

从先行者到领导者

——吉峰农机 (300022) 调研报告

要点:

- **看好农机连锁行业，一是农机行业迎来长期繁荣，二是市场集中度低、整合空间大。**从国内的农业机械发展水平以及国外经验看，农机补贴政策将成为一项长期国策，每年的补贴额度有望保持 10-20% 的增长。未来除了财政补贴，农业机械的技术更新也将促进行业发展。在补贴政策和更新换代需求的共同促进下，农机流通业和农机制造业迎来长期繁荣。农机流通业的现状是经销商实力薄弱、市场高度分散，目前走农机连锁道路的只有吉峰农机和江苏苏欣两家公司，吉峰农机作为行业最大连锁商，2009 年市场份额仅占 0.72%。即使整个行业平稳增长，存量市场整合也能给公司带来巨大空间。
- **农机流通行业进入易、做大难。**农机流通业看似没有进入壁垒，其实是个对资金和口碑要求极高、并且客户粘性也很高的行业，要想在竞争中胜出，企业既要有现代流通业所要求的管理水平，又要有很好的本土化，同时又要要有融资能力，真正适合做农机连锁的企业并不多。
- **先发优势保证公司在竞争中胜出，上市拉大了公司与追随者的距离。**1998 年公司首先跨出农机连锁步伐，经过 12 年积累，公司的资金、品牌、团队和信息系统建设都走在行业前列，先发优势保证公司可以承担行业整合者的重任。2009 年的上市对公司意义重大，首先是公司融资能力提高，换来了珍贵的供应商资源；其次是为公司提供多样化的融资手段，提高了公司并购扩张效率。后来者与公司的距离进一步扩大。
- **抢市场、提高议价能力是当务之急。**我们认可公司先抢市场、再做业绩的思路，公司只有做出规模才能提高对供应商的议价能力，也才能发挥出网点间的协同效应。我们认为 100 亿是规模效应的起点，到那时公司市场份额将达到中国农机销售市场（预计达 3200 亿元）3%，直营网点数量亦也应在 400-500 家，市场份额和网点密度的优势逐步体现，在这之前，公司净利率水平将维持在 2%-2.5% 之间。
- **给予“推荐”评级。**预计公司 2010 年、2011 年业绩分别为 0.41 元、0.76 元，动态市盈率 44 倍，在行业中处于估值区间高端。对于处在成长期公司不宜用 PE 估值方法，建议以 1 倍 PEG 对公司进行估值，首次给予“推荐”评级。催化因素为 2011 年农机补贴资金提前到位，2011 年 1 季度将迎来一个销售高峰；公司后续的收购活动也可能对股价有刺激。
- **风险提示。**公司最大的风险在于快速扩张后对新团队的整合能否成功，能否采取有效措施让新团队尽快融入公司文化。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2010 年 12 月 15 日

分析师

姚雯琦

☎0755-83515144 ✉yaowenq@cgws.com

执业证书编号：S1070208080274

投资评级：推荐（首次）

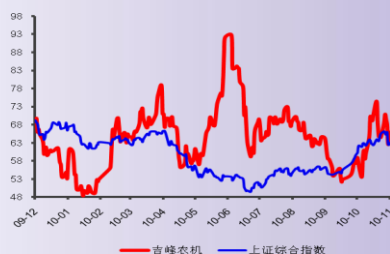
股票价格：34.22 元

总市值（百万元）	4,709
流通市值（百万元）	1,180
总股本（百万股）	178.70
流通股本（百万股）	84.06
12 个月最高/最低	82.43/25.60
十大流通股（%）	0.56%
股东户数	20,810

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	160339	320679	641358	12185
(+/-%)	102.0%	100.0%	100.0%	90.0%
净利润（万元）	5023	7431	13636	24211
(+/-%)	81.8%	47.9%	83.5%	77.6%
摊薄 EPS	0.562	0.416	0.763	1.355
市盈率	59.3	80.2	43.7	24.6

