

新研股份 (300159)

农机三好企业：细分行业好 产品经济性好 创新能力强

——新研股份深度研究报告

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
编号 S0880511010047

本报告导读：

公司三大投资亮点：（1）所处细分行业好；（2）产品经济性好；（3）创新能力强。

投资要点：

- **基本情况：**公司是专业从事农牧业机械研发、设计、生产和销售的高新技术、民营机制企业，前身新研有限由新疆机械研究院改制而来。主打产品包括自走式玉米机、自走式青贮机、自走式辣椒机等，其中玉米机是公司批量最大的细分产品。
- **四大因素支持公司高成长：**（1）2004 年以来，中央农机补贴政策持续加强，行业持续高增长；（2）公司产品经济性好，农机专业户投资回收期只有一年左右，意味着需求处于爆发增长阶段；（3）上市后，产能瓶颈不断突破，未来可以放手接单；（4）研发实力强，产品不断创新，凸显竞争优势。
- **自走式玉米机行业成长性分析：**（1）两大政策表明 2015 年玉米机收率将超过 40%；（2）替代效应下，自走式玉米机 2015 年占比将上升至 50%左右；（3）未来 5 年自走式玉米机细分行业年均复合增长率达 30.4%，公司作为领导企业之一，预计年均复合增长率在 40%左右。
- **市场拓展方向分析：**公司起步于新疆，为了扩大规模保持成长性，计划拓展疆外和中亚市场，其中疆外市场将通过当地建厂模式，中亚市场主要依靠区位优势。
- **盈利预测与投资建议：**考虑产能扩张进程，所得税率变动和疆外市场拓展带来的毛利率下降，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.87、1.22、1.89 元，目标价 45 元，增持。
- **风险因素：**农机补贴政策变化风险、毛利率下滑风险、市场拓展风险。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	127	253	473	722	1,177
(+/-)%	29.8%	99.9%	86.8%	52.6%	63.1%
经营利润 (EBIT)	21	48	82	125	200
(+/-)%	109.8%	131.6%	71.8%	53.2%	59.9%
净利润	24	52	78	110	171
(+/-)%	77.6%	118.2%	51.3%	40.6%	55.3%
每股净收益 (元)	0.26	0.57	0.87	1.22	1.89
每股股利 (元)	-	0.30	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	16.2%	19.8%	18.4%	18.8%	18.5%
净资产收益率 (%)	28.1%	6.3%	8.8%	11.3%	15.3%
投入资本回报率 (%)	40.4%	52.2%	31.1%	27.4%	30.7%
EV/EBITDA	103.3	42.4	24.4	15.6	9.8
市盈率	121.5	55.7	36.8	26.2	16.9
股息率 (%)	0.0%	0.9%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：

目标价格：**45.00**

上次预测：

当前价格：**34.17**

2011.07.22

交易数据

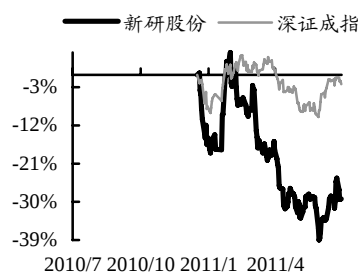
52 周内股价区间 (元)	29.28-118.8
总市值 (百万元)	3,082
总股本/流通 A 股 (百万股)	90/23
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	13

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	825
每股净资产	9.15
市净率	3.7
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-0.01	0.01
Q2	0.09	0.11
Q3	0.43	0.65
Q4	0.07	0.10
全年	0.57	0.87

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	-16%	0%
相对指数	9%	-12%	-17%

相关报告

模型更新时间: 2011.07.22

股票研究

工业
资本货物

新研股份 (300159)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 45.00

上次预测:

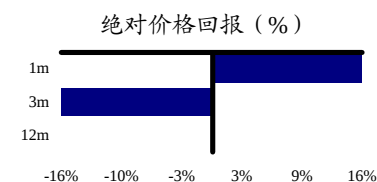
当前价格: 34.17

公司网址

www.xjjxy.com.cn

公司简介

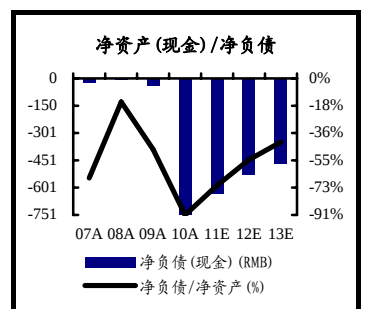
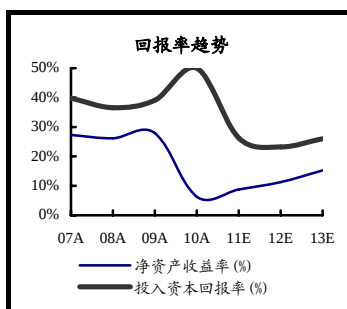
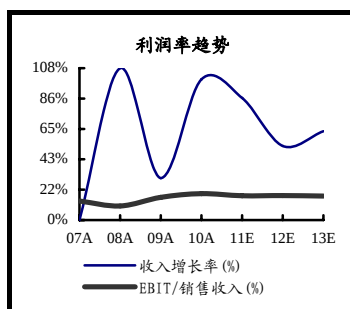
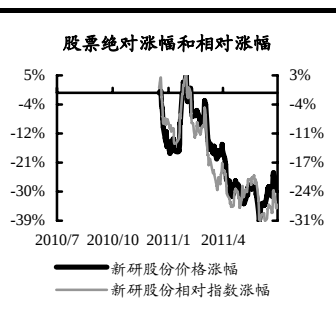
公司是专业从事多种农牧业机械研发、设计、生产和销售的高新技术企业。已经形成了以农牧业收获机械、耕作机械、农副产品加工及林果机械为主的三大类产品,客户遍布新疆、甘肃、内蒙古、东北、华北和华中等地区,在上述主导产品领域具有明显的技术优势,各类产品均拥有自主知识产权,是公司通过多年研究和实践而开发出的,适合中国多种农牧业作业需求的农机产品,其中许多品种填补了国内空白,并成功替代进口产品。



