

合理价格区间:

62.3-71.2 元

具有相对技术优势的创新型农业机械供应商

——新研股份(300159)

市场数据

上证综合指数	2,610.74
深证成分指数	11,034.74
农林牧渔指数(申万)	2,135.03

相对股价表现



农林牧渔行业研究小组

徐伟民
李项峰

8621-68761616-8686

Xuwu@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

公司是具有相对技术优势的研发型农业机械供应商。公司是从事农牧机械研发、设计、生产和销售的高新技术企业,具有较强的农牧机械研发能力。主导产品不对行自走式玉米收获机在国内具有一定技术领先优势、不对行青贮饲草料收获机在国内同类型机械中具有一定的垄断地位,动力旋转耙成功实现了进口替代。

地域优势明显,未来空间大。公司地处我国农业机械化程度最为发达和最有潜力的西北地区,具有贴近市场的地理优势。另外,我国农业机械化水平还比较低,综合机械化率仅有 45%,不到发达国家(90%以上)的一半,据我国 2020 年目标 65%也有近 20%的差距。以此推算,我国未来 10 年农业机械化行业的市场容量增量将超过 800 亿元,增长幅度 45%,而公司目前专注的玉米、青贮饲草料及农副林果领域的机械化率更低,空间巨大。国家农机具补贴率 2009 年不到 30%,发达国家为 60%,也存在巨大空间。整体上行业前景光明。

IPO 概况:公司拟发行 1060 万股,发行后总股本为 4100 万股,募集资金主要用于产能扩张,达产后,将形成农机装备年 3000 台产能,其中包括玉米收获机 1400 台,青贮饲草料收获机 320 台,经济作物收获机 200 台,动力旋转耙 500 台,农副产品加工机械 200 台,林果机 300 以及其他机械 80 台。

2010-2012 年 EPS 估计为 1.07/1.78/2.55 元,合理区间 62.3-71.2 元。预计 2010-2012 年公司 EPS1.07/1.78/2.55 元。公司亮点在于:①行业潜力;②具有相对技术优势的产品定位。综合考虑近期我们认为可以给予其 2011 年动态市盈率在 35-40 倍之间,按此计算预计 2011 年合理价格在 62.3-71.2 元。

盈利预测:

单位:百万元,元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	47.0	97.6	126.7	275.2	477.8	710.3
YOY		107.86%	29.78%	117.28%	73.63%	48.65%
净利润	10.2	13.3	23.7	43.7	72.9	104.6
YOY		30.40%	77.57%	84.48%	66.99%	43.38%
摊薄后每股收益	0.25	0.33	0.58	1.07	1.78	2.55

一、公司业务

公司是从事农牧机械研发、设计、生产和销售的高新技术企业，具有较强的农牧机械研发能力。主要产品包括系列玉米收获机、系列青贮饲草料收获机、系列动力旋转耙、农副产品加工及林果机械。其主导产品不对行自走式玉米收获机在国内具有一定技术领先优势、不对行青贮饲草料收获机在国内同类型机械中具有一定的垄断地位，动力旋转耙成功实现了进口替代，三者构成了公司营业收入的主要来源，2009 年公司收入的 88.17%。2007 年、2008 年、2009 年公司营业收入分别为 4695 万元，9760 万元，12666 万元，2008 年、2009 年分别增长 107.86%，29.78%。

