



增长点层递，步入高速成长通道！

买入首次评级

目标价格：48.18元

投资要点：

- 进口替代+人工替代，主题明确；
- 玉米机收率巨大提升空间确定，自走式玉米收获机是客户最优选择；
- 增长点层递，公司步入高速成长通道。

报告摘要：

- **农机补贴直接拉动农机工业产值逾千亿元。** 农机购置补贴大大增强了农民的购买能力，直接拉动了农业机械的购买需求，带来了巨大的市场机遇。据分析，中央投资拉动比例为 1: 5.35，按照 2011 年中央农机购置补贴 175 亿元计算，可直接拉动农机工业销售产值 1111.25 亿元。同时我国补贴率一般不超过价格的 30%，远低于发达国家 60% 的水平，随着未来强农惠农政策的深入，农机购置补贴仍有较大的增长空间。
- **玉米机收率巨大提升空间确定，自走式玉米收获机是客户最优选择。** 国务院提出到 2020 年玉米机收率要达到 50%，目前只有 25.6%。按玉米种植面积 4.5 亿亩计算，玉米收获机年需求量在 3 万台左右。公司主打产品--自走式玉米联合收获机为玉米收获机械的主流机型，具有很强的市场竞争力。其他主要产品：辣椒收获机为国内独有，毛利率高；耕作机械实现了进口替代；农副产品加工及林果机械填补了国内空白。
- **核心竞争优势明显，募投项目达产后将助力公司拓展疆外和中亚市场。** 公司改制于科研院所，具有天然的科研优势。同时依托兵团农机化的先发优势，专注特种农机装备细分市场，迅速成长为新疆地区最大的农机装备企业，主要产品市场占有率高达 95%。公司募投项目于 2010 年开始逐步投产，2013 年全面达产后，产能将提升到 3000 台。公司将充分利用得天独厚的地缘优势，积极开拓疆外和中亚的农机市场。
- **预测与估值。** 公司为目前 A 股唯一的农机标的，未来三年净利润增速分别为 63.67%、55.84% 和 33.12%，出于谨慎需要，我们取最低的 33.12% 增速，PEG=1，给予公司 2012 年动态 PE 33 倍，6 个月目标价 48.18 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入(百万)	126.66	253.18	480.58	664.74	941.65
同比增长	29.78%	99.89%	89.82%	38.32%	41.66%
归属于上市公司股东的净利润(百万)	23.68	51.67	84.56	131.78	175.43
同比增长	77.57%	118.20%	63.67%	55.84%	33.12%
EPS	0.26	0.57	0.94	1.46	1.94

机械行业研究组

分析师：

庞琳琳 (S1250209110200)

电话：010-88085968

Email: panglinlin@hysec.com

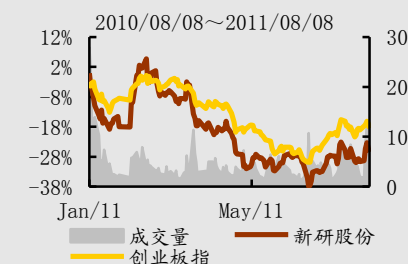
联系人：

杨夏

电话：010-88085968

Email: yangxia23@gmail.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股	筹码集中度
20110630	5208	非常集中
20110331	1755	非常分散
20110106	501	非常分散

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20110630	20110331
基金持股	1001.03	217.08
占流通 A 股比	42.93	25.54
持股家数及进出情况	共计 22 新进 15 增持 7	共计 7 新进 6 减持 1
券商持股	61.56	--
占流通 A 股比	2.64	--

数据来源：港澳资讯

目录

投资逻辑	5
一、增长点层递，公司步入高速成长通道	5
（一）玉米机收率提升空间巨大，玉米收获机 3 年以上高增长	5
1、为什么玉米机收率这么低？	5
2、“十二五”期间玉米机收率提升空间巨大	6
3、自走式玉米收获机为客户的最优选择	7
4、自走式玉米收获机市场空间测算	8
5、疆外市场巨大，公司自走式玉米收获机至少 3 年以上高增长	9
（二）辣椒机、采棉机、番茄机和出口市场新增点层递	10
1、进口替代，辣椒收获机国内独有	10
2、机械替代人工，采棉机市场需求确定	10
3、疆内番茄收获机起步	11
4、区位优势赢取中亚超过 300 亿的巨大市场	11
5、发展空间持续且广阔	12
（三）青贮饲草料收获机市场平稳增长	12
（四）耕作机械实现进口替代	13
（五）农副产品加工及林果机械填补国内空白	13
（六）内生外延快速增长	13
二、公司是农机装备细分领域的领先者	14
（一）公司简介	14
（二）公司主营业务分析	15
1、产品构成：以农牧及农副产品加工机械产品为主	15
2、区域结构：加速市场拓展，疆外区域已成业绩贡献主力	17
3、季节特点：三季度收入在全年业绩中占比超过七成	17
4、销售模式：疆内直销，疆外经销	18
5、客户结构：以农机专业户和种粮大户为主	18
（三）核心竞争优势	18
1、依托研究院天然科研优势，整合科研人才和技术资源	18
2、专注特种农机装备细分市场，产品定位独特，差异化优势明显	19
3、地处新疆，受益于市场区位优势和兵团农机化先发优势	20
4、市场化起步早，积累了一大批专业复合型人才	21
三、我国农机行业现状与未来发展	21
（一）农机行业大而不强，农业机械化作业水平参差不齐	21
（二）农机补贴拉动行业高增长	22
1、粮食安全问题带来农机市场的刚性需求增长	22
2、农机补贴直接拉动农机工业产值逾千亿元	23
3、农业生产者的收入持续增长将不断推动农机行业的发展	23
4、农村劳动力持续转移、土地集约化经营和农机社会化服务将加速农业机械化	24
四、预测与估值	24

插图

图 1: 小麦、水稻和玉米机收率比较.....	5
图 2: 玉米耕种收流程机械化率及劳动量占比.....	5
图 3: 玉米和水稻机械及种植收入比较.....	6
图 4: 玉米种植大省的机收率现状及 2015 年要求.....	7
图 5: 玉米机收率提升的驱动因素.....	7
图 6: 玉米供需格局逐渐变为供不应求.....	8
图 7: 玉米种植面积逐年增加.....	8
图 8: 我国玉米种植区域划分.....	8
图 9: 玉米收获机疆外巨大空间.....	9
图 10: 公司自走式玉米收获机销量飞速增长.....	9
图 11: 中亚地区农业概况.....	11
图 12: 公司自走式玉米收获机销量.....	11
图 13: 公司发展空间持续且广阔.....	12
图 14: 公司发展历程示意图.....	14
图 15: 公司上市后股权结构图.....	15
图 16: 公司主营业务收入与净利润呈现跳跃式增长.....	15
图 17: 公司各个主营业务毛利率.....	15
图 18: 公司主营业务构成示意图.....	16
图 19: 公司主营业务收入分产品构成.....	16
图 20: 公司主营业务收入分产品构成占比.....	16
图 21: 公司主营业务毛利分产品构成.....	16
图 22: 公司主营业务毛利分产品构成占比.....	16
图 23: 2010 年公司农牧业收获机械收入分品种构成.....	17
图 24: 2010 年公司农牧业收获机械分品种毛利率.....	17
图 25: 公司主营业务收入分销售区域占比.....	17
图 26: 2010 年公司主营业务收入分销售区域增速.....	17
图 27: 公司各季度农机收入占当年四个季度收入总和的比例.....	17
图 28: 公司农机直销和经销的金额及占营业收入比例.....	18
图 29: 公司研发费用投入持续增长.....	19
图 30: 我国农业机械总动力.....	21
图 31: 我国耕地面积逐年减少.....	22
图 32: 我国大豆和棉花进口量逐年扩大.....	22
图 33: 中央农机补贴数额爆发式增长.....	23
图 34: 中国农机工业总产值稳步增长.....	23
图 35: 我国农村居民现金收入.....	24

表格

表 1: 玉米收获机械市场上主要机型	7
表 2: 农机专业户和种粮大户购买选择比较	7
表 3: 自走式玉米收获机市场预测	8
表 4: 公司自走式玉米收获机产销量	10
表 5: 青贮饲草料收获机市场上主要机型	12
表 6: 募投项目投产后产品种类及产量	13
表 7: 公司的前身--新疆机械研究院获得的奖项（2005 年以前）	18
表 8: 公司 2005 年以来获得的奖项	19
表 9: 2007 年农业机械工业大型生产企业基本情况	20
表 10: 公司主要产品的市场竞争情况	20
表 11: 世界发达国家农业机械化进程和我国 2006 年数据比较	22
表 12: 我国农业机械化作业水平参差不齐	22
表 13: 2004 年以来的农机购置补贴情况	23
表 14: 收入和毛利率分项预测	25
附表: 盈利预测	27

投资逻辑

- 1、投资主题：**进口替代**——公司产品在国内市场上占有很强优势，主要竞争机型为国外大型农机企业的进口机型，目前开发和生产的许多产品是能够填补国内空白的农机装备；**人工替代**——农村劳动力短缺，人工成本高涨，农业生产机械化将有效解决这一问题。
- 2、经过与公司、行业专业人士交流以及对玉米主产区的草根调研，我们对玉米机收率低的原因分别进行综合、以及横纵向的具体剖析，认为在国家政策倾斜、农机补贴拉动，农村劳动力减少以及土地流转深入的驱动下，玉米机收率巨大提升空间确定；并从投资回报以及使用成本两个方面细节测算，认为自走式玉米收获机是农机专业户和种粮大户的最优选择。
- 3、发展空间持续且广阔：未来 3~5 年为自走式玉米收获机黄金时期（50 亿），2012 年开始辣椒机+采棉机+番茄机等新产品大展拳脚（200~250 亿），再之后是中亚出口的巨大市场（大于 300 亿）。
- 4、募投项目投产解决产能瓶颈，考虑到未来几年玉米收获机主要市场在东三省及内蒙古地区，公司有望利用超募资金疆外建厂，解决两头在外的课题，接近市场，更低的成本扩充销售渠道；扩大和接近供应商，更低的成本和及时响应。在做大作强后端收获机械的同时，公司也有意提升耕播前端机械能力，优化耕种收全产业链。