52 周价格范围 29.28-118.80
市值 (百万) 3,082

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表							
营业收入	47	98	127	253	473	722	1,177
营业成本	30	68	80	160	302	465	764
税金及附加	0	0	0	0	1	1	2
营业费用	5	9	13	24	46	69	112
管理费用	5	9	13	20	39	59	97
EBIT	6	10	21	48	82	125	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	1	-5	2	5
营业利润	6	10	20	47	87	124	195
所得税	0	0	1	2	14	19	30
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	10	13	24	52	78	110	171
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	25	29	55	777	682	589	546
其他流动资产	29	40	50	69	158	234	378
长期投资	0	0	1	1	1	1	1
固定资产合计	3	3	24	57	192	362	506
无形资产及其他资产	7	7	21	21	25	30	33
资产合计	64	80	152	925	1,059	1,217	1,463
流动负债	23	23	59	56	117	173	266
长期负债	4	6	8	45	51	67	83
股东权益	37	51	84	824	890	977	1,114
投入资本(IC)	16	27	51	91	263	458	654
现金流量表							
NOPLAT	6	10	20	46	70	107	170
折旧与摊销	0	0	0	2	5	11	17
流动资金增量	6	11	(12)	10	33	23	53
资本支出	3	0	21	33	140	180	160
自由现金流	15	21	30	92	247	320	401
经营现金流	6	10	36	55	40	103	144
投资现金流	4	(27)	(13)	(33)	(148)	(183)	(164)
融资现金流	(0)	0	25	697	10	(11)	(24)
现金流净增加额	10	(17)	47	719	(98)	(91)	(44)
财务指标							
成长性							
收入增长率	0.0%	107.9%	29.8%	99.9%	86.8%	52.6%	63.1%
EBIT 增长率	0.0%	54.6%	109.8%	131.6%	71.8%	53.2%	59.9%
净利润增长率	#DIV/0!	30.4%	77.6%	118.2%	51.3%	40.6%	55.3%
利润率							
毛利率	36.7%	30.0%	37.1%	37.0%	36.0%	35.6%	35.1%
EBIT 率	13.5%	10.0%	16.2%	18.8%	17.3%	17.4%	17.0%
净利率	21.8%	13.7%	18.7%	20.4%	16.5%	15.2%	14.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	27.4%	26.3%	28.1%	6.3%	8.8%	11.3%	15.3%
总资产收益率(ROA)	15.9%	16.7%	15.6%	5.6%	7.4%	9.0%	11.7%
投入资本回报率(ROIC)	40.0%	36.7%	39.3%	50.2%	26.4%	23.3%	26.1%
运营能力							
存货周转天数	86	77	74	40	41	48	45
应收账款周转天数	46	56	60	50	51	55	54
总资产周转天数	250	269	333	776	766	576	416
净利润现金含量	0.63	0.76	1.50	1.07	0.51	0.94	0.84
资本支出/收入	6.18%	0.04%	16.80%	13.07%	29.61%	24.95%	13.59%
偿债能力							
资产负债率	42.0%	36.6%	44.4%	10.9%	15.9%	19.7%	23.9%
净负债率	-66.5%	-15.7%	-47.4%	-91.2%	-71.4%	-54.3%	-42.4%
估值比率							
PE	6.2	4.8	41.0	25.3	36.8	26.2	16.9
PB	77.2	56.8	34.2	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	335.0	216.7	103.3	42.4	24.4	15.6	9.8
P/S	61.28	29.48	22.72	11.36	6.09	3.99	2.44
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	-	-	-



目 录

1. 总体结论.....	5
2. 基本情况.....	5
2.1. 历史沿革及股东结构.....	5
2.2. 总体规模和盈利能力.....	5
2.3. 主营业务分析.....	6
2.3.1. 主营业务分产品构成.....	6
2.3.2. 主营业务季节性特征.....	8
2.3.3. 主营业务区域特征.....	8
2.3.4. 主营业务销售模式.....	9
3. 四大因素支持公司高成长.....	9
3.1. 中央农机补贴政策持续加强，行业持续高增长.....	9
3.2. 产品经济性好，需求处于爆发增长阶段.....	10
3.3. 产能瓶颈不断突破，未来可以放手接单.....	11
3.4. 创新能力强，凸显与国内外竞争对手的优势.....	11
4. 主打产品自走式玉米机成长性分析.....	12
4.1. 政策表明 2015 年玉米机收率将超 40%.....	12
4.2. 自走式玉米机 2015 年占比将上升至 50%左右.....	13
4.3. 自走式玉米机未来 5 年年均复合增长率高达 30.4%.....	14
5. 市场开拓方向分析.....	15
5.1. 将通过建厂方式，拓展疆外市场.....	16
5.2. 凭借区位优势，逐步打开中亚市场.....	16
6. 风险因素.....	16
6.1. 农机补贴政策变动的风险.....	16
6.2. 毛利率下降的风险.....	16
6.3. 市场拓展不畅的风险.....	17
7. 盈利预测与投资建议.....	17

图表目录

图 1: 公司总体收入和毛利情况	图 2: 公司净利润和净利率情况	6
图 3: 公司主营业务收入分产品构成	图 4: 公司主营业务收入分产品毛利率比较	6
图 5: 农牧及农副产品加工机械以农牧业收获机械为主		7
图 6: 2010 年农牧业收获机械细分品种收入构成	图 7: 2010 年农牧业收获机械细分品种销量构成	7
图 8: 2010 年农牧业收获机械细分品种毛利率比较	图 9: 2010 年农牧业收获机械细分品种均价比较	7
图 10: 公司主营业务构成示意图		8
图 11: 公司主营业务的季节性特征明显		8
图 12: 公司主营业务收入分地区构成		9
图 13: 公司农机直销和经销销售方式占比		9
图 14: 2004 年以来农机行业进入快速发展通道		10
图 15: 公司农机产品投资回收期明显快于主流工程机械品种		10
图 16: 公司年产能及规划		11
图 17: 2009 年三大粮食作物播种面积及占比		12
图 18: 国务院要求到 2020 年玉米机收率达 50% 左右		12
图 19: 2008 年三类玉米机销量占比	图 20: 2010 年自走式玉米机销量和存量占玉米机行业比例	14
图 21: 开拓中亚市场, 公司区位优势明显		16
图 22: 疆外市场占比将逐步提高		17
表 1: 公司前八大股东		5
表 2: 2004 年以来中央农机购置补贴情况		9
表 3: 公司主要产品投资回报分析, 基本一年左右可以回本		10
表 4: 小麦、水稻和玉米三种主要粮食作物机收率比较		12
表 5: 六个重点省份机收率现状与 2015 年要求		13
表 6: 2015 年全国玉米机收率测算		13
表 7: 2015 年全国玉米机收率敏感性分析		13
表 8: 玉米机类别及优缺点		14
表 9: 未来 5 年自走式玉米机年均复合增长率测算		14
表 10: 未来 5 年自走式玉米机年均复合增长率敏感性分析		15
表 11: 2008 年自走式玉米联合收获机销量及市场占有率		15
表 12: 初期公司玉米机产品主要在疆内销售		15
表 13: 盈利预测简表		17

