

受益行业发展规划 细分龙头高速成长

公司研究简报

◆农机行业“十二五”规划出台，行业扶持力度明显

农业部日前发布农机行业“十二五”发展规划，扶持力度明显。正式规划比草案更加细化，我们归纳了关键词来体现规划的亮点。[详细解释见正文。](#)

◆关键词一：农机化率

规划中提出，到“十二五”末，我国综合农机化率要**提高到60%以上**。我们认为规划的提升符合行业发展趋势。“十一五”末全国农机化率已达52.3%，较“十五”末大幅提高了16.4个百分点，之前55%的规划已过于保守。

我们认为国内与发达国家农机化率差距仍然较大，行业仍处于快速发展的轨道。此次规划修正到60%的目标仍属保底值，存在提前完成的可能。

◆关键词二：农机补贴

规划中提出“**继续实施农业机械购置补贴政策**”。农机补贴政策自2004年起步，力度逐年增加，促进了农机普及。我国目前的补贴率仅30%左右，与发达国家50%-60%的水平相比，尚有较大提升空间。

我们认为“十二五”期间，国家对农机购置的补贴力度将继续加强，特别是大型化、智能化、高效化的农机，将成为补贴政策的重点。

◆关键词三：以旧换新

规划中提出要继续完善农机扶持政策，并首次提及“**制定农机以旧换新办法**”。以旧换新政策已在家电、汽车等行业成功应用，促进了行业的快速成长。

以新研主营玉米收获机领域为例，目前自走式机正在替代落后的背负式机。“以旧换新”政策有望加速替代过程，提升对公司的产品需求。

◆关键词四：结构优化

规划中提出“**集中力量提升水稻育插秧、玉米收获等环节机械化水平。**”

我们认为，我国农业不同生产环节的机械化程度差异较大，主要与农机的研发和技术有关。适应我国特点的玉米收获技术直到近几年才趋于成熟，玉米机收率较低，市场近几年将处于快速增长期。

◆预计2011-2013年EPS 0.88元、1.30元、1.71元，“买入”评级

我们在之前的中报点评中已说明，新研的业绩集中于下半年，目前订单超去年一倍，锁定业绩高增长。公司主打的玉米收获机械技术领先，符合产业发展方向，未来将持续受益于农机发展规划。我们维持2011-2013年EPS 0.88元、1.30元、1.71元的预测。目标价45元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	127	253	477	705	975
营业收入增长率	29.78%	99.89%	88.35%	47.92%	38.19%
净利润(百万元)	24	52	79	118	155
净利润增长率	77.57%	118.20%	53.01%	48.82%	31.44%
EPS(元)	0.26	0.57	0.88	1.30	1.71
ROE(归属母公司)	28.11%	6.27%	8.87%	11.94%	14.00%
P/E	133	61	40	27	20

买入(维持)

当前价/目标价：35.00/45.00元

目标期限：6个月

分析师

陆洲

(执业证书编号：S0930511010007)

021-22169322

luzhou@ebcn.com

联系人

陈佳宁

021-22169162

chenjianing@ebcn.com

市场数据

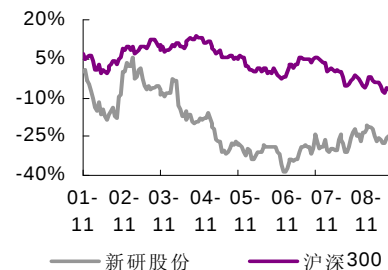
总股本(亿股)：0.90

总市值(亿元)：31.57

一年最低/最高(元)：29.28/118.80

近3月换手率：32.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.32	9.02	0.00
绝对	-5.27	1.66	0.00

相关研报

收入高增长确定 下半年大戏刚刚开演

.....2011-08-09

复制美国农机成长轨迹 业绩高增长确立

.....2011-06-01

玉米收获机五年爆发式增长

.....2011-03-25

对规划亮点的详细说明

◆关键词一：农机化率

规划中提出，到“十二五”末，我国综合农机化率要提高到**60%以上**，较之前国务院《关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》中提出的55%目标更进一步。

