

投资品 - 机械

2011 年 9 月 26 日

市场数据	2011 年 9 月 23 日
当前价格 (元)	32.55
52 周价格区间 (元)	29.50-112.26
总市值 (百万)	2936.01
流通市值 (百万)	759.07
总股本 (百万股)	90.20
流通股 (百万股)	23.32
日均成交额 (百万)	32.35
第一大股东	周卫华
公司网址	http://www.xjxy.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
新研股份	-65.96%	35.01%	/
沪深 300	-5.37%	-9.74%	-6.58%

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师声明

本人, 赵晓闯, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

具备技术优势的中高端农机领先企业

——新研股份 (300159) 深度研究报告

评级: 买入

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	253	457	677	942
收入同比	100%	81%	48%	39%
净利润 (百万元)	52	77	105	142
净利润同比	118%	48%	37%	35%
毛利率	37.0%	36.1%	35.5%	35.4%
ROE	6.3%	8.6%	10.5%	12.5%
摊薄每股收益 (元)	0.57	0.85	1.16	1.57

- **公司是具备技术优势的中高端农机领先企业。**公司出身原新疆机械研究院, 定位自走式不对行玉米收获机等中高端农机产品, 研发实力国内领先。目前公司获得的专利达 67 项, 累计 30 余项产品处于国内领先水平并填补国内多项空白。其大部分产品价格均为国外同类产品三分之一到二分之一, 已使外企逐步退出国内市场。
- **农机行业增长潜力较大。**(1) **农机化率提升:** 目前我国农机化率为 52.3%, 距发达国家还有较大的差距, 农机“十二五”规划提出到 2015 年, 耕种收综合机械化水平达到 60%以上, 仍有较大发展空间。(2) **农村劳动力的持续转移加大对农机产品的需求。**随着我国刘易斯拐点到来以及农村劳动力迅速向城镇转移, 农村劳动力成本提升, 对农机需求加大。(3) **政策支持力度逐年加大。**中央财政农机年购置补贴资金从 2004 年度 0.7 亿元增加到 2011 年的 175 亿元, 另又提出“以旧换新”等后续政策支持。
- **募投建设项目突破产能瓶颈。**新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地项目达产后, 将形成农机装备年生产能力 3000 台 (套), 预计产能将从 2010 年的 1200 台达到 2011-2012 年的 2000 及 3000 台。公司的主导产品玉米收获机、青贮饲草料收获机、动力旋转耙及辣椒、棉花、番茄等经济作物收获机市场广阔, 在不断开拓疆外的内地市场以及广阔的中亚市场基础上, 产能消化前景良好。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测 2011-2013 年公司实现摊薄后的 EPS 分别为 0.85 元、1.16 元和 1.57 元, 按照 9 月 23 日 32.55 元收盘价, 公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 38.3 和 28.0 倍, 基于农机购置补贴等政策支持下行业的成长性, 以及公司技术研发优势的竞争力和疆外市场开拓的潜力, 我们看好公司长期成长性, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 农机购置补贴大幅缩减影响行业发展; 公司科技成果产品化不力; 疆外的内地建厂及中亚市场开拓不力。

公司概况

公司是研究院出身的中高端农业机械企业。公司的前身新研有限，是由原新疆机械研究院改制设立，一直专业从事多种农牧机械的研发设计、生产销售。农业机械涉及产品种类较多，国内现有农机制造企业大多只专注于某一类或几类产品，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，而公司则专注于玉米收获机、青贮饲料收获机、动力旋转耙、农副产品加工及林果机械等系列产品，且以高附加值、高技术含量以及替代进口农牧机械等中高端产品为主导。

Figure 1 公司主要系列产品



4YZB-1800 型自走式玉米联合收获机



9QSZ-3000 型自走式青贮饲料收获机



9GZM-3900 型自走式苜蓿压扁收获机



1BX-4 型动力旋转耙



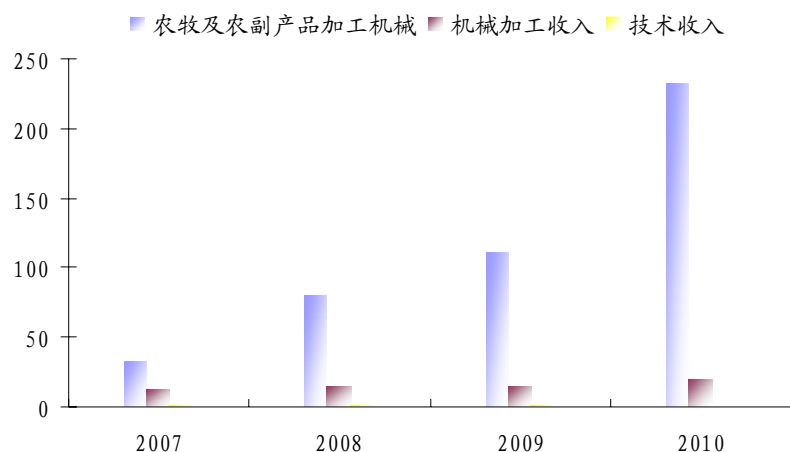
L-1 多功能果园作业机



番茄加工成套设备

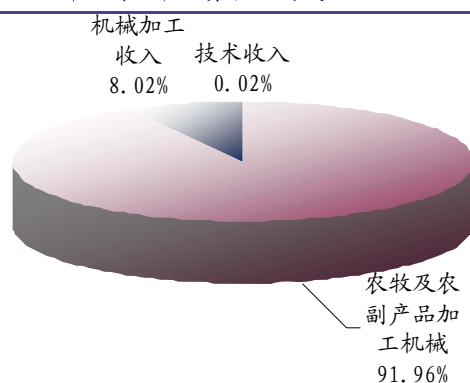
数据来源：公司公开资料、世纪证券研究所

Figure 2 2007-2010 年公司主营业务收入 (单位: 百万元)