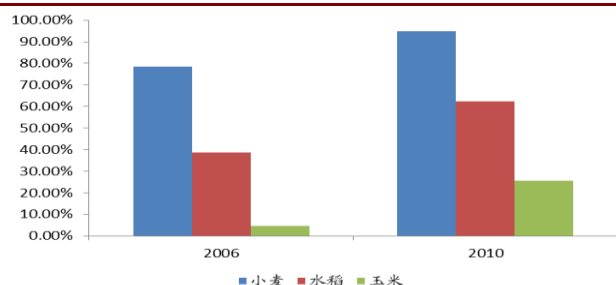
一、增长点层递，公司步入高速增长通道

（一）玉米机收率提升空间巨大，玉米收获机 3 年以上高速增长

1、为什么玉米机收率这么低？

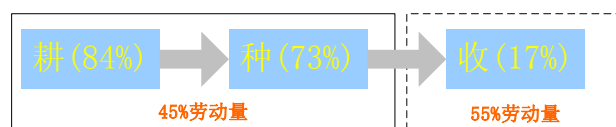
横向来看：小麦、水稻和玉米为我国三大粮食作物，相比于小麦和水稻等粮食作物，玉米机收率只有 25.6%，从机械构成来看，20%是效率低下的背负式和低端自走式收获机，高端自走式收获机仅占 5%；从区域上看，25.6%的机收率很大程度是山东省拉起来的，玉米种植大省的黑龙江、吉林、辽宁、河南和河北均不到平均水平。

图 1：小麦、水稻和玉米机收率比较



资料来源：宏源证券

图 2：玉米耕种收流程机械化率及劳动量占比



资料来源：宏源证券

纵向来看：玉米整个耕种收全流程中玉米耕、播环节机械化问题已经基本解决，全国玉米机耕水平达 84%，机播水平达 73%，但由于玉米收割机产品质量不够稳定、产品价格较高、农艺与农机不配套等因素，占到总劳动量 55% 的玉米收获环节的机械化水平仅为 17%，是玉米乃至粮食生产机械化中最薄弱的环节。

经过与公司、行业专业人士交流以及对玉米主产区的草根调研，我们认为玉米机收率低主要原因在于：

- 前些年国产玉米收获机技术不过关，与农艺结合不好，不适用、损失较大，而进口机械数量有限，而且价格高昂；
- 当时价格也贵，农机补贴也没跟上，现在每台国家补贴 8.3 万元，各地方因当地财政情况而不同，据了解吉林省补充补贴 3 万，一共 11.3 万每台，公司每台自走式玉米收单价 29.8 万-30.8 万元，只需再出 18.5~21.5 万元，补贴占比近 38%；
- 过去农村劳动力还很充裕，而现在随着城市化发展和社会经济发展，农村劳动力相当匮乏，农民收入也逐年提高；过去单位农户地块较小，今年来随着土地流转的深入发展，各地出现较多种粮大户。

具体分析，我们拿水稻和玉米来进行横向比较：

图 3：玉米和水稻机械及种植收入比较

玉米收获机械——大型，单价高（补贴后 20 万左右）、操作复杂。前几年只有国补不超过 30%，这两年有省补；

种水稻收入：一垧地产量 2.1~2.2 万斤 $\times$ 1.5 元/斤 = 3 万多毛收入 + 2000~3000 直补 = 不到 3 万 5，减去肥、药、水电费 1060 以及松耙地等租金支出 = 7000~8000 元费用，= 2 万 5 左右净收入；吉林一般一户 2 垧地 $\times$ 2.5 = 5 万的收入。

水稻收割机械——相对小，单价低（补贴后 7~8 万元），操作简单。水稻机械补贴高，地方还有补助，南方经济好的省份补贴更高，和当地财政有关。

种玉米收入：一垧地产量 1.5 万斤 $\times$ 0.85~0.9 元/斤 = 1.4 万元，J 减去费用投入 7000 多，剩 7000~8000 元。吉林一户 1 垧 3 亩地，收入 1 万左右 + 直补 2431 元 = 1.2 万元。

资料来源：宏源证券

纵比来看：玉米耕种等前端机械由于小型简单可以作坊做，全套下来不到 2 万元，但后端收获机械大型、复杂，没法作坊，只能工厂化制造，而且单价太高。

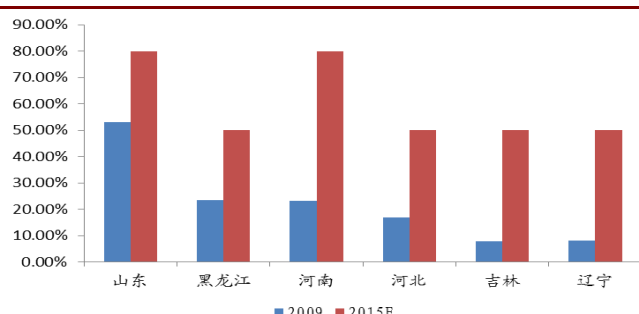
2、“十二五”期间玉米机收率提升空间巨大

农业部 2010 年 8 月印发《关于加快推进玉米生产机械化的通知》，要求各地以提升玉米机收水平为重点，加快推进玉米全程机械化。通知指出“按照国务院提出的到 2020 年玉米机收水平达到 50% 的目标……要加快黄淮海和东北地区玉米收获机械化发展，千方百计把玉米机收提高到一个新水平。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。……要充分发挥农机

购置补贴政策的引导作用，在补贴资金安排上向玉米主产区倾斜，对玉米收割机和秸秆还田机、免耕播种机等优先补贴，并积极争取地方财政加大支持力度，对玉米收获机械适当累加补贴，适当提高补贴标准。”

《全国农机化发展第十二个五年规划（2011—2015年）》指出：全国农作物耕种收综合机械化水平达到52.3%，较“十五”末提高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。我们认为在小麦、水稻和玉米三大主要粮食作物中，小麦和水稻已经达到要求，根据草根调研情况，吉林松原水稻几乎达到100%机收，而玉米机收率提升空间大，随着国家补贴力度的加大以及高端收获机经济效益的逐渐体现，2015年高端自走式收获机很可能达到50%。

图4：玉米种植大省的机收率现状及2015年要求



资料来源：宏源证券

图5：玉米机收率提升的驱动因素



资料来源：宏源证券

3、自走式玉米收获机为客户的最优选择

玉米收获机械市场上主要有背负式、自走式、玉米割台3种机型。从长远看，背负式玉米收获机产品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，自走式机型最终将会成为主流机型。

表1：玉米收获机械市场上主要机型

玉米收获机械种类	具体特点
背负式玉米联合收获机	利用拖拉机的动力和行走装置而设计的我国特有机型，结构简单，价格低廉，但其与拖拉机组装的工作量大，机组作业时驾驶人员舒适性差，效率较低
自走式联合玉米联合收获机	专用的玉米联合收获机，该类机型结构紧凑、作业效率高、作业质量好，是国际上专用玉米收获机械的主流品种
玉米割台	与谷物联合收获配套的专用割台

资料来源：公司公告，宏源证券

结合草根调研结果，经过对经济性的详细测算，我们认为自走式玉米收获机是农机专业户和种粮大户的最优选择：对于农机专业户来讲，自走式玉米收获机投资回收期短，一般一个季即可收回投入资本；对于种粮大户，使用自走式玉米收获机每亩使用成本最低。

表2：农机专业户和种粮大户购买选择比较

	选择	回收期（使用成本）
农机专业户	自走式	1~1.4 收获季
	背负式	3~4 收获季
种粮大户	人工	100 元/亩

背负式	50 元/亩
自走式	25 元/亩

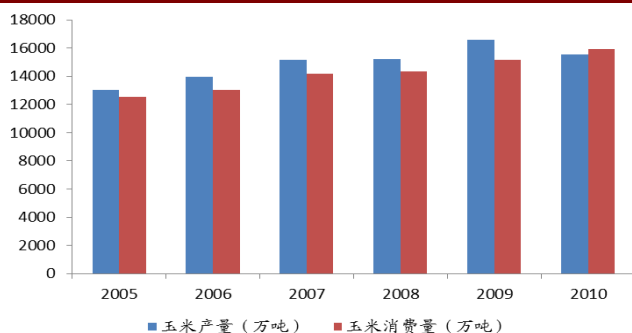
资料来源：宏源证券

目前自走式玉米联合收获机主要生产企业为约翰迪尔、洛阳中收、新研股份、福田雷沃、北京亨运通和约翰迪尔佳联收获机械有限公司等。不对行玉米联合收获机生产企业为新研股份和洛阳中收等，不对行玉米收获机由于适用性强、效率高，更受客户青睐。

4、自走式玉米收获机市场空间测算

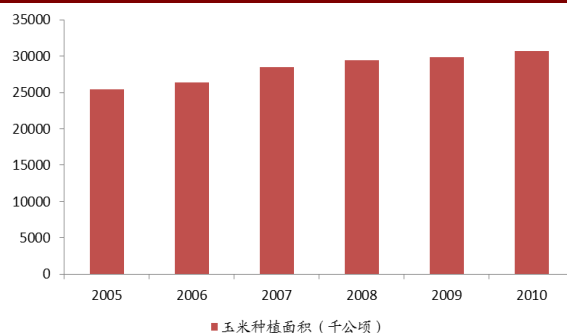
玉米收获机的需求主要来自新增和更新两方面：近几年我国玉米种植收益明显好转，特别是玉米转向深加工，用途由原先的单纯粮食作物发展成为粮食、制药、工业酒精原料的多用途作物。玉米供需格局逐渐变为供不应求，价格将呈现攀高走势，种植面积将继续扩大。目前全国玉米种植面积 4.5 亿亩，机收率在“十二五”期间将提高，玉米收获机市场空间巨大。同时，参照以往经验，农机每隔 5 至 8 年就需要更换一次，这都将为自走式玉米联合收获机带来广阔的市场空间。

图 6：玉米供需格局逐渐变为供不应求



资料来源：国家统计局，宏源证券

图 7：玉米种植面积逐年增加



资料来源：国家统计局，宏源证券

图 8：我国玉米种植区域划分



资料来源：公司公告，宏源证券

表 3：自走式玉米收获机市场预测

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
种植面积 (亿亩)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
机收率	25.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
机收面积 (亿亩)	1.125	1.35	1.575	1.8	2.025	2.25
机 北方玉米区 械 (亿亩)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8