我们认为规划的提升符合行业发展趋势。到“十一五”末，全国综合农机化率已达52.3%，较“十五”末大幅提高了16.4个百分点，**年均提高3.3个百分点，远高于“十五”期间年均0.7个百分点的增速**。在超预期的发展趋势下，之前55%的规划已过于保守。

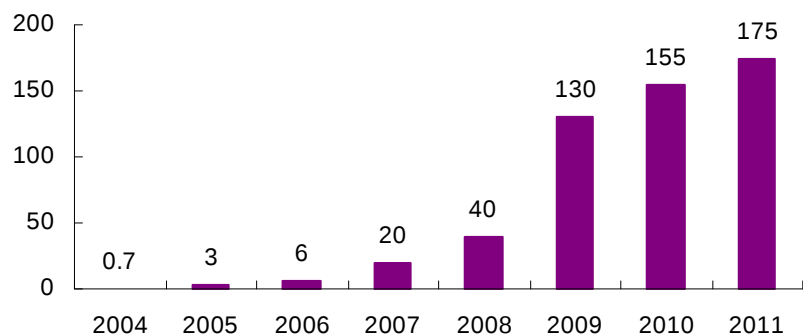
我们认为国内与发达国家农机化率差距仍然较大，行业仍处于快速发展的轨道。此次规划修正到60%的目标仍属保底值，存在提前完成的可能。

◆关键词二：农机补贴

规划中“十二五”重大专项的第一项，即为“**继续实施农业机械购置补贴政策**”。农机补贴政策的持续符合我们之前预期。

我国农机补贴政策自2004年起步，补贴力度逐年增加，对农机的普及起到了关键作用，农机化率的加速提升便是佐证。但我国目前的补贴率仅30%左右，与发达国家50%-60%的水平相比，尚有较大提升空间。

图表1：中央农机补贴额变化（单位：亿元）



资料来源：财政部，光大证券研究所

图表2：我国农机行业补贴情况

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
中央农机补贴 (亿元)	0.7	3	6	20	40	130	155	175
地方农机补贴 (亿元)	4	8	11	13	17	-	-	-
中央财政支持 “三农”投入总 额 (亿元)	2626.2	2975.3	3517.2	4318.3	5955.5	7161.0	8183.4	9885.0
涉及区县 (个)	66	500	1126	1716	2653	2653	2653	2653
覆盖区县比例	2.31%	17.47%	39.37%	60.02%	100%	100%	100%	100%

资料来源：财政部、中国统计年鉴，光大证券研究所

我们认为“十二五”期间，国家对农机购置的补贴力度将继续加强，特别是大型化、智能化、高效化的农机，将成为补贴政策的重点。

公司主打的玉米收获机等产品技术含量高、工作稳定高效，完全符合优先扶持产品定义，一直列于国家补贴目录中，我们预计未来的补贴额有望进一步增加。

◆关键词三：以旧换新

规划中提出要继续完善农机扶持政策，并首次提及“制定农机以旧换新办法”。以旧换新政策已在家电、汽车等行业成功应用，促进了行业的快速增长。

我们对政策的前景持乐观态度，以新研主营的玉米收获机领域为例，目前自走式机正在替代落后的背负式机。“以旧换新”政策有望加速替代过程，提升对公司的产品需求。

◆关键词四：结构优化

规划中提出，“在小麦全程机械化基本实现的基础上，继续集中力量提升水稻育插秧、玉米收获等环节的机械化水平。”

与小麦生产机械化水平相比，我国水稻机播率和玉米机收率仍然较低，但发展迅速。“十一五”期间，水稻机械种植和收获水平分别达到20.9%和64.5%，较“十五”末分别提高13.7和31个百分点，年均提高2.7和6.2个百分点；玉米机收水平达到25.8%，较“十五”末提高22.7个百分点，年均提高4.5个百分点，进入提速发展阶段。