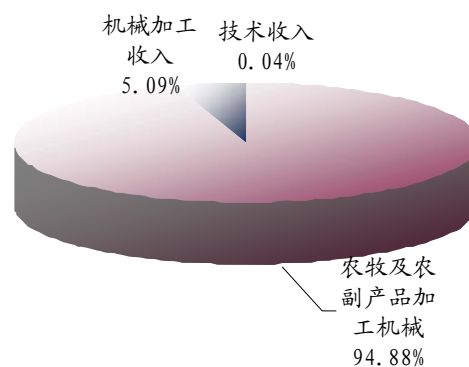
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 2010 年公司主营业务收入构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

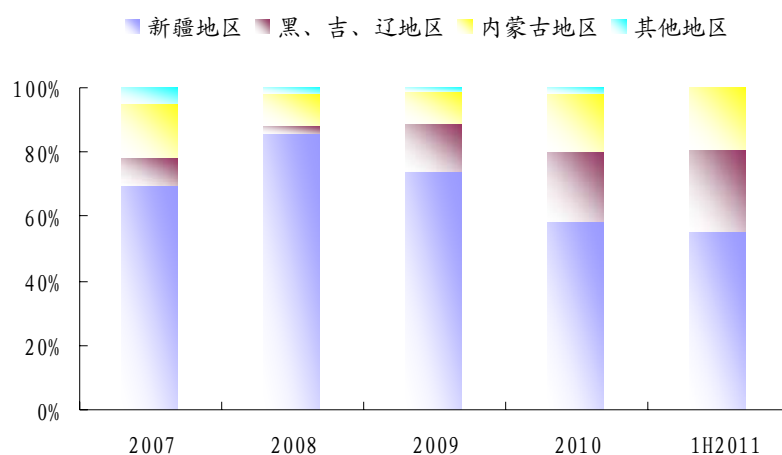
Figure 4 2010 年公司主营业务毛利构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

公司在新疆地区以外收入占比逐步扩大。公司疆内的产品销售主要采取直销模式,一般直接销售给农户,而疆外的产品销售主要由经销商销售。随着公司对内蒙古、东北三省等疆外地区的市场开拓,疆外地区收入占比逐步扩大,已由 2008 年的 14% 上升到 2011 年中期的 45%

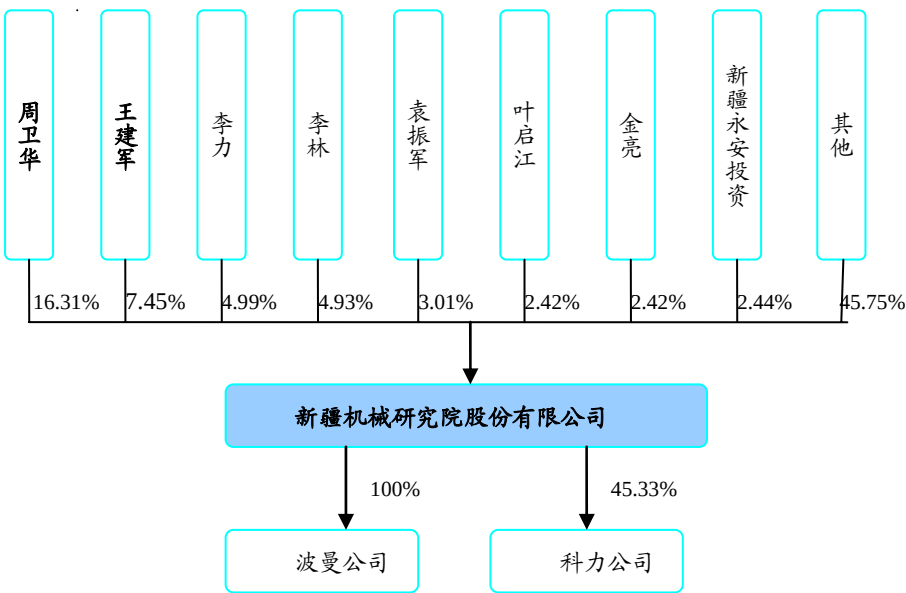
Figure 5 公司各地区营收占比



数据来源: wind、世纪证券研究所

公司的实际控制人周卫华及王建军分别持股 16.31%及 7.45%，分别任职公司董事长、总经理以及董事、副总经理、董秘、党纪委书记。公司控股（100%）新疆波曼制造有限公司，参股（45%）新疆科力先进制造有限公司，参控股公司主要从事机械加工制造及其技术服务等业务。

Figure 6 公司股权结构及参控股公司



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

国内农机行业发展趋势及动力

国内农业机械化水平与发达国家仍有差距。美国、加拿大、法国、意大利等西方经济发达国家在 20 世纪 40、50 及 60 年代基本实现农业机械化。尤其美国在 20 世纪 90 年代农业已进入高度机械化、现代化阶段，在农业生产的产前、产中、产后的每一个生产环节都使用机械操作，全面实现了机械化，且农业机械向大型、高速、低耗、自动化和智能化发展。同为亚洲的日本和韩国在主要农业机械数量和农业机械化作业水平上也远远领先我国。