1. 总体结论

公司具有三大投资亮点。

- **细分行业好：**（1）属于农机行业，该行业受益中央加大农机购置补贴力度，近年来持续快速增长。（2）主打产品自走式玉米机，是农业收获机械中增速最快的批量品种，经测算，未来5年自走式玉米机细分行业年均复合增长率达30.4%。公司作为该细分行业领导企业之一，预计自走式玉米机未来5年年均复合增长率在40%左右。
- **产品经济性好：**农机专业户无论是购买公司的自走式玉米机，还是辣椒机、动力旋转耙，目前都是只要1年左右就可以回本，投资回报率极高，这么好的经济性，意味着需求处于爆发增长阶段。
- **创新能力强：**前身由新疆机械研究院改制而来，研发实力较强，主打批量产品玉米机是国内少数几家能实现不对行收获的，其他产品如动力旋转耙、自走式辣椒机、经济型采棉机、自走式番茄机等，直接定位进口替代。创新能力，使公司可以在批量产品上靠升级换代甩开国内竞争对手，在经济型作物机械上靠价格实现进口替代。

考虑产能扩张进程，所得税率变动和市场拓展带来的盈利能力下降，预计公司2011-2013年收入分别同比增长86.8%、52.6%、63.1%，归属母公司净利润分别同比增长51.3%、40.6%、55.3%，EPS分别为0.87、1.22、1.89元，目标价45元，增持。

给予公司较高估值原因在于：（1）公司行业好，产品经济性好，净利润未来三年年均复合增长率高达48.9%；（2）公司是A股唯一农业收获机械标的。

2. 基本情况

2.1. 历史沿革及股东结构

公司是专业从事农牧业机械研发、设计、生产和销售的高新技术、民营机制企业，前身新研有限由新疆机械研究院改制而来。

表 1: 公司前八大股东

股东名称	持股数（股）	持股比例	股权性质
周卫华	6,688,800	16.31%	自然人股
王建军	3,052,800	7.45%	自然人股
李力	2,047,200	4.99%	自然人股
李林	2,023,200	4.93%	自然人股
袁振军	1,233,600	3.01%	自然人股
新疆永安投资有限公司	1,000,000	2.44%	社会法人股
叶启江	993,600	2.42%	自然人股
金亮	990,400	2.42%	自然人股
合计	18,029,600	43.97%	—

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 总体规模和盈利能力

2010 年公司营业收入为 2.53 亿元，毛利和净利润分别为 93.56、51.67

百万元, 毛利率和净利率分别为 37.0%、20.4%, 现有盈利能力在机械行业绝对属于非常高的水平。

图 1: 公司总体收入和毛利情况

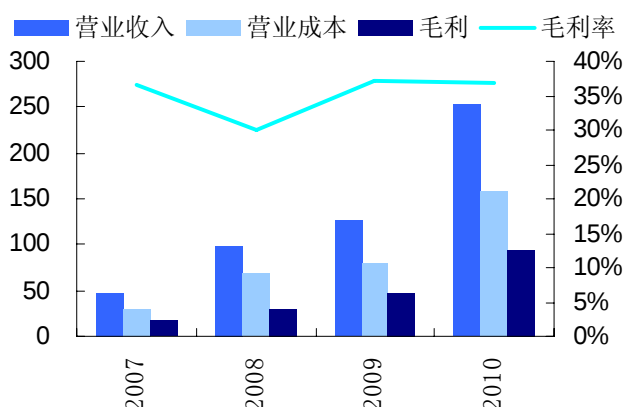
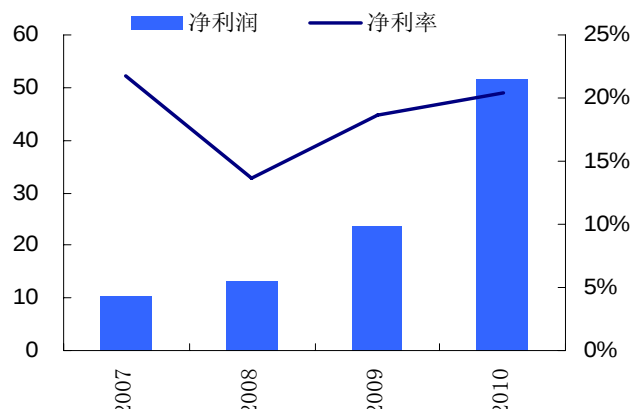


图 2: 公司净利润和净利率情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 主营业务分析

2.3.1. 主营业务分产品构成

公司主要业务包括农牧及农副产品加工机械、机械加工和技术服务, 其中农牧及农副产品加工机械是最主要业务, 2010 年收入占比高达 91.95%, 毛利率为 38.08%。

图 3: 公司主营业务收入分产品构成

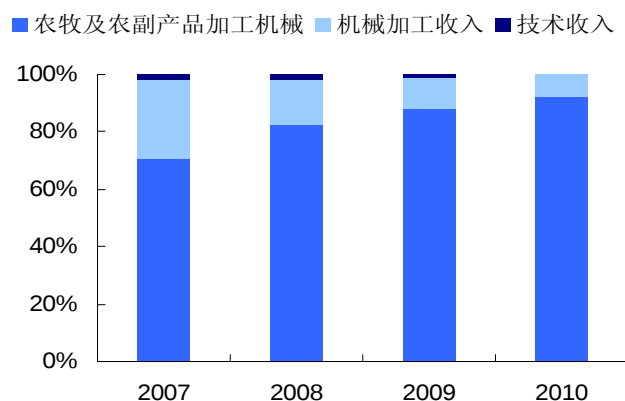
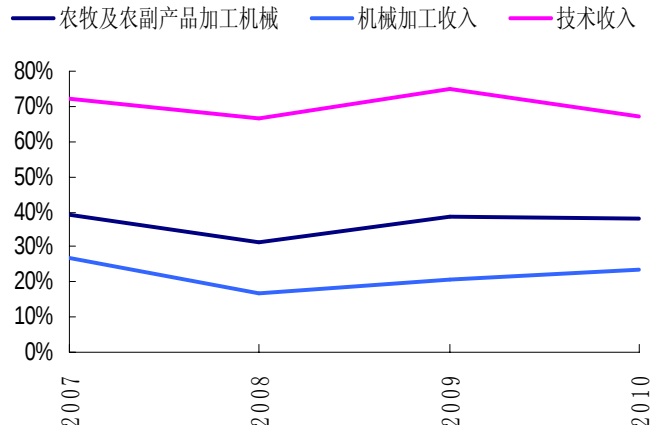


