

吉峰农机（300022）：高速成长的行业先行者

增持（上调）

农机流通 报告日期：2011年1月13日

事件描述：

吉峰农机（300022）是一家成长非常迅速的农机流通企业，也是行业内第一家上市企业。公司在全国农机流通行业属于先行者，业务分布在全国17个省（直辖市）。近期，我们调研了吉峰农机，与管理层就公司近况及未来的发展进行了交流。

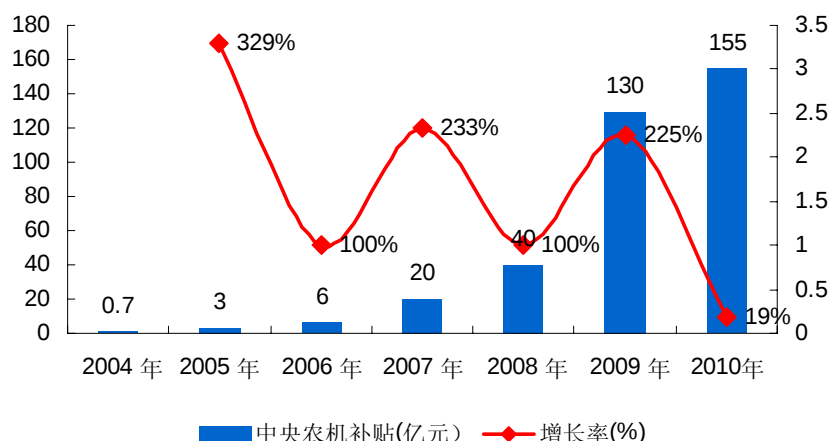
评论：

1、行业概况

1.1、农机连锁流通模式未来有很大发展潜力

公司的主营业务属于农机流通行业。当前，国家高度重视农业机械化发展，大规模增加农机购置补贴。目前全国总体上实行30%农机购置补贴比率。流程一般是农民差额购机，供应商或经销商代为垫资，稍后财政部门执行统一结算。受益于国家的补贴政策，农机流通行业整体发展较快。

图表1：历年中央财政农机年购置补贴资金



资料来源：公司报告，天相投顾整理

联系人：钟尚戎
010-66045769 zhongsr@txsec.com
证券分析师 王旭
执业证书编号：A0140511010018
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

中国1957-2003年农业机械化率年均增长0.7%，2004年以后年均增长2.7%。国家于2008年通过《关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，提出“2020年农民人均纯收入比2008年翻一番”。根据上述目标，2020年我国农机化率年均增长率需保持目前年均2.7%的增长水平。我们认为，未来国家农机购置补贴很可能成为长期国策。

图表2：公司市场占有率情况

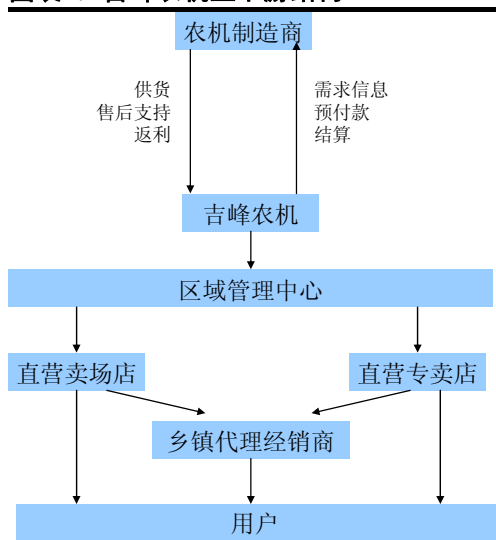
	2006 年	2007 年	2008 年	2009年
销售收入（亿元）	2.11	3.78	7.94	16.03
全国农机生产规模以上企业生产 总值（亿元）	1,316.70	1,517.51	1,995.00	2220.02
全国市场占有率（%）	0.16	0.25	0.4	0.72
全国农机连锁市场排名位次	1	1	1	1