发达国家的工业化和现代化进程中，都经历了农业机械化持续、快速发展阶段，从开始农业机械化到基本实现农业现代化的时间基本经历 20 到 30 年的时间。而我国目前的农业劳动生产率与发达国家基本实现农业机械现代化时的劳动生产率对比还有较大的差距，所需要经历的时间仍然较，对农业机械来说，仍有较大发展空间。

目前我国农机化率为 52.3%，农机“十二五”规划提出到 2015 年，

耕种收综合机械化水平达到 60%以上,这一目标比 2010 年《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%的目标更迈进了一步。

Figure 7 世界主要国家农业机械化进程和我国 2006 年数据比较

国别	农业机械化 开始年份	基本实现农业 机械化年份	基本实现农业机械化时的农业劳动生产率*			
			农业人口比 例 (%)	农业劳动力 比例 (%)	平均每个劳动 力负担耕地面 积 (公顷)	平均每个劳 动力生产粮 食 (公斤)
美国	1910	1940	23.2	8.3	14.7	9800
加拿大	1920	1950	20	7.2	39	28200
法国	1930	1955	23.2	15.6	3.8	4375
意大利	1930	1960	29.6	12.8	2.5	1915
日本	1946	1967	29.9	10.6	0.6	1810
中国2006年			56.1	26.53	0.349	1427

资料来源:《国内外农业机械化统计资料》; 注: *指各国家在基本实现弄个与现代化年份时的农业劳动生产率,我国取 2006 年数据进行比较

Figure 8 亚洲主要国家农业机械化作业水平

	韩国 (2002年)	日本 (1998年)	中国 (2008年)
机耕	99%	100%	61.80%
机种	98%	97.80%	35.30%
机收	99%	98%	32%
综合	99%	99%	45%

资料来源:《国内外农业机械化统计资料》、世纪证券研究所

Figure 9 亚洲主要国家农业机械拥有量 (单位: 拥有台数/百户)

	韩国 (2002年)	日本 (2000年)	中国 (2007年)
耕耘机	65.9	61.7	10.82
拖拉机	15.2	69.9	8.29
插秧机	25.2	61.3	0.08
联合收割机	6.4	44.6	0.28
谷物干燥机	4.5	36.8	0.01

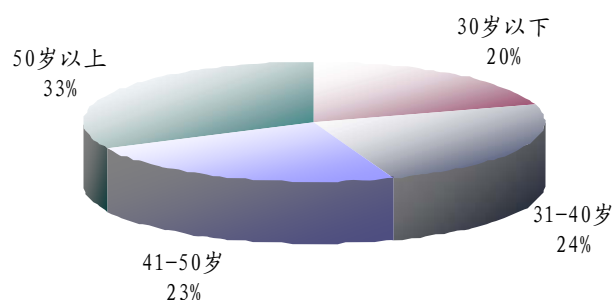
资料来源:《国内外农业机械化统计资料》、世纪证券研究所

农村劳动力的持续转移将加大对农机产品的需求。随着我国工业化和城镇化进程加快,农村劳动力迅速向城镇转移,2005 年我国第二产业劳动力结构中,农民工比例已高达 57.6%,在第三产业中农民工的比例也高达 52%。我国农村农业劳动力开始出现结构性、季节性和区域性短缺,使用机械技术成为农业生产的必然选择。

我国目前农业生产人员老龄化、低文化特征明显。在我国农村人口中,小于 35 岁的青壮劳力 60-80%进城务工或自行经商创业,形成精兵

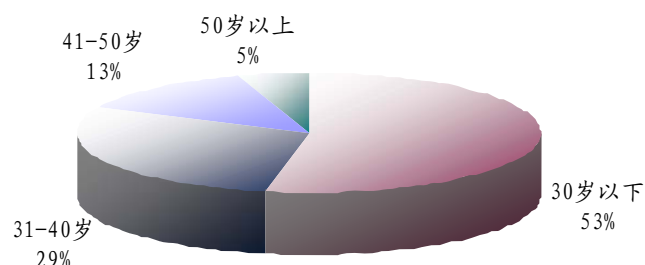
强将去创业，年轻力壮去打工，老弱妇孺搞农业的局面。农业用工成本大幅攀升，并且随着农村收入水平提高，农民利用机器替代人畜降低生产成本、减轻劳动强度的需求日趋强烈，成为农机化发展的内在动力。