化	机收率	18.00%	24.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%
种	黄淮平原						
植	(亿亩)	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44
面	机收率	45.00%	50.00%	55.00%	60.00%	65.00%	70.00%
积	西北地区						
	(亿亩)	0.135	0.135	0.135	0.135	0.135	0.135
	机收率	23.00%	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%
	机收面积						
	(亿亩)	1.00	1.19	1.38	1.55	1.72	1.89
	玉米收获机平均						
	生产率(亩/年)	850	900	950	1000	1050	1100
	新玉米收获机保						
	有量(万台)	11.80	13.25	14.52	15.48	16.35	17.14
	新增量(万台)	--	1.45	1.27	0.96	0.87	0.79
	更新率	12%	12%	12%	12%	12%	12%
	更新量(万台)	1.42	1.59	1.74	1.86	1.96	2.06
	玉米收获机年需						
	求量(万台)	--	3.04	3.01	2.82	2.83	2.85
	自走式玉米收获						
	机占比	20%	23%	28%	34%	40%	45%
	自走式玉米收获						
	机新增量(万台)	0.48	0.70	0.84	0.96	1.13	1.28

资料来源：宏源证券

5、疆外市场巨大，公司自走式玉米收获机至少3年以上高增长

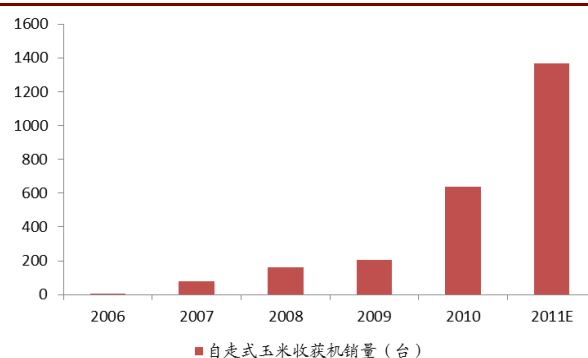
公司主要设计生产的机型为技术含量较高的自走式玉米联合收获机，主要产品为7行、8行自走式不对行玉米联合收获机（以及少量4行对行玉米联合收获机），可一次完成割幅范围内任意种植行距的玉米摘穗、剥皮、集装以及茎秆收割、切碎、揉搓、抛送装车或还田（集条）作业，作业效率可达3000-4000亩/年。公司主要竞争对手的产品主要是2行、3行、4行对行玉米联合收获机，其产品易受到农艺种植模式的限制，适用性较低，不适合大范围跨区作业和流动作业的要求。公司2011年的市场占有率有望升至第二位，公司将继续发挥在玉米收获机械方面的技术优势，争取在2012年升至第一位。

图9：玉米收获机疆外巨大空间



资料来源：宏源证券

图10：公司自走式玉米收获机销量飞速增长



资料来源：公司公告，宏源证券

公司 2006 年开始在疆内销售玉米收获机，在疆内市场占有率超过 70%，占有绝对领先地位。凭借在新疆多年积累的先发优势，公司玉米收获机在可靠性和效率等方面与国外产品几无差别，面对疆外更广阔的市场，公司玉米收获机销量将快速增长。

表 4：公司自走式玉米收获机产销量

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
自走式玉米收获机新增量（万台）	0.61	0.75	0.91	1.08	1.22
公司市场占有率	22%	25%	27%	29%	30%
公司产能（万台）	1200	1200	1400	1400	1400
公司销量（万台）	1300	1900	2800	3300	3500

资料来源：宏源证券

（二）辣椒机、采棉机、番茄机和出口市场新增点层递

1、进口替代，辣椒收获机国内独有

目前全国辣椒种植面积有 2000 万亩，其中新疆地区有 40 万亩以上，作业基本以人工为主。公司是目前国内唯一能够生产辣椒收获机的企业，辣椒收获机每年作业量为 2000 亩，如果全国辣椒均采用机收，则需要 8000 台辣椒收获机，按产品均价 60 万计算，市场空间近 50 亿元，疆内市场空间 1 亿元左右，市场前景非常广阔。

公司一台辣椒机 60~80 万元，国外产品平均售价为 200 多万，竞争优势明显，毛利高超过 60%。2010 年公司成功研发出了辣椒收获机，试生产了 10 台，作业效果不错，今年销售不低于 20 台，由于产品目前还不够成熟，所以产量增长不快。公司近两年专注于疆内市场，待产品完全成熟后再销往疆外。

2、机械替代人工，采棉机市场需求确定

新疆棉花种植面积 2011 年为 2400 万亩，其中兵团 760 万亩（其中机采棉 350 万亩），直接目前兵团采棉机 1000 台左右，90%为进口设备，约 240 万/台。

机械化采棉替代人工为必然：

- 机采棉的采棉成本为每公斤 0.8 元，以每公斤 1.5 元手工采花做比较，每公斤节省 0.7 元，以每亩棉花产量为 300 公斤计算，一亩地就可以节省 210 元，新疆都采用机械化采棉，每年可节省 50 亿元，极大降低了生产成本
- 种植机采棉可以节约劳力，采棉机 1 天可以轻松采收 150 亩~200 亩棉花，相当于 600 个人 1 天的拾花量，其采净率与人工拾花不相上下。目前兵团约 1000 台大型采棉机，按照 10 亩棉田需要一名季节工计算，今年种植机采棉 350 万亩，可节约内地季节工 35 万人，可有效解劳动力短缺问题。
- 棉花采摘进度的快慢对棉花品级有很大的影响，棉铃桃开裂 7 天后纤维强力最高，10 天后开始下降，在吐絮后曝晒停留 40 天，纤维强力会降低 50%，必须及时采摘才能保证棉花的品质，机械化采棉相比人工效率高得多。

我们认为，在新疆地区，机械替代人工采棉不仅仅是经济性的要求，另一方面也是政治安全方面的高度需要，每年从内地往来的采棉工超过 60 万，如此大的人口流动给新疆

的政治稳定带来潜在威胁。

一台采棉机可采棉花 150~200 亩/天，采摘 30 天，兵团采棉机需求在 1300~1700 台，每台价格 100 万元，这个市场价值为 13~17 亿元。如果是 20 天，兵团采棉机需求 1900~2500 台，潜在市场价值为 19~25 亿元。按 30 天计算，扩展到全新疆 2400 万亩棉花，采棉机 4000~5300 台，市场价值 40~53 亿元，如果公司占市场份额 10%，空间为 4~5.3 亿元，如果占 30% 份额，空间为 12~15.9 亿元；再拓展到全国 8000 万亩棉花，市场空间达 133~176 亿元，如果占 10% 市场份额 13.3~17.6 亿元，如果占 30%，潜在市场空间为 40~53 亿元。

3、疆内番茄收获机起步

公司计划通过技术转让或者合资方面，快速引进技术。每台进口番茄机每天可收 50 亩，新疆番茄种植面积超过 100 万亩，假设一个收获季 30 天，番茄机需求为 6700 台，每台进口 180~200 万元，价值达 120~133 亿元；如果国产能做到 40 万，价格优势十分明显，市场价值在 27 亿元。如果公司能占到 10% 的市场份额，空间为 2.7 亿元，如果占 30% 份额，空间为 8.1 亿元。

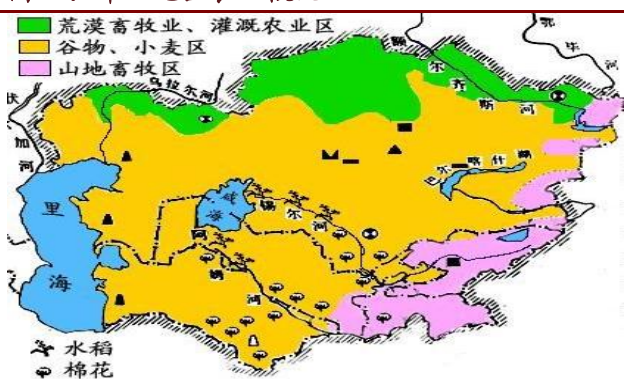
4、区位优势赢取中亚超过 300 亿的巨大市场

新疆作为欧亚大陆中心，东临内蒙、甘肃、陕西、宁夏、青海，西接中亚五国，具有得天独厚的地缘优势。中亚五国为传统的农业国家，农业种植面积广阔，农机市场巨大，对质优价廉的中国农机存在较大的需求。

面对中亚市场，公司拥有独一无二的区位优势：如果国内外竞争者均不在当地设厂，公司的运输成本其他企业无比比拟；如果国内外竞争者选择当地建厂，考虑到当地工业化水平的制约，配套有难度，当地建厂难度较大，即使建厂和市场培育也需要时间，前期承受压力较大，公司可从新疆直接出口过去，占得市场起步的先机。

公司将充分利用背靠中亚五国的地缘优势、人文优势，积极开拓中亚的农机市场，争取每年完成 50 至 80 台农机的出口，实现公司农机出口创汇的零突破。

图 11：中亚地区农业概况



资料来源：宏源证券

图 12：公司自走式玉米收获机销量



资料来源：宏源证券

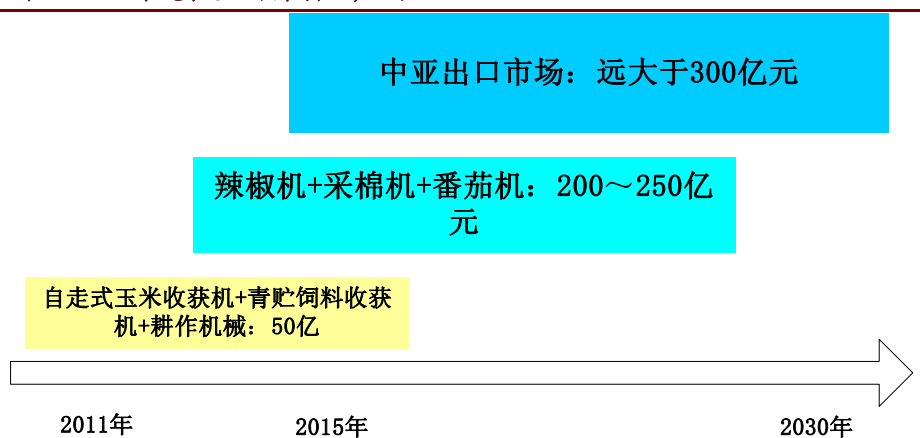
中亚五国以小麦种植为主，种植面积超过 2800 万公顷，小麦产量 1800 万吨。我们测算小麦收割机市场，中国小麦种植面积 2350 万公顷，小麦产量超过 1 亿吨，收割机市场保有量 30 万台左右，中亚小麦种植面积超过中国，随着产量的快速提高，小麦收割机市场需求量也将在 30 万台左右，市场空间为 240~300 亿元。如果算上耕种机械，还有第二大种植作物棉花的农机需求，这个市场容量要远超过 300 亿元。