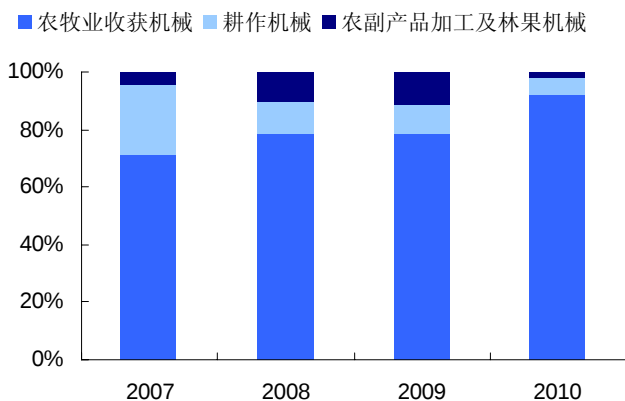
图 4: 公司主营业务收入分产品毛利率比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司农牧及农副产品加工机械具体可以分为农牧业收获机械、耕作机械、农副产品加工及林果机械三大类产品, 其中又以农牧业收获机械为主, 2010 年占比 92.23%。

图 5: 农牧及农副产品加工机械以农牧业收获机械为主



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司农牧业收获机械具体包括自走式玉米收获机械、自走式青贮收获机械、自走式辣椒收获机械等, 以批量产品玉米机为主, 2010 年玉米机收入、销量占比分别为 83.3%、76.2%。

相比玉米机, 青贮机、辣椒机具有小批量高毛利率的特点, 2010 年青贮机、辣椒机的毛利率分别高达 61.72%、62.24%。

图 6: 2010 年农牧业收获机械细分品种收入构成

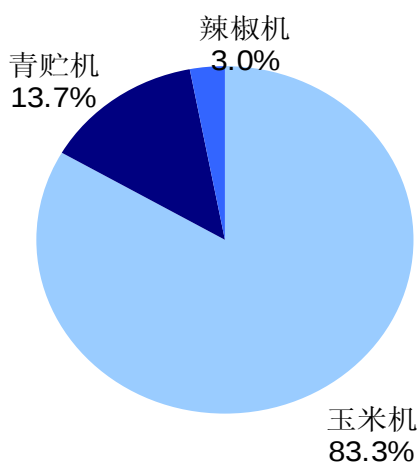


图 7: 2010 年农牧业收获机械细分品种销量构成

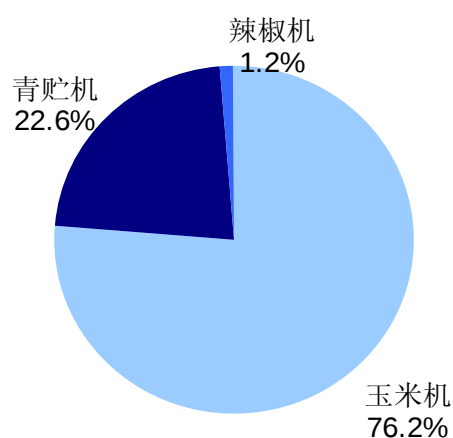


图 8: 2010 年农牧业收获机械细分品种毛利率比较

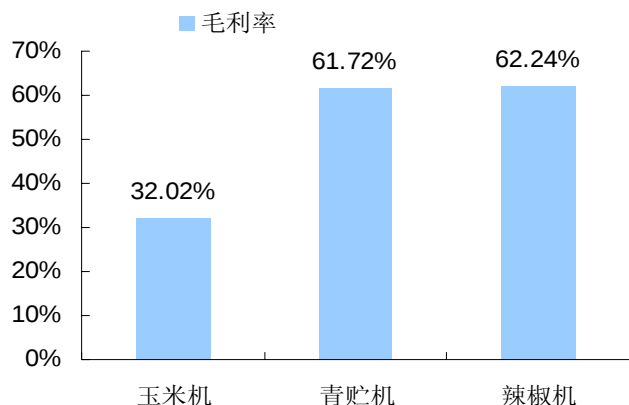
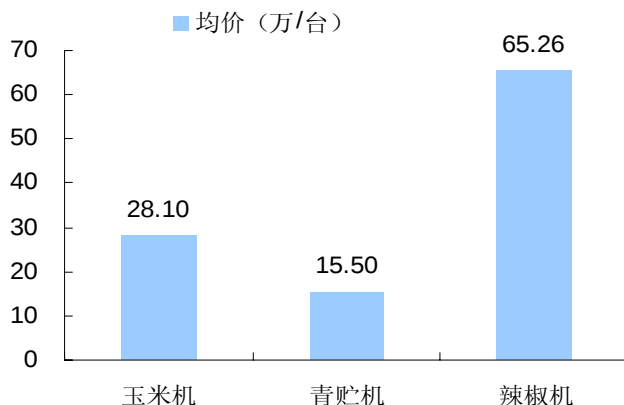
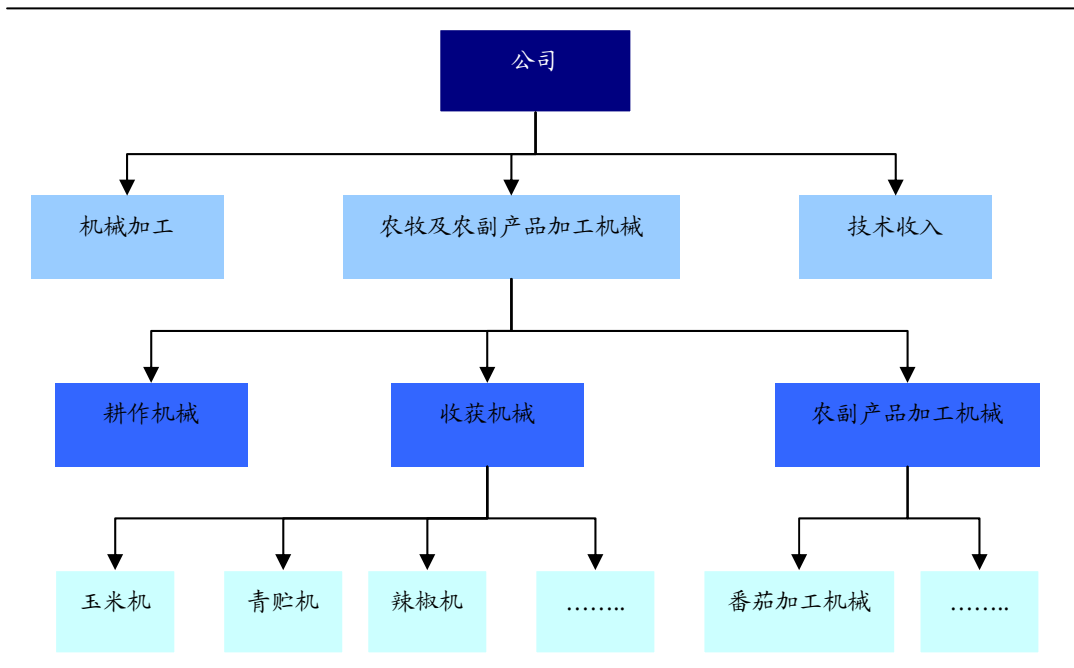