Figure 10 2006 我国农业从业人员年龄结构



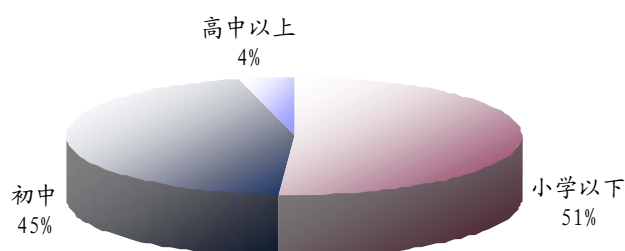
资料来源：第二次全国农业普查、世纪证券研究所

Figure 11 2006 我国农村外出劳动力年龄结构



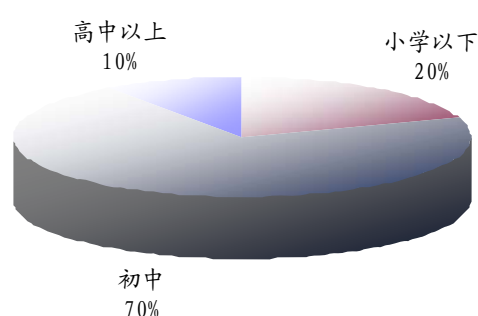
资料来源：第二次全国农业普查、世纪证券研究所

Figure 12 2006 我国农业从业人员文化程度结构



资料来源：第二次全国农业普查、世纪证券研究所

Figure 13 2006 我国农村外出劳动力文化程度结构



资料来源：第二次全国农业普查、世纪证券研究所

国家产业政策支持。

日本韩国等在农业机械化过程之中都通过相关法律政策来促进农业机械的发展。日本政府 1953 年颁布《农业机械化促进法》，国家财政对先进农机具的补贴金额从 1972 年的 491 亿日元(约折 1.63 亿美元)增长到 1981 年的 2439 亿日元(约折 11 亿美元)，对农民购置大型高效农业机械和设备补贴 50%。同时，日本政府从 1961 年开始专设农业机械化基金，利率比市场利率低 30%-60%且期限较长。韩国政府自 1967 年开始，向购买进口或者国产农业机械设备的农民提供购买价 60%的补贴；1978 年韩国政府颁布《农业机械化促进法案》；自 1981 年开始，韩国政府向农民提供 40%的购置补贴和 60%的贷款；1986 年政府补助包括 50%的补贴和 40%的贷款。

我国农机购置补贴等鼓励政策支持农机行业发展。

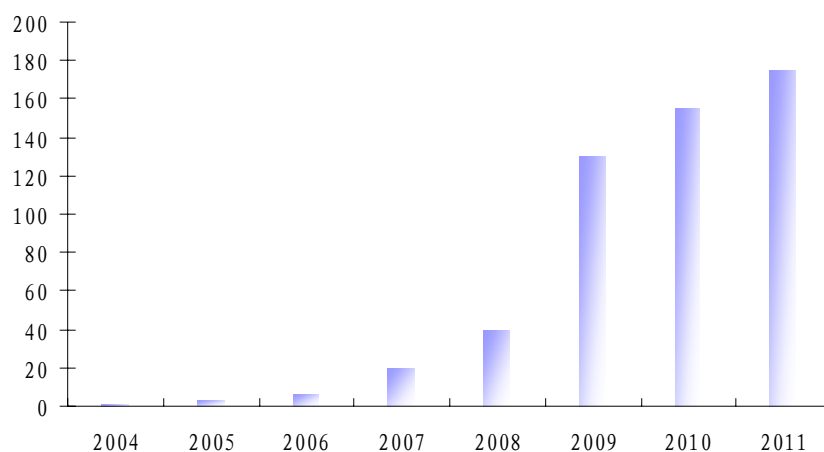
2004 年 11 月 1 日生效的《中华人民共和国农业机械化促进法》指出：中央财政、省级财政应当分别安排专项资金，对农民和农业生产经营组织购买国家支持推广的先进适用的农业机械给予补贴。

2010 年 7 月 5 日国务院发布《关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》，发展目标指出到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到 55%以上。到 2020 年，农机总动力稳定在 12 亿千瓦左右，其中灌排机械动力达到 1.1 亿千瓦，主要农作物耕种收综合机械化水平达到 65%。

2011 年 9 月 10 日，农业部发布的《全国农业机械化发展“十二五”规划》明确未来五年农机行业发展目标，到 2015 年，农机总动力达到 10 亿千瓦，农机化率提升到 60%以上。规划中提出农机“以旧换新”，要“建立农业机械报废更新制度，制定农机以旧换新办法”。

农机购置补贴力度逐年加大。中央财政农机年购置补贴资金从 2004 年度 0.7 亿元增加到 2011 年的 175 亿元；农机购置补贴范围由 2004 年 66 个县，扩大到涵盖全国所有的农牧业县和所有农场；补贴机具种类包括所有主要粮食生产机械。

Figure 14 历年中央财政农机补贴额度（单位：亿元）



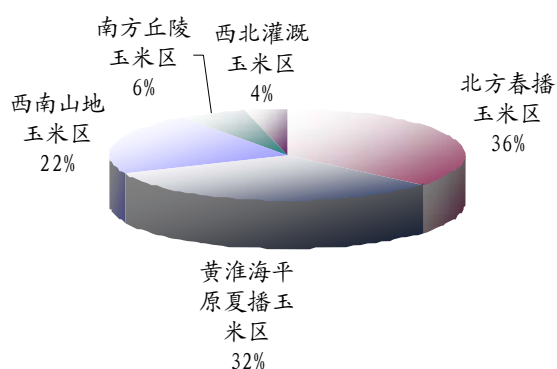
数据来源：农业部、世纪证券研究所

公司主导产品玉米收获机增长潜力较大

我国玉米种植面积趋升。稻谷、小麦和玉米是我国三大种植粮食，玉米种植面积逐年上升，从 2007 年开始超越稻谷成为我国第一大种植面积粮食品种。我国玉米种植地区主要分布在东北、华北及西南地区：北方春播玉米区，以东北三省、内蒙古和宁夏为主，种植面积稳定在 650

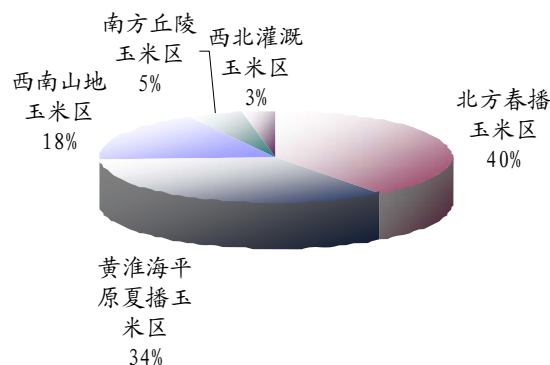
多万亩，占全国 36%左右，总产 2700 多万吨，占全国的 40%左右；黄淮海平原夏播玉米区，以山东和河南为主，种植面积约 600 多万亩，约占全国 32%，总产约 2200 万吨，占全国 34%左右；西南山地玉米区，以四川、云南和贵州为主，面积约占全国的 22%，总产占 18%左右；南方丘陵玉米区，以广东、福建、台湾、浙江和江西为主，种植面积为全国的 6%，总产不足 5%；西北灌溉玉米区，新疆维吾尔自治区和甘肃省部分地区，种植面积约占全国的 3.5%，总产约占 3%。