图 1 玉米收获机



图 2 青贮饲草料收获机



图 3 动力旋转耙



图 4 牧草收获机



资料来源：招股说明书，德邦证券

二、公司治理

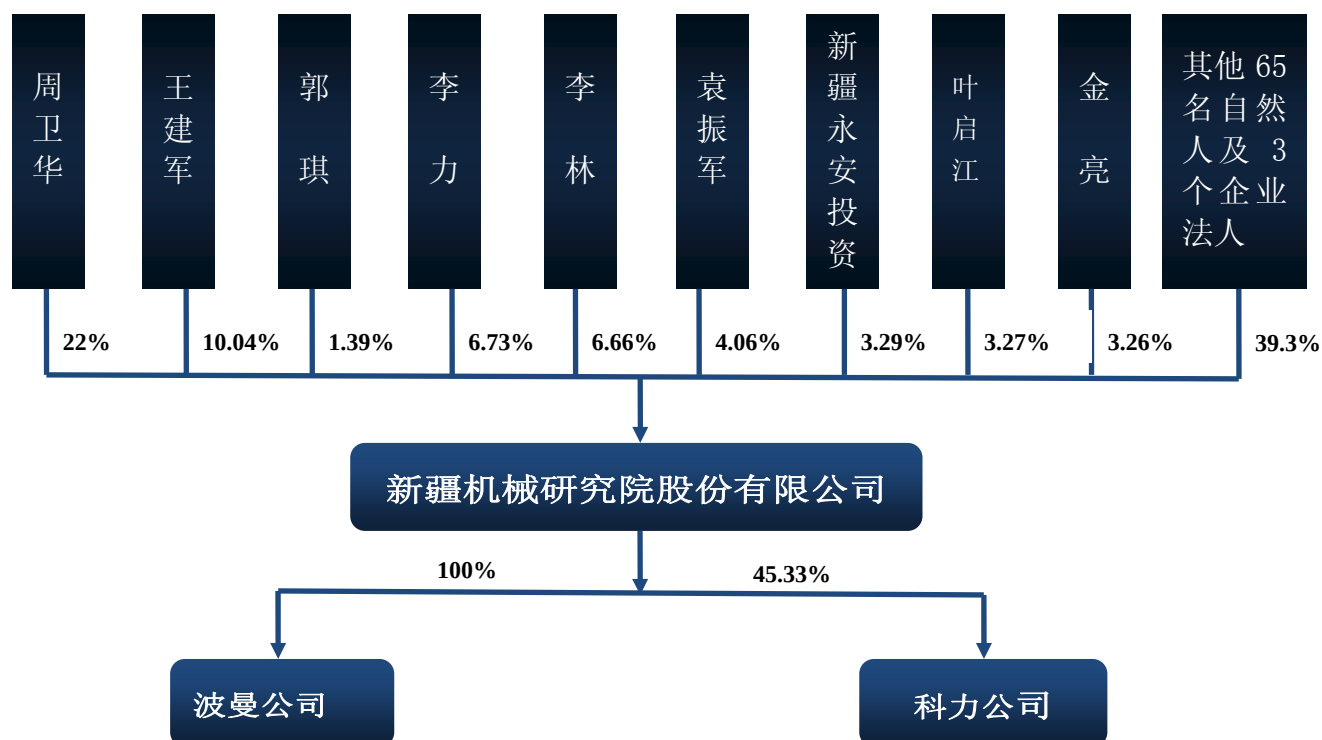
公司前身是新疆机械研究院机电装备技术中心，设立时系原新疆机械研究院全资设立的一家国有企业公司。公司目前共有股东 77 名，包括 73 名自然人股东和 4 名法人股东。目前控股股东、实际控制人为公司董事长兼总经理周卫华先生和副总经理王建军先生(二人原均在新疆机械研究院任职)。此次发行完成后，两人合计将控制公司 23.76%的股份。

公司的自然人股东大部分为公司的管理人员和技术骨干。公司的股权结构已形成自然激励，上市后管理层和流通股东的利益一致；公司的技术骨干持股有利于公司保持核心技术优势。

公司发行后总股本将从 4,030 万股增加至 4,100 万股。公司的实际控制人为周卫华(董事长、总经理)和王建军(董事、副总经理)先生，包括实际控制人在内的 8 名高层管理人员签署了《一致行动协议》。公司 8 位一致行动人共持有 1,652 股，占发行后的总股本的 40.3%。

公司下设一个控股子公司和一个参股子公司，其中波曼公司主要负责农牧业收获机械、耕作机械、农副产品加工及林果机械和其他机械的生产、加工。

图 2、发行前发行人股权结构及控制关系



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

表 1：发行后股权结构

股东名称	股数（股）	比例（%）
周卫华	6,688,800	16.31%
王建军	3,052,800	7.45%
李力	2,047,200	4.99%
李林	2,023,200	4.93%
袁振军	1,233,600	3.01%
新疆永安投资有限公司	1,000,000	2.44%
叶启江	993,600	2.42%
金亮	990,400	2.42%
郭琪	422,400	1.03%
其他 65 名自然人及 3 个企业法人	11,948,000	29.14%
本次发行股份	10,600,000	25.85%
合计	41,000,000	100%

