

公告点评

收入增速超预期，净利率下降明显

商业零售行业

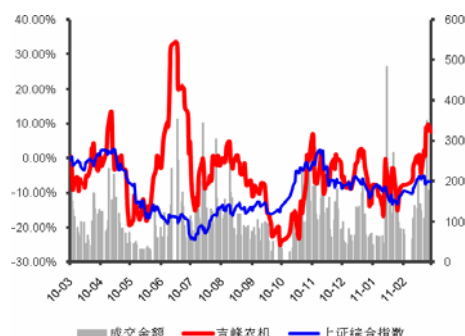
2011 年 2 月 28 日

——吉峰农机（300022）业绩快报点评

评 级:推荐（下调）

合理价格: 41.3-45.0 元

最近 52 周走势:



相关研究报告:

《吉峰农机调研报告: 版图迅速扩张, 王者风范尽显》, 01/20/11

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: 26 日公司发布 2010 年度业绩快报, 报告期内实现营业收入 36.9 亿元, 同比增长 130.01%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7,077.1 万元, 同比增长 40.88%; 此外, 公司拟向董事会提交利润分配和公积金转增股本预案, 拟以 2010 年末总股本为基数每 10 股转增 10 股并派发现金 1 元 (含税)。

- **收入增速超预期, 销售规模连续四年翻番。**业绩快报数据显示, 公司 2010 年销售收入达 36.9 亿元, 同比增长 130.01%, 显著高于我们此前 100.58% 的收入增长预期, 实现销售规模连续四年翻番。第四季度销售收入增速高达 181.07%, 一方面是由于大批农机购置补贴款在年末集中确认, 另一方面是由于新增工程机械业务收入 (约 1~2 亿元规模) 在四季度进入报表。
- **省外业务贡献占比大幅增加, 拉低公司整体盈利水平。**业绩快报数据显示, 公司 2010 年实现营业利润 11,682.75 万元, 归属于上市公司股东的净利润为 7,077.08 万元, 分别同比增长 68.58% 和 40.88%, 增速远远低于收入增速, 销售净利率也较 09 年大幅下降至 1.92%。由于 2010 年公司通过并购大力开拓全国市场, 省外业务业绩贡献占比大幅上升, 其中北方市场业务收入占比超过 1/3 以上, 盈利水平只有四川省内业务的一半左右, 同时南方新拓展市场业务 (湖南、福建等地) 仍处于整合消化期, 导致公司销售净利率大幅下降。
- **规模扩张才是核心关注点, 盈利水平下降只是暂时现象。**我们坚持此前的观点, 认为 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, 当前净利率水平的大幅下降只是暂时现象, 将随着公司费用控制和信息化系统建设等内部资源整合力度的不断加大而出现向上拐点。
- **短期下调至“推荐”评级, 长期仍是重点关注品种。**我们维持 11-12 年每股收益 0.75 元和 1.38 元 (摊薄, 暂不考虑送配) 的盈利预测,

经计算 10-12 年三年净利润复合增速高达 69%；我们坚持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，在当前高速增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，维持 41.3-45.0 元的短期合理股价目标。由于当前股价（2 月 25 日收盘价 38.15 元）已较接近该短期目标价格区间，短期股价波动风险有所增加，因此将短期投资评级下调至“推荐”评级，但长期仍是值得重点关注的优质投资品种。

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	515	507	735	营业收入	1603	3688	6410	12272
应收款项	142	303	527	1009	营业成本	1385	3214	5580	10688
存货净额	210	484	841	1611	营业税金及附加	1	2	3	6
其他流动资产	49	111	192	368	销售费用	102	257	451	866
流动资产合计	939	1412	2067	3722	管理费用	44	113	182	350
固定资产	20	36	52	66	财务费用	2	1	4	10
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	5	5	5	其他收入	0	0	0	0
资产总计	970	1460	2130	3800	营业利润	69	101	190	352
短期借款及交易性金融负债	10	100	90	336	营业外净收支	(0)	1	1	1
应付款项	290	440	764	1464	利润总额	69	102	191	353
其他流动负债	114	287	497	952	所得税费用	12	20	38	71
流动负债合计	414	827	1351	2753	少数股东损益	7	10	20	36
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	50	71	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		2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	414	827	1351	2753	净利润	50	71	134	246
少数股东权益	30	40	58	92	资产减值准备	0	1	1	1
股东权益	526	594	721	955	折旧摊销	3	3	4	5
负债和股东权益总计	970	1460	2130	3800	公允价值变动损失	1	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	2	1	4	10
	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	30	(173)	(127)	(272)
每股收益	0.71	0.50	0.75	1.38	其它	6	9	18	34
每股红利	0.04	0.02	0.04	0.07	经营活动现金流	91	(90)	29	14
每股净资产	7.48	3.32	4.03	5.33	资本开支	(6)	(20)	(20)	(20)
ROIC	18%	16%	25%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	19%	26%	投资活动现金流	(6)	(20)	(20)	(20)
毛利率	14%	13%	13%	13%	权益性融资	407	0	0	0
EBIT Margin	4%	3%	3%	3%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	3%	3%	3%	支付股利、利息	(3)	(4)	(7)	(12)
收入增长	102%	130%	74%	91%	其它融资现金流	(2)	90	(10)	246
净利润增长率	82%	41%	88%	84%	融资活动现金流	400	87	(17)	234
资产负债率	46%	59%	66%	75%	现金净变动	484	(23)	(8)	228
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	货币资金的期初余额	54	538	515	507
P/E	42.3	76.2	40.5	22.0	货币资金的期末余额	538	515	507	735
P/B	4.0	9.1	7.5	5.7	企业自由现金流	86	(109)	12	3
EV/EBITDA	34.0	59.5	34.1	22.2	权益自由现金流	84	(20)	(1)	241

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。