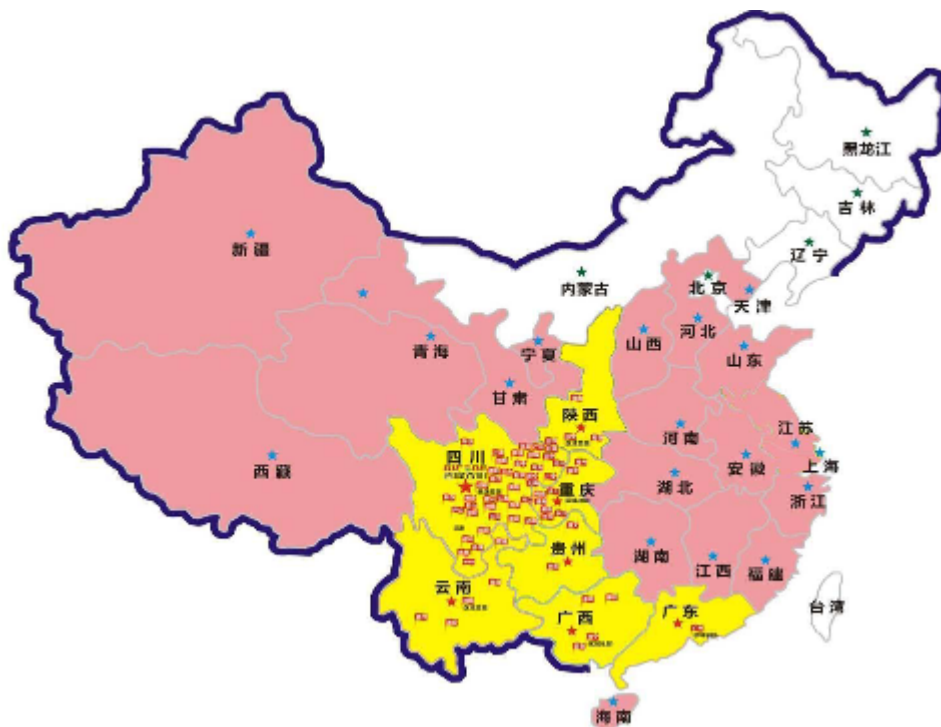
项目	2006 年	2007 年	2008 年
销售收入 (a) (亿元)	2.11	3.78	7.94
全国农机生产规模以上企业生产总值 (b) (亿元)	1,316.70	1,517.51	1,995.00
全国市场占有率 (c=a/b) (%)	0.16	0.25	0.40
全国农机连锁市场排名位次	1	1	1
川渝地区市场占有率 (%)	5.48	9.26	11.57

资料来源：中国农业机械工业协会

1. 零售终端网络布局优势

发展零售终端网络一直是公司的核心战略方向。公司充分发挥自身作为西南地区农机流通强势品牌号召力，通过重组与联合，不断在广度和深度上加大零售终端的网络建设。截止目前，公司已形成直营连锁店 70 家、代理经销商 550 家的连锁销售网络。

图 6. 公司直营连锁网络布局图



资料来源：招股说明书

2. 连锁经营模式优势

公司成功将连锁经营模式引入农机流通领域,一方面积极发挥连锁经营的规模优势,另一方面借助专业化分工优势,经过较短的时间公司已经成为目前国内农机流通行业中最大的专业农机连锁销售企业。公司近 3 年规模快速扩张营业收入年复合增长率达到 93.74%,总资产复合增长达 38.57%、净利润复合增长达 429.96%。

3. 专业技术服务优势

随着公司连锁网络的不断发展和完善、销售服务对象的不断扩大,目前已培育有稳定服务需求的农户超过 40 万户,为公司继续提升专业技术服务优势、升级完善农机维修服务平台,并成为今后新的核心竞争力和盈利增长点提供坚实的基础。

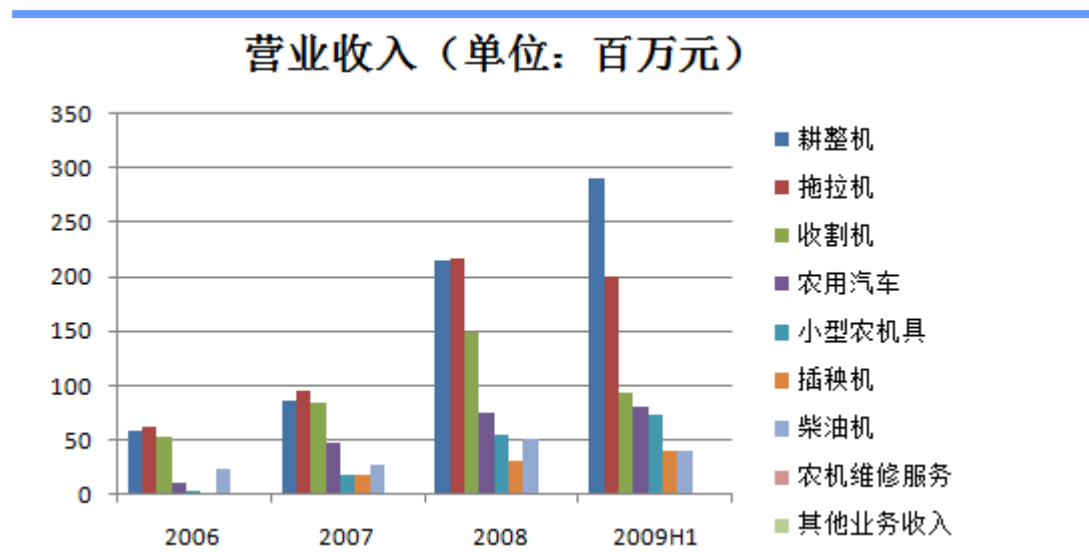
4. 品牌优势

公司在农机流通行业经营多年,在连锁化、规模化、服务多元化战略的稳步推进发展中,得到了农机主管部门、农机制造商和用户的高度认可,形成公司独有的核心竞争力。公司通过组织多种形式的农机展销会、推广演示会、发机仪式,长期不懈地推广、宣传与良好的售后服务。随着公司销售规模稳步增长、向上游客户及时回款,与农机制造商建立了良好的合作关系,公司的品牌优势将得到进一步发挥和提升。