我们认为，我国农业不同生产环节的机械化程度差异较大，主要与农机的研发和技术有关。适应我国特点的玉米收获技术直到近几年才趋于成熟，玉米机收率较低，市场近几年将处于快速增长期。

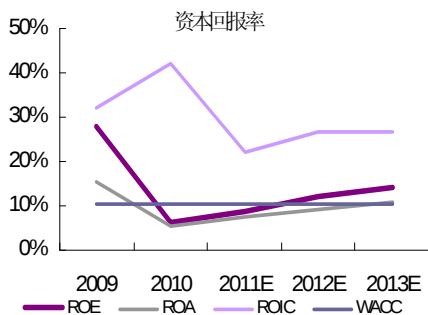
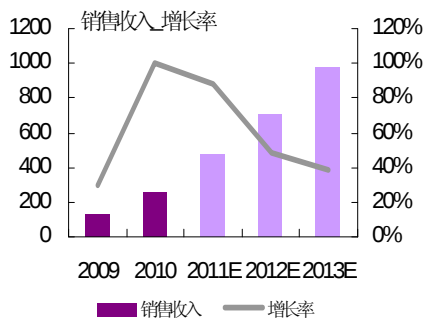
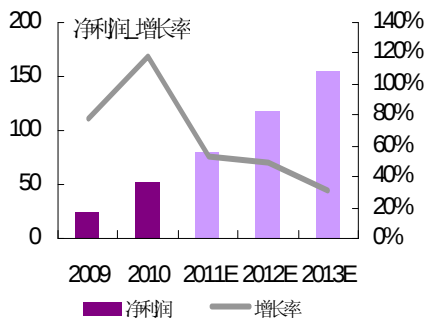
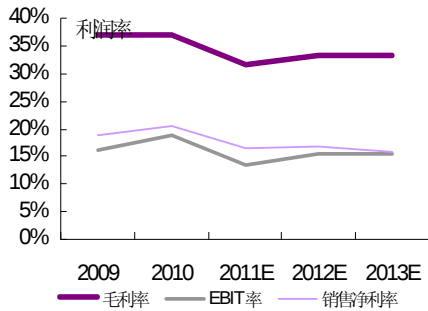
综合来看，公司属于受“十二五”发展规划扶持最显著的细分行业，行业空间较大，正处于快速发展期。我们在之前的中报点评中已说明，新研的业绩集中于下半年，目前订单超去年一倍，锁定业绩高增长。

图3：公司主要产品订单情况（单位：台）

产品名称	玉米收获机	青贮收获机	辣椒收获机	动力旋转耙	农副产品加工机械	合计
2011 年	1360	260	20	260	80	1980
2010 年	627	189	10	244	24	1094
同比增长	116.9%	37.6%	100.0%	6.6%	233.3%	81.0%

资料来源：光大证券研究所

公司主打的玉米收获机械技术领先，符合产业发展方向，未来将持续受益于农机发展规划。我们维持2011-2013年EPS 0.88元、1.30元、1.71元的预测。目标价45元，维持“买入”评级。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	127	253	477	705	975
营业成本	80	160	327	470	649
折旧和摊销	1	2	9	15	20
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	13	24	45	67	93
管理费用	13	20	38	56	78
财务费用	0	1	-21	-20	-21
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	47	84	129	171
利润总额	24	54	93	138	182
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	23.68	51.67	79.05	117.65	154.64

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	152	925	1,083	1,259	1,440
流动资产	105	845	893	984	1,085
货币资金	55	777	743	767	792
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	24	44	84	124	171
应收票据	2	0	4	6	6
其他应收款	1	0	2	3	3
存货	18	18	39	56	78
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	3	54	143	214	283
无形资产	21	21	20	19	18
总负债	67	101	192	274	336
无息负债	52	76	167	249	311
有息负债	15	25	25	25	25
股东权益	84	824	891	985	1,104
股本	30	41	90	90	90
公积金	34	720	679	691	706
未分配利润	20	63	122	204	308
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	36	55	62	112	120
净利润	24	52	79	118	155
折旧摊销	1	2	9	15	20
净营运资金增加	-8	27	39	34	74
其他	18	-26	-66	-54	-128
投资活动产生现金流	-13	-33	-120	-100	-100
净资本支出	34	33	120	100	100
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	-48	-68	-240	-200	-200
融资活动现金流	25	697	24	13	4
股本变化	28	11	49	0	0
债务净变化	15	10	0	0	0
无息负债变化	23	24	91	82	62
净现金流	47	719	-34	25	24

