

吉峰农机 (300022)

农机遇时机，吉峰占先机

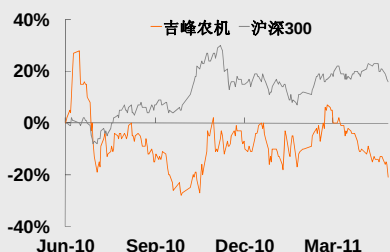
推荐 (首次)

现价: 13.88 元

主要数据

行业	批发和零售贸易
公司网址	www.gifore.com
大股东/持股	王新明/13.97%
实际控制人/持股	王新明/19.61%
总股本(百万股)	357
流通 A 股(百万股)	172
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	51.19
流通 A 股市值(亿元)	24.66
每股净资产(元)	1.60
资产负债率(%)	68.5

行情走势图



相关研究报告

专业连锁（非超市）行业 2011 年下半年策略报告：板块估值或见底，行业配置价值明显（2011.6.16）

吉峰农机年报点评：期待拐点 2012（2011.4.14）

吉峰农机(300022)：规模扩张不减，渠道整合可期（2011.2.28）

证券分析师

聂秀欣 S1060511010019
0755 - 2262 5790
Hemiao160@pingan.com.cn

投资要点

■ 行业显高速增长时机

目前中国农机化率低但农机销售量增长快。2010 年，全国耕种收综合机械化水平为 52%，而同期日本机械化率在 90%以上；2010 年全行业实现了约 2800 亿销售规模，保持了近年约 20%的年均增速。

多因素促使农机销售量大增。农机销售量大增的原因包括：国内农产品价格竞争力不足，农村劳动力从事劳动生产的机会成本增加，农业生产资料趋于集中等。

政府补贴是农机销售增加的催化剂。政府对购买农机的补贴额，从 2004 年的 0.7 亿增加到 2010 年 155 亿，刺激农机需求增加。我们预计未来两年中央农机补贴额度保持在年增长 10%左右，其对农机销售的带动作用继续加强。

■ 公司占尽渠道先机

行业竞争要靠“渠道制胜”。农机流通行业集中度非常低，行业内最大的两家公司市场占有率之和不到 2%；产业链分散，区域内无差异竞争等因素决定行业竞争要靠“渠道制胜”。

公司渠道优势明显。我们认为，公司在渠道方面的优势有二：1、规模优势，吉峰农机是农机连锁行业的龙头；2、商业模式优势，公司的收购式扩张模式是目前最适合农机流通企业扩张的模式。

■ 渠道整合和服务是未来利润增长点

渠道整合效果将在 2012 年逐渐体现。我们认为农机连锁的营业收入达到与上游制造商相应规模水平时（预计在 100 亿左右），公司的议价能力和渠道整合能力才能真正体现，而按近年持续高速增长的经营扩张态势，预估 2012 年正是营收过百亿的一年，渠道整合将带来净利率提升。

服务是成熟渠道商提高利润率的关键。补贴类农机的最高价格由农业部统一限定，终端议价能力相对较弱，造成农机销售利润微薄。由于生产商自建维修中心的成本较高，渠道商的服务价值凸显。农机售后服务的毛利率达 24%，而传统农机销售的毛利率仅 13%。

■ 盈利预测与估值

预计 2011 年至 2012 年公司的 EPS 分别为 0.37 元，0.65 元，对应 7 月 19 日 13.88 元的收盘价，动态 PE 分别为 37.8 倍和 21.5 倍。给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,603	3,652	6,510	10,751
YoY(%)	102.0	127.8	78.3	65.1
净利润(百万元)	50	66	131	231
YoY(%)	81.8	32.2	97.2	76.1
毛利率(%)	13.6	12.4	13.5	14.0
净利率(%)	3.1	1.8	2.0	2.1
ROE(%)	9.5	11.6	19.1	26.3
EPS(摊薄/元)	0.14	0.19	0.37	0.65
P/E(倍)	98.8	74.7	37.9	21.5
P/B(倍)	9.4	8.7	7.3	5.7

正文目录

一、 农机销售：大行业、大机遇	4
1.1 行业背景：农机化率低，发展速度快	4
1.2 多因素推动农机需求猛增	4
1.3 行业增长的催化剂：政府补贴	6
二、 公司占尽“渠道”先机	6
2.1 分散的产业链，区域分割的无差异竞争决定“渠道制胜”	6
2.2 规模优势：渠道已进入各大区	8
2.3 商业模式：效仿国美，收购式扩张实现低成本快速覆盖	10
三、 未来成长空间：“服务”与“整合”共促内生增长	12
四、 盈利预测和估值	16
4.1 关键假设	16
4.2 公司合理估值区间 13.0-16.3 元	16

图表目录

图表 1 我国主要农产品机械化程度不高（除小麦）	4
图表 2 我国农业综合机械化程度较低但发展快	4
图表 3 农村劳动力从事农业生产的机会成本越来越高	5
图表 4 农村合作社数量增加迅速，农业集约化趋势明显	5
图表 5 近年各级政府对农机补贴力度不断加大	6
图表 6 我国农机行业近年销售规模复合增速在 20%以上	7
图表 7 大型生产商的市场占有率	7
图表 8 美国、日本、中国机械化进程比较	8
图表 9 公司门店扩张迅速	9
图表 10 收购式扩张实现跨区域快速覆盖	9
图表 11 四大农业地理区域的农机业务增长前景	10
图表 12 公司营业规模成倍增长	10
图表 13 2010 年公司各区域营业收入占比	10
图表 14 农机行业与 2004 年前后的家电行业情况相似	11
图表 15 吉峰农机与扩张期的国美类似	11
图表 16 2004 年香港上市后国美积极并购扩张	12
图表 17 吉峰农机的渠道经营模式	13
图表 18 目前公司收入增速大于利润增速	13
图表 19 前五名供应商采购额呈下降趋势	15
图表 20 返利占比呈上升趋势	15
图表 21 少数股东损益对公司利润影响较大	15
图表 22 吉峰农机净利率不断下降	15
图表 23 公司主营业务收入假设	16

