

调研报告

版图迅速扩张，王者风范尽显

商业零售行业

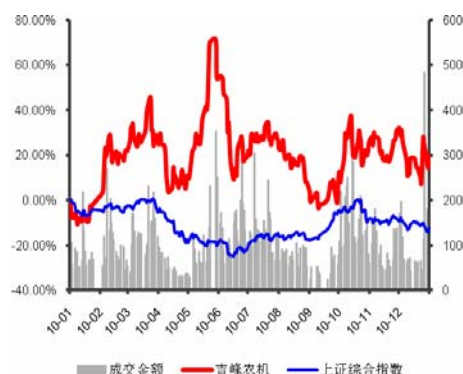
2011 年 1 月 20 日

——吉峰农机（300022）调研报告

评 级:强烈推荐（首次）

合理价格: 41.3-45.0 元

最近 52 周走势:



相关研究报告:

报告作者

国联证券研究所商业零售小组

组长: 朱乐婷

执业证书编号: S0590210040005

联系人:

梁海

电话: 0510-82832337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话: 0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明:

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, 特此申明。

事件: 近期我们前往成都, 与公司管理层就公司的发展战略和经营情况等进行了深入交流。

- **2012 年销售规模有望突破百亿。**根据公司近几年、尤其是上市以来 2010 年的高速扩张表现, 我们认为公司有能力成功实现 2012 年销售规模上百亿元的战略目标, 成为凭借资本市场平台反向进行产业整合的成功典范。
- **农机连锁的进入壁垒较高。**农机连锁对企业的资金实力、宣传推广新产品的能力、一二线品牌代理权的获取能力和服务能力等都有较高要求, 尤其品牌代理权和及时服务能力方面的壁垒很高。
- **公司当前正在通过并购大力推动行业整合。**如何迅速做大规模、提高市场占有率是公司进行行业整合的第一要务, 公司凭借品牌、资金等优势, 尤其是通过借助上市平台可以给予被并购方获得上市公司股权或使其资产获得资本市场定价溢价的机会, 使得吉峰农机在实施并购整合战略方面具有显著的优势。
- **近看规模扩张, 远看整合提效。**2012 年前公司都以外延扩张为主, 内部资源整合暂时不是工作重点, 待销售规模过百亿后可能开始进行内部资源整合; 公司这种先谋求规模扩张、再进行内部整合提效的发展路径必然导致公司盈利水平呈先降后升的“U”型走势, 但我们认为应能维持在 2% 以上的水平并于 2013 年出现向上拐点。
- **首次给予“强烈推荐”评级, 合理价格区间为 41.3-45.0 元。**我们预测 2010-2012 年每股收益分别达到 0.43、0.75 和 1.38 元 (暂不考虑送配), 净利润复合增速高达 69%; 我们认为吉峰农机的投资逻辑应该是沿着“高成长——高估值”到“增速下降——估值降低”的轨迹进行, 在当前高速成长阶段享受较高估值是合理的, 按照 11 年动态市盈率 55-60 倍 (对应 PEG 只有 0.8-0.9 倍, 低于行业 1.0-1.2 的平均水平) 计算, 对应合理股价区间在 41.3-45.0 元, 首次给予“强烈推荐”评级。

一、2012 年销售规模有望破百亿

吉峰农机于1998年率先在中国农机流通行业推行连锁经营模式，迅速成长为国内最大的农机连锁企业，并于2009年10月成功登陆A股创业板，成为国内唯一的农机流通类上市公司。公司以推动行业整合为己任，成功上市后凭借资本市场的融资平台加快行业整合步伐、规模迅速扩大，截止2010年底已在全国18个省（自治区和直辖市）拥有1000多家门店，其中直营门店近150家，代理经销（加盟）门店800家，销售规模预计将实现翻番突破32亿元，市场占有率由09年的0.78%迅速提升至10年底的1.18%，成长速度远超行业平均水平，成为凭借资本市场平台反向进行产业整合的成功典范。

根据公司近几年、尤其是上市以来2010年的高速扩张表现，我们认为公司有能力实现2011-2012年均100%左右的增速，有望于2012年实现销售规模过百亿元的战略目标。