小麦耕种收机械在中国已十分成熟，公司无论是采取新建生产能力还是收购，都不是难事，公司最快年底出 2~3 年大型化后的样机。凭借独一无二的区位优势，将极大受益于中亚出口市场的开。如果占有 10% 的份额，市场价值为 30 亿元，占有 30%，市场价值为 90 亿元。

5、发展空间持续且广阔

我们认为，公司发展空间持续广阔：未来 3~5 年玉米收获机贡献业绩黄金时期，2012 年开始辣椒机+采棉机+番茄机等新产品将大展拳脚，之后凭借独一无二的区位优势，公司将充分享受巨大的中亚出口市场。

图 13：公司发展空间持续且广阔



资料来源：宏源证券

（三）青贮饲草料收获机市场平稳增长

目前青贮饲草料收获机市场上牵引、悬挂式和自走式青贮饲草料收获机并行发展。牵引、悬挂式在品种和数量上多于自走式的青贮饲草料收获机，但大马力、高生产率的自走式机型发展速度较快，满足收贮优质青饲料的农业技术要求和集约化经营的需要。

表 5：青贮饲草料收获机市场上主要机型

青贮饲草料收获机种类	具体特点
牵引、悬挂式机型	对行（单双行）机型：技术水平落后、适应性差，无法满足各地区的农艺要求 不对行机型：适应性极强，可靠性高，将逐步取代对行产品
自走式青贮饲草料机（不对行机型为主）	国内有技术代表性的产品主要为中国农业机械化科学研究院（集团）生产的 XDNZ-2008 型自走式青贮机和公司生产的 9QSZ-3000 型自走式青贮收获机。

资料来源：宏源证券

目前国内的青贮饲草料收获机械正处于发展阶段，产品多为进口机具，国内目前青贮饲草料收获机的生产企业主要包括河北冀新农机有限公司、新研股份、中国农业机械化科学研究院（集团）等。公司生产的青贮饲草料收获机主要包括系列青（黄）贮收获机和苜蓿压扁收获机械，主要为自走式机型。其中，公司生产的悬挂式青贮收获机配套经公司专有技术改装的双向驾驶拖拉机后，即为一台自走式青贮收获机，实现了在购买收获机的同时，

拥有一台大马力拖拉机，提高了机具的使用效率。

公司的青贮饲草料收获机是针对我国及新疆地区农作物种植标准和畜牧养殖技术要求，解决了不对行收获、强制顺序喂入及地形适配等关键技术问题。根据机械工业第四设计研究院调查统计，2005至2008年全国已累计销售自走式青贮饲草料收获机约200台，其中公司自走式青贮饲草料收获机（不包括配套双向拖拉机的青贮机和玉米青贮两用机）105台，占全国销量的52%，公司在高端市场上占有绝对优势的市场份额。2008年全国青贮饲草料收获机的实现销量达505台，公司销售84台，市场份额占16.63%。公司产品在国内市场上占有很强的优势，主要竞争机型为国外大型农机企业的进口机型。

（四）耕作机械实现进口替代

目前我国总播种面积约为18亿亩，需要进行播前整地的旱田面积约为9亿亩。每台动力旋转耙每年作业量约为1万亩，保守估算，到2015年，如果10%的旱田采用本产品作业，潜在的市场年需求量约为0.9万台以上。

公司现拥有B系列动力旋转耙4个产品型号，其中1BX-3型于2008年11月获得国家四部委联合颁发的国家重点新产品证书，除法国库恩集团等国外大型农机企业在中国有同类产品销售外，国内只有新研股份研发并量产该产品，并已对该产品申请专利，整机技术水平已接近国外先进水平，可替代进口同类产品，而价格仅为国外同类产品的1/2。公司已累计销售动力旋转耙近1000台，已使国外同类机具逐步退出我国市场。2010年公司生产动力旋转耙250台，毛利率在60%左右。

（五）农副产品加工及林果机械填补国内空白

农副产品加工及林果机械主要包括果蔬烘干机、番茄加工成套设备、啤酒花加工成套设备、棉花种子加工成套设备、葡萄干加工成套设备等，其主要为非标设备，根据客户的需求进行加工定制。其中番茄成套加工设备的主要客户包括全球最大的几家番茄酱生产企业：中粮屯河、新中基等。

公司现有的林果机械为多功能果园作业机，此机具填补了国内同类机具的空白。该机配备低地隙专用履带底盘、气动机构、发电机、升降台架、空压装置等，可实现在果园内自如行驶，进行果品及物资运输；通过机具配套的气动升降台可安全、方便完成采摘、喷药、剪枝等作业；空压装置为喷药、剪枝作业提供高压气源；发电机为果园作业提供电力。

（六）内生外延快速增长

公司募投项目于2010年开始逐步投产，2011至2013年的达产率分别为50%、80%、100%。公司将结合市场需求状况、公司人员配备和设备运行情况逐步释放产能，实现公司产能从2009年的600台提升到2013年3000台的顺利过渡。

表 6：募投项目投产后产品种类及产量

产品系列	主要产品	年产量
农牧业收获机械	系列自走式玉米收获机	1400 台/年
	系列青贮饲草料收获机	320 台/年

耕作机械	经济作物收获机	200 台/年
	小计	1920 台/年
	系列动力旋转耙	500 台/年
	农副产品加工机械	200 台/年
	林果机械	300 台/年
其它农业机械		80 台/年
合计		3000 台/年

资料来源：宏源证券

公司 2010 年向社会公开发行人民币普通股，超额募集资金总额为 491331819.64 元。公司目前拟使用部分超募资金进行基地的二期建设，并已取得乌鲁木齐经济技术开发区（头屯河区）关于公司申请的两处二期建设用地的批复，共计 146 亩。未来公司有望利用剩余超募资金在疆外建厂，以及收购，有助于公司提升竞争力，进一步占领国内农机市场。

二、公司是农机装备细分领域的领先者

（一）公司简介

公司的前身是成立于 1960 年的新疆机械研究所，作为新疆维吾尔自治区首批转制的科研单位之一，2005 年改制为有限责任公司（新研有限），2009 年整体改制为股份有限公司。公司专注于中高端农牧业机械产品，是以高附加值、高技术含量以及替代进口农牧业机械产品为主导的高新技术企业。

图 14：公司发展历程示意图



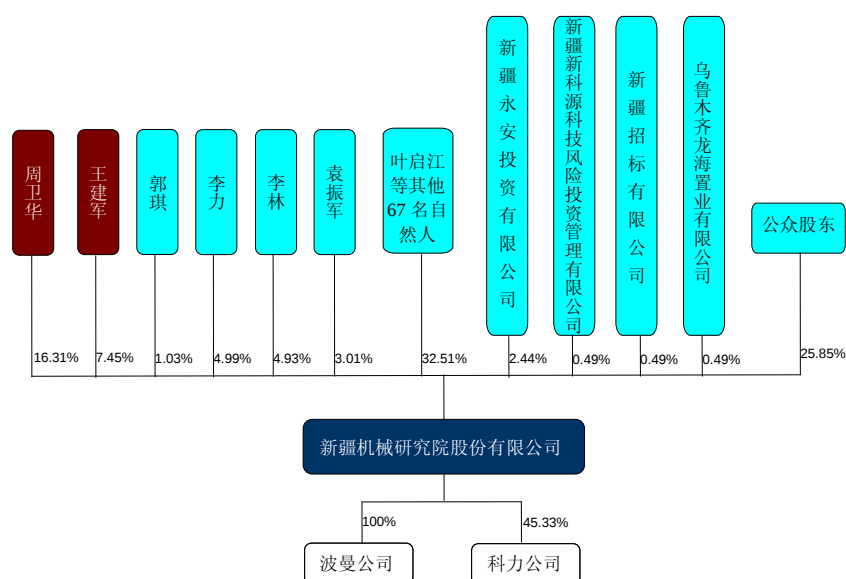
资料来源：公司公告、宏源证券

公司研制开发和生产的主要产品包括自走式玉米收获机械、自走式青贮收获机械、自走式苜蓿压扁收获机械、动力旋转耙及多种农副产品加工机械、林果作业机械等，其中数个产品被确定为国家级重点新产品。公司的产品在技术、性能、质量等各方面均在国内处于领先地位，在市场上树立起良好的品牌形象。

公司设立以来，不仅秉承了原有强大的技术研发实力，而且经过十余年发展，积累了丰富的农机企业管理经验，已经建立了现代化公司治理结构、先进的生产管理和营销管理、市场化的激励机制，销售收入和利润水平实现了大幅的增长，公司已经完全从科研院所成长为集农牧业机械研发、设计、生产和销售为一体的高新技术企业。

公司控股股东、实际控制人为公司董事长兼总经理周卫华先生和董事、副总经理、董事会秘书兼党委书记、纪委书记王建军先生，两人分别直接持有公司 16.31%和 7.45%的股份，其中周卫华为公司单一最大股东。