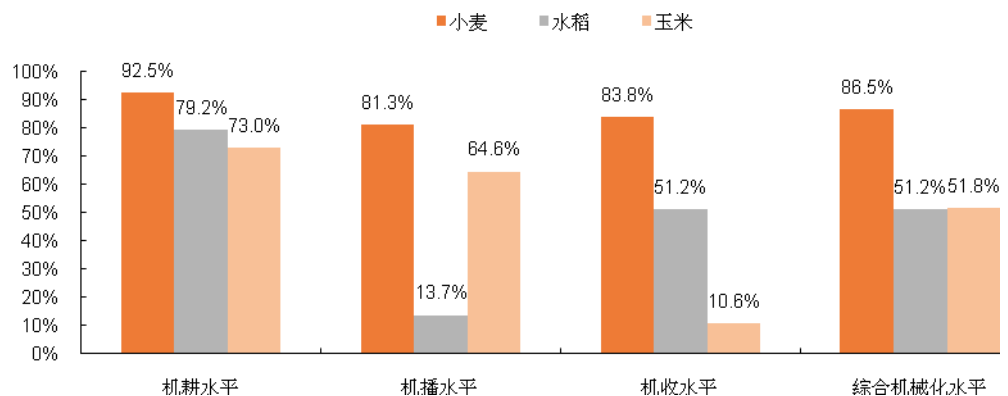
一、 农机销售：大行业、大机遇

1.1 行业背景：农机化率低，发展速度快

目前农机化率低：2010 年全国耕种收综合机械化水平超过了 52%，同期日本机械化率在 90%以上。以水稻为例，2008 年，我国水稻种植机械化程度为 13.7%，收获为 51.2%，日本水稻栽秧和收获的机械化率则分别达到 98%和 99%，差距明显。

农机发展速度快：2004 年实行农机购置补贴政策以来，全国耕种收综合机械化水平 7 年的增幅相当于政策实施前 30 年的增幅。按照国际先例（美日韩用 20-30 年完成农业机械化）推算，到 2015 年左右，我国农业机械化水平将在 60%以上，年均增长率则将保持在 2%以上。

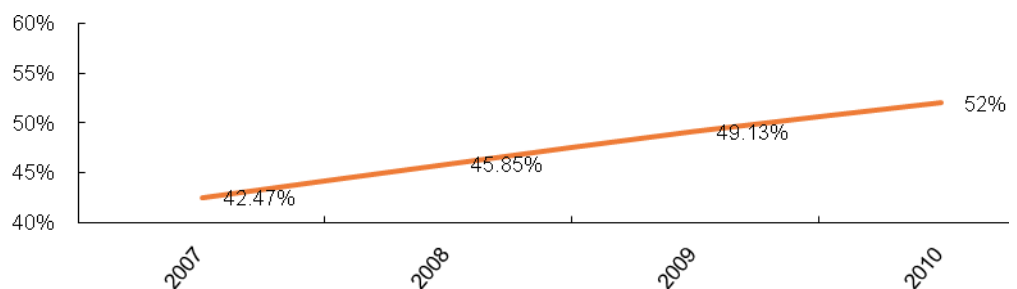
图表1 我国主要农产品机械化程度不高（除小麦）



*2008 年数据

资料来源：政府工作报告，平安证券研究所

图表2 我国农业综合机械化程度较低但发展快



资料来源：政府工作报告，平安证券研究所

1.2 多因素推动农机需求猛增

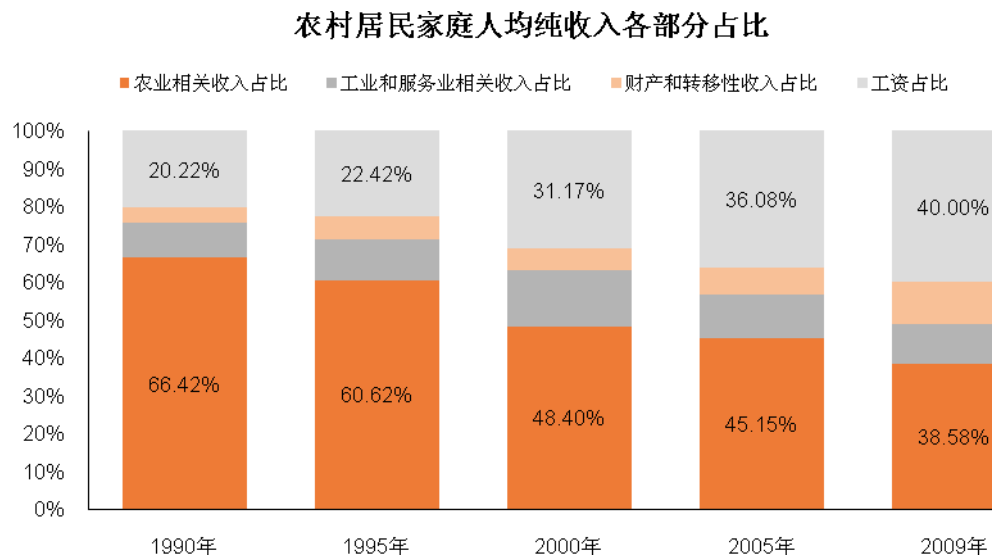
推动因素一：农产品价格高。当前我国大米、小米、大豆、豆油、白糖、棉花等主要农产品价格分

别高出国际价格水平的 17.3%至 132.6%，国际低价农产品进入国内市场，会对本国同类农产品生产形成强烈的冲击，并导致部分作物种植面积缩小。提高农业机械化将成为提高生产率、降低农产品价格、提高国内农产品竞争力的有效手段。

推动因素二：人力生产成本提高。在农村人均纯收入中，工资收入占比不断增加，而从事家庭农业生产的收入占比降低，农村劳动力从事农业生产的机会成本越来越高。农村人工成本的提高，将促进机械替代人工生产的过程。

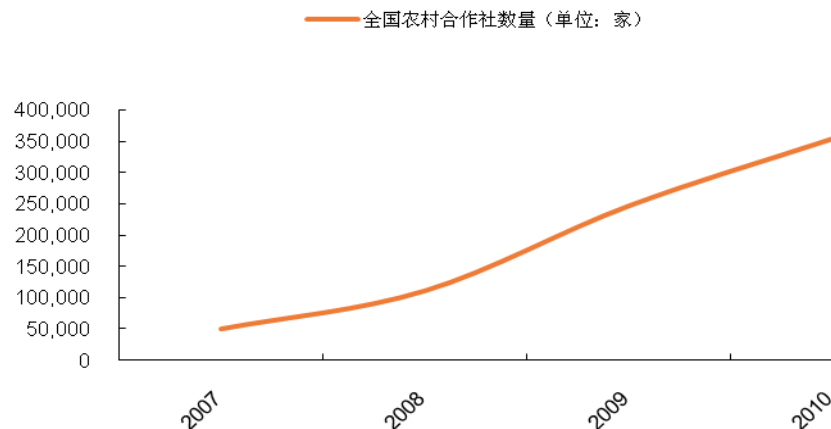
推动因素三：耕地资源趋于集中。耕地资源的集中促进农业集约化的发展，农机生产将提高农业获利能力，农机需求增加。