资料来源：公司招股说明书，德邦证券

四、收入来源及结构

公司营业收入呈现快速增长的趋势。2008 年公司实现营业收入 9,760.07 万元，较 2007 年营业收入增长为 107.86%；2009 年受产能的限制，增长趋缓，当年实现营业收入 12,666.34 万元，较 2008 年营业收入增长为 29.78%。2010 年随着募投项目的部分固定资产投入使用，公司产能大幅上升，2010 年 1~9 月营业收入较 2009 年全年增长 77.63%。公司的营业收入主要来自农机销售及其相关的业务。

图 3、2009 年公司收入稳步增加（百万元）

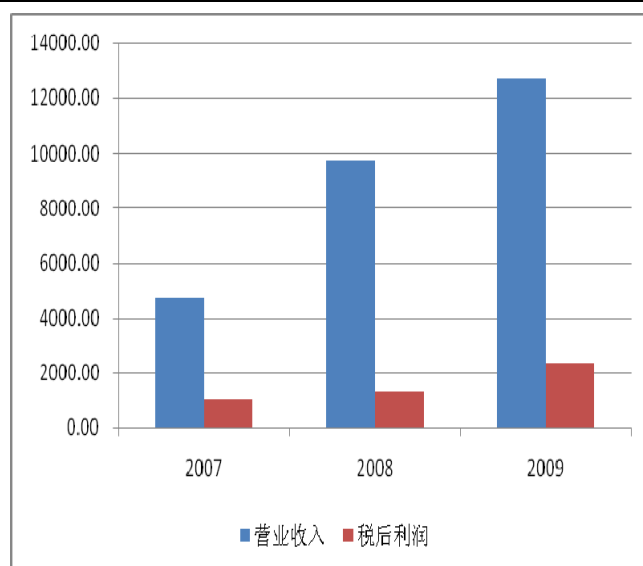
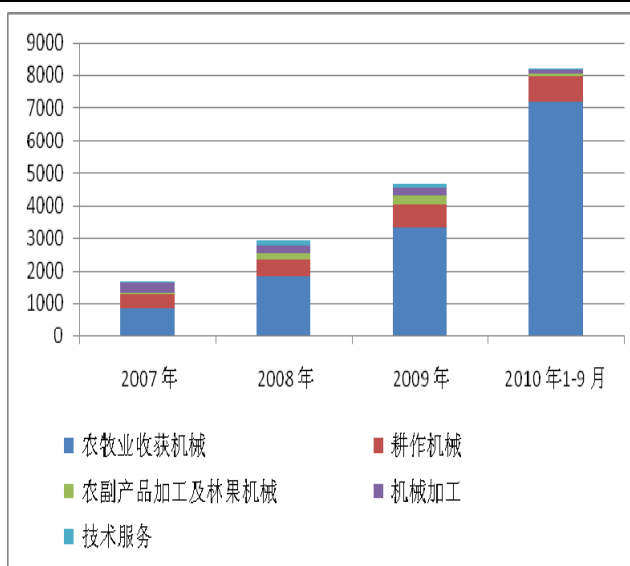


图 4、农业收获机械是公司利润主要来源，增长迅速



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

报告期内，本公司经营成果保持了良好的发展态势。2007 年公司收入较前一年增长超过 50%，净利润增长达到 88%；在此基础上，公司 2008 年依然保持了强劲的上升势头，

业务收入较 2007 年翻番，利润水平同比增长超过 30%。2009 年，受到生产能力的限制，公司收入水平虽然仍保持增长，但增速明显趋缓，然而当期利润水平仍然保持快速增长的势头，较 2008 年全年增长达到 77.57%。公司 2010 年 1~9 月实现净利润 4,553.41 万元，较 2009 年全年增长 92.30%。