Figure 15 我国各玉米种植区种植面积结构



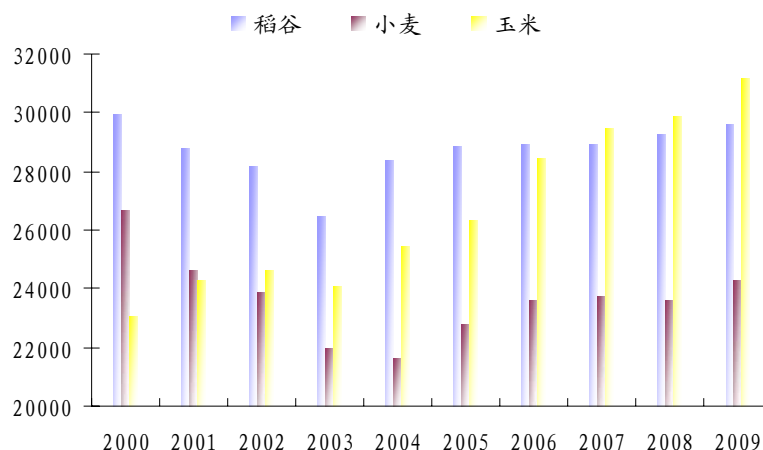
资料来源：农博农机网、世纪证券研究所

Figure 16 我国各玉米种植区产量结构



资料来源：农博农机网、世纪证券研究所

Figure 17 我国玉米种植面积趋升（单位：千公顷）



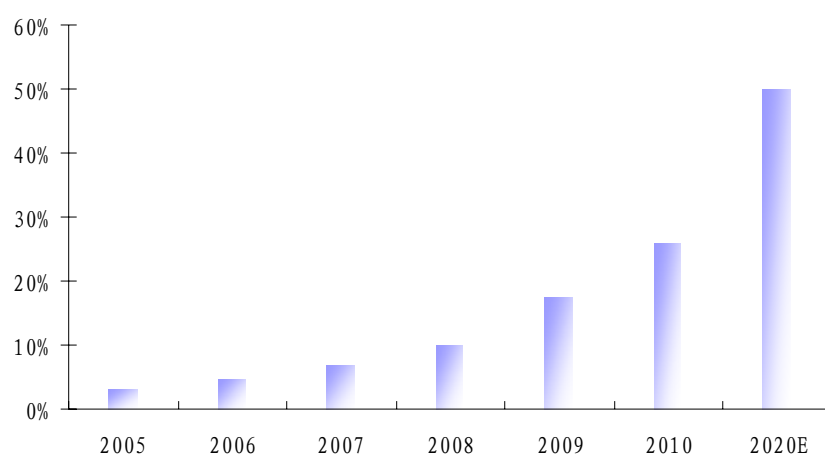
数据来源：《中国统计年鉴 2010》、世纪证券研究所

我国玉米机收率水平目前仍较低。我国玉米种植多以户为单位，种植时间不同，行距、株距参差不齐；玉米收获机制造企业技术质量不一，很多设计及质量达不到要求，啃穗、故障频发；玉米收获机价格相对昂贵，性价比不如小麦、稻谷收获机，农户投资回收期长。以上这些因素都影响到了作业质量和机具的发展，目前我国玉米机耕水平达到 83.5%，机播水平达到 72.5%，但机械收获仍是薄弱环节，玉米机收率只有 25.8%，远远低于小麦 90%以上和水稻 64.5%的机收水平，玉米机械化

收获已成为制约农业机械化发展的瓶颈。

玉米收获机需求潜力大。随着玉米收获机技术质量提升，企业售后服务跟进，以及农村劳动力成本上对农机的需求和政策补贴力度不断加大的支持，近年玉米机收率提升很快，从 2005 年的不足 5%，提升到了 2010 年的 25.8%，但仍有很大空间。2010 年 7 月《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》中提出到 2020 年，主要农作物耕种收综合机械化水平达到 65%，其中，小麦耕种收机械化水平达到 90%以上，水稻种植、收获环节机械化水平分别达到 60%和 85%，**玉米机收水平达到 50%左右。**

Figure 18 我国玉米机收率



数据来源：农业部、世纪证券研究所

公司主营产品及竞争力

农业机械的是非常专业化的领域，属于技术密集型行业，尤其是各类农牧收获机械、耕作机械等，技术复杂，并且多数为专有技术，同时由于产业链长，配套技术种类繁多，难以短时间掌握。产品还需要研发技术人员对现有产品进行不断创新改进和研发新产品，技术积累是保证企业研发、制造装配水平的先进性的必要条件，对潜在竞争者形成无形的行业准入限制。

研究院出身的公司具备领先技术优势。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较为领先的地位。截至 2011 年 6 月 30 日，公司获得的专利达 67 项（包含三项发明专利），并另有 7 项专利进入受理。公司的产品累计 30 余项经技术部门鉴定处于国内领先水平，填补国内空白。