二、农机连锁的进入壁垒较高

壁垒一：必须具有足够的资金实力。开设单体农机销售门店的成本并不高，譬如吉峰农机平均的直营门店单店开设成本（包括租金、人工费和装修费等）就只有 100-200 万元，因此行业内存在数量庞大的夫妻店、兄弟店；但是一旦进行连锁经营就会对资金实力有很高的要求，不仅从供应商处进货需交定金，还要为农户垫付 30%左右的补贴款（限补贴品种），所以真正具有一定规模实力的农机流通商很少，全国 7 万多家农机商户中销售规模上亿元的只有几十家。

壁垒二：新技术、工具的推广宣传需要一定实力。农机使用者多为文化素质相对较低的农户，对于新技术、新工具的接受能力较差，这就需要农机流通企业必须与政府有关部门联合进行相关产品的推广宣传活动才能有力地推动新产品的普及。吉峰农机不仅自身品牌优势显著，而且所代理的也主要是质量优良的一二线品牌，因此往往可以获得当地政府有关部门的支持配合，通过联合举行现场试用产品等方式推广新产品，成为农机生产厂商推广新品的重要渠道，既增强了供应商对公司渠道的依赖度，同时还取得了政府的认可和农机用户的信任。

壁垒三：一二线品牌代理权的稀缺性。作为生产资料和投资品，农机用

户对产品质量要求较高，具有较强的品牌忠诚度，而像久保田、洋马、福田和东方红等一二线品牌农机供应商往往会通过自建渠道或与当地龙头农机销售企业合作等方式经销产品，产品代销权具有稀缺性，对于规模较小的农机户来说是很难拿到一二线品牌产品经销权的，只有像吉峰农机这样有一定规模实力的农机流通企业才是这些优质产品的主要流通渠道。

壁垒四：对服务能力有很高的要求。农机主要在农忙时期使用，具有非常典型的季节性特征，因此机器故障也具有爆发时间集中的特点，这就对经销商服务的及时性提出很高要求。但新进入者和小经销商由于技术人员有限很难实现服务的及时性，容易导致农机用户的亏损，而服务的口碑又是影响农机用户购买决策的重要因素。吉峰农机经过多年的连锁化经营，目前在服务网络完善度和服务响应的及时性等方面已经具备了十分显著的优势：（1）行业内专业技术人才缺乏，大部分专业技术人员来自先前国有农机流通企业，年龄普遍偏大（平均在 35 岁以上），人员断档现象较为明显，而吉峰农机凭借上市平台不仅吸引了大量专业技术人才，而且领先行业正在着力培育 80 后甚至 90 后的新一代农机专业技术服务人才；（2）农机服务半径一般为 100-200 公里，吉峰农机凭借较为完善的连锁化经营体系可以实现跨区域人员调配，尤其在四川省内已经可以做到突发故障人员调动 24 小时内到位，初步实现服务资源的跨区域整合；（3）公司通过专业技术竞赛和定期培训等方式不断提升员工服务能力，即使销售人员也可以进行一些常规的维修、保养服务；（4）公司还要求代理商和加盟商也必须配备至少一个技术人员，并由直营门店为其提供技术培训支持。

三、通过并购加速行业整合

规模导向的扩张模式。农机流通市场属于典型的完全竞争市场，企业数量众多、单体销售规模小、市场高度分散。在这样的背景下，**如何迅速做大做强、提高市场占有率是公司进行行业整合的第一要务。**因此，公司凭借上市后强大的资本平台，通过新设和并购相结合的方式便成为公司迅速扩大经营规模的必经之路。

凭借资本市场平台反向并购是公司当前行业整合战略的核心。成功上市使公司在进行横向并购方面具备了非常显著的优势：（1）**品牌知名度**大幅提升，可以为被并购方提供更好的品牌平台；（2）**融资能力**显著增强，不仅可以**通过资本市场低成本融得所需资金**，同时公司在银行间的信用额度和上游

供应商的票据承兑信用额度等也由于上市而得到快速提升，融资渠道更加多元化；（3）最重要的是，被并购方如果经营得力，当经营业绩达到资本市场及相关法规约定条件后，在未来将极有可能**通过上市公司定向增发将其资产打包注入上市公司**，使其资产享有资本市场的较高溢价，这一点对于被并购方而言无疑具有极大的诱惑力和吸引力。