图表3 农村劳动力从事农业生产的机会成本越来越高



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表4 农村合作社数量增加迅速，农业集约化趋势明显



资料来源：国家农业部，平安证券研究所

1.3 行业增长的催化剂：政府补贴

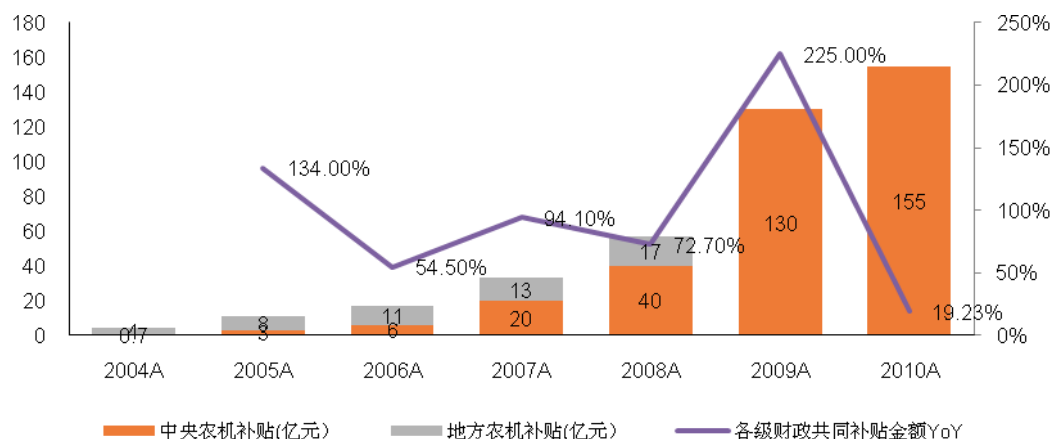
农机生产的毛利率约在 9% 左右，而零售渠道的毛利率则在 4% 左右。若扣去政府补贴（平均约 30% 左右），大部分零售商将无法实现盈利。

从 2004 年起，政府开始增加对农民购买农机的补贴，补贴金额从 2004 年的 0.7 亿，迅速增加到 2010 年的 155 亿。补贴主要分为：中央财政补贴、地方补贴。政府在年初即确定享受补贴的农机目录及零售价格，通常在一个地区，享受补贴的零售渠道只有一到两个，由生产商推荐，政府认可。

政府对农机购置的补贴是长期的，哪怕在美国、日本等发达国家，农机化率已经达到 99% 以上，政府仍然补贴农机购置。

2010 年，农机财政补贴增速下降至 19%，我认为其中原因有三：1. 政府在中国农机化发展中需考虑到中国农村人口数量较多，以及目前耕作劳动方式仍以家庭为组成单位等社会和生产方式问题，农机化是趋势但发展不能过快；2. 前期增长的补贴额已接近满足国家农业机械化在 2015 年达到 60% 的要求；3. 农业现代化的其他相关建设（如，水利、乡村公路等）相对薄弱，政策可能向其倾斜。故我们认为，未来两年中央农机补贴增长额度平均每年约为 10% 左右是合理且可能的。

图表5 近年各级政府对农机补贴力度不断加大



*2009、2010 年地方农机补贴总额尚未公布

资料来源：政府工作报告，平安证券研究所

二、 公司占尽“渠道”先机

农机流通行业集中度非常低，最大的两家公司市场占有率之和不到 2%。行业分散的产业链，区域分割的无差异竞争决定行业竞争要靠“渠道制胜”。

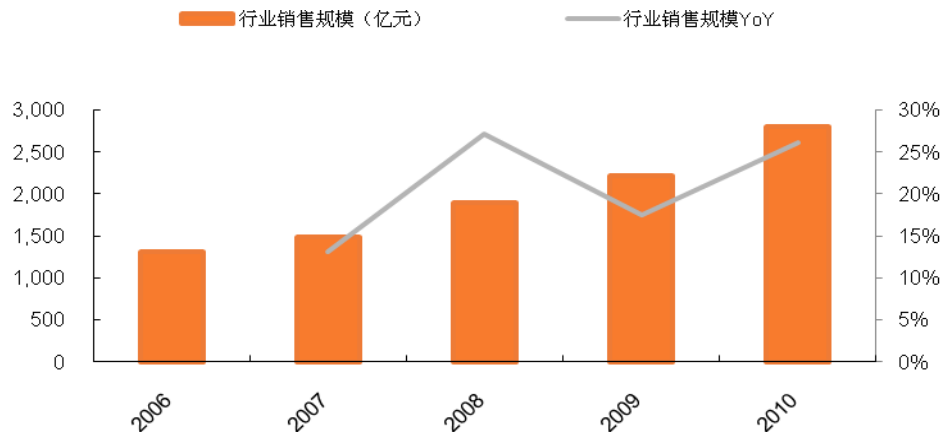
公司在渠道方面的优势有二：1、规模优势；2、商业模式优势

2.1 分散的产业链，区域分割的无差异竞争决定“渠道制胜”

2010 年，农机行业销售规模约为 2800 亿左右，近五年行业复合增速为 20% 左右，但行业利润率水平一直保持较低水平。我们认为，其主要原因是农机生产和销售环节都处于区域分割，产品和服务无差异竞争阶段，同时，农机消费者集中度低，农机销售需要投入大量营销推广培训，且售后服务的市场拓展与维护成本较高，单体实力弱的流通企业无法满足农机跨区作业服务与季节性集中服务

的本质需求，从而较难获得规模效应。

图表6 我国农机行业近年销售规模复合增速在20%以上



资料来源：中国农业机械工业年鉴，平安证券研究所

■ 上游：产品多样、制造商分散，有待整合

目前国内农机产品主要包括耕整种植机械、收获机械、低速载货汽车等 15 大类，大部分农机产品成熟度较高，同类产品差异较小，生产行业已经进入无差异竞争阶段。2008 年，行业内规模生产商约有 2400 家、大型厂商主要有：山东时风、中国一拖、福田雷沃、山东五征、久保田等，但其占中国农机销售市场的份额并不高，各地均有类似产品的生产商盘踞。农机生产行业处于区域分割的无差异竞争阶段。