公司各项主要农牧业机械装备产品均具有较好的盈利性。各类产品的主营业务利润贡献与其销售收入呈正相关的变动趋势。随着公司产品结构优化的效果显现，公司农牧业收获机械产品在公司整体业务中所占比重不断上升，其带来的利润贡献在主营业务利润中所占比重也迅速提高，报告期内农牧业收获机械的利润贡献从 2007 年的 48.92% 提升到 2010 年 1~9 月的 87.16%。

由于发行人是由科研院所改制形成，集农机的研发、设计、生产、销售于一体的科技创新企业，公司每年承担着大量的农牧业耕作及收获机械的研发课题，从 2007 年至 2009 年每年国家相关部门都拨付了一定的资金用于弥补公司研发资金的缺口，随着公司产业化形成了一定的规模，虽然公司每年收到的政府补金额以及按照《企业会计准则第 16 号——政府补助》每年摊销转入营业外收入的金额逐年有小幅度的上升，但是由于产业化形成规模以后公司每年的净利润的增长速度远远高于政府补助的增长幅度，故从 2007 年至 2009 年政府补助占净利润的比例逐年下降，特别是 2009 年随着销售收入和净利润的逐年大幅度上升使得“营业外收入—政府补助”占净利润的比例大幅下降，政府补助对公司经营业绩的影响逐年大幅下降。2010 年 1~9 月，政府补助占公司净利润比重已下降至 11.67%。

图 5、政府补助占净利润比例逐年降低

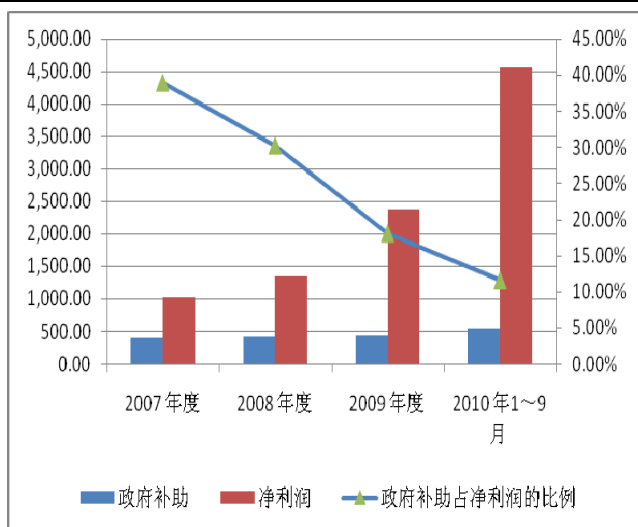
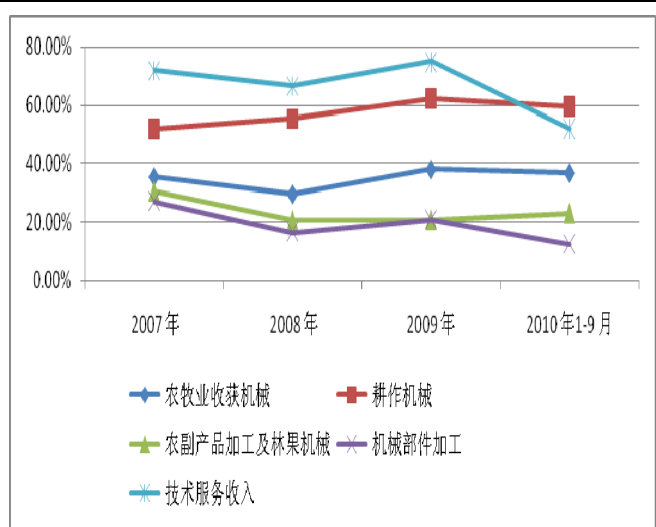


图 6、农业收获机毛利率水平基本稳定



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

除 2008 年外的其余报告期间，公司综合毛利率水平和主营业务毛利率水平均维持在 36%~37% 之间，公司 2008 年综合毛利率和主营业务毛利率分别为 29.98% 和 29.74%，明显低于其他期间的毛利率。公司主要收入来源农业收获机毛利率基本保持稳定。