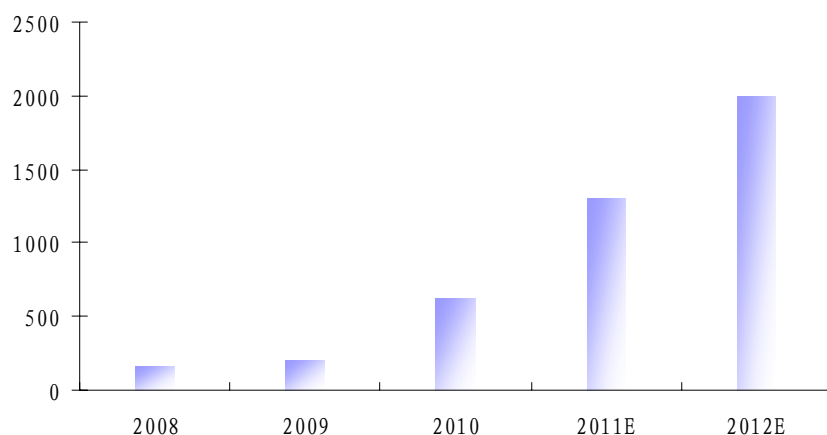
玉米收获机

公司针对我国不同种植模式的玉米机械化收获要求，解决了不对行收获的关键技术问题，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。而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

玉米联合收获机目前已获多项专利，技术水平达到国内领先水平。根据截至 2009 年 2 月 20 日前收录的已公开专利文献，公司在主导产品之一玉米联合收获机方面申请的专利数量为 19 件，其中包括发明专利申请 3 项，位于全国第二位，约占全国单位申请人申请数量的 10%。

公司的玉米收获机近年增长迅速，从 2008 年销量 163 台，增长到 2010 年的 627 台，预计 2011、2012 年公司玉米收获机销量可达 1300 台和 2000 台以上。

Figure 19 公司玉米收获机销量(单位：台)



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

青贮饲草料收获机

公司目前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。公司产品技术水平已达到国内领先，产品型号规格较全，可满足不同区域的青（黄）贮及苜蓿饲草料收获。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生产的 XDNZ-2008 型自走式青贮机和本公司生产的 9QSZ-3000 型自走式青贮收获机。

公司本产品在国内外市场上占有很强优势，主要竞争机型为国外大型农机的进口机型。2008-2010 年公司青贮饲草料收获机销量分别为 84、

144 及近 200 台，尤其自走式青贮饲草料收获机市场占有率在 50%以上。

经济作物收获机

经济作物如棉花、辣椒、番茄由于经济作物的经济效益高种植面积逐年增加，其中新疆地区棉田种植面积约 2000 万亩（其中机械化采棉面积约为 1000 万亩）；全国现有 2000 万亩辣椒种植面积；新疆地区番茄酱产量已占全国 80%以上，全球 40%以上，我国已成为全球番茄酱第一出口国，新疆地区已建立了 160 多万亩番茄种植基地，番茄种植及番茄酱的生产加工每年以 40%的增速发展。

目前经济作物收获机主要为国外品牌所垄断，其价格昂贵，尤其是采棉机价格高达 200 万左右，辣椒收获机价格更是高达 320 万。而且由于国内农艺的限制，进口机型不能适应我国农业发展的实际情况。公司正研制开发的经济作物收获机，预计产品售价仅为国外同类产品的三分之一甚至更低，且机型能有效的适应我国不对行的农艺种植模式，具备很强竞争优势。公司 2010 年已销售辣椒收获机 10 台，推广销售效果良好，各种经济作物收获机将成为公司另一个增长点。

动力旋转耙

动力旋转耙是一种新型的耕作机械，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 1 万亩，按保守估算，2015 年，如 10%采用本产品作业，本产品潜在的市场年需求量约为 0.9 万台以上。

公司在消化吸收国外先进技术基础上，针对我国北方干旱半干旱地区研制开发，并根据配套拖拉机功率已形成了不同幅宽的系列产品，包括 1BX-2.4、1BX-3、1BX-3.5 及 1BX-4 型等系列产品。公司共取得 2 项耕作机械专利，产品全部拥有自主知识产权，整机技术水平已接近国外先进水平，打破了国外垄断，而价格仅为国外同类产品的 1/2，已迫使国外同类产品企业逐步推出我国市场。公司 2008-2010 年销售动力旋转耙分别 160、186 及 250 台左右。

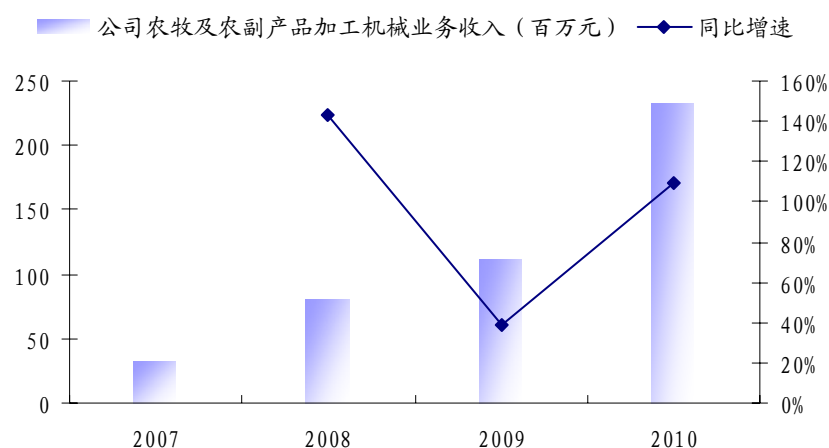
农副产品加工及林果机械

在林果业种植机械中，除了挖穴植树、开沟、植保作业的机具较成熟，机械化程度较高外，其余如果树施肥、修剪和果品采摘加工、贮藏运输等环节的机具几乎空白，机械化程度不到 1%。据测算，初步实现果园管理主要作业环节机械化作业，需配备果园作业机 2-3 万台，市场前景将十分广阔。同时随着林果业的发展，果品清选、贮藏、收获类的农