公司股价表现图



相关报告



一、农机流通业和农机制造业迎来长期繁荣

我们认为农机补贴是一项长期国策，整个农机流通行业已从低谷崛起，因持续的农机补贴政策而长期繁荣。2004 年前中国的农机流通业基本是全线溃败，企业倒闭、人员流失，无力承担市场信息采集、品牌推广、售后服务等流通企业基本职能，渠道价值难以体现。由于流通业不发达，中国的农机制造业整体规模和技术水平也不高。

为提高农业机械化率，国家从 2004 年开始对农机进行持续补贴，2010 年补贴金额 155 亿元，比 2009 年增长 19%，在补贴政策带动下，2007 年以来农机行业年均增长 20%。预计今后每年农机补贴增长 10-20%，2011 年可达到 180 亿，拉动农机销售 700 亿元。

从国外经验看，即使像美国、日本、韩国这样农业机械化率达到 99% 的国家，仍会实行农机专项补贴。2009 年中国的农机综合机械化率为 49%，预计 2010 达到 52%，按照《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》规划，2020 年达到 65%，农业机械化道路漫长，农机补贴是实现农业机械化的长期国策。

2010 年，国家将农用机械的技术更新也列入装备制造业发展规划中，鼓励农机制造企业加快新机型研发，特别是现在耕种收机械化水平较低的小品种作业机型的研发。农业机械的技术更新也将成为农机行业发展动力。

二、市场集中度低，整合空间大

2009 年中国的农机制造企业生产总值为 2200 亿，从事农机经销的商户有 7 万户，但经销商实力薄弱、市场高度分散，农业机械化水平较低的南方情况更为严重，以广东为例，广东省经营农机的商户有 5000 家，但规模最大的企业一年的销售收入也就 2-3 亿元。放眼全国，走农机专业连锁道路的经销商只有吉峰农机和江苏苏欣两家公司，2009 年吉峰农机的销售收入 16 亿元（2010 年预计 30 亿元），占整个市场的 0.72%，直营门店 89 家，江苏苏欣主要在江苏拓展，门店 20 余家，以自建为主，收入略低于吉峰农机。即使整个行业的市场规模保持 8-10% 的平稳增长，现有市场的整合也带来巨大空间。

三、农机流通企业进入易、做大难

农机流通行业看似进入门槛低，只要有供应商资源就可开店，父子店、夫妻店、兄弟店、朋友店比比皆是，而行业中人员素质普遍不高也是事实。但为什么这个行业经营户众多，却没有成规模、成气候的，作为一个流通行业，行业毛利率又普遍只有 4-5%？单一渠道没有价值、规模效应不足、综合议价能力低是主因。

农机流通行业是个对资金和口碑要求极高、并且客户粘性也很高的行业，背后的潜台词是要考量经销户的融资能力、服务能力和营销本土化程度。没有资金，无法获



得供应商资源,也无法代国家各级财政部门为农户购机提供财政补贴购机款的垫支(由于补贴流程设计不同,农机销售比下乡家电对经销商的资金实力提出了更高的要求)。农村市场的营销主要依靠口口相传,口碑的好坏直接影响用户的二次或多次购买和新增购买,而农机维修又是一个有服务半径(平均100公里左右)、强调实效性的工作,对经销商的服务能力要求其实更高,服务跟不上,口碑自然差,销售也难有起色。农机销售对象是农民,农民对网点经销人员、服务人员是否有心理认同感直接影响农机销售,从这点讲,本土化、亲民化也是决定网点是否能成功扩张的关键点。农机全国化连锁经营本质上要求:(1)资金雄厚——满足代位垫资的资本驱动要求;(2)服务能力强——满足用户有效操作复杂农机的密集型劳动作业要求;(3)营销本土化程度高——满足用户购买习惯的属地经营要求,这些本身就是在矛盾中寻找统一,决定了农机连锁这一现代流通业的门槛其实是非常高的。