图 15: 公司上市后股权结构图

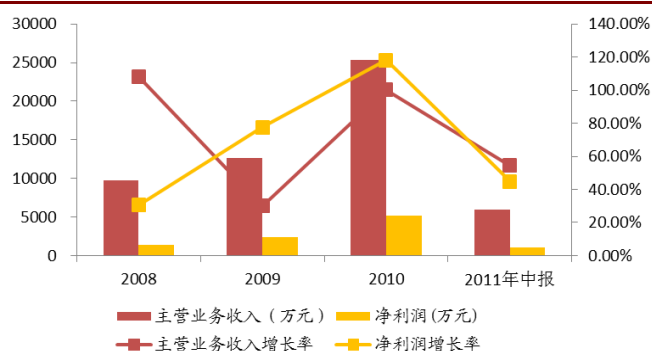


资料来源: 公司公告、宏源证券

(二) 公司主营业务分析

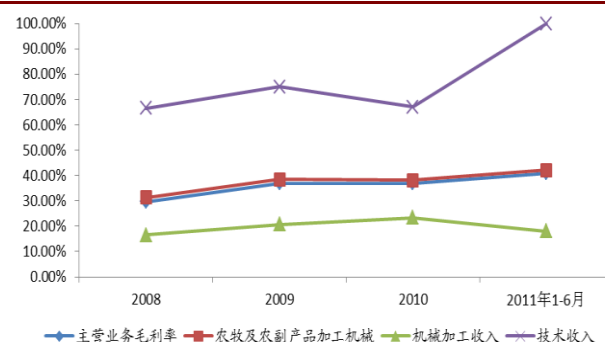
公司在激烈的市场竞争中通过技术领先、质量领先、服务领先的竞争策略, 不断增强自身的核心竞争力, 主营业务收入和利润规模快速增长, 盈利能力不断加强。

图 16: 公司主营业务收入与净利润呈现跳跃式增长



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 17: 公司各个主营业务毛利率

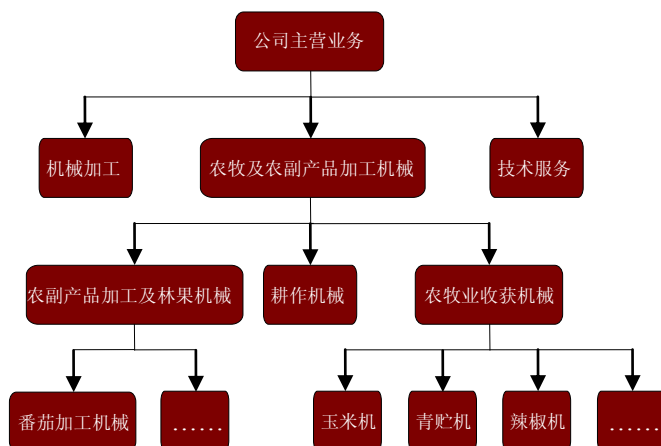


资料来源: 宏源证券

1、产品构成: 以农牧及农副产品加工机械产品为主

公司主要业务为农牧机械的研发、设计、生产和销售, 主要产品包括农牧业收获机械、耕作机械、农副产品加工及林果机械三大类二十余种。此外, 公司每年利用农机生产和销售淡季期间承揽机械部件加工业务, 并且通过提供农业机械等相关的技术服务获得少量的技术服务收入。

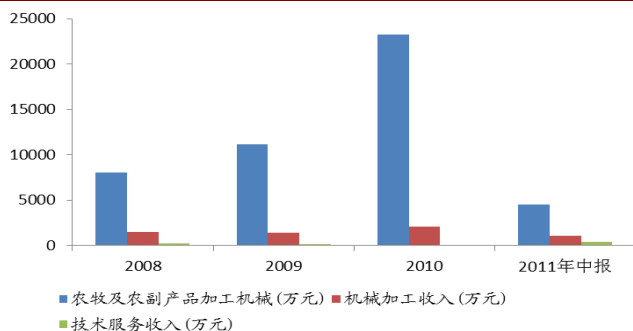
图 18: 公司主营业务构成示意图



资料来源: 公司公告、宏源证券

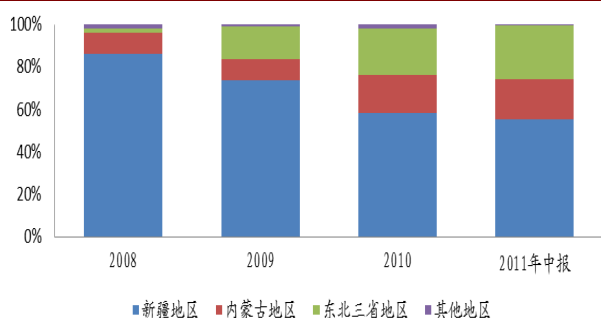
公司的农牧及农副产品加工机械产品占主营业务收入的比例逐步上升, 在 2010 年更是达到了 91.95%, 已经成为公司最重要的主导产品。同时随着公司产品结构不断优化, 农牧及农副产品加工机械产品的毛利率逐年提高, 2011 年中报的毛利率为 42.08%。

图 19: 公司主营业务收入分产品构成



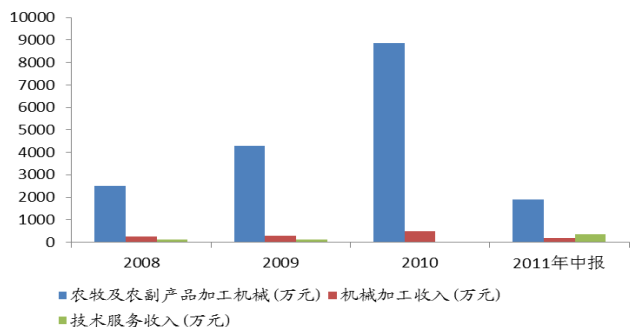
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 20: 公司主营业务收入分产品构成占比



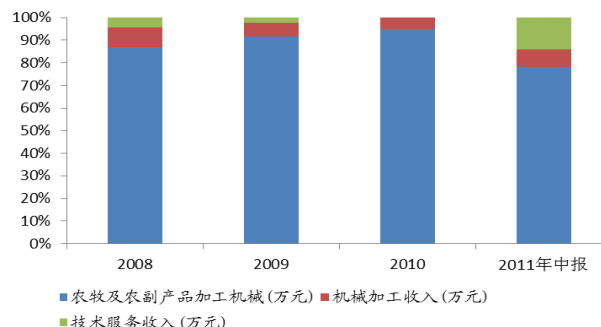
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 21: 公司主营业务毛利分产品构成



资料来源: 公司公告、宏源证券

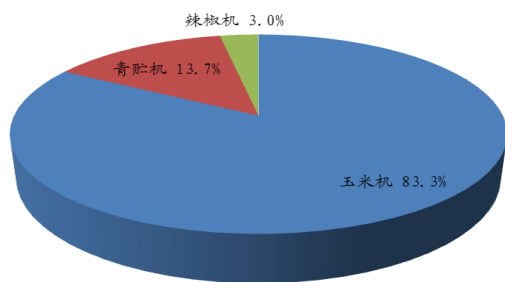
图 22: 公司主营业务毛利分产品构成占比



资料来源: 公司公告、宏源证券

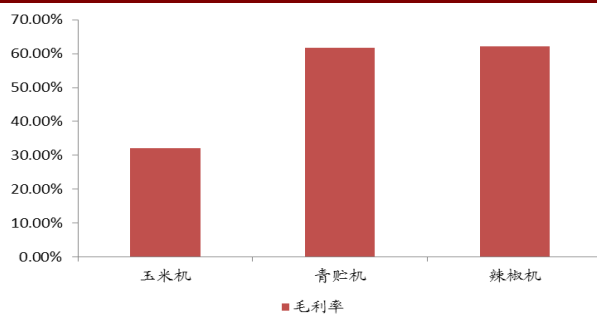
在农牧及农副产品加工机械产品收入中, 农牧业收获机械占比高达 90% 左右。农牧业收获机械包括自走式玉米收获机、青贮饲料收获机、辣椒收获机等。其中自走式玉米收获机为大批量生产, 收入在农牧业收获机械中占比最大, 毛利率维持在 30% 以上; 青贮机和辣椒机为小批量生产, 毛利率高达 60% 以上。

图 23: 2010 年公司农牧业收获机械收入分品种构成



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 24: 2010 年公司农牧业收获机械分品种毛利率

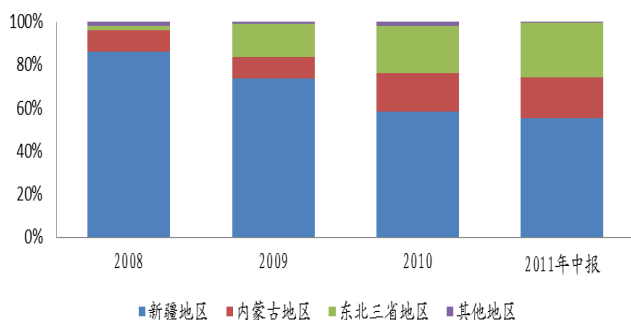


资料来源: 公司公告、宏源证券

2、区域结构: 加速市场拓展, 疆外区域已成业绩贡献主力

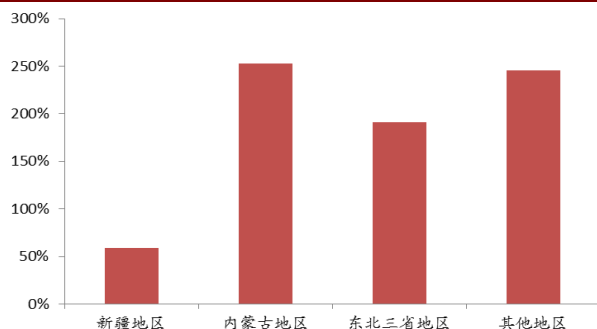
公司地处农牧业大区--新疆, 本地农机市场需求巨大。公司很好地抓住了疆内农牧业发展带来的市场机遇, 凭借技术优势、产品优势迅速占领市场, 在新疆地区的收入迅速增长。同时, 公司凭借良好的技术和产品研究开发优势, 紧跟市场需求和行业发展趋势, 积极开拓疆外市场。历经数年的市场开发, 已获得疆外众多省区客户的普遍认可, 疆外市场的收入占比呈现上升趋势, 特别是内蒙古和东北三省地区 2010 年收入增速在 200% 左右, 2011 年疆外收入占比将超过 70%, 成为业绩贡献的主力。

图 25: 公司主营业务收入分销售区域占比



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 26: 2010 年公司主营业务收入分销售区域增速

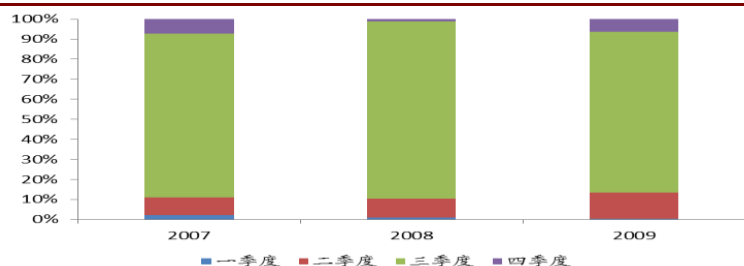


资料来源: 公司公告、宏源证券

3、季节特点: 三季度收入在全年业绩中占比超过七成

公司主要产品为农业机械, 受农业生产季节性影响, 农机产品的销售呈现出较为明显的季节性特征, 通常 3 至 10 月为农机生产和销售的旺季。因此, 公司第二、三季度的农机销售收入较大, 尤其是第三季度农业收获机械产品的销售较为集中, 2008、2009 年在农牧及农副产品加工机械收入的占比均超过 70%, 而第一、四季度的农机销售收入较少。