图表7 大型生产商的市场占有率

企业名称	主要产品	总资产 (亿元)	主营业务收入 (亿元)	市场占有率
山东时风集团	三轮汽车、低速货车、轻型卡车、柴油机、拖拉机和联合收割机等	36.15	168.29	11.47%
中国一拖集团	拖拉机、联合收割机、工程机械、动力机械、车辆及其零部件	102.5	121.2	8.26%
福田雷沃	拖拉机、联合收割机、工程机械和车辆等	41.09	92.9	6.33%
山东五征集团	三轮汽车、低速货车、轻型卡车、拖拉机和电动车等	14.7	71.96	4.90%
山东常林机械	拖拉机、柴油机和工程机械等	11.7	16.1	1.10%

资料来源：中国农业机械工业年鉴，平安证券研究所

■ 下游：零售商多而小，市场集中度低

2007 年，全国县以上农机销售企业约有 7000 多家，其中绝大部分的销售范围仅限于一个市区内，行业内最大的两家零售商的市场份额之和不到 2%。不少零售商甚至是厂商的第三、四级代理商，市场集中度低。

■ 产业决定我国农机零售渠道商应该存在

发达国家的农业机械化进程在 70 年代以前已经基本完成，我们对比分析了日本、美国农机化快速发展阶段与我国现状，日本地少人多，生产商集中度高，农户集中度低，是生产商主导的产业链；美国地多人少，土地集中度高，是农户主导的市场；而我国区域差异大，上下游集中度都比较低，渠道商是打破产品与农户隔阂的桥梁。

图表8 美国、日本、中国机械化进程比较

	美国	日本	中国
农机化发展时期	1910-1940	1946-1967	1980 至今
平均每个劳动力负担的耕地面积（公顷）	14.7	0.6	0.35
农业人口占总人口	23.2%	29.9%	56%
政策导向	市场成熟后仍存在农机补贴	市场成熟后仍存在农机补贴	出现工业反哺农业的契机；农机补贴力度持续加大
集中度	上游集中度低；下游集中度高	上游集中度高；下游集中度低	上游集中度低；下游集中度低
议价能力	农户主导产业链	生产商主导产业链	渠道商有可能整合产业链

中国数据对应 2006 年

资料来源：国内外农业机械化统计资料，CEIC，平安证券研究所

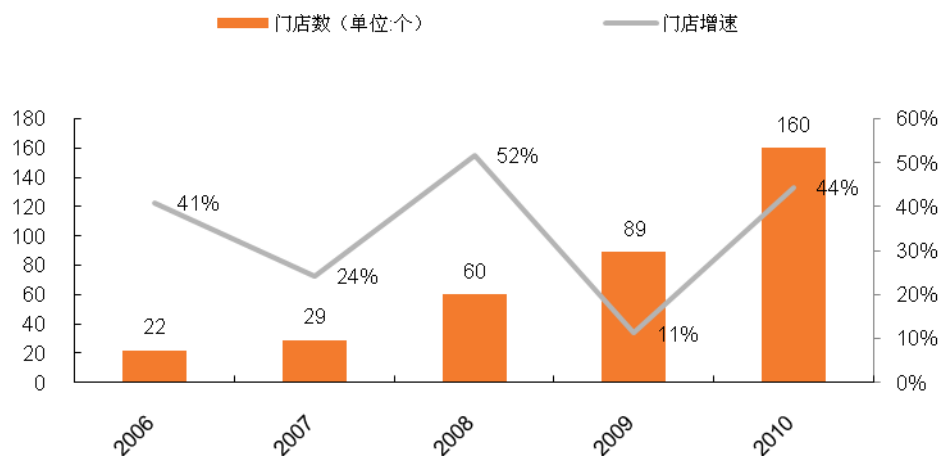
2.2 规模优势：渠道已进入各大区

到 2010 年底，公司已经在 18 个省布点 160 家直营店。公司近年门店数量成倍扩张。从 2005 年仅有的 13 家店，发展到 2010 年底 160 家直营连锁店，1406 多家代理店；2006 年仅在四川和重庆地区开设有门店，而到 2010 年底已经在 18 个省布点。

公司渠道已经进入中国各大区。中国农业发展南北差异较大，主要是受地势差异和气候差异的影响。我们依据农业地理分类分析，公司渠道已经进入四大典型地理区域，意味着公司已经全面尝试各种生态下的农机销售。

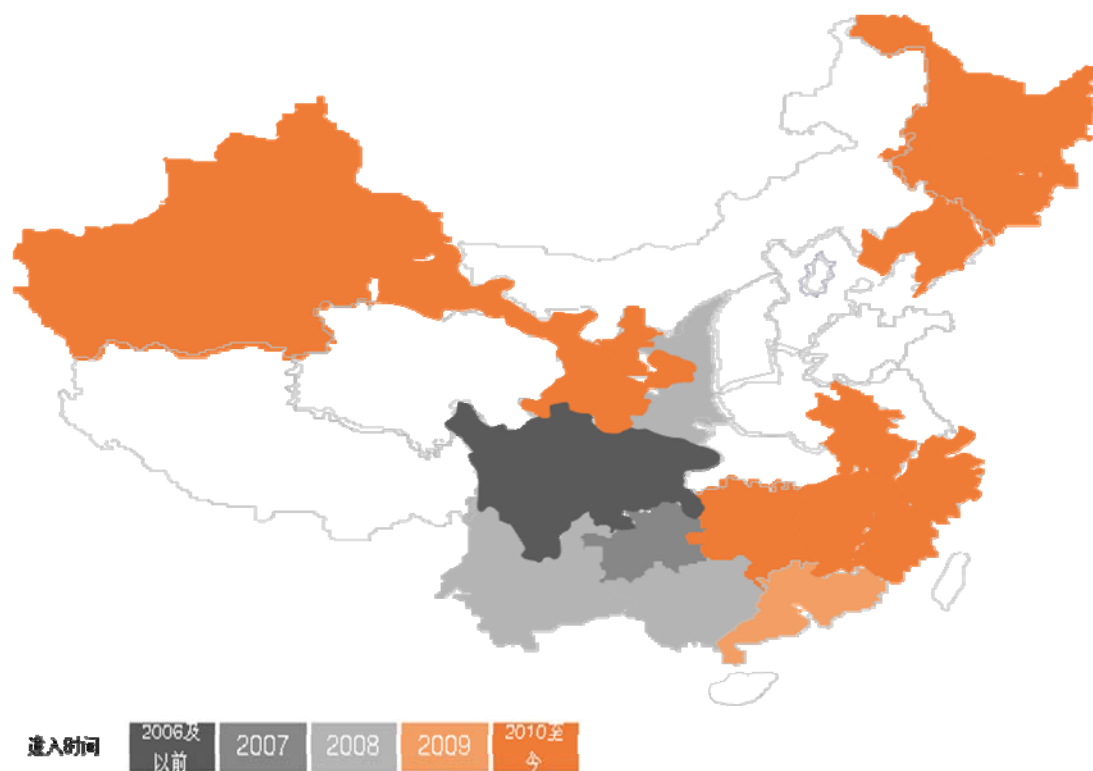
渠道扩张带来规模快速扩张。作为行业龙头，公司通过 5 年的快速扩张，2010 年营收规模为 36.5 亿元，三年复合增长率为 113.1%，预计 2012 年能够突破百亿大关，占农机流通市场的份额也将由 2010 年的 1%扩大到 4%左右。