四、先发优势保证公司在竞争中胜出

1998年公司首先跨出农机连锁步伐,2010年公司又成为农机流通业第一家上市公司,现在的吉峰农机在资金、品牌、团队和信息系统建设方面都走在行业前列,先发优势保证公司可以承担行业整合者的重任。上市给公司带来了资金、进一步提升了公司的品牌影响力,而学习型组织的建立和信息系统建设的比较优势则是公司十几年经营的沉淀。

结合行业实际情况,公司采取了人才本土化策略,为提高人员素质,公司根据不同岗位需求,开展内外部培训并形成制度。对于中高层管理人员,公司鼓励大家参加各类工商管理课程,以提高市场开拓能力和经营管理水平,公司董事长带头学习,先是到四川大学读研究生,又到清华读了总裁班,到电子科技大学读EMBA,公司第二把手常务副总经理也是上海复旦大学的EMBA学生,领头人如此,管理团队中的成员自不能落后,参加总裁(CEO)研修班、营销总监研修班的管理人员已达到50多人次。公司认为农机流通业要想增值,只能走“服务创造新价值”的道路,而拥有高素质的专业技术服务人才是为客户提供优质服务的基本前提,因此非常重视基层员工的培训,通过培训,2/3以上的员工具备农机专业技术服务能力,近三年公司累计为农户提供售前、售后服务8万多人次,累计维修工时约13万小时,对公司有稳定服务需求的农户超过40万户。

虽然与其他连锁行业相比,公司的信息系统还显稚嫩,但在农机流通行业这已是开创之举。公司目前已建成标准数据中心机房和局域网,可以实现门店财务的集中核算。募投资金中有3000万也将用于信息系统建设,目标是到2012年围绕财务管理和供应链管理完成部分ERP系统建设,准备上线的系统包括门店零售管理系统、客户关系管理系统、人力资源管理系统、呼叫中心系统、决策支持系统、办公自动化系统和视频会议系统。



五、成功上市拉大了公司与追赶者的距离

2009 年 10 月的上市，对吉峰农机意义重大，上市打通了直接融资渠道，由于资产负债率降低，公司的间接融资能力也有所提高。融资能力的提升换来了珍贵的供应商资源。农机销售中供应商会以省为单位签订代理商，并且代理权具有排他性，这就意味着哪家经销商的代理权多，哪家就有更好的品类组合。为进入新市场，公司采取了通过提高某些畅销品类的预付款比例以换取产品的独家代理权的手段，通过这种方式很快获得了很多新进省份畅销品类的独家代理权。另一方面，融资能力的提升也提高了门店的竞争能力。当公司有条件为门店提供更多的资金支持时，门店缺货率减少、产品丰富度提高、为农民的垫支能力提高，销售自然也就上去了，这一点在公司新收购门店中的表现尤为明显，根据经验，由于资金实力增强，整合效应下的新收购门店在 2-3 年后基本能做到销售翻番。

面对农机流通行业竞争力薄弱、过度竞争现象突出的现状，公司一直以行业整合者为己任，通过整合重组具有资格的现有经销商的方式实现快速扩张。这样做的好处是进入公司销售网络的均为成熟门店，在本土化和客户资源方面已有相当积累，借助于公司的资金平台、信息平台、产品平台，很容易成长为区域市场的龙头。为实现成功整合，公司将与被整合者的关系定位于“合作、融合”，股权合作是主要收购方式。提供收购资金仅是上市带来的益处之一，而对于大型被并购对象，股权换购也不失为未来一种较好的并购选择，既提高了方案的吸引力，也节约了资金，而已被并购方在公司上市后的财富效应对其他潜在被并购者也是一个很好的示范效应，这些并购策略方案的应用和探索都将极大的提高公司通过并购实现扩张的成功概率。