图 27: 公司各季度农机收入占当年四个季度收入总和的比例

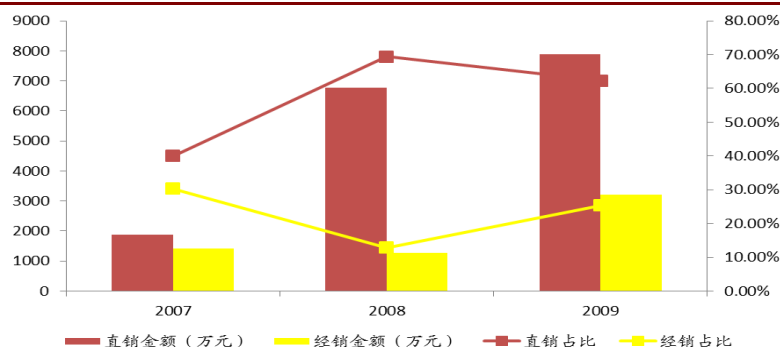


资料来源: 公司公告、宏源证券

4、销售模式：疆内直销，疆外经销

公司在疆内农机销售主要采取直销模式，而由于农机补贴获取的限制，在疆外农机销售采用代理商经销模式。

图 28：公司农机直销和经销的金额及占营业收入比例



资料来源：公司公告，宏源证券

5、客户结构：以农机专业户和种粮大户为主

公司主要销售对象为出于投资目的需要进行跨区作业和流动作业的农机专业户，以及种粮大户（个体以及农垦区等集体客户）。公司“牧神”系列农机产品定位于为用户提供高科技、高性能、高品质、高附加值的中高端产品，产品较强的适用性和较高的生产效率能大幅增加农机专业户的收益水平，通常 1~3 年即可收回全部投资成本，深受农机专业户的青睐，在中高端农机市场上极具竞争能力。

随着国家大力提倡农村专业合作组织的建立和发展，农机产品的客户也逐渐由单一农民向专业合作组织演变。全国农机跨区作业、跨区服务等具有中国特色的农机作业形式的出现和繁荣，将为公司开发面向农机经营客户和种粮大户的产品提供更为广阔的市场空间。

（三）核心竞争优势

1、依托研究院天然科研优势，整合科研人才和技术资源

公司是由新疆机械研究院改制设立，具有天然的科研优势。公司的前身新疆机械研究院共完成国家部委、自治区、市政府以及其它单位委托的各类科研项目共计 656 项。公司秉承了原有的技术实力，在农牧业机械产品的新技术、新工艺研究开发方面始终保持了国内比较领先的地位。改制以来公司共承担省部级以上科研项目 39 项，现有 29 项成果处于国内领先水平，获得授权专利 69 项，已被受理的专利申请 7 项。

表 7：公司的前身--新疆机械研究院获得的奖项（2005 年以前）

奖励级别	数量	获奖情况
国家级	27 项	全国发明展览会金杯奖 1 次、银牌奖 3 次，全国科技大会奖 4 次，重大技术开发奖 2 次，全国优秀模具奖，优秀新产品金龙奖、机械工业部科技成果三等奖、机械部科技进步三等奖、机械部工程农机局科技情报一等奖、机械部情报所优秀情报成果二等奖、机械部科技进步三等奖、国家重点新产品证书 2 次等

自治区级	86 项	自治区发明与新技术成果展览会金奖 6 次、铜奖 5 次，新疆科技成果展示会优秀科技成果金杯奖 2 次，自治区机械局科技成果奖 17 次，机械电子工业厅优秀科技成果 7 次等
------	------	--

资料来源：公司公告，宏源证券

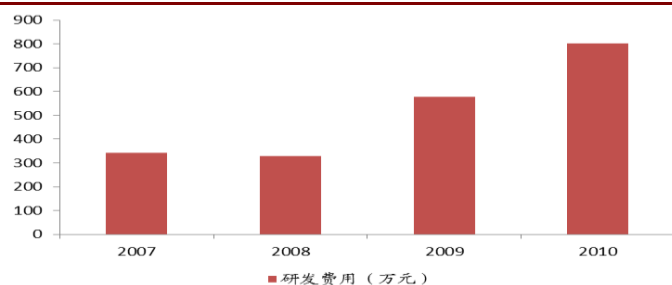
表 8：公司 2005 年以来获得的奖项

年份	重要科研成果	获奖情况
2005 年	9QSZ-3000 型自走式青黄贮饲料收获机研制	自治区科技进步奖二等奖
2005 年	9QSZ-3000 型自走式青（黄）贮饲料收获机	国家重点新产品鉴定证书 （国家四部委联合颁发）
2005 年	9QSZ-3000 型自走式青饲料多用途收获机	乌鲁木齐市科技进步一等奖
2006 年	1BX-3 型动力旋转耙	乌鲁木齐市科技进步一等奖
2007 年	1BX-3 型动力旋转耙	自治区科技进步三等奖
2008 年	1BX-3 型动力旋转耙	国家重点新产品鉴定证书 （国家四部委联合颁发）
2008 年	“牧神”牌农牧机械	新疆名牌产品
2009 年	4YZ-2600 型自走式全幅穗茎兼收玉米联合收获机研制	乌鲁木齐市科技进步一等奖

资料来源：公司公告，宏源证券

公司近年以来持续加大的研发投入力度，累计资金超过千万元，拥有较强的自主创新能力和研发能力。截至 2010 年年底，公司共有专业技术人员 54 人，占员工总数的 21.90%，公司所有核心技术都是依靠研发人员自主研发获得。

图 29：公司研发费用投入持续增长



资料来源：公司公告，宏源证券

公司整合了自治区相关行业人才和技术资源，加强“产、学、研”一体化的联合，形成了面向农牧业机械开发、中试、熟化的技术平台。公司通过“良好的薪酬及激励制度”、“团队合作奖励制度”、“内部晋升及人才储备”以及“研发人员持股”四位一体的技术创新机制，为创造持续创新优势和竞争优势提供坚实保障。

2、专注特种农机装备细分市场，产品定位独特，差异化优势明显

我国农业机械行业企业数量众多，截至 2007 年底全国共有超过 8000 家农机企业。由于农业机械涉及范围十分广阔，产品种类众多，国内现有农机制造企业大多只专注于某一类或某几类的产品，其中以拖拉机、农用运输车辆、内燃机、柴油机和小麦耕作及收获机械居多；而诸如玉米收获机械、青贮饲料收获机械、农副产品加工及林果作业机械等产品，由于技术要求较高等原因，生产厂家相对较少。

表 9：2007 年农业机械工业大型生产企业基本情况

企业名称	主要产品	总资产（亿元）	主营业务收入（亿元）
中国一拖集团有限公司	拖拉机、联合收割机、工程机械、动力机械、车辆及其零部件	102.50	121.20
福田雷沃国际重工股份有限公司	拖拉机、联合收割机、工程机械和车辆等	41.09	92.90
山东时风（集团）有限责任公司	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
山东五征集团公司	三轮汽车、低速货车、轻型卡车、拖拉机和电动车等	14.70	71.96
山东常林机械集团股份有限公司	拖拉机、柴油机和工程机械等	11.70	16.10

资料来源：公司公告，宏源证券

我国农业机械行业企业尽管数量众多，但均以中小企业为主，占比在 90%以上，2007 年只有 4 家生产制造农用机械的企业集团进入机械工业 100 强企业名单。上述大型农业机械生产企业的主要产品集中在拖拉机、农用运输车辆、柴油机和联合收割机等方面。

公司的主要产品包括玉米收获机械、青贮饲草料收获机械、动力旋转耙、农副产品加工及林果机械等，国内生产的厂家相对较少，而且绝大多数都规模较小。

表 10：公司主要产品的市场竞争情况

公司主要产品	公司以外的生产厂商	市场竞争情况
玉米收获机械	洛阳中收机械装备有限公司、山东金亿机械制造有限公司、福田雷沃国际重工股份有限公司、中国一拖集团收获机公司、蒙城博远机械制造有限公司、天津富康农业开发有限公司、北京亨运通机械有限公司	每家企业的玉米收获机械的年产销量在几百台至一千多台不等。市场集中度很低
青贮饲草料收获机械	河北农哈哈机械集团有限公司、中国农业机械化科学研究院（集团）等少数几家	每家的年产销量约为几十台
动力旋转耙	由于该类产品技术水平较高，法国库恩公司等少数国外大型农机企业对我国出口该产品，国内只有新研股份研发并量产该产品。	不仅填补了国内空白，而且技术水平已经接近国外先进水平，可替代进口产品，正逐步使国外该类产品销售退出中国市场。
农副产品加工及林果机械	由于该类涉及的农副产品和林果范围很广，产品种类繁多，生产企业也较多	市场集中度非常低

资料来源：公司公告，宏源证券

公司结合研发能力较强和规模较小的特点而总结出的独特产品定位，使公司产品能够获得较高的毛利率，且公司产品的竞争对手较少，相对于国外同类产品具有的较大的价格优势，使得部分国外同类产品失去竞争力，并逐步退出我国市场。

3、地处新疆，受益于市场区位优势 and 兵团农机化先发优势

近年来，公司依靠较强的技术优势迅速占领了新疆地区农机市场，大部分产品进入自治区农机购置补贴目录，14 项产品已经进入了《2009~2011 年国家支持推广的农业机械产品目录》，5 项通用类农机产品进入国家通用类农机购置补贴产品目录。公司已经成长

为新疆地区最大的农机装备企业，主要产品系列玉米收获机、系列青贮饲料收获机在新疆市场占有率均达 95% 以上，在国内市场占有率分别为 20%，68%；系列动力旋转耙在新疆市场占有率达 75%，在新疆地区具有绝对的市场优势。