图 9: 2010 年农牧业收获机械细分品种均价比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 公司主营业务构成示意图



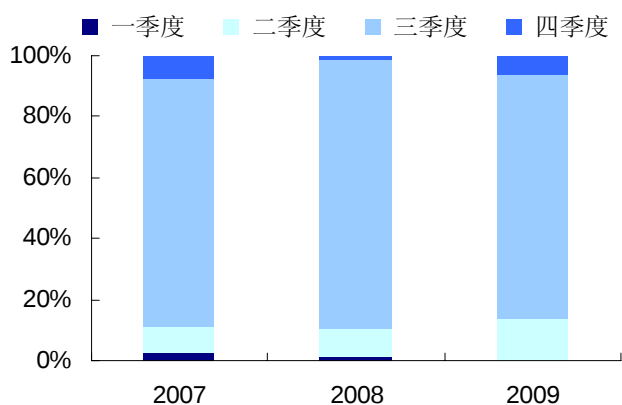
数据来源：国泰君安证券研究

2.3.2. 主营业务季节性特征

农机企业有个明显的特征，就是产品一般要赶在收获季节前交付给用户，也就是说最晚也要在秋粮收获前交付。

由于公司从过去到现在都是按照订单生产，并且产品主要用于秋粮收割，这种季节性特征表现的就更加明显，第三季度占了全年收入的 70%。

图 11: 公司主营业务的季节性特征明显

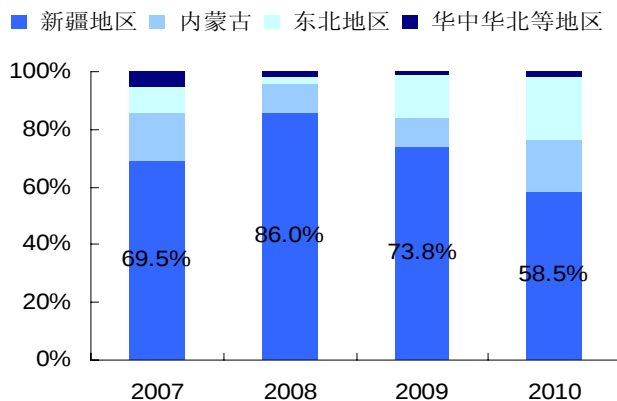


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.3.3. 主营业务区域特征

公司地处新疆，市场起步于新疆，随着品牌知名度打开、市场认知度提升和产能增加，客户逐步开拓至内蒙古、甘肃、东北、华北和华中等地区。上市后，公司产能瓶颈将进一步突破，预计未来疆外占比将稳步提升。

图 12: 公司主营业务收入分地区构成

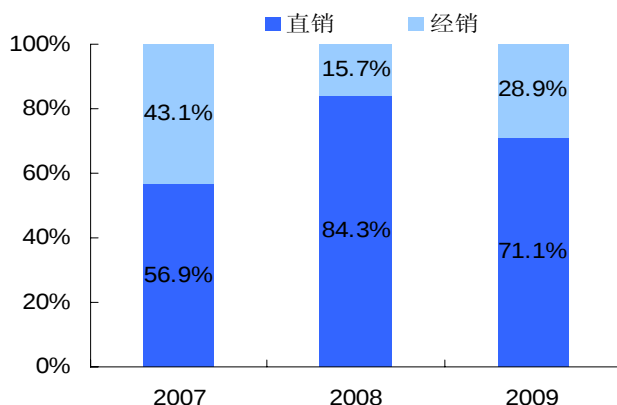


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.3.4. 主营业务销售模式

由于公司在疆内的农机销售主要采取直销模式，而疆外农机销售主要采用经销模式，所以目前销售方式以直销为主。未来随着疆外市场占比提升，预计经销占比也会跟着提升。

图 13: 公司农机直销和经销销售方式占比



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3. 四大因素支持公司高成长

3.1. 中央农机补贴政策持续加强，行业持续高增长

我国自 2004 年 1 号文件开始，将农机具购置补贴专项纳入国家“三补贴、两减免”的支农惠农政策。该政策实施以来，农机用户购买积极性大为提高，我国农机行业进入快速发展通道，促进了农业机械化程度。

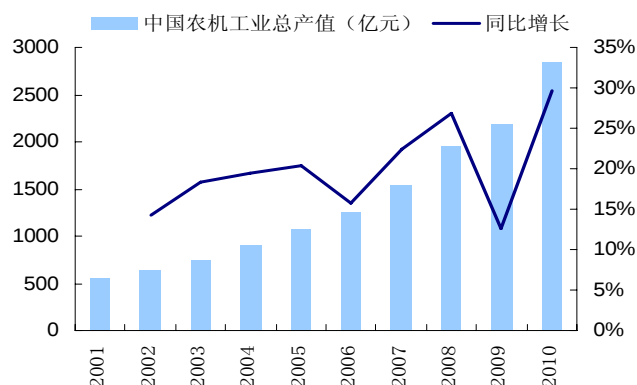
2011 年中央农机购置补贴 175 亿元，按 1: 3.35 的历史拉动比例来算，今年将拉动农机需求 760.64 亿元，相当于 2010 年农机工业总产值的 26.8%。

表 2: 2004 年以来中央农机购置补贴情况

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
中央农机补贴（亿元）	0.7	3	6	20	40	130	155	175

数据来源：统计局、国泰君安证券研究

图 14：2004 年以来农机行业进入快速发展通道



数据来源：统计局、国泰君安证券研究

尽管从 2008 年开始中央农机购置补贴金额大幅上升，但是对农业的补贴力度较发达国家而言还有相当大的差距。而且，目前中央资金的机具补贴率一般不超过机具价格的 30%，还有提升空间。所以，预计未来中央农机购置补贴会持续并且加强。