六、抢市场、提高综合能力是当务之急

农机流通业过度竞争现象严重，行业平均毛利率 4%，平均净利率 1-2%，依靠连锁方式，吉峰农机的毛利率可做到 13.15%，但净利率水平仍只有 2-3%。要想提高净利率，可选的方式有两种：一是提高与供应商的谈判能力，提升毛利率；二是提高管理效率、控制费用，但没有规模做支撑，这两条都很难做到。消费频度和商品用途决定了农机的单店销售少（北方单店销售 1 亿，南方单店收入 2000 万），只有多开网点才能做大收入，进而提高渠道的话语权，拉动毛利率。另一方面，进入新地区时运费和服务费用增加带来了销售费用的明显上升，只有网点密度达到一定程度，协同效应才能体现出来。而公司的成功上市，亦给同行做了典范，希望到行业中掘金者不在少数。

为做大市场，公司首先是继续进行收购整合，利用补贴加大带来的增量市场吸引被整合者，再利用公司资源整合新加入者，提高新门店非补贴商品的销售，最终是变行业存量为公司增量。2009 年实现销售收入 16 亿元，预计 2010 年可实现销售收入 32 亿元，2011 年继续保持 100% 的增长速度。另一方面，为减少对国家农机购置补贴政



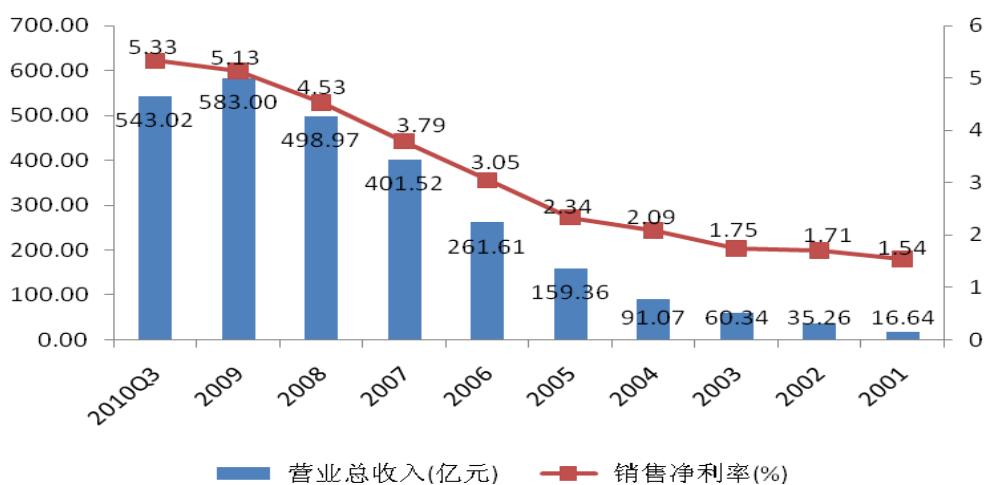
策的依赖，公司也加大了在工程机械、农用载货汽车领域的拓展力度，通过与原有经销商以新设整合方式投资设立了吉峰长城，使公司承继原四川长城公司的全部经营资源而一跃成为四川省最大的中小型工程机械经销商，工程机械业务是公司 2011 年的又一亮点。

按照年均 100% 的收入增速，到 2012 年公司的销售收入可达到 120 亿，占农机流通市场的 3.7%，直营网点数量亦也应达到 400-500 家，到那时市场份额和网点密度的优势逐步体现，规模效应开始显现。因此我们判断 2013 年会是公司利润率的拐点期，在这之前，净利率水平在 2% - 2.5% 之间徘徊。