资料来源：公司报告，天相投顾整理

自20世纪90年代以来，我国连锁经营行业获得了快速发展，连锁经营在国内流通产业如零售、餐饮业等服务行业中得到广泛应用，被视为我国零售业中具有较高增长潜力的行业。目前我国农机连锁经营还处于初级阶段，大规模从事农机连锁经营的企业很少，行业内只有吉峰农机和江苏苏欣。通过图表2，可以看出虽然吉峰农机已经是农机连锁流通行业排名第一的企业，但2009年公司销售收入占全国农机销售总收入的比例只有0.72%。对比苏宁电器7%左右的市场份额，我们认为公司先进的连锁经营模式在未来还有较大成长空间。

1.2、产业链上下游结构

图表3：吉峰农机上下游结构



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

在农机销售的整体产业链上，公司属于中游的农机流通行业，上游是农机制造行业，代表性企业有：福田雷沃，常州东风等。下游用户主要是农民用户和农业机械专业户。

我们认为公司凭借自身的专业化优势，通过整合上游农机制造企业和下游农民用户之间信息流、物流以及资金流，能够提升农机流通的整体效率。

图表4：农机流通行业主要竞争对手

企业名称	排名
中国农业机械华北集团有限公司	1
广东省农业机械总公司	2
辽宁省新民市农业机械有限公司	3
黑龙江省农业机械有限责任公司	4
江苏省如皋市农机有限公司	5
江苏苏欣农机连锁有限公司	6

资料来源：公司报告，天相投顾整理

图表4列出了公司在农机流通行业的主要竞争对手。其中只有江苏苏欣是农机连锁流通企业，和公司业务模式相似。其他企业均为区域性大型农机流通企业。建议投资者重点关注江苏苏欣的发展情况。

2、局部市场增速放缓，但整体处于高速增长期

我们分别从公司的原有市场和新进入市场进行分析，得出原有市场除四川和贵州地区外整体增速较快，同时我们对新进入市场的未来前景看好。

图表5：2010年上半年吉峰农机分地区收入增长情况

收入（万元） 已进入地区	报告期	上年同期	同比增长（%）	收入（万元） 新进入地区	报告期	上年同期	同比增长（%）
四川	55,399	72,763	-23.86%	安徽	17	-	-
云南	6,497	1,236	425.84%	福建	473	-	-
重庆	4,472	2,796	59.92%	甘肃	8,499	-	-
贵州	1,667	1,695	-1.63%	湖南	236	-	-
陕西	8,166	1,951	318.63%	吉林	28,891	-	-
广东	774	63	1120.35%	江苏	848	-	-
广西	3,165	1,158	173.20%	辽宁	11,574	-	-
				宁夏	3,432	-	-
				浙江	2,507	-	-
汇总	80,139	81,662	-1.86%	汇总	56,475		
合计					136,614	81,662	67.29%

资料来源：公司报告，天相投顾整理

2.1、原有市场成长放缓：公司2010年上半年收入增长主要来自外延式收购的新进入市场，剔除收购因素，原有市场收入从2009年上半年的8.16亿下降到2010年上半年的8亿。从图表5可以看出，原因是占公司主营收入40%以上的四川地区销售收入同比下降23.9%，从2009年上半年的7.38亿下降至2010年的5.54亿。公司解释是四川地区因财政补贴政策滞后导致销售延后以及该地区市场竞争加剧。从总体上公司原有区域收入略有下降，但同时我们也需看出，原有市场中的云南、陕西、广东地区增长非常迅速，重庆和广西则保持较为稳定的增长。贵州地区同比收入略有下降，原因来自气候变化导致的农忙季推后，我们认为，因此导致的销售增长停滞是暂时的，鉴于公司在贵州地区的收入规模现在还非常小，我们认为未来公司在贵州市场仍能保持较快的增长速度。

2.2、新进入市场前景值得期待：公司2010年新进入市场上半年一共带来销售收入5.65亿，其中大部分来自东北。假设新进入市场的净利润率在1.8%，那么这段时间可以为公司增厚EPS0.057元。吉林、辽宁市场收入共4.05亿，占2010年上半年新增市场收入的72%。同时，公司在安徽、福建、湖南、江苏、宁夏、浙江地区的收入规模均较小，这些地区后期有望超高速增长，未来很可能成为公司下一轮高速增长的主要力量。