3.2. 产品经济性好，需求处于爆发增长阶段

纵向来看，农机专业户无论是购买公司的自走式玉米机，还是辣椒机、动力旋转耙，目前都只要 1 年左右就可以回本，投资回报率极高。

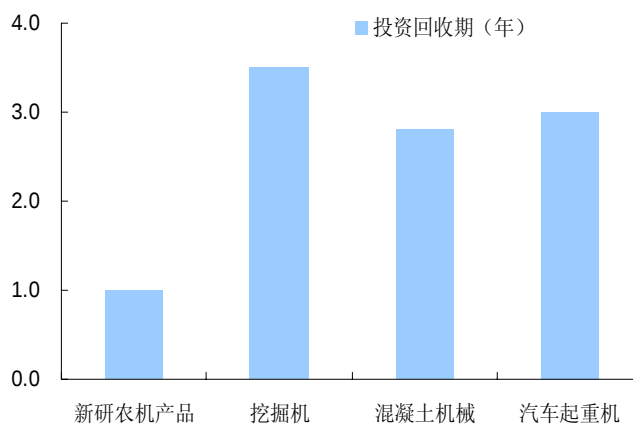
表 3：公司主要产品投资回报分析，基本一年左右可以回本

公司产品	单价 (万元/台)	年作业能力 (亩)	作业单价 (元/亩)	年收入 (万元)	年成本 (万元)	年获利 (万元)
玉米机	29.80	3500.00	100.00	35.00	10.50	24.50
动力旋转耙	5.00	5000.00	20.00	10.00	3.00	7.00
辣椒机	80.00	2500.00	450.00	112.50	33.75	78.75

数据来源：国泰君安证券研究

横向来看，公司几款农机产品的投资回收期明显短于工程机械行业的挖机、混凝土机械和汽车起重机。

图 15：公司农机产品投资回收期明显快于主流工程机械品种



数据来源：国泰君安证券研究

无论纵向还是横向比较，都表明公司农机产品经济性很好，需求处于爆发增长阶段，这个阶段会一直持续到投资回收期拉长至全社会平均水平。

3.3. 产能瓶颈不断突破，未来可以放手接单

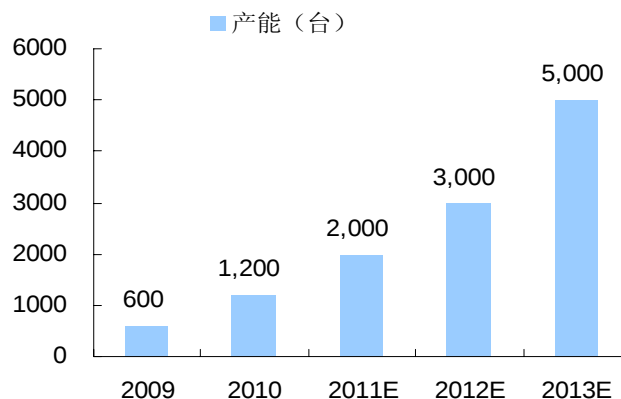
公司 IPO 募集资金中 2.02 亿元是用于公司新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地项目，项目达产后，农机年产能将由 2009 年的 600 台提升至 3,000 台（套）。

此外，公司 IPO 超募资金 4.91 亿元，计划部分用于公司新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地二期建设，目前二期建设用地 146 亩已获得乌鲁木齐经济技术开发区批复。基地二期建设可以加强公司农产品加工机械产能和堆场堆放能力。

除了上述在乌鲁木齐的基地建设外，预计剩余超募资金将用于公司在疆内乌鲁木齐以外的地区建立制造基地，或者用于在疆外建立制造基地。

综合 IPO 募集资金项目和超募资金使用计划，预计公司 2011-2013 年农机年产能分别为 2000、3000、5000 台（套），产能同比增速分别为 66.67%、50.00%、66.67%。产能增长保证产能瓶颈逐步突破，公司未来可以放手接单。

图 16: 公司年产能及规划



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.4. 创新能力强，凸显与国内外竞争对手的优势

公司前身由新疆机械研究院改制而来，创新能力强。主打批量产品玉米机是国内少数几家能实现不对行收获的，其他产品如动力旋转耙、自走式辣椒机、经济型采棉机、自走式番茄机等，直接定位进口替代。

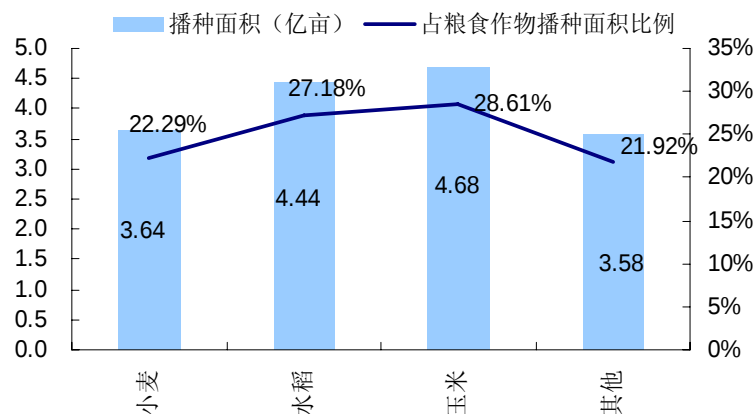
创新能力，使公司可以在批量产品上靠升级换代甩开国内竞争对手，在经济型作物机械上靠价格实现进口替代。

4. 主打产品自走式玉米机成长性分析

4.1. 政策表明 2015 年玉米机收率将超 40%

小麦、水稻和玉米是我国三大粮食作物，与小麦、水稻相比，玉米的机收率还太低，2010 年才到 25.6%的水平。

图 17: 2009 年三大粮食作物播种面积及占比



数据来源：统计局、国泰君安证券研究

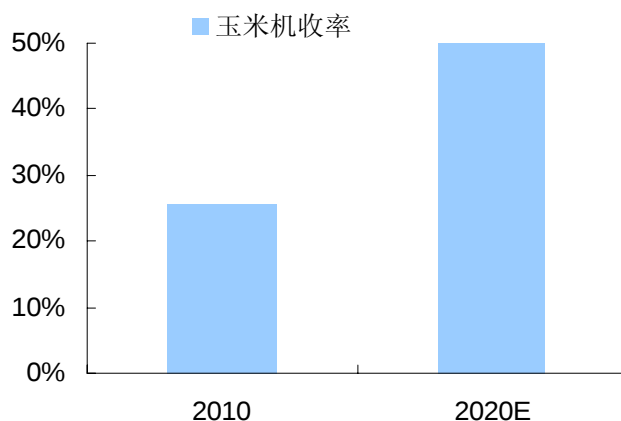
表 4: 小麦、水稻和玉米三种主要粮食作物机收率比较

	小麦机收率	水稻机收率	玉米机收率
2005	76.14%	33.50%	-----
2006	78.32%	38.80%	4.73%
2007	79.17%	46.20%	7.23%
2008	83.84%	51.16%	10.61%
2009	89.34%	57.38%	19.19%
2010	94.85%	62.37%	25.60%