七、公司与苏宁的比较

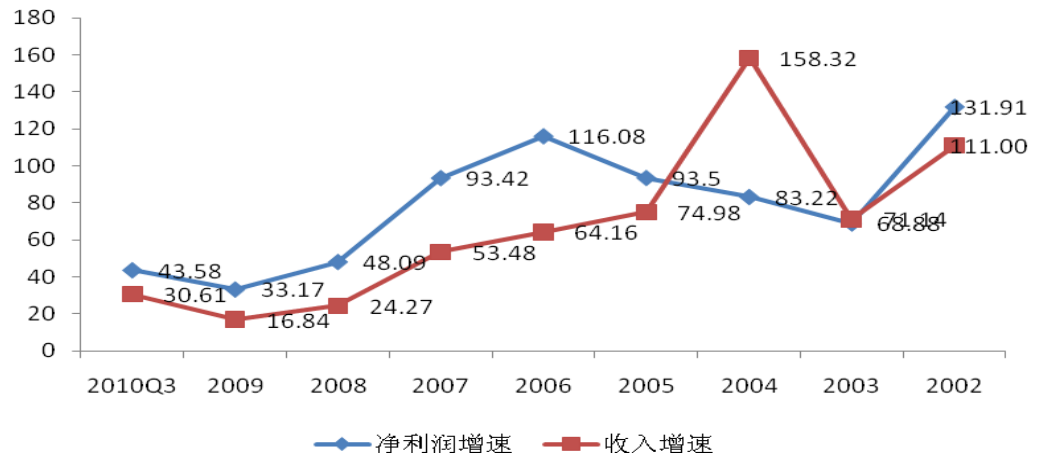
90 年代初期中国的家电业开始发展，家庭作坊式的家电经销商纷纷兴起，苏宁也是众多家电经销商之一，从卖空调开始，最终发展为中国最大的家电销售连锁企业。从财务数据看，2001 年到 2004 年虽然收入保持高速增长，但因规模有限，净利率水平维持在 1.5 - 2%，净利润增速慢于收入增速或与之持平，2005 年苏宁的销售收入达到 150 亿时，销售净利率开始快速上升，利润增长持续快于收入增长，规模效应明显。

图 1、苏宁的销售收入和净利率水平



数据来源: wind, 长城证券研究所

图 2、苏宁的销售收入增速和利润增速



数据来源: wind, 长城证券研究所

对比苏宁与吉峰农机所处行业的上游供应商、下游客户、产品特性、商业模式、财务指标, 可以看出吉峰农机与行业整合初期的苏宁非常相似。

表 1: 苏宁和吉峰农机的比较 (一)

	行业趋势	上游供应商	下游客户	行业竞争态势
苏宁		完成整合的家电制造企业, 行业龙头有海尔、美的、格力等	普通消费者	已完成行业整合, 苏宁、国美垄断行业
吉峰农机	受益于农机补贴政策, 农机制造业取得较快发展, 2007—2009 年保持年均 20% 增长, 2010 年行业工业增加值 2700 亿, 未来国家将加大对农机新技术开发的扶持力度, 农机制造水平的提高将带来新的市场机会。	农机制造企业总共约有 8000 多家, 规模以上企业 1849 家 (2007 年), 较有影响的包括福田雷沃、第一拖拉机、常州东风、久保田苏州、洋马农机 (中国)	普通农民	行业过度竞争、集中度分散、行业整合刚刚开始, 走连锁道路只有吉峰农机和江苏苏欣

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 2: 苏宁和吉峰农机的比较 (二)

	产品特性	商业模式	扩张方式	财务指标
苏宁	耐用消费品, 易储存, 易运输, 产品标准化程度高, 售后服务由厂商承担, 渠道也参与部分服务工作	家电连锁卖场, 联营模式, 占用供应商货款, 客户全额付款, 现金流好	自建门店	2001 年收入 16 亿, 净利率 1.5%, 前台毛利率 8.8%, 2009 年收入 583 亿元, 毛利率 17.75%, 净利率 5.13%
吉峰农机	耐用生产资料, 易储存、易运输、虽有南北使用功能的差异, 但区域内的产品标准化程度高, 对产品的售后服务要求高 (特别是及时性), 渠道价值所在	农机连锁卖场, 为争取供应商资源, 提高预付款比例, 为客户垫付农机补贴资金, 资金需求量大	收购整合区域龙头	2009 年收入 16 亿, 毛利率 13.63%, 净利率 3.57%, 预计 2010 年收入 32 亿, 净利率 2.2% (异地市场未经整合, 净利率只有 1.5%)