五、地域优势明显，行业未来空间大。

我国农业大面积耕作区主要集中在西北和东北。公司地处我国农业机械化程度最为发达和最有潜力的西北地区，具有贴近市场的地理优势。表现为，利用贴近市场方便了解农机业最新的技术动向，而公司又是研究型的农机供应商，对公司提高把握技术前沿，实现一定程度上的技术领先具有重要意义；利用贴近市场，方便公司与客户畅通沟通，进行技术指导，提供技术服务，对于公司巩固客户，提高客户忠诚度也极具好处。

另外，我们认为农业机械行业，尤其是公司拥有的主要产品细分行业，未来空间很大，理由有五。

第一，我国农业机械化率水平偏低，尤其是公司主要产品所在子行业。尽管世界各国的自然地理条件、主要种植作物等有所差异，美国、加拿大、法国、日本等经济发达体在 20 世纪 40~60 年代基本实现种植业的机械化，并且其农业机械朝大型、高速、低耗、自动化和智能化发展。目前，日本、韩国接近 100% 的农业机械化水平。我国农业机械化水平还比较低，综合机械化率仅有 45%，不到发达国家（90% 以上）的一半，据我国 2020 年目标 65% 也有近 20% 的差距。以此推算，我国未来 10 年农业机械化行业的市场容量增量将超过 800 亿元，增长幅度 45%，而公司目前专注的玉米、青贮饲草料及农副林果领域的机械化率更低。其中玉米机收率还不到 10% 的水平，其他诸如饲草饲料、农副产品、林果业等领域的机械化率也都偏低。而且到 2020 年我国计划将玉米的机械化水平提高的 70%。由此可见，未来中国农业机械化仍有很大提升空间，而公司所在细分行业更具有广阔空间。

第二，补贴政策也有提搞空间。“十一五”期间，国家通过“两减免、三补贴”支农惠农政策加大了对农业的支持力度，中央财政大幅增加了对农机购置补贴资金规模和补贴范围。今年中央财政对农机购置的计划补贴额已达到 155 亿元，覆盖范围已达 100% 的县区，补贴机具种类达到 12 大类 38 小类，几乎包括所有主要的粮食生产机械。中央投资拉动比例平均达到 1: 5.35，相当于国家投入 1 亿元可直接形成农机销售产值 6.35 亿元。按照 10 年中央农机购置补贴 155 亿计算，可直接拉动农机销售产值 980 多亿元。但相对于国内接近 2000 多亿元的农机销售额，155 亿元的补贴强度并不高。国外发达国家的农机购置补贴率高达 60%。而按照国内相关文件规定，使用中央资金的机具补贴率一般不超过机具价格的 30%，而日本、韩国对于农机购置补贴都达到 50% 的水平（此外还有政策性优惠贷款），也存在较大提高空间。

第三，中国农机行业正处于黄金发展期。2002-2009 年，我国规模以上农业机械工业产值复合增长率达到 20.4%，2007 年我国已是仅次于美国的世界第二大农机生产国。2006-2009 年，国内农机出口总额从 28.9 亿美元增长至 50.5 亿美元，出口额占销售比重达到 15.5%；农机贸易顺差达到 35 亿美元左右。截止 09 年底我国农机总动力达到 875 百万千瓦，年增长率保持在 6% 左右。其中，增长的重心逐渐从运输类机械（农用汽车、拖

拉机）转向田间作业机具（耕作、收获机械）。

第四，农产品呈量价齐升的态势，将使得农业机械需求弹性增加。04 年以来，在政府对农业加大投入力度的背景下，国内粮食生产实现连续 6 年增产丰收；同时，主要粮食价格也持续上涨，农业生产局面大为改观。尽管国内主要粮食作物的产量增长幅度差别较大（谷物和玉米增长较快、豆类受外部进口冲击增长较慢），但它们的价格上涨的一致性较高。目前，灿稻、小麦、玉米、大豆均已达到 02 年底的 200~220%。