副产品加工机械的需求也将大幅增加，市场空间较大。

公司是国内唯一生产多功能果业作业机械的厂家，打破了国外同类产品的垄断，另外还有多功能烘干设备、番茄成套加工设备、啤酒花加工生产线成套设备以及葡萄干和棉种脱绒加工生产线成套设备等。公司正根据市场情况在现有产品的基础上逐步推出 3WZ-3.5 型自走式鼓风喷药车、TDS-100 型园林随进式作业机、大枣清洗和清选设备、核桃去青皮和清洗机、坚果破壳清选机、新型比重清选机等。

Figure 20 公司农牧及农副产品加工机械业务收入（亿元）



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

募投项目建设突破产能瓶颈

公司在 2010 年底获得实际募集资金 6.93 亿元，用于新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地项目计 2.02 亿元和其他与主营业务相关的营运资金 4.88 亿元。本项目建设期为 2 年，建设投资在建设期全部投入，流动资金根据产品生产、物料储备等情况逐年投入。

公司目前自制率在 20% 左右，而外协占生产成本的 30%。公司主要掌握着相关产品的核心部件的生产，以及总装配的把关。募投产能的增加将利于公司突破产能瓶颈，为将来市场开拓打下基础。公司的主导产品自走式玉米收获机、青贮饲草料收获机、动力旋转耙及辣椒、棉花、番茄等经济作物收获机市场广阔，再加上不断开拓疆外的内地市场以及广阔的中亚市场，公司募投项目产能消化前景良好。

本次募投项目达产后，将形成农机装备年生产能力 3000 台（套），其中玉米收获机 1400 台、青贮饲草料收获机 320 台、经济作物收获机

200 台、动力旋转耙 500 台、农副产品加工机械 200 台、林果业作业机械 300 台以及其它农业机械 80 台。公司 2009 年四季度一开始项目建设，投入化建设资金约 25%，预计公司 2011、2012 及 2013 年能完成设计 3000 台（套）产能的 50%、80%及 100%。

Figure 21 募集资金投入计划（万元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	小计
建设自建	3860	9300			13160
流动资金		1000	3500	2500	7000
合计	3860	10300	3500	2500	20160

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 22 公司产能变化（台/套）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能	279	445	628	1200	2000	3000	4000

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

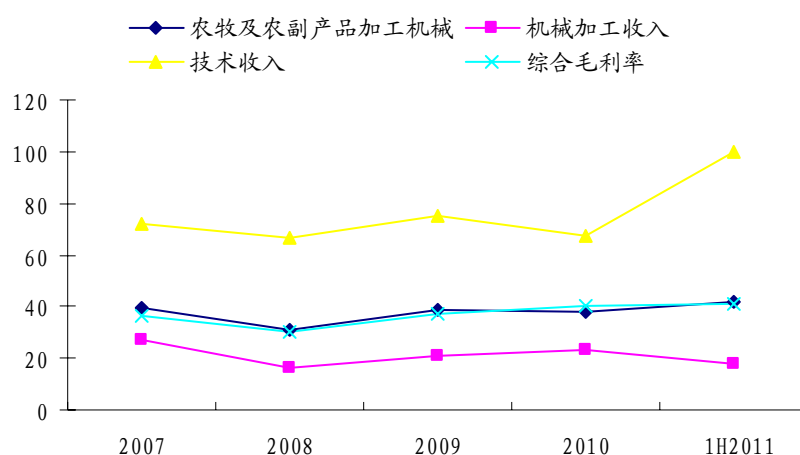
公司财务分析

盈利能力分析

公司利用技术优势获得较高毛利率。（1）产品定位。公司依据研发能力较强和规模较小的特点而执行中高端的独特产品定位，使公司产品能够获取较高的毛利率。（2）专利保护。同时公司制定了严格的知识产权申请制度，一方面使得公司的现有产品的知识产权得到了有效保护，防止核心技术的流失，并且能有效的限制国内其它农机公司的大量进入，使得公司的产品竞争脱离简单的价格竞争泥潭，通过专利竞争方式锁定和巩固市场份额，获得高于同行业的毛利。（3）客户类型。公司主要产品自走式玉米收获机和青贮饲草料收获机，其销售对象主要为农机专业户，其购买农机主要出于投资目的，购买本公司产品的客户通常不超过 3 年即可收回投资成本，并且维护成本低，适合跨区作业，为客户获得了可观的经济效益，支持公司获得较高毛利率。

除了 2008 年由于公司所需主要钢材品种价格大幅上涨 70-80%导致综合毛利率低于 30%（即便如此，当年仍有 29.98%的较高综合毛利率），其余年度综合毛利均保持 36%以上。随着公司动力旋转耙等耕作产品以及辣椒、棉花和番茄收获机等高毛利的经济作物收获机产品销量增大，公司较高毛利率可望得以维持。