2.3、公司后续收入增长将主要来自于深耕现有市场，通过以点织网渠道下沉的方式提升收入规模。未来两到三年公司仍会寻找机会进行异地收购扩张，但速度会趋于放缓。原因是公司在收购时需要选择具有一定规模的经销商，否则后续的管理和整合成本会很高。而满足这一条件的合适收购目标目前已经不多。

综合考虑，我们建议投资者关注公司后期在四川地区的收入是否能得到改善，以及占公司销售规模比重较大的东北市场2010年度收入情况。

3、公司三大竞争优势

我们认为，公司的高速增长主要来源于三个方面的竞争优势：资金优势，规模优势，服务优势。

3.1、资金优势：

农机流通企业的特殊性在于需要先行垫付政府对农民的农机购置补贴，这部分金额大概会占到购机款的30%。而补贴款发放的滞后性，导致农机销售行业对流动资金的需求非常高。公司通过成功上市募集了大量资金，对后续销售规模的增长会起到很大的支持作用。相比较，公司其他竞争对手因为资金方面的瓶颈，在提升销售收入方面会面临较大困难。

3.2、规模优势：

公司通过上市平台，迅速扩大规模，能给公司带来诸多好处。我们主要总结了3个方面：

a) 规模优势可以帮助公司在与上游供应商的谈判中处于更有利的地位，具体表现在：

公司比其他农机经销商有更强的议价能力，并且在销售达到一定规模后可以得到供应商的返利。09年返利占到公司主营收入的1.23%，占到归属母公司净利润的34.5%

b) 规模优势使得公司能够维持一支必要的售后服务队伍

公司因为本身的规模优势，可以维持一支高效有力的维修服务队伍。而这些成本对于其他小型农机经销商是很难承受的。同时，公司通过规模效应维系的维修队伍也比供应商具有成本优势。主要原因有2点：1) 我国南北方农业季节差异较大，一个区域的农忙时间在另一个区域可能就是农闲时间。而公司拥有全国范围的规模优势，因此可以有效的利用季节差来调配资源，从整体上降低售后服务的运营成本；2) 供应商的维修人员通常只服务于自己的品牌，而吉峰农机的维修人员经过系统培训后可以覆盖很多品牌的维修。

c) 规模优势是公司利用信息系统更好的整合行业资源的前提

公司上市时募集的资金中有3000万是用于ERP信息系统的建设。ERP系统的高效运行，有一个重要前提就是公司需要具备一定的规模，这样资源整合的效果才能显现出来。我们认为，如果今后公司ERP系统运行顺利，公司有望明显降低自己的费用率，特别是库存和运输费用。另外，公司也有可能通过强大的信息系统，同上游供应商更紧密的合作，从而提升整个供应链的运行效率，分享供应链优化带来的整体效益。建议投资者关注后期ERP系统带来的资源优化效果。

3.3、服务优势：

服务优势是公司最重要的核心竞争力之一。我们认为，公司在服务上的优势包括：

a). 公司拥有大批来自农村，懂得农村文化并了解农民语言的员工。这些员工因为熟悉农村之间不同文化，购买力以及地域的差异及特殊性，从而可以为广大农机用户提供有价值 and 针对性的售前售中服务。比如购机前的产品选型，现场技术指导等服务。

b). 公司利用自身的规模优势，可以给农机使用者提供更好，更及时的售后维修服务，而这项服务恰恰是农机使用者最看重的。因为对于农民来说，一年主要的收入都来自农忙季节。而这段时间如果农用机械出现问题得不到及时维修将给农机使用者带来巨大损失。对于这一情况，没有规模的农机经销商很难承担高昂的售后服务成本，而生产企业的维修人员在农忙高峰时也是很难满足大量的售后维修需求的，尤其是在考虑成本因素后。而公司通过规模优势，可以为顾客提供及时且成本可控的售后服务，从而更好的提升公司的品牌形象和在农民心目中的口碑。