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.78%	99.89%	88.35%	47.92%	38.19%
净利润增长率	77.57%	118.20%	53.01%	48.82%	31.44%
EBITDA 增长率	104.23%	134.59%	45.23%	68.72%	38.60%
EBIT 增长率	109.43%	134.38%	33.42%	70.13%	39.06%
估值指标					
PE	133	61	40	27	20
PB	37	4	4	3	3
EV/EBITDA	49	14	34	20	15
EV/EBIT	51	15	39	23	17
EV/NOPLAT	52	16	46	27	20
EV/Sales	8	3	5	4	3
EV/IC	17	7	10	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	37.05%	36.96%	31.50%	33.36%	33.41%
EBITDA 率	16.89%	19.82%	15.28%	17.43%	17.48%
EBIT 率	16.08%	18.85%	13.35%	15.36%	15.46%
税前净利润率	19.17%	21.23%	19.50%	19.62%	18.66%
税后净利润率 (归属母公	18.69%	20.41%	16.58%	16.68%	15.86%
ROA	15.62%	5.58%	7.30%	9.34%	10.74%
ROE (归属母公司) (摊	28.11%	6.27%	8.87%	11.94%	14.00%
经营性 ROIC	32.00%	41.89%	22.21%	26.53%	26.54%
偿债能力					
流动比率	1.76	15.17	6.81	4.99	4.51
速动比率	1.46	14.85	6.51	4.70	4.19
归属母公司权益/有息债务	5.61	32.97	35.64	39.40	44.17
有形资产/有息债务	8.68	36.15	42.53	49.61	56.90
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.26	0.57	0.88	1.30	1.71
每股红利	0.00	0.14	0.26	0.39	0.51
每股经营现金流	0.39	0.61	0.69	1.24	1.33
每股自由现金流(FCFF)	-0.06	-0.12	-1.04	-0.28	-0.26
每股净资产	0.93	9.14	9.88	10.92	12.24
每股销售收入	1.40	2.81	5.29	7.82	10.81

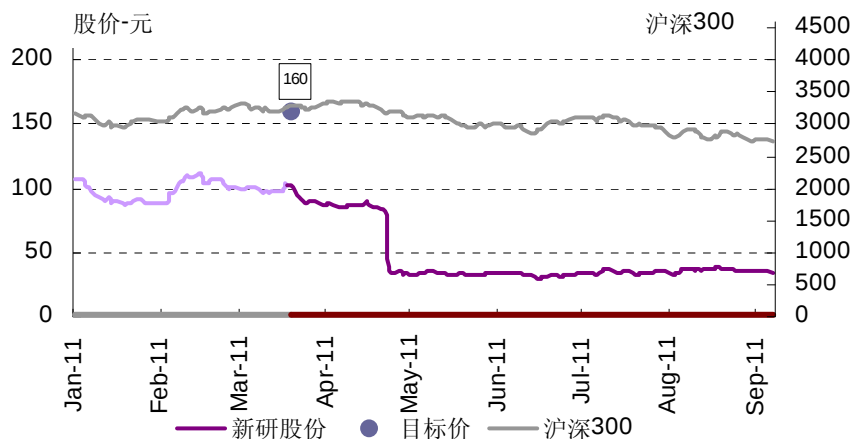
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

新研股份（300159）



日期	股价	目标价	评级
2011-03-25	102.80	160.00	买入
2011-03-28	102.89	160.00	买入
2011-06-01	33.20	50.00	买入
2011-08-09	33.45	45.00	买入
2011-08-17	36.57	45.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com