此外，以下三方面因素也是促使公司加快并购步伐的重要原因：（1）在国家大力推进农业现代化的政策背景下，农机流通行业吸引力大大提升，加上吉峰农机上市后显现出的巨大财富效应，**竞争对手（尤其那些年轻、有创业精神的农机流通企业）也有可能通过引进战略投资者或者直投基金等方式获取快速扩张所需资金**，成为公司推进行业整合的强有力竞争者；（2）**农机行业的属地经营特征十分明显**，通过并购区域龙头企业不仅可以快速进入新市场、降低门店培育成本和新市场开拓风险，而且可以“不战而屈人之兵”消除重要的区域竞争对手，为其行业整合战略扫除重要障碍；（3）**农机的区域代理流通体制**导致公司在进入新市场时，往往一二线农机品牌代理权已被当地龙头企业获取，公司只能选择并购来获取相应的品牌代理权。

四、近看规模扩张，远看整合提效

2012年前公司都以外延扩张为主，内部资源整合暂时不是工作重点。公司近几年通过新设和并购实现了销售规模的迅速增加，其中增长部分主要是通过并购方式变行业“存量”为公司“增量”，但由于门店网络分布较为分散、绝对规模相对仍较为有限等原因，目前门店之间的资源整合还处于较为初级的阶段：（1）**直营店和加盟店之间的资源整合情况**：直营店的销售除了大型农机是农户直接到门店采购外，主要还是依靠加盟商介绍客户；而加盟商除了可以分享“吉峰农机”的品牌、得到技术培训和部分产品免费铺货的支持，更重要的是可以获得一二线优质产品的货源支持、增强其产品竞争力，并且由总部为其提供信用保证与供应商谈判从而降低进货成本。（2）**被并购企业的资源整合情况**：吉峰农机与被并购企业之间大多是51%对49%的股权结构，目前被并购企业门店与公司的自设门店之间资源整合还未展开。

公司销售规模过百亿后有望进行内部资源整合。公司2012年将有望实现销售规模过百亿的目标，届时将极有可能展开内部资源的整合提效。可整

合提升的空间有：

(1) **完善财务和库存管理信息系统**，主要信息系统的建设将可能在 2013 年完成。

(2) **完善物流配送体系**，推行物流招标以降低日益增加的运费成本（09 年运费占销售费用比重达到 26.7%，比 08 年增加了 1.3 个百分点），并且不排除将来会自建物流配送中心。

(3) **谋求获取全国代理权**，真正实现全国渠道资源的规模优势整合，显著降低采购成本、提升返点比例。

(4) **增加非补贴农机产品销售占比**，提升整体盈利水平。

(5) **涉足农用汽车、小型工程机械等相关业务**，利用公司庞大的渠道网络资源，充分分享农业现代化进程中水利设施建设、农村基础设施完善等带来的时代机遇。以眉山直营卖场为例，09 年该店总销售规模为 4500 多万元，其中农机销售额 4000 多万元，农用汽车销售额 500 多万元；10 年农机销售额约可达到 5000 多万元，而农用汽车销售额可达到 1000 多万元，增速远高于农机。

(6) **与供应商的战略合作还有很大开拓空间**，目前只有本部所在四川地区可以实现与供应商一定程度上的战略合作，未来的战略合作将向全国渠道网络层面提升。

(7) 凭借庞大销售网络获取的一手消费需求信息，可以**尝试进行产品定制甚至参与产品设计**，延长企业价值链，实现渠道价值的最大化。

(8) **大力开发后服务市场**，凭借庞大的人才网络优势，公司可以大力拓展高毛利率（24%以上，远高于一般农机销售 13%的毛利率水平）的后服务市场，目前该部分业务占比不足 1%，可开发空间巨大。

公司先谋求规模扩张、再进行内部整合提效的发展路径必然导致公司盈利水平呈先降后升的“U”型走势。(1) 被并购企业的经营效率和盈利能力跟公司有较大差距（譬如北方企业的净利率水平普遍较低，只有公司南方门店的 50%左右），短期内会对公司的净利率水平有较大拖累；(2) **费用上升较快**，尤其是人员成本上升较为明显，人员总量截止 10 年底已由 09 年的 800 多人上升至 2500-2600 人（针对该问题，公司从 11 年起将对所有直营店实施全面预算管理，并与直营店管理层绩效考核挂钩，充分调动门店节约降耗的积极性）；(3) **销售规模过百亿后后台建设、内部资源整合才可以大力推进**，目前还未对物流资源进行整合，公司层面的规模优势还无法得到体现。因此，我们认为公司在 2012 年销售规模上百亿之前，净利率水平的较大幅度下降是公司当前快速扩张战略的正常反映，2010-2012 年的净利率水平将可能呈现逐年下降的趋势，但应能保持在“2%”以上的净利率水平，并且 2013