数据来源：国泰君安证券研究

2010 年 7 月国务院发布的《关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》中明确指出，着力提升玉米机收水平，逐步实现玉米生产全程机械化....到 2020 年，玉米机收水平达到 50%左右。

图 18: 国务院要求到 2020 年玉米机收率达 50%左右



数据来源：政府网站、国泰君安证券研究

2010年8月农业部印发了《关于加快推进玉米生产机械化的通知》明确要求，到2015年，山东、河南玉米机收水平力争达到80%，河北力争达到50%以上，辽宁、吉林、黑龙江力争达到50%以上。其他省区也将提出目标要求，力争取得突破性的新进展。

表 5：六个重点省份机收率现状与 2015 年要求

序号	地区	2009 年	2015E
1	山东	52.99%	80%
2	黑龙江	23.50%	50%
3	河南	23.13%	80%
4	河北	16.80%	50%
5	吉林	8.00%	50%
6	辽宁	8.14%	50%

数据来源：行业年鉴、国泰君安证券研究

上述六个省份均是玉米种植大省，其中，山东和河南种植面积合计占全国 18.64%，河北和东北三省种植面积合计占全国 38.10%；全国其他 25 个省市种植面积合计占全国 43.25%。根据敏感性分析，只要其他 25 省市机收率超过 15%，2015 年全国玉米机收率就可以超过 40%。照此速度，全国可以确定无疑提前实现国务院提出的 2020 年玉米机收率 50% 左右的目标。

表 6：2015 年全国玉米机收率测算

省市	玉米种植面积占比	2015 年机收率	备注
山东+河南	18.64%	80%	农业部要求
河北+东北三省	38.10%	50%	农业部要求
其他 25 省市	43.25%	15%	假设
全国	100%	40.45%	计算值

数据来源：统计局、国泰君安证券研究（玉米种植面积占比使用的是 2009 年度数据）

表 7：2015 年全国玉米机收率敏感性分析

其他 25 省市 2015 年玉米机收率假设	15%	20%	25%	30%	35%
全国 2015 年玉米机收率计算值	40.45%	42.62%	44.78%	46.94%	49.10%

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 自走式玉米机 2015 年占比将上升至 50% 左右

玉米收获机械市场上主要有背负式、自走式、玉米割台 3 种类型。2008 年玉米机销量中自走式占比只有 10%，背负式占比高达 50%，但是从长远看，背负式只能是在用户购买能力有限的情况下的低附加值的过渡性产品，随着农机化进程的加快和农民购买力水平的提高，自走式最终将会成为主流机型，这与国际上的情况一致。2010 年自走式销量、保有量占比分别上升到 20.83%、15.42%，就是证明。预计 2015 年自走式玉米机销量占比就可以达到 50% 左右。

表 8: 玉米机类别及优缺点

玉米机类型	介绍	优点	缺点
背负式	利用拖拉机的动力和行走装置而设计的我国特有的机型	结构简单、价格低廉	与拖拉机组装的工作量大, 驾驶人员舒适性差, 效率较低
自走式	一种专用的玉米联合收获机	结构紧凑、作业效率高、作业质量好	价格较贵
玉米割台	小麦和玉米两用收获机	提高了小麦收获机的利用率和经济效益, 价格适中	割台调整和更换, 操作起来比较麻烦

数据来源: 国泰君安证券研究

图 19: 2008 年三类玉米机销量占比

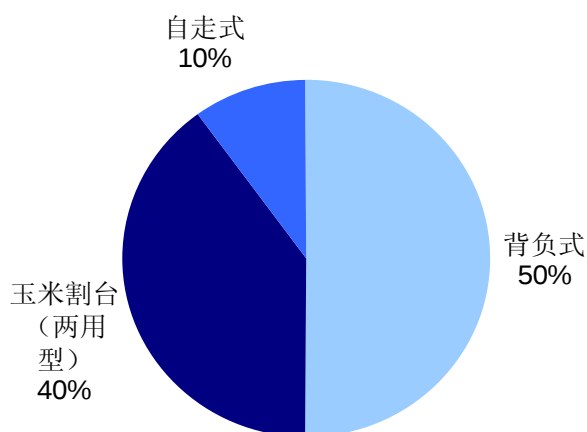
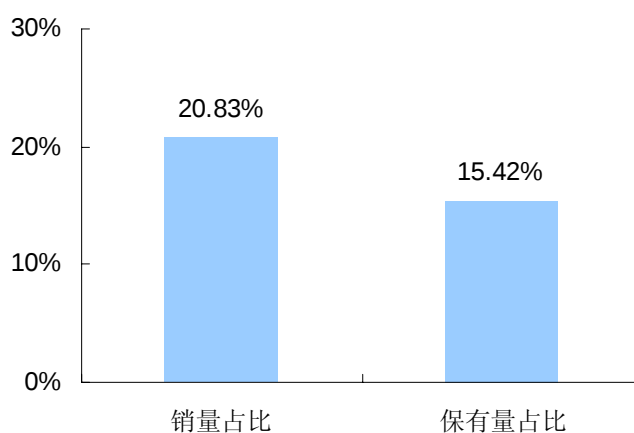


图 20: 2010 年自走式玉米机销量和存量占玉米机行业比例



数据来源: 行业年鉴、国泰君安证券研究

4.3. 自走式玉米机未来 5 年年均复合增长率高达 30.4%

根据我们对玉米机收率、自走式占比的分析, 测算得出, 自走式玉米机行业未来 5 年年均复合增长率高达 30.4%。若机收率或者自走式占比超预期, 行业年均复合增长率会更高。

表 9: 未来 5 年自走式玉米机年均复合增长率测算

	单位	2010A	2015E	2011-2015 年均复合增长率
玉米种植面积	亿亩	4.5	4.5	
玉米机收率		25.6%	40%	
玉米机保有量	万台	13.0	18.0	6.8%
玉米机收获能力	亩/年	888.2	1000.0	
新增玉米机	万台	4.8	7.5	9.4%
自走式玉米机保有量	万台	2.0	5.8	23.6%
新增自走式玉米机	万台	1.0	3.8	30.4%
自走式玉米机保有量占比		15.4%	32.0%	
新增自走式玉米机占比		20.8%	50%	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 10: 未来 5 年自走式玉米机年均复合增长率敏感性分析