四、公司业务分析

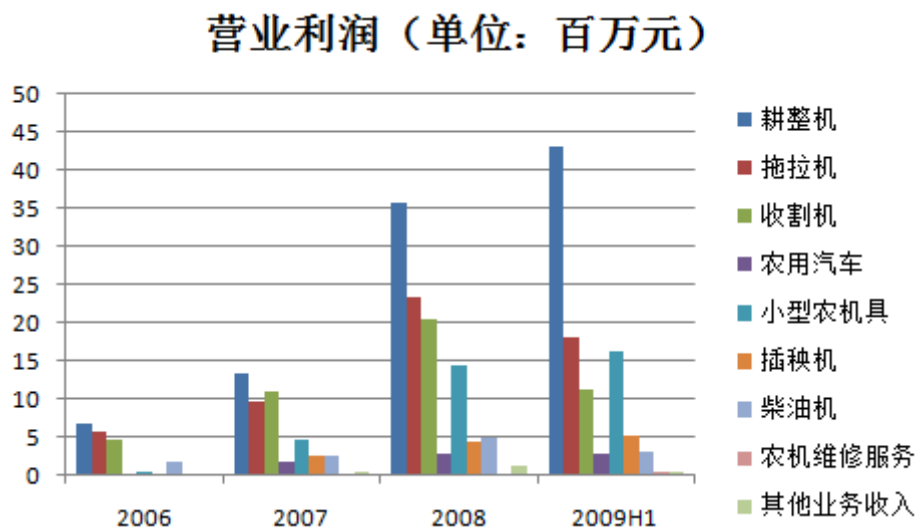
公司收入随着开店数量的增加呈现快速增长的格局,2009 年上半年的销售收入及达到 2008 年全年销售收入,净利润和去年持平。公司的营业收入和营业利润基本上和开店数量呈现正相关关系。

图 7. 营业收入



数据来源：招股说明书

图 8. 营业利润



数据来源：招股说明书

五、募集资金项目

公司募集资金拟投资于直营连锁店建设项目和信息化系统建设项目，2 个项目预计投资总金额为 19,750 万元。本次募集资金投资项目的顺利实施，将进一步扩大公司经营规模和提升管理水平，从而提高企业核心竞争力。

表 3. 募投项目

序号	项目名称	总投资（万元）	项目核准、备案情况	项目建设期
1	信息化系统建设项目	3,000	川投资备 [51000009072201]0042 号	3 年
2	直营连锁店建设项目	16,750	川投资备 [51000009072001]0040 号	3 年
合计		19,750		-- --

资料来源：公司招股书

信息化系统建设项目建设完成并投入运行后，管理信息系统本身并不直接产生经济收入的流入，但通过该系统的运行，大幅提高公司决策能力和运营管理效率，提升信息收集和分析能力，强化业务操作透明度和公司监管纵深，为公司连锁经营的快速扩张战略提供强力支撑。

随着公司业务的增长和连锁网络的快速扩充，基于营运管理对信息化管理手段

和工具紧迫需要，在已有信息建设基础上，公司计划启动能实现吉峰农机产、供、销、人、财、物的集成管理，并整合需求链、供应链，为吉峰农机的业务渠道创新、管理与运营创新、战略与商业模式创新提供平台的 ERP 信息系统。从而提高企业运营效率和效益，为业务的快速扩张提供有力的支撑。

直营连锁店建设项目有利于扩大市场规模和提高市场占有率。为适应农机流通行业快速发展的需要，公司拟利用本次募集资金拓展农机连锁经营网络，扩大现有市场规模。公司利用募集资金 16,750 万元，在重点加强公司现有连锁网络规模的基础上，大力发展江苏、湖北、湖南、江西、福建、浙江、安徽等省份的直营连锁网络。本次募集资金投资项目实施后，公司将新增直营连锁店 18 家，达到 88 家，经营区域将扩大到国内 14 个省份，完成长江以南公司网络整体布局。本次募集资金项目的有效实施将进一步扩大公司农机连锁业务的市场规模，提高市场占有率。

六、估值分析

吉峰农机专注农机设备的销售，与属于连锁类销售企业，但是销售产品不同会略有差别，可比企业包括武汉中百、苏宁电器、步步高。

表 4 可比公司估值数据

连锁类企业可比公司估值情况			近期中小板上市新股估值情况		
代码	名称	08PE	代码	名称	08 年 PE
002024	苏宁电器	34	002295	精艺股份	39
000759	武汉中百	31	002296	辉煌科技	36
002251	步步高	36	002297	博云新材	49
平均		34			41

考虑到公司还处在快速成长期，公司的盈利能力与开店数形成一定的正相关关系，募投项目达产后公司的分店数量将会迅速增加，预计 09 年 EPS 为 0.55 元，公司上市后市盈率水平在 35-40 倍，上市后合理定价水平在 19.25-22.55 元。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209