4、公司新进入市场处于培育期，未来利润率有望提升

4.1、预计2010年全年净利润率会下降，但我们认为这是公司在高速扩张时期的正常现象

公司2010年净利润率下降主要来自两方面原因。1) 新增的东北市场净利润率较低。2) 公司在异地高速扩张导致销售费用率上升。公司在东北扩张收购的当地经销商主要采用批发模式，净利润率相比公司原有市场低，东北大概1%到1.5%，南方市场2.5%左右。因此会拉低公司全年的净利润率。同时公司由于异地高速扩张，销售费用率有明显上升。（主要来自运输和人工费用的大幅上升，根据2010年3季报，7到9月的销售费用率为9.2%，而2009，2008年则分别为6.38%和5.58%）因此，我们估计全年净利润率会有明显下降。但基本可保持在2%以上。

公司当前的战略是先快速扩张规模，在此期间销售费用率升高在所难免，尤其异地扩张后的整合需要时间。我们认为，当未来收入达到一定规模后，公司就可以利用强大的规模优势高效整合行业资源，从而更好的控制费用、提升利润空间。

4.2、预计公司年底返利占收入比会有所下降

因为不了解公司与新增市场供应商的合作情况，我们暂时对新增市场的返利情况持保守态度。我们预计2010年底返利金额和2009年接近，在2000万左右。但返利金额占销售收入和净利润的比例均会大幅下降，预计大概分别在0.65%和25%左右。2009年返利占收入和净利润的比例分别为1.23%和34.5%。建议投资者后期关注返利金额

对应销售收入的变化。

5、公司在 ERP 系统建立后，经营性现金流有望得到改善

公司经营性现金流2010年表现不理想。但我们认为，只要将来公司存货管理方面能得到改善，经营性现金流仍能恢复良性运行。

图表6：公司历史经营性现金流与净利润对比

单位：万元	2010年3季报	2010中报	2009年报	2009中报	2008年报	2007年报
经营活动产生的现金流量净额	-15036	-22747	7558	1848	-2066	1944
净利润	5045	3133	5731	2509	2917	1611

资料来源：公司报告，天相投顾整理

根据公司2010年中报披露，净利润和经营性现金流之间接近2.6亿的巨大差异主要来自：

- 1) 存货增加导致的-5.58亿
- 2) 经营性应收账款目增加导致的-6.2亿
- 3) 经营性应付项目增加导致的9.15亿

上述三项从整体上导致负2.63亿的经营性现金流与净利润差异。因此，通过分析上述三方面因素，就可以解释2010年经营性现金流恶化的主要原因。

公司披露存货的增加主要是因为新开门店日常周转所需存货逐渐增多以及农机购置补贴政策下达滞后导致公司销售及消化存货滞后。我们认为，后一因素属于偶发性因素，但前一因素是公司将来有望通过ERP信息系统的建设得到改善的。

图表7：公司历史存货及存货周转率

	2010年3季报	2010中报	2009年报	2008年报	2007年报
存货周转率	3.94	2.47	8.8	9.27	9.96
存货(万元)	78,909	76,797	21,032	10,451	4,363

资料来源：公司报告，天相投顾整理

通过上表，我们可以看出公司2010年存货快速增长，存货周转率在大幅下降。我们认为，如果后期ERP系统作用显现，公司在存货管理方面应该会有较大改善。我们建议投资者后期积极关注公司的存货管理，特别是存货周转率方面的变化。

公司应收帐目增多，部分原因是购机补贴申报周期较往年滞后。我们认为，这部分因素是公司无法控制的，而且这部分应收款来自政府，信用风险非常低。另有部分应收帐目来自经销商未回款以及配套厂家货款，我们建议投资者后期关注这两部分的应收款情况。

图表8：公司2010年半年报应收账款账龄

单位：万元	金额	比例	坏账准备
0-6 个月	64,232	97.77%	
6 个月-1年	1,195	1.82%	59.7
1-2 年	210	0.32%	21
2-3 年	59	0.09%	29.2
3 年以上	0	0.00%	
合计	65,695	100.00%	109.9

资料来源：公司报告，天相投顾整理

总体来看，公司应收账款账龄绝大部分在半年以下，且应收账款目也有很大部分是政府补贴购机款。因此我们认为，公司应收账款目增加带来的风险不大。但公司后期还需要加强同下游经销商及配套厂家的沟通，争取能提高应收账款的管理效率。我们建议投资者后期关注公司应收账款账龄以及周转率的变化。