新疆生产建设兵团在我国较早采用了先进的农业机械化作业方式，综合农机化水平在全国处于前列，具有实施现代化大农业作业的基础。公司地处新疆，较早接触了先进的农业机械化作业方式，实践和积累了比较丰富的经验，为开发适合现代农业需求的农机化产品奠定了良好的基础。

4、市场化起步早，积累了一大批专业复合型人才

农业机械研发、试验、产品鉴定、制造装配、销售需要专业很强的研发、技术、管理、服务人员。研发人员的研究能力和公司的市场营销能力直接关系到企业的核心竞争力，影响农机产品的更新换代的速度和各种更加符合农户实际需要的新产品的推出速度。目前，农机行业内缺乏有效的人才培养体系，农机研发人才和专业复合型人才很少。

公司虽改制于科研院所，大部分人员早期也主要为科研人员，但是在上世纪 80 年代中期，公司的前身--新疆机械研究院就开始实行自负盈亏，与市场经济接轨。公司先后经历了农机市场的萌芽、起步、发展、壮大的各个阶段，并在企业发展过程中不断锻炼出一大批具有丰富的工作经验，精通农机研发、农机技术、农机市场销售及农机企业管理的专业复合型人才。公司已经完全从单一的科研院所成长为具有较强的市场竞争力的企业。

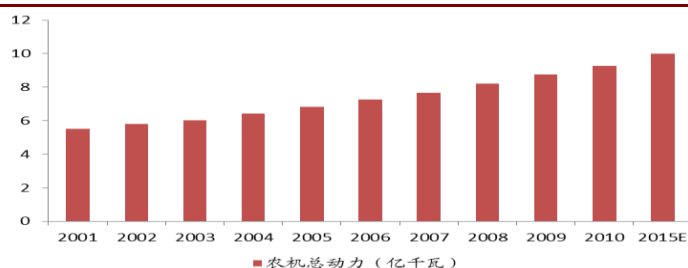
三、我国农机行业现状与未来发展

（一）农机行业大而不强，农业机械化作业水平参差不齐

我国农机工业经过 50 年的发展，形成了完整的工业体系，农业机械化水平不断提高，对我国农业发展作出了重要贡献。2010 年，我国农机总动力达到 9.28 亿千瓦，自 2001 年以来的复合增长率达到 5.95%；我国农作物耕种收综合机械化水平达到 52.3%，标志着我国农业生产告别了以人畜力作业为主的时代、进入了机械化作业为主的新时代。

目前，我国已经成为仅次于美国的世界第二大农机制造大国，但却不是农业机械强国，农业机械化作业水平与发达国家相比还有相当大的差距。2011 年 9 月 6 日，农业部公布《全国农机化发展第十二个五年规划（2011—2015 年）》提出“到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，……耕种收综合机械化水平达到 60% 以上，水稻、玉米等生产全程机械化取得长足发展”的目标，说明我国农业机械工业的发展还任重道远。

图 30：我国农业机械总动力



资料来源：农业部、宏源证券

表 11：世界发达国家农业机械化进程和我国 2006 年数据比较

国别	基本实现农业机械化的年份	基本实现农业机械化时的农业劳动生产率			
		农业人口占总人口比例	农业劳动力占总人口比例	平均每个劳动力负担耕地面积	平均每个劳动力生产粮食
美国	1940 年	23.2%	8.3%	14.7 公顷	9800 公斤
加拿大	1950 年	20.0%	7.2%	39 公顷	28200 公斤
法国	1955 年	23.2%	15.6%	3.8 公顷	4375 公斤
意大利	1960 年	29.6%	12.8%	2.5 公顷	1915 公斤
日本	1967 年	29.9%	10.6%	0.6 公顷	1810 公斤
我国 2006 年数据		56.1%	26.53%	0.349 公顷	1427 公斤

资料来源：公司公告，宏源证券

与此同时，我国的农业机械化作业水平参差不齐，主要表现在不同作业环节的机械化水平差异大、不同地区的机械化水平差异大、不同农作物生产的机械化水平差异大。

表 12：我国农业机械化作业水平参差不齐

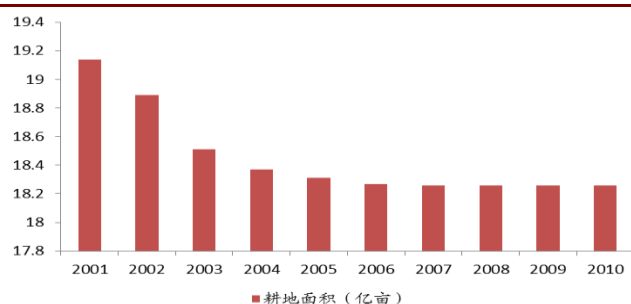
分类	具体表现
不同作业环节	我国机耕水平明显高于机播和机收，特别是机械化收割环节，其发展远远落后于整体农业机械化发展水平。
不同地区	我国北方平原地区机械化水平整体较高，而南方丘陵地区机械化还处于起步阶段。
不同农作物生产	小麦机械种植和收获水平均达到了 80%，成为我国第一个基本实现生产全程机械化的粮食作物，而水稻机械种植和收获水平分别为 20.9%和 64.5%，玉米机收水平仅为 25.8%。其他饲草饲料、农副产品、林果业等领域的机械化率也都偏低。

资料来源：公司公告，农业部，宏源证券

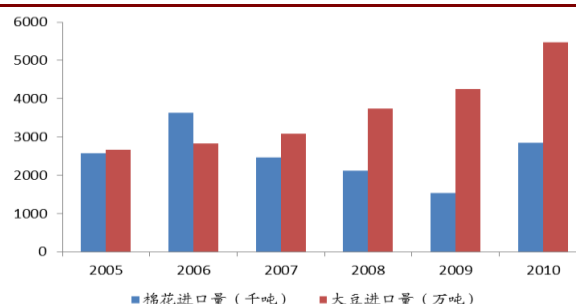
（二）农机补贴拉动行业高增长

1、粮食安全问题带来农机市场的刚性需求增长

随着工业化和城镇化的推进，我国粮食安全面临着一系列新的问题：耕地和可开垦土地资源越来越少；粮食继续稳定增产的难度加大；粮食供求将长期处于紧平衡状态；农产品进出口贸易出现逆差，大豆和棉花进口量逐年扩大等等。只有最大限度地利用高科技、大型化的农业机械，提高农业作业效率，切实提高农业单产，才能从根本上解决目前的粮食安全。因而，粮食安全问题给我国农业机械市场带来的是刚性的需求增长。

图 31：我国耕地面积逐年减少


资料来源：国土资源部，宏源证券

图 32：我国大豆和棉花进口量逐年扩大


资料来源：WIND，宏源证券

2、农机补贴直接拉动农机工业产值逾千亿元

在众多强农惠农政策中，对农业机械发展推动最大、最直接的是农机购置补贴政策。农机购置补贴大大增强了农业生产者的购买能力，直接拉动了农业生产者对农业机械的购买需求，给农牧业机械行业的发展带来了巨大的市场机遇。据分析，中央投资拉动比例达到了 1: 5.35，按照 2011 年中央农机购置补贴 175 亿元计算，可直接拉动农机工业销售产值 1111.25 亿元。

表 13: 2004 年以来的农机购置补贴情况

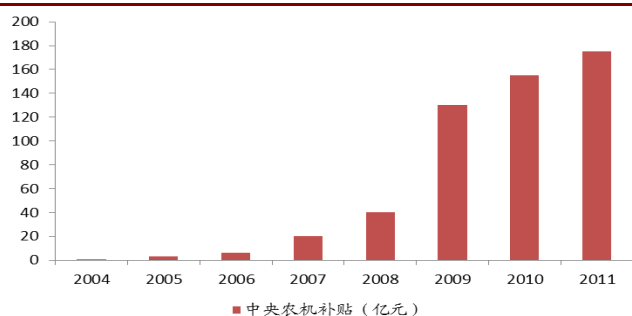
项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
中央农机补贴(亿元)	0.7	3	6	20	40	130	155	175
地方农机补贴(亿元)	4	8	11	13	17	-	-	-
中央财政支持“三农”投入总额(亿元)	2626.2	2975.3	3517.2	4318.3	5955.5	7161.0	8183.4	9885.0
涉及区县(个)	66	500	1126	1716	2653	2653	2653	2653
覆盖区县比例	2.31%	17.47%	39.37%	60.02%	100%	100%	100%	100%

资料来源：财政部，宏源证券

“十一五”期间，农机购置补贴资金规模逐年大幅增加，中央财政累计安排农机购置补贴资金 351 亿元，带动地方和农民投入超过 1105 亿元，补贴购置农机具 1078 万台套，受益农户达 906 万户。在农机购置补贴政策的带动下，农机装备总量较“十五”末有大幅增长，2010 年全国农机总动力达到 9.28 亿千瓦，规模以上农机企业工业年总产值达到 2838.1 亿元，较“十五”末增加 162%，年均增长 21.2%。大中型拖拉机、插秧机、联合收获机年均增速分别达到 22.9%、33.1%和 15.8%，其中玉米联合收割机年均增长 70.5%。

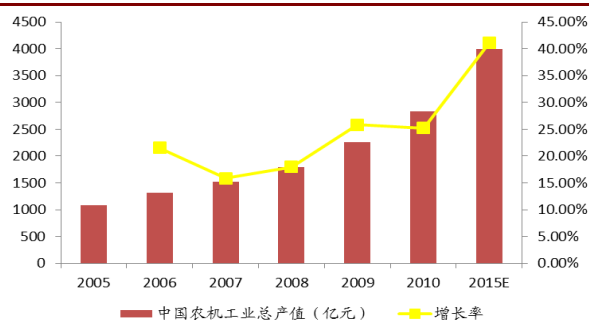
“十二五”时期农业机械化的发展目标是：到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，工业总产值达到 4000 亿元。