机收率 自走式占比	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%
30%	-1.9%	9.6%	17.7%	24.0%	29.3%	33.8%	37.7%	41.3%
35%	1.2%	13.1%	21.4%	27.9%	33.3%	38.0%	42.1%	45.7%
40%	3.9%	16.1%	24.7%	31.4%	36.9%	41.7%	45.9%	49.7%
45%	6.4%	18.9%	27.6%	34.5%	40.2%	45.1%	49.4%	53.2%
50%	8.7%	21.4%	30.4%	37.4%	43.2%	48.2%	52.6%	56.5%
55%	10.8%	23.8%	32.9%	40.0%	45.9%	51.0%	55.5%	59.5%
60%	12.7%	25.9%	35.2%	42.5%	48.5%	53.7%	58.2%	62.3%
65%	14.5%	28.0%	37.4%	44.8%	50.9%	56.1%	60.8%	64.9%
70%	16.2%	29.9%	39.4%	46.9%	53.1%	58.5%	63.2%	67.4%

数据来源: 国泰君安证券研究

公司作为市场份额较高、技术含量最高的国内自走式玉米机企业和唯一在 A 股上市的企业, 预计未来 5 年玉米机年均增速将超过行业水平, 达到 40% 左右。

表 11: 2008 年自走式玉米联合收获机销量及市场占有率

序号	企业名称	销量(台)	市场份额
1	洛阳中收机械装备有限公司	452	30.13%
2	新研股份	163	10.87%
3	福田雷沃国际重工股份有限公司	117	7.80%
4	北京亨运通机械有限公司	102	6.80%
5	约翰迪尔佳联收获机械有限公司	92	6.13%
6	一拖(洛阳)收获机械有限公司	88	5.87%
合计		1,007	67.13%

数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

5. 市场开拓方向分析

公司所在地新疆是我国农牧主产区之一, 对农机产品的需求量较大。公司最初起步时就是依靠新疆的市场优势, 来推动产品研发创新, 满足客户需求。

表 12: 初期公司玉米机产品主要在疆内销售

	2008	2009
总销量(台)	163	207
在新疆销量(台)	144	112
新疆占比	88.34%	54.11%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

未来公司要做大做强保持高增长, 必须走出新疆市场, 对此, 公司有两个明确的市场拓展方向, 一个是疆外市场, 一个是中亚市场。

5.1. 将通过建厂方式，拓展疆外市场

通过建厂深入疆外市场，有几方面的优势：一、公司农机产品外购零部件主要采购自疆外，在疆外建厂，有助于降低零部件采购成本；二、新疆7月就进入水果收获季，运能紧张，运费上涨，如果将产品从疆内运往疆外，运输成本会大幅上升，而疆外建厂疆外销售，有助于降低运输成本；三、疆外建厂，更接近疆外客户，有助于销售。

5.2. 凭借区位优势，逐步打开中亚市场

新疆接壤中亚，进入中亚市场有着明显的区位优势。考虑新疆幅员辽阔，公司可能需要在疆西部、接近中亚的地方建立一个面向中亚的生产基地。

中亚市场农业种植地块大，农业机械需求以大型化为主，公司计划销售的品种以耕种机械和收获机械为主，收获机械主要是做大型小麦收割机和玉米收割机。

在中亚的销售将以经销为主，经销商的选择会重点考虑熟悉新疆和中亚市场的中亚人或者新疆的少数民族。

图 21：开拓中亚市场，公司区位优势明显



数据来源：google 地图、国泰君安证券研究（备注：图中 A 位置代表新疆）

6. 风险因素

6.1. 农机补贴政策变动的风险

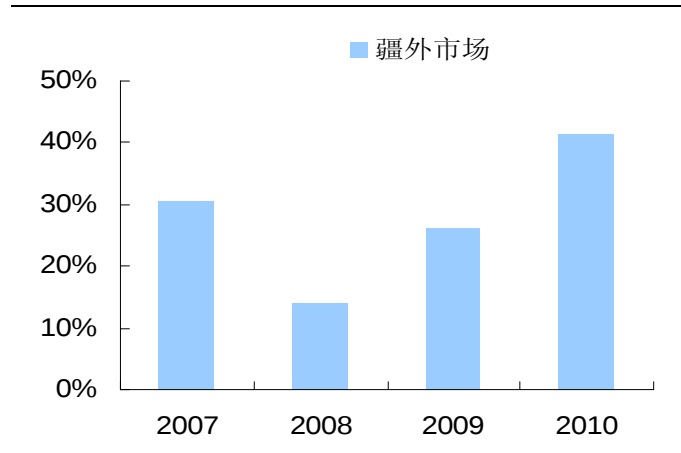
农机补贴通常占农产品价格的 30%，如果未来农机补贴政策取消，势必会影响农机客户的购买意愿和购买力，从而影响公司的销售。但是，从国家对“三农”问题的关注程度来看，农机补贴这样的惠农政策将在很长一段时期内继续执行，且补贴力度还会加强。

6.2. 毛利率下降的风险

公司要做大，必须走出疆内市场，走进疆外市场。在疆外生产基地建好之前，疆外市场的需求主要靠疆内产品运往疆外满足，这会导致疆外收入占比越高，运输成本越高，毛利率会有所下降。即使在疆外生产基地

建好后,也不排除公司可能会通过适当降价,促进销售,争夺市场份额。所以公司市场开拓过程初期,可能会伴随毛利率的下降。

图 22: 疆外市场占比将逐步提高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

6.3. 市场拓展不畅的风险

公司未来增长,很重要的部分就是开拓疆外和中亚市场。疆外市场,农机生产厂商众多,竞争激烈,公司可能面临市场拓展不顺利的风险。中亚市场,信用目前还是个问题,公司需要解决好收款流程,否则可能被人家空手套白狼。对此风险,公司意识到必须要有一支业务能力很强的销售团队,目前正在招兵买马,壮大销售力量。

7. 盈利预测与投资建议

考虑产能扩张进程,所得税率变动和市场拓展带来的盈利能力下降,预计公司 2011-2013 年收入分别同比增长 86.8%、52.6%、63.1%,归属母公司净利润分别同比增长 51.3%、40.6%、55.3%,EPS 分别为 0.87、1.22、1.89 元,目标价 45 元,增持。

给予公司较高估值原因在于:(1) 公司行业好,产品经济性好,净利润未来三年年均复合增长率高达 48.9%;(2) 公司是 A 股唯一农业收获机械标的。

表 13: 盈利预测简表

主要财务数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	127	253	473	722	1,177
同比%	29.8%	99.9%	86.8%	52.6%	63.1%
经营利润(百万)	21	48	82	125	200
同比%	109.8%	131.6%	71.8%	53.2%	59.9%
净利润(百万)	24	52	78	110	171
同比%	77.6%	118.2%	51.3%	40.6%	55.3%
每股净收益(元)	0.26	0.57	0.87	1.22	1.89
每股股利(元)	-	0.30	-	-	-

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**吕娟:**

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@gtjas.com

河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券研究, 从事机械行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券研究股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		