图表9 公司门店扩张迅速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 收购式扩张实现跨区域快速覆盖



资料来源：公司公告、平安证券研究所

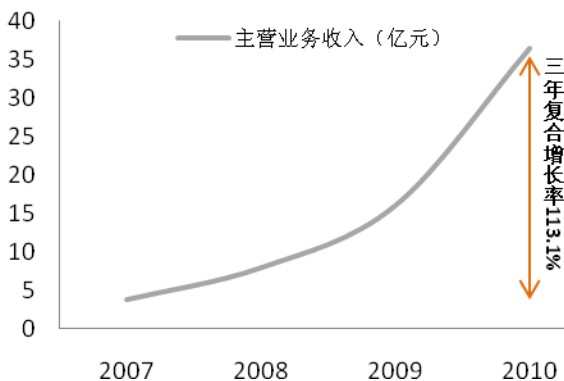
图表11 四大农业地理区域的农机业务增长前景

区域	农业概况	农机行业状况	公司增长前景
西南丘陵	占耕地面积的 26%， 占粮食产量的 23%， 以水稻、油菜为主	综合农机化率不到 20%， 主要购买小型农机具，且 农机产品差异大	公司在川渝地区市场占有率达 70%以上， 大幅渠道铺设已经完成，开始进入内生增长阶段；在云贵、湖南等地，依托川渝规模优势和经验，扩张和市场整合潜力大
北方平原	占耕地面积的 45%， 占粮食产量的 46%， 以小麦、玉米为主	平原地区综合农机化率较高，在 50%左右；以大型农机具为主，产品差异小，集中度高	公司 2010 年通过与当地强势经销商合资进入吉林后，就取得了不错的销售业绩和市场份额；北方市场上游相对集中，下游市场开拓相对成熟，公司若大力整合渠道，更容易获得规模效益
长江中下游平原丘陵	占耕地面积的 20%， 占粮食产量的 24%， 以稻谷为主	农机化率高于西南丘陵； 富裕省份较多，人工成本较高，机械生产替代需求迫切	公司整合空间大
西北山区	占耕地面积的 13%， 占粮食产量的 7%， 生产棉花等	除新疆建设兵团外，综合农机化率低；土地和水资源丰富，地广人稀，适合发展机械化生产	农机化程度低，公司扩张空间大

注：西南地区包括：四川、重庆、贵州、云南、湖南
华东、华南等地区包括：广西、浙江、江苏、广东、福建、安徽
东北地区包括：吉林、辽宁
西北地区包括：陕西、甘肃、宁夏

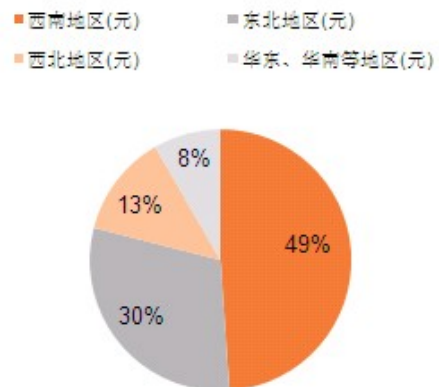
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 公司营业规模成倍增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表13 2010年公司各区域营业收入占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.3 商业模式：效仿国美，收购式扩张实现低成本快速覆盖

公司通过收购或与当地原有的农机销售企业合资的方式设立子公司，快速占领较为成熟的渠道，缩短培育期。我们认为，收购式扩张是适合行业和公司目前发展阶段的。其原因是：

- 规模对吉峰农机至关重要。目前，农机行业的盈利主要来源于返点和补贴，其购销差价实际上较小，原因是补贴范围内的农机价格是受管控的。无论返点和补贴，均要求足够的规模作为支撑，公司需要快速的规模扩张获得更多的返点和补贴。
- 收购式扩张的成本更小。首先，由于农机消费群体较为分散，农机生产商自建渠道的成本较高，且连锁集约效应并不明显。其次，政府只选取一个区域内的一到两家零售企业予以补贴，渠道有限。政府补贴有中央、省级、地方等各级补贴之分，公司要在新扩张的区域获得补贴并不容易，收购现有渠道成本更小。

行业目前的发展阶段，类似于 2004 年前后的家电行业，并购契机频现。国美正是在当年通过不断收购，一举成为中国最大的家电零售企业。我们认为目前的吉峰农机与当年的国美有类似之处。

图表14 农机行业与2004年前后的家电行业情况相似

	家电行业（2004年前后）	农机行业
产品的相似性	耐用消费品；售后服务重要	季节性消费品；售后服务存在季节性
上游环境的相似性	生产商众多，打价格战	生产商众多，区域差异大
竞争环境的相似性	规模以上制造商约 1600 家，比 2003 年增加了约 200 家，美菱、小天鹅等家电巨头纷纷改制重组，变革在即	7000 多家制造商，规模以上企业 1800 家以上（2007 年），有影响力的包括福田雷沃、一拖、常州东风等
市场的相似性	各地有自己的经销商	各地均有自己的经销商，区域性更强
所处阶段的相似性	呈现整合契机	呈现整合契机