应付账目的增加说明公司上市后，上游供应商和金融机构愿意为公司提供更多的信用支持。但同时我们也需要关注，如果过多的占用供应商的资金有可能影响公司与上游厂家的零供关系。

综合考虑，我们建议投资者关注公司后期经营性现金流的变化情况。同时我们认为，如果公司能在今后通过ERP系统的建设提升库存管理能力，经营性现金流的改善是很有希望的。

6、盈利预测与风险提示

盈利预测假设：

- 1.我们先分销售地区预测得出2010,2011,2012年度的预测销售收入分别在30.8亿，51.7亿和92.1亿。
- 2.公司2010年前三季毛利率在13.14%，假设年终返利占到0.65%，我们预测2010年整体毛利率应该在13.8%左右。我们假设2012年公司在规模效应下返利可以有所提升，毛利率会达到14%。
- 3.因2010年第3季度公司销售费用率上升至9.2%，（2010年1-9月销售费用率7.8%）但考虑到ERP系统有可能带来运输成本的降低，故我们将未来两年销售费用率调至8.2%。
- 4.管理费用根据2010年3季报2.82%，假设维持在2.85%左右。
- 5.因公司新扩张的很多地区已不能享受西部大开发优惠，优惠税率15%，非优惠税率25%，因此适当调高未来两年所得税率。2010年税率根据3季报19.04%，假设全年维持在19%左右。
- 6.我们假设公司未来通过收购带来的收入增长将逐渐减少，因此少数股东权益占比不会继续大幅增加。

我们预测2010，2011，2012年公司收入将达到30.8亿、51.7亿和92.1亿，在总股本不变的情况下，每股收益分别为0.37、0.5和0.95元。按2011年1月12日收盘价31.90元，对应市盈率分别为86、64和34倍。虽然短期估值偏高，但我们看好公司所在行业及独特经营模式带来的未来成长性，因此我们上调公司投资评级至“增持”。

图表9：吉峰农机盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	37,750	79,360	160,339	308,200	517,100	920,960
增长率(%)	78.55%	110.22%	102.04%	92.22%	67.78%	78.10%
减：营业成本	33,146	68,633	138,489	265,668	445,740	792,026
毛利率(%)	12.20%	13.52%	13.63%	13.80%	13.80%	14.00%
营业税金及附加	20	51	73	154	259	460
销售费用	1964	4428	10237	24040	42402	75519
管理费用	984	2705	4376	8784	14996	26708
财务费用	17	83	152	308	517	921
期间费用率(%)	7.86%	9.09%	9.21%	10.75%	11.20%	11.20%
资产减值损失	-145	29	75	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	-10	8	0	0	0
营业利润	1,762	3,421	6,945	9,400	13,445	25,787
增长率(%)	886.39%	94.09%	103.03%	35.35%	43.03%	91.80%
加：营业外收入	57	67	11	0	0	0
减：营业外支出	4	99	26	0	0	0
利润总额	1,815	3,390	6,930	9,400	13,445	25,787
增长率(%)	929.73%	86.72%	104.45%	35.64%	43.03%	91.80%
减：所得税	205	473	1199	1786	2689	5415
净利润	1,611	2,917	5,731	7,614	10,756	20,372
归属于母公司的净利润	1,310	2,763	5,023	6,548	8,927	16,908
增长率(%)	1292.72%	110.84%	81.84%	30.35%	36.33%	89.40%
净利润率(%)	4.27%	3.68%	3.57%	2.47%	2.08%	2.21%
少数股东损益	301	154	707	1,066	1,828	3,463
总股本(万股)	17870	17870	17870	17870	17870	17870
每股收益(元)	0.07	0.15	0.28	0.37	0.50	0.95
每股净资产(元)	1.90	1.72	5.89			
净资产收益率(%)	38.78	33.26	9.54			

风险提示：

1. 2010年10月30日限售股解禁带来的市场压力。
2. 公司短期面临估值压力。
3. 公司在四川地区由于规模较大，销售收入增长遇到瓶颈。
4. 公司近期销售费用率上升过快，投资者需要关注公司在高速扩张中销售及管理费用率的上升。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041