第五，农村青壮年劳动力逐渐稀缺是最根本的在推动力量。随着城市化、工业化的推进，目前我国农业生产人员老龄化特征明显，农村青年劳动力逐渐稀缺。在我国农村人口中，小于 35 岁的青壮年劳动力 60~80%已进城务工或自行经商创业，形成年轻力壮去打工、老弱妇孺搞农业的局面。根据第二次全国农业普查数据，06 年底全国共有农业从业人员 3.49 亿人，其中 40 岁以下的约占 44%；按 18 亿亩耕地计算，平均 12 亩地上有一个青壮年劳动力。在农业生产资料价格的各分项中，农业生产服务价格指数一直保持着增长态势。农业用工成本的不断提升，使农用利用机器替代人、畜力、降低生产成本、减轻劳动强度的需求日趋强烈，成为农机行业发展的内生源动力。农业机械的大量应用与农业生产者的收入提高已经进入一个良性循环的发展轨道。以近几年收割机跨区作业机手的收入水平为例，06、07 年，小麦平均机收价格为 35~40 元/亩，而 08 年是 45~50 元/亩，提高了 10%左右。在用机最紧张的几天，河南、江苏部分地区还出现了 100~130 元/亩的高机收价格。农业机械化，在人力资源众多的中国也将是必然趋势。

六、公司产品定位好，且具有相对技术优势。

公司“牧神”系列产品定位于有特色、高技术含量的中高端农机产品，在细分市场中占据绝对优势。公司主要产品自走式玉米收获机、青贮饲草料收获机、耕作机械已经占据了国内市场重要地位，在同类型产品中都位于国内前三名之列，在新疆地区更是占有绝对优势。

公司改制于新疆机械研究所，在改制之前就已经是国内农业机械领域的佼佼者，获得过 100 多项国家级和自治区级的奖励。公司专职研发人员 47 人，承担各种研发任务的研发人员总计 69 人，占公司总人数的 28.4%。公司目前开发和生产的许多产品是能够填补国内空白农机装备，或者打破国外企业垄断地位，同时又符合国情需要。具有一定的研发和技术优势明显。

公司推出的新产品普及度较低，成长空间大；公司通过专利严专利竞争方式锁定和巩固市场份额，从而避开简单价格竞争的泥潭。例如，国内玉米机械收获率仅有 10%左右，提升空间较大；公司针对国内不同种植模式玉米机械收获要求，解决了不对行（行距不等）的关键难题，推出不对行玉米联合收获机，并通过 27 项专利对关键技术进行保护。显示出公司良好业务定位和技术优势。

七、募集资金运用

公司此次募集资金计划投资 20,160 万元，新建冲压、焊接、机加工联合厂房（包括新产品试制车间）、装配车间、涂装车间、研发楼及配套设施，建成后将实现年产 3,000 台（套）农牧机械装备及机具的生产能力。项目建设期为 2 年，并已于 09 年 8 月开工建设，运营期第 1、2 年达产率分别为 50%、80%，第 3 年即可达到满负荷生产。

公司的募集资金投向项目需求明确，公司相关产品的优势明显；项目完成后，将使公司产能瓶颈得到缓解，加速经营规模扩张。此次新股发行筹资金额预计将超出该项目投资所需资金，超募资金将大幅改善公司的资金状况，这不仅能支持新产品研发（其他经济作物如蕃茄的收获机等）、销售规模的扩张，同时也将为公司寻求异地合作提供有力支持。

表 2：募投项目情况

序号	产品系列	主要产品	单位	生产纲领
1	农牧业收获机械	系列自走式玉米收获机	台/ 年	1,400
		系列青贮饲草料收获机	台/ 年	320
		经济作物收获机	台/ 年	200
		小计	台/ 年	1,920
2	耕作机械系列动力旋转耙		台/ 年	500
3	农副产品加工机械		台/ 年	200
4	林果机械		台/ 年	300
5	其它农业机械		台/ 年	80
	合计		台/年	3,000