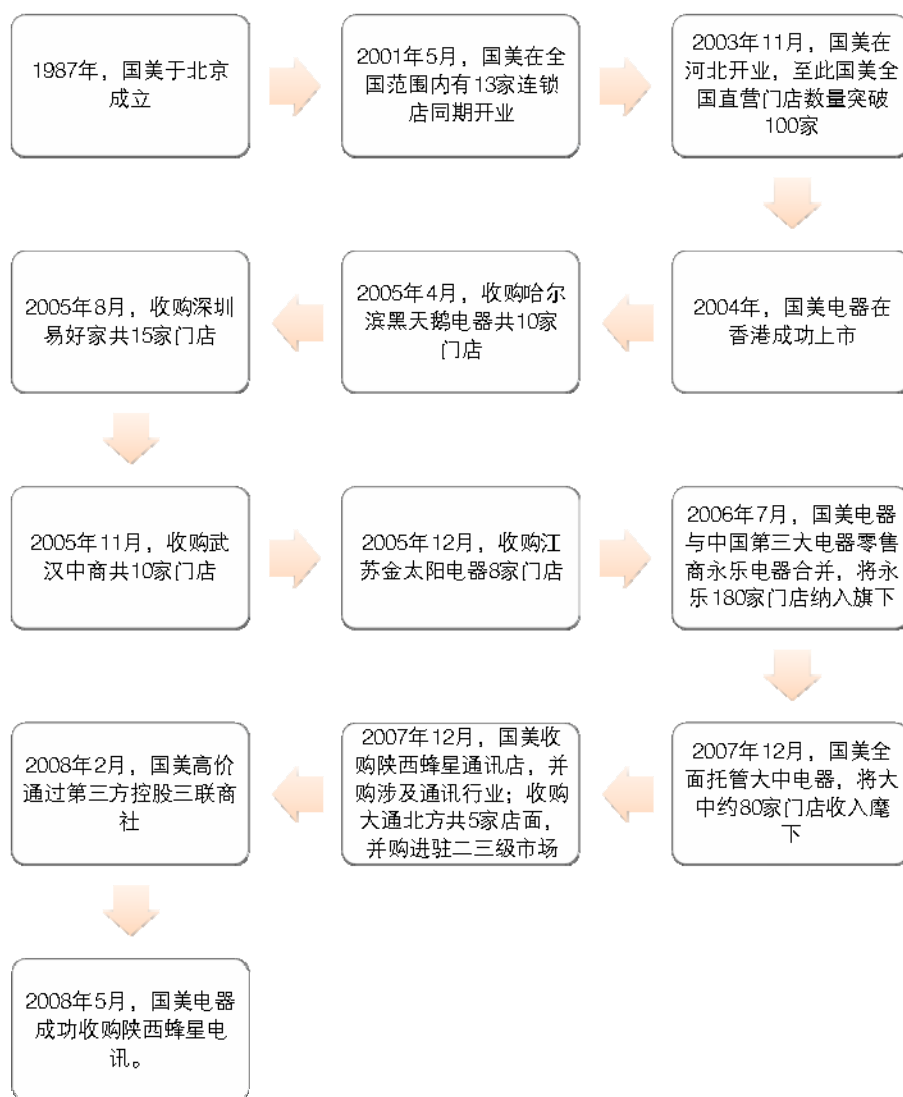
资料来源：国内外农业机械化统计资料，中国产业地图2004-2005，平安证券研究所

图表15 吉峰农机与扩张期的国美类似

	国美	吉峰农机
商业模式	家电综合零售商	农机综合零售商
上游行业特征	分散且标准化程度较高	分散且标准化程度较高
扩张模式	收购式扩张，整合优质资源	收购式扩张，整合优质资源
利润增速	05 年-07 年净利润增速保持在 30%-60%	07 年-09 年净利润增速保持在 80%以上
销售净利率	2%-3%（05 年-07 年）	3%-4%（07 年-09 年）

资料来源：平安证券研究所

图表16 2004年香港上市后国美积极并购扩张

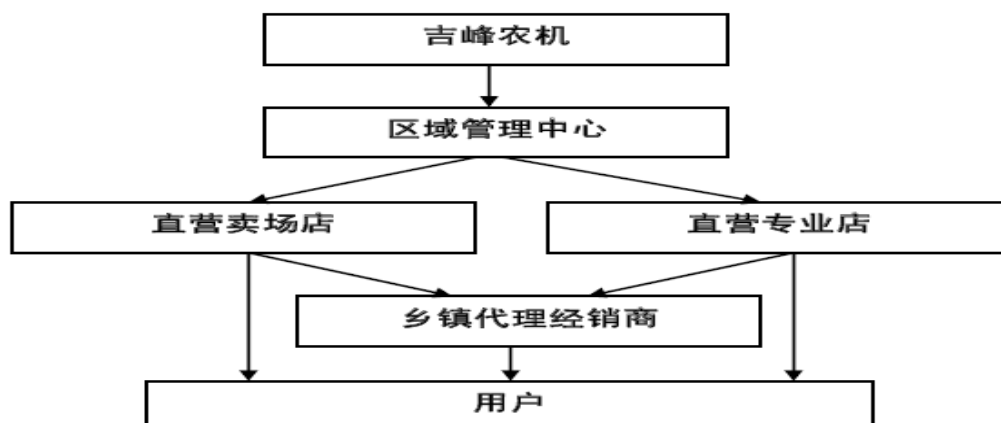


资料来源：和讯网，平安证券研究所整理

三、 未来成长空间：“服务”与“整合”共促内生增长

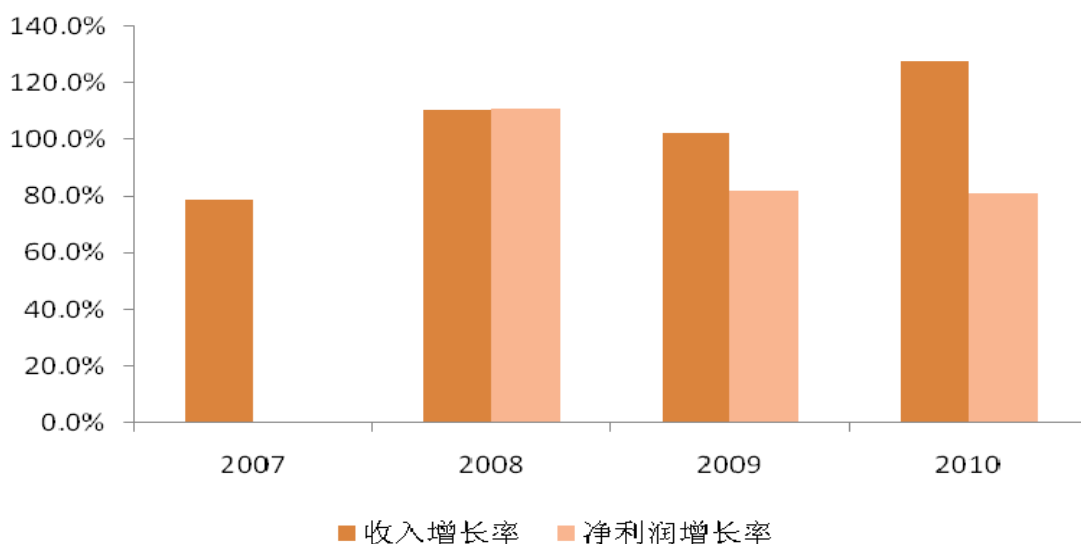
公司从 2005 年明确走连锁发展的道路后，公司收入增速一直大于利润增速。我们认为，公司在发源地四川的大幅外延扩张已经基本结束，未来公司的主要增长来自售后服务和渠道整合带来该地区的内生性增长。