年开始净利率水平将有望回归上升通道。

五、盈利预测与投资评级

首次给予“强烈推荐”评级。我们假设公司2011-2012年仍将通过并购保持100%左右的销售规模增速，净利率水平维持在2%以上，每股收益分别达到0.43、0.75和1.38元（暂不考虑送配），净利润复合增速高达69%。公司是中国农机流通行业整合的最有力推动者和最大受益人，当前正处于高速发展、成就霸业的过程中，如果2012年规模超百亿的目标能够成功实现，公司的行业霸主地位将很难再被撼动，可以充分享受中国农业现代化历史进程带来的时代机遇和行业硕果，有望持续保持较高增速。因此，我们认为**吉峰农机的投资逻辑应该是沿着“高成长——高估值”到“增速下降——估值降低”的轨迹进行**，在当前高速成长阶段享受较高估值是合理的，按照11年动态市盈率55-60倍（对应PEG只有0.8-0.9倍，低于行业1.0-1.2的平均水平）计算，对应合理股价区间在**41.3-45.0元**，给予**“强烈推荐”**评级。

六、风险提示

- （1）农机购置补贴力度大幅下降；
- （2）并购扩张速度显著降低，导致未来业绩增速大幅低于市场预期；
- （3）新增被并购企业盈利能力较低，显著拉低公司整体净利率水平。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	538	725	1133	1930	营业收入	1603	3216	6410	12271
应收款项	142	291	492	841	营业成本	1385	2783	5557	10651
存货净额	210	496	837	1459	营业税金及附加	1	2	4	7
其他流动资产	49	96	192	368	销售费用	102	211	434	839
流动资产合计	939	1608	2654	4598	管理费用	44	90	189	362
固定资产	20	36	52	66	财务费用	2	1	2	0
无形资产及其他	5	4	4	4	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	5	6	7	8	其他收入	0	0	0	0
资产总计	970	1657	2719	4678	营业利润	69	128	224	411
短期借款及交易性金融负债	10	100	90	80	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	290	595	1188	2277	利润总额	69	128	224	411
其他流动负债	114	308	618	1186	所得税费用	12	26	45	82
流动负债合计	414	1003	1896	3542	少数股东损益	7	26	45	82
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	50	77	134	246
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	0	0	0	0	净利润	50	77	134	246
负债合计	414	1003	1896	3542	资产减值准备	0	1	1	1
少数股东权益	30	54	97	175	折旧摊销	3	3	4	5
股东权益	526	599	727	961	公允价值变动损失	1	0	0	0
负债和股东权益总计	970	1657	2719	4678	财务费用	2	1	2	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	30	18	265	511
每股收益	0.71	0.43	0.75	1.38	其它	6	24	42	77
每股红利	0.04	0.02	0.04	0.07	经营活动现金流	91	122	445	840
每股净资产	7.48	3.35	4.07	5.38	资本开支	(6)	(20)	(20)	(20)
ROIC	18%	21%	49%	109%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	13%	18%	26%	投资活动现金流	(6)	(21)	(21)	(21)
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	407	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	3%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	3%	支付股利、利息	(3)	(4)	(7)	(12)
收入增长	102%	101%	99%	91%	其它融资现金流	(2)	90	(10)	(10)
净利润增长率	82%	53%	75%	84%	融资活动现金流	400	86	(17)	(22)
资产负债率	46%	64%	73%	79%	现金净变动	484	187	408	797
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	货币资金的期初余额	54	538	725	1133
P/E	45.3	75.0	43.0	23.4	货币资金的期末余额	538	725	1133	1930
P/B	4.3	9.6	7.9	6.0	企业自由现金流	86	105	429	825
EV/EBITDA	36.0	51.1	33.4	22.4	权益自由现金流	84	194	418	815

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。