图 33: 中央农机补贴数额爆发式增长



资料来源：财政部，宏源证券

图 34: 中国农机工业总产值稳步增长



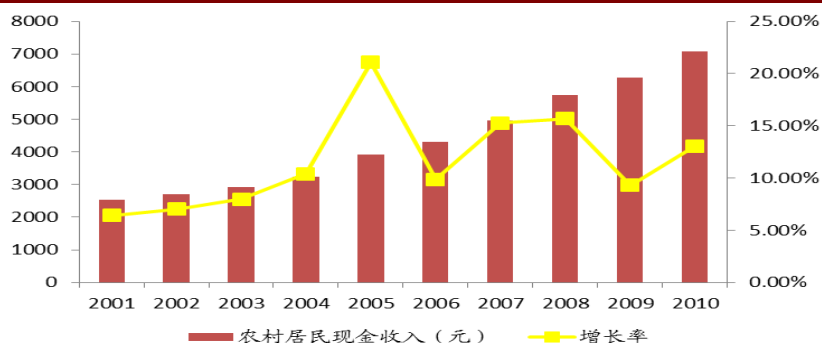
资料来源：中国农业机械工业年鉴，宏源证券

尽管我国近年来农机购置补贴大幅度上升，但补贴力度较发达国家而言还有相当大的差距。国外发达国家的农机购置补贴率高达 60%。而按照我国相关文件规定，使用中央资金的机具补贴率一般不超过机具价格的 30%。在持续强农惠农的政策指导下，我国未来的农机购置补贴还将继续稳定和攀升，将给农业机械行业的发展带来源源不断的推动力。

3、农业生产者的收入持续增长将不断推动农机行业的发展

随着国家对“三农”问题的重视以及扶持农业发展、增加农民收入的政策陆续出台，我国农村居民收入持续增加，实际消费能力不断增强。同时，随着农村金融改革步伐的加快，农民获取资金渠道的拓宽，有效解决了购买大型、高效率农机筹钱难的问题。

图 35：我国农村居民现金收入



资料来源：WIND、宏源证券

由于农业机械的普及应用，农民生产效率得以大大提高，收入不断增加。农民不断增加购置农业机械促进了农业机械化的发展，反过来农业机械化程度的不断提高又有效增加了农民的收入水平。因此，农业机械的大量应用与农民收入提高已经进入一个良性循环的发展轨道，成为农机消费需求快速增长的重要动力。

4、农村劳动力持续转移、土地集约化经营和农机社会化服务将加速农业机械化

随着我国工业化和城镇化进程加快，农村富余劳动力迅速向非农产业转移，农业劳动力开始出现结构性、季节性和区域性短缺。在农村人口中，60%~80%的青壮劳力进城务工或自行经商创业，农业生产人员老龄化、低文化特征明显，农业用工成本大幅攀升。农民利用机械降低生产成本、减轻劳动强度的需求日趋强烈，成为农机化发展的内生动力。

目前我国户均土地经营规模仅为 7 亩，在各种生产资料特别是农业劳动力成本不断上升以及粮食价格长期处于低水平的背景下，户均种粮净收益不足 2000 元。土地集约化经营和农业适度规模经营是我国未来农业的发展方向 and 主流，通过机械化提高农业劳动生产率成为必然趋势，这为发展农机化提供了良好的机遇。

未来我国农民购买农机特别是价值较高的大中型机具不仅要为自家服务，更重要的是要开展社会化服务。农业机械在农业生产中的应用日益广泛，促进了农业生产的规模化、标准化和专业化。我国未来跨区作业为代表的农机社会化服务将不断发展壮大，各类农机服务组织的增加将进一步促进我国农机化发展。

四、预测与估值

盈利预测说明与假设：

- 募投项目可如期投入并产生收益；
- 营业收入及营业成本预测见表 13，未来三年营业收入增幅分别为 89.82%、38.32% 和 41.66%，综合毛利率水平分别为 35.34%、34.31% 和 33.13%；
- 期间费用率随着生产规模扩大和生产效率提升呈递减趋势；
- 2011 年起零所得税率到期，适用所得税率为 15%，但每年可能有减免优惠，本预测暂不考虑减免，按 15% 计算；
- 业绩预测不考虑采棉机、番茄机、中亚出口市场以及外延式增长机会；

表 14: 收入和毛利率分项预测

		2010A	2011E	2012E	2013E
	营业收入（万元）	25295.63	48015.52	66414.70	94081.58
	营业成本（万元）	15958.32	31065.71	43655.52	62956.55
玉米收获机	销量（台）	636.00	1,365.00	1,900.00	2,800.00
	单价（万元）	27.00	27.00	26.50	26.00
	营业收入（万元）	17172.00	36855.00	50350.00	72800.00
	收入增长率		114.62%	36.62%	44.59%
	毛利率	32.00%	32.00%	31.00%	30.00%
	营业成本（万元）	11676.96	25061.40	34741.50	50960.00
青贮饲料收获机	销量（台）	189.00	230.00	330.00	430.00
	单价（万元）	15.50	17.00	16.00	15.00
	营业收入（万元）	2929.50	3910.00	5280.00	6450.00
	收入增长率		33.47%	35.04%	22.16%
	毛利率	62.00%	60.00%	56.00%	52.00%
	营业成本（万元）	1113.21	1564.00	2323.20	3096.00
辣椒收获机	销量（台）	10.00	20.00	50.00	100.00
	单价（万元）	65.00	60.00	58.00	55.00
	营业收入（万元）	650.00	1200.00	2900.00	5500.00
	收入增长率		84.62%	141.67%	89.66%
	毛利率	62.00%	60.00%	56.00%	52.00%
	营业成本（万元）	247.00	480.00	1276.00	2640.00
动力旋转耙	销量（台）	244.00	230.00	350.00	400.00
	单价（万元）	7.00	7.00	6.80	6.50
	营业收入（万元）	1708.00	1610.00	2380.00	2600.00
	收入增长率		-5.74%	47.83%	9.24%
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	营业成本（万元）	1024.80	966.00	1428.00	1560.00
农副产品加工及 林果机械	营业收入（万元）	800.40	1040.52	1404.70	1966.58
	收入增长率		30.00%	35.00%	40.00%
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	营业成本（万元）	480.24	624.31	842.82	1179.95
机械加工收入 (万元)	营业收入（万元）	2028.45	3000.00	3600.00	4140.00
	收入增长率		47.90%	20.00%	15.00%
	毛利率	23.42%	21.00%	21.00%	21.00%
	营业成本（万元）	1553.39	2370.00	2844.00	3270.60
技术收入(万元)	营业收入（万元）	7.28	400.00	500.00	625.00
	收入增长率		10.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	67.03%	100.00%	60.00%	60.00%
	营业成本（万元）	2.40	0.00	200.00	250.00

资料来源：财政部，宏源证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2010-2012 年的营业收入分别为 480.58 百万元、

664.74 百万元和 941.65 百万元，归属母公司所有者的净利润分别为 84.56 百万元、131.78 百万元和 175.43 百万元，对应摊薄后每股收益分别为 0.94 元、1.46 元和 1.94 元，对应 2011 年、2012 年和 2013 年动态 PE 分别为 35 倍、22 倍和 17 倍。

公司未来三年净利润复合增长率 50%，我国农机行业正处于黄金发展期，行业增速超过 25%，作为 A 股唯一的农机标的，公司的主力产品自走式玉米收获机疆外市场空间巨大，辣椒机、采棉机以及番茄机后备高增长产品层出不穷，募投项目带来的产能提升，以及可能的疆外设厂等机会；同时，出于谨慎需要，未来三年净利润增速分别为 63.67%、55.84%和 33.12%，我们取最低的 33.12%增速，PEG=1，给予公司 2012 年动态 PE 33 倍，6 个月目标价 48.18 元，首次给予“买入”评级。

风险因素：

- 日趋激烈的市场竞争带来的风险；
- 税收政策变化的风险；
- 生产经营季节性波动的风险。

附表：盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253.18	480.58	664.74	941.65
增长率 (%)	99.89%	89.82%	38.32%	41.66%
归属母公司股东净利润	51.67	84.56	131.78	175.43
增长率 (%)	118.20%	63.67%	55.84%	33.12%
每股收益 (EPS)	0.57	0.94	1.46	1.94
每股经营现金流	0.61	-0.15	1.51	0.64
销售毛利率	36.96%	35.34%	34.31%	33.13%
销售净利率	20.41%	17.60%	19.82%	18.63%
净资产收益率 (ROE)	6.27%	9.37%	12.88%	14.81%
投入资本回报率 (ROIC)	65.59%	46.82%	37.55%	38.94%
市盈率 (P/E)	57	35	22	17
市净率 (P/B)	4	3	3	2

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253.18	480.58	664.74	941.65
减: 营业成本	159.62	310.72	436.65	629.70
营业税金及附加	0.43	0.82	1.13	1.60
营业费用	23.67	45.66	58.50	80.04
管理费用	20.48	52.86	53.84	70.62
财务费用	0.87	-23.26	-24.15	-26.26
资产减值损失	1.25	1.30	1.30	1.30
加: 投资收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.78	92.48	137.47	184.65
加: 其他非经营损益	6.96	7.00	5.00	5.00
利润总额	53.74	99.48	142.47	189.65
减: 所得税	2.07	14.92	10.69	14.22
净利润	51.67	84.56	131.78	175.43
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	51.67	84.56	131.78	175.43

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	774.54	719.57	780.80	855.42
应收和预付款项	51.01	132.62	122.03	239.76
存货	17.83	83.12	58.74	145.84
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.15	1.15	1.15	1.15
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	57.30	91.57	178.14	167.05
无形资产和开发支出	20.88	20.38	19.88	19.38
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	922.71	1048.42	1160.74	1428.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	53.25	126.16	117.24	223.72
长期借款	25.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	20.20	20.20	20.20	20.20
负债合计	98.45	146.36	137.44	243.92
股本	41.00	41.00	41.00	41.00
资本公积	713.73	713.73	713.73	713.73
留存收益	69.53	147.32	268.56	429.96
归属母公司股东权益	824.26	902.06	1023.30	1184.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	824.26	902.06	1023.30	1184.69
负债和股东权益合计	922.71	1048.42	1160.74	1428.60

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	55.43	-13.98	135.77	57.44
投资性现金净流量	-33.49	-32.65	-88.38	4.63
筹资性现金净流量	697.28	-8.34	13.84	12.55
现金流量净额	719.22	-54.96	61.23	74.62

分析师简介:

庞琳琳: 宏源证券研究所机械行业研究员, 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 4 年。

主要研究覆盖公司: 新研股份、天地科技、郑煤机、航空动力、中国南车、天立环保、大禹节水等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。