图表17 吉峰农机的渠道经营模式



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 目前公司收入增速大于利润增速



注：2007 年净利润增长率为 1293%，主要原因是政府大幅增加农机补贴范围，以前公司销售的非补贴产品纳入了补贴范围，其次是公司在四川地区的规模优势初显。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 售后服务

- **农机的售后服务在于渠道商。**与家电行业不同，苏宁等家电连锁企业面对的消费多集中于城市，密度较高，且季节性不明显，家电生产商自建维修渠道是有经济效益的。

而农机生产商自建渠道则缺乏经济效益。主要原因是：

1. 农户较为分散，且区域性较强，生产商自建渠道成本较高；
2. 农户对农机的维修服务要求大多集中在农忙时节，生产商自建渠道缺乏经济效益。

- **售后服务是渠道高价值的体现。**补贴类农机的价格由农业部统一制定，终端不存在议价过程，造成农机销售利润微薄。由于生产商自建维修中心的成本较高，渠道商的服务价值凸显。农机售后服务的毛利率约为 24%，高于农机的整机销售 13%左右的综合毛利率，是内生增长的重要来源，可有效提高公司的盈利能力。
- **公司利用现有的渠道网点优势，大力发展售后服务。**
- 1. **渠道规模是农机 4S 店的优势：**农机销售的发展，将形成类似汽车 4S 店集整机销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）、信息反馈（Survey）等为一体的运营模式。面对农机销售比汽车销售更分散的市场，公司作为流通零售商，相对于制造商更有成为 4S 店模式的渠道和网点优势。而作为大型的零售商，是品牌制造商更愿意在售后和信息反馈等方面合作的对象，相对于中小流通零售企业有规模优势。
- 2. **众多专业化员工和稳定服务需求为竞争者设立天然壁垒：**截至 2010 年底，公司共有 1700 名员工，近 1/2 以上人员具备农机专业技术服务能力。近四年公司累计为农户提供售前、售后服务近 40 万人次，累计维修、培训工时约 44 万小时。随着公司连锁网络的不断发展和完善、销售服务对象的不断扩大，截至 2009 年底，已培育有稳定服务需求的农户超过 47 万户，为公司继续提升专业技术服务优势、升级完善农机维修服务平台、并将为今后培育新的核心竞争力和盈利增长点提供坚实的基础。

■ 渠道整合

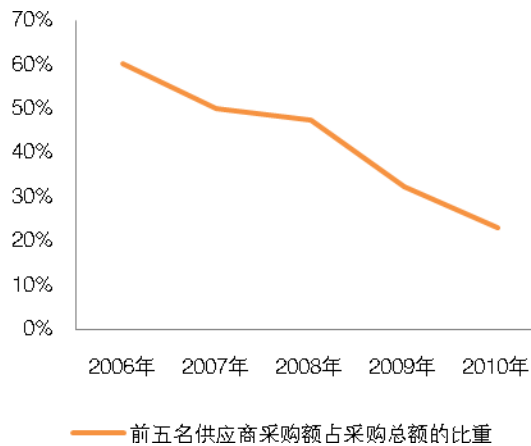
我们认为渠道整合关键在于：**纵向的供应商整合以及横向的零售渠道整合**。公司在四川的市场占有率达到 70%以上，体现了明显的零售渠道整合效果，证明农机连锁由外延扩张向内生发展转变的道路是可行的。

➤ 纵向整合降低采购成本

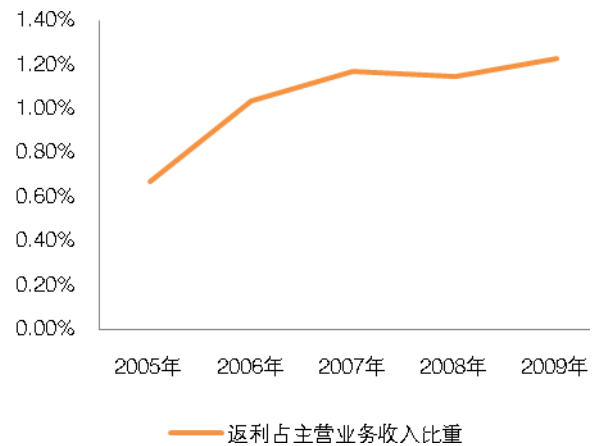
随着公司规模不断扩大，公司对上游供应商的整合能力不断加强，2006 年-2010 年公司前五名供应商的采购比重不断降低。

通过对供应商的整合，公司可以调整某个品类的销量，从而使公司达到供应商的返利要求，无形中降低了采购成本。2005 年-2009 年，公司的返利占主营业务比重呈上升趋势。