资料来源：公司招股说明书, 德邦证券

八、收入项目拆分

表 3：收入拆分

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收获机械						
销售收入（百万元）	23.53	63.09	87.37	235.5	425.5	642.6
增长率（YOY）		168.20%	38.47%	165.00%	85.00%	50.00%
毛利率	35.37%	29.37%	37.94%	36.50%	36.00%	35.50%
耕作机械						
销售收入（百万元）	8.09	8.91	11.24	16.85	21.91	28.48
增长率（YOY）		10.09%	26.11%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利率	51.96%	55.35%	62.21%	58.00%	55.00%	52.00%
加工及林果机械						
销售收入（百万元）	1.43	8.3	12.52	5.01	9.01	13.52
增长率（YOY）		478.91%	50.78%	-60.00%	80.00%	50.00%
毛利率	30.37%	20.74%	20.83%	22.00%	22.00%	22.00%
机械加工及其他						
销售收入（百万元）	13.9	17.29	15.54	17.87	21.45	25.74
增长率（YOY）		24.39%	-10.12%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	30.57%	23.58%	26.93%	23.39%	21.57%	19.75%
合计						
销售总收入（百万元）	46.95	97.59	126.67	275.23	477.87	710.34
增长率（YOY）		107.86%	29.80%	117.28%	73.63%	48.65%
平均毛利率	36.66%	29.98%	37.05%	36.70%	35.96%	35.33%

资料来源：德邦研究所

九、利润表

表4：利润表

单位：百万元，元，万股

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	47.0	97.6	126.7	275.2	477.8	710.3
减：营业成本	29.7	68.3	79.7	174.2	306.0	459.3
营业税金及附加	0.16	0.23	0.26	0.57	0.99	1.47
营业费用	5.11	8.62	12.95	28.13	48.84	72.60
管理费用	5.09	9.47	13.26	28.80	50.01	74.34
财务费用	0.07	-0.10	0.33	-0.28	-1.05	-2.11
资产减值损失	0.46	1.22	0.10	0.10	0.10	0.10
加：投资收益	-0.06	0.08	0.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6.27	9.91	20.24	43.68	72.94	104.58
加：其他非经营损益	3.99	3.42	4.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.26	13.32	24.28	43.68	72.94	104.58
减：所得税	0.04	-0.01	0.61	0.00	0.00	0.00
净利润	10.23	13.33	23.68	43.68	72.94	104.58
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	10.23	13.33	23.68	43.68	72.94	104.58
全面摊薄每股收益	0.25	0.33	0.58	1.07	1.78	2.55
发行后总股本	4,100	4,100	4,100	4,100	4,100	4,100

资料来源：德邦研究所

十、相近公司估值水平

目前并无以农机为主业的上市公司，我们选取上市公司中涉及农机及其配件的几家公司作为可比公司，按 12 月 27 日的价格计算，其 2010 年的动态市盈率如下表所示。

表5：相近上市公司估值水平

公司代码	公司	最新价格(元)	总股本（百万股）	每股收益（元）			PE		
				10E	11E	12E	10E	11E	12E
300022	吉峰农机	31.9	178.7	0.48	0.82	1.30	66.50	38.77	24.45
000816	江淮动力	7.5	846	0.24	0.38	0.63	31.75	19.90	11.93
002131	利欧股份	16.3	310.12	0.41	0.56	0.77	40.02	29.04	21.28
002097	山河智能	16.6	411.45	0.54	0.70	0.88	30.73	23.84	18.82
000880	潍柴重机	18.1	276.1	0.75	0.97	1.25	24.05	18.72	14.50
	平均						38.61	26.06	18.20

资料来源：德邦证券研究所

但可以看到这些公司估值差异较大，比如，潍柴重机估值较低、吉峰农机估值较高，

因此其平均估值的可参考性较小。我们认为公司未来增长明确(行业需求在政策支持下快速释放)且较快(未来三年的复合增长率在 55%左右),拥有一定的技术优势,可以给予其 2011 年动态市盈率在 35-40 倍之间,按此计算预计 2011 年合理价格在 62.3-71.2 元。

十一、风险提示

市场扩展风险。公司市场目前主要集中西北和东北,但市场占有率已经很高,未来扩展有限,内地市场将是公司未来产能扩张的主要承载,但由于公司市场推广经验还不很丰富,有可能出现市场扩张缓慢的情况,在此对此风险加以提示。

政策风险。农机补贴政策未来可能发生变化。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。