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所



八、给予公司“推荐”评级

预计公司 2010 年、2011 年业绩分别为 0.4 元、0.76 元，动态市盈率 44 倍，在行业中处于估值区间高端。我们认可公司先做规模后做利润的发展思路，认为对于处在成长期公司不适于用 PE 估值方法，建议给予 1 倍 PEG 作为合理估值依据，首次给予“推荐”评级。催化因素为 2011 年农机补贴资金提前到位，2011 年 1 季度将迎来一个销售高峰；公司后续的收购活动也可能是股价催化因素。

九、风险提示

公司最大的风险在于快速扩张后对新团队的整合能否成功，能否采取有效措施让新团队尽快融入公司文化。

附：盈利预测表

利润表（万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	160339	320679	641358	1218580	成长性				
营业成本	138489	277387	554774	1054071	营业收入增长	102.0%	100.0%	100.0%	90.0%
销售费用	10237	24051	49385	97486	营业成本增长	101.8%	100.3%	100.0%	90.0%
管理费用	4376	8658	17317	31683	营业利润增长	103.0%	53.7%	83.5%	77.6%
财务费用	152	-240	0	0	利润总额增长	104.4%	54.1%	83.5%	77.6%
投资净收益	8	0	0	0	净利润增长	81.8%	47.9%	83.5%	77.6%
营业利润	6945	10677	19591	34786	盈利能力				
营业外收支	-15	0	0	0	毛利率	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
利润总额	6930	10677	19591	34786	销售净利率	3.1%	2.3%	2.1%	2.0%
所得税	1199	2135	3918	6957	ROE	9.0%	11.6%	16.9%	21.2%
少数股东损益	707	1110	2037	3618	ROIC	49.6%	25.6%	30.1%	103.0%
净利润	5023	7431	13636	24211	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	6.4%	7.5%	7.7%	8.0%
流动资产	93920	247983	436683	826462	管理费用/营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%
货币资金	53777	35117	66966	194057	财务费用/营业收入	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
应收帐款	11934	64136	128272	243716	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
存货	21032	110955	166432	210814	应收帐款周转率	4.22	3.33	3.45	#REF!
非流动资产	3112	4328	6538	11087	存货周转率	2.10	2.00	2.94	#REF!
固定资产	1969	3219	5463	10046	流动资产周转率	0.94	0.94	1.02	#REF!
资产总计	97032	252311	443221	837549	总资产周转率	0.92	0.92	1.00	#REF!
流动负债	41416	188345	362556	723486	偿债能力				
短期借款	990	990	990	990	资产负债率	42.7%	74.6%	81.8%	86.4%
应付款项	29013	58111	116223	220823	流动比率	2.27	1.32	1.20	1.14
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.76	0.73	0.75	0.85
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	41416	188345	362556	723486	EPS	0.562	0.416	0.763	1.355
股东权益	55616	63966	80665	114063	每股净资产	6.22	3.58	4.51	6.38
股本	8935	17870	17870	17870	每股经营现金流	0.85	-0.95	1.89	7.14
留存收益	43704	50968	65496	94553	每股经营现金/EPS	1.5	-2.3	2.5	5.3
少数股东权益	2977	4063	6234	10575	估值				
负债和权益总计	97032	252311	443221	837549	PE	59.3	80.2	43.7	24.6
现金流量表（万元）					PEG	0.86	1.00	0.56	-
经营活动现金流	7558	-16897	33808	127565	PB	5.4	9.3	7.4	5.2
其中营运资本减少	3090	-25794	17139	97872	EV/EBITDA	40.02	54.34	29.00	16.29
投资活动现金流	-1201	-1764	-3207	-6414	EV/SALES	1.86	1.86	0.93	0.49
其中资本支出	-869	-1764	-3207	-6414	EV/IC	22.07	11.53	10.10	103.11
融资活动现金流	40176	0	0	0	ROIC/WACC	4.32	2.23	2.62	8.96
净现金总变化	46533	-18660	30601	121151	REP	5.11	5.18	3.85	11.50

数据来源：wind, 长城证券研究所 备注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 商业零售行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgws.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgws.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bll@cgws.com

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>