图表19 前五名供应商采购额呈下降趋势



图表20 返利占比呈上升趋势



*2010年数据未披露

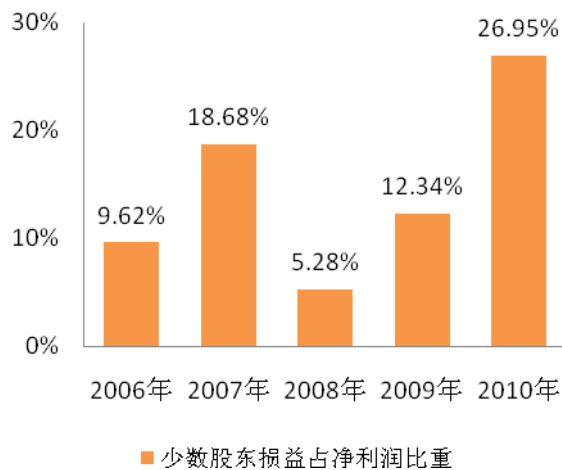
资料来源：公司公告,平安证券研究所

资料来源：公司公告,平安证券研究所

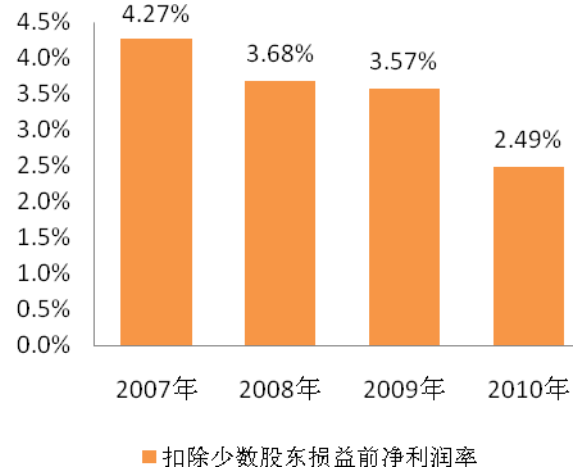
➤ 横向深度整合寻找新的增长点

公司通过收购的方式虽然实现了快速扩张，但同时产生的少数股东损益也蚕食了公司部分净利润。由于农机零售企业的净利润率较低（一般为 3%左右），少数股东损益对公司的利润率水平的影响会更加明显。我们认为，未来公司对下属子公司的股权收购将成为公司提升利润率一个重要方式。

图表21 少数股东损益对公司利润影响较大



图表22 吉峰农机净利率不断下降



资料来源：公司公告,平安证券研究所

资料来源：公司公告,平安证券研究所

四、盈利预测和估值

4.1 关键假设

公司处于外延扩张期，我们认为以区域做预测较为合理。

- 公司根基在西南丘陵，且西南区域的市场占有率较高，未来成长性将逐渐放缓，预计 2011 年-2013 年增长率保持在 15%-20%。
- 公司新进入的市场北方平原和长江中下游地区市场空间较大，预计未来将成为公司成长的主要动力，预计长江中下游地区 2011 年至 2013 年可保持翻番的增长态势。
- 公司在规模达到 100 亿之后，议价能力大幅提升，2013 年的毛利率有较大幅度的提升，预计为 15%以上。
- 公司通过收购实现快速扩张，费用率取决于被收购公司的费用率以及公司的整合管理能力，我们预计费用率（包括营业费用和管理费用）基本持平，维持在 10%左右的水平。

图表23 公司主营业务收入假设

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
西南丘陵（百万元）	1,509	1,779	2,099	2,414	2,656
YoY	95%	18%	18%	15%	10%
北方平原（百万元）	0	1,093	1,858	2,787	3,483
YoY	-	-	70%	50%	25%
长江中下游平原丘陵（百万元）	43	303	908	2,269	3,403
YoY	1694%	611%	200%	150%	50%
西北山区（百万元）	49	462	1,618	3,236	4,854
YoY	230%	851%	250%	100%	50%
内部抵扣		-12.14			
营业收入总计（百万元）	1,600	3,637	6,483	10,706	14,397
YoY	102%	127%	78%	65%	34%
综合毛利率	13.63%	12.45%	13.50%	14.00%	15.20%
主要费用率					
营业费用率	6.38%	6.40%	6.50%	6.80%	7.00%
管理费用率	2.73%	2.73%	2.85%	3.00%	3.00%
少数股东损益（百万元）	7.07	24.50	78.59	108.38	182.10
归属于母公司净利润（百万元）	50.23	66.42	130.99	229.77	371.48
YoY	81.81%	32.22%	97.22%	75.41%	61.68%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 公司合理估值区间 13.0-16.3 元

预计 2011 年至 2012 年公司的 EPS 分别为 0.37 元，0.65 元，对应 7 月 19 日 13.88 元的收盘价，动态 PE 分别为 37.8 倍和 21.5 倍。给予“推荐”评级。

综合考虑了 PE 和 DCF 的估值方法后，我们认为公司适用 PE 估值方法且应该享有估值溢价。主要

原因是：

- 我们认为目前零售业的估值水平不适合公司高成长性的特征。主要原因是：公司所处行业发展空间巨大，政府支持力度也不断加大，未来有较大的成长空间；公司正处于类似于国美 2005-2007 年的渠道并购的高速发展阶段。
- 公司的自由现金流并不稳定，不适合 DCF 估值。我们测算 2007 年至 2010 年公司的自由现金流分别为 419 万元、-896 万元、8790 万元和-1.6 亿元，现金流并不稳定。其背后的主要原因是公司的应收账款主要来自于政府补贴，可以自主控制的成分很少。
- 我们认为公司未来 3 年内高增长较为确定，预计年复合增长率达到 90%以上，同时公司并未遇到实力相当的竞争者，在行业内独占鳌头，预计 2012 年显现明显的规模效应，应该享受一定溢价。给予 2012 年 EPS0.65 元对应合理的 PE 为 20-25 倍，公司目标价为 13.0-16.3 元，给予“推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	939	2439	3766	5772	营业收入	1603	3652	6510	10751
现金	538	605	651	753	营业成本	1385	3197	5631	9246
应收账款	119	590	1099	1870	营业税金及附加	1	2	3	6
其他应收款	23	174	310	534	营业费用	102	234	423	731
预付账款	49	234	411	675	管理费用	44	100	186	323
存货	210	836	1294	1940	财务费用	2	6	5	11
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	31	102	157	209	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	2	1	2
固定资产	20	45	93	138	营业利润	69	113	261	434
无形资产	5	14	23	32	营业外收入	0	3	1	1
其他非流动资产	2	38	36	35	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	970	2541	3923	5981	利润总额	69	115	262	435
流动负债	414	1741	2932	4690	所得税	12	24	52	96
短期借款	10	138	330	506	净利润	57	91	210	339
应付账款	183	691	1183	1895	少数股东损益	7	24	79	109
其他流动负债	222	913	1420	2289	归属母公司净利润	50	66	131	231
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	74	125	271	453
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.37	0.37	0.65
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	414	1741	2932	4690					
少数股东权益	30	228	307	416					
股本	89	179	357	357					
资本公积	360	267	88	88					
留存收益	77	126	239	430					
归属母公司股东权	526	571	684	876					
负债和股东权益	970	2541	3923	5981					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257