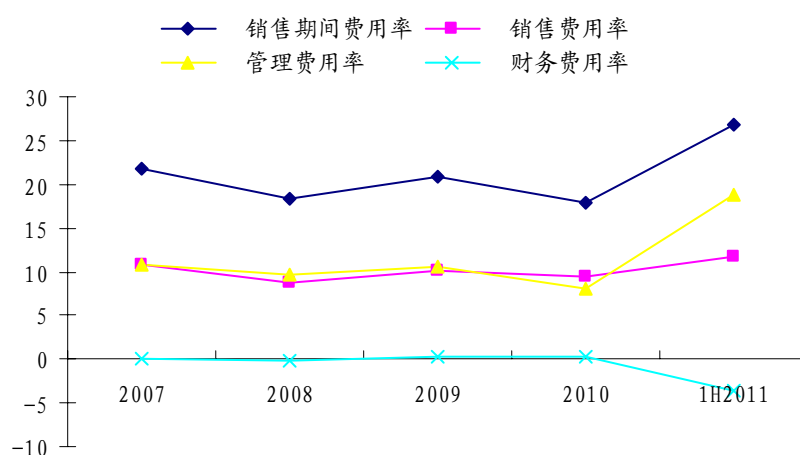
Figure 23 公司主营业务毛利率



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

期间费用率可控。2007-2010 年公司期间费用率基本保持稳定,2011 年上半年期间费用率比 2010 年增加 9 个百分点到 26.78%，主要是由于对疆外市场的开拓以及研发投入及品牌宣传等费用增长较大，使销售费用率和管理费用率分别比去年增加 2.29 和 10.65 个百分点，随着三季度收入规模大幅增加，全年费用率可控。由于疆外市场主要是经销模式，这将拉低毛利率及增加费用，但随着在疆外建厂以及新产品的不断推出和整个收入规模的增加，公司长期盈利能力不会受到大的影响。

Figure 24 公司期间费用率 (%)



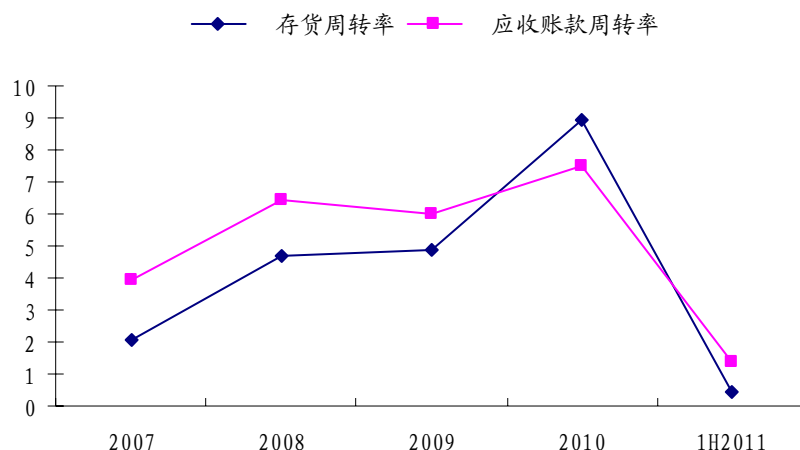
数据来源：wind、世纪证券研究所

营运能力分析

公司 2007-2010 年以及 2011 上半年存货周转率分别为 2.09、4.66、4.85、8.96 以及 0.44，应收账款周转率分别为 3.93、6.46、6.02、7.47 以及 1.35。由于 2010 年公司营业收入大幅增加，存货及应收账款变化

不大，致使存货及应收账款周转率提升；而 2011 上半年，由于上半年准备存货，收入则主要集中在三季度的行业特性，周转率下降。由于公司订单饱满，提前购置存货使得存货周转率较低属正常；而应收账款也大部分为公司垫付的农机购置补贴款，风险不大。

Figure 25 公司应收账款及存货周转

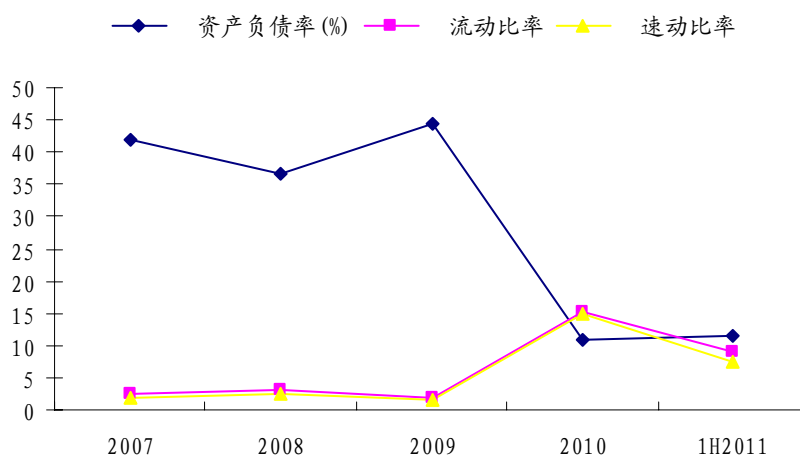


数据来源：wind、世纪证券研究所

偿债能力分析

公司 2007-2010 年以及 2011 年中期的资产负债率分别为 41.96%、36.56%、44.44%、10.91%以及 11.62，流动比率分别为 2.33、2.99、1.76、15.17 以及 9.16，速动比率分别为 1.71、2.34、1.46、14.85 以及 7.59。公司流动负债主要是一定数额应付票据和应付账款，以及预提费用、预收农机产品订货款等，属于正常经营负债，在公司募投资金到位后，资本实力大幅提升，偿债及抗风险能力进一步提升。

Figure 26 公司偿债能力



数据来源：wind、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

前提假设:

- 1) 农机购置补贴政策持续, 公司玉米收获机、青贮饲草料收获机、动力旋转耙以及辣椒收获机等产品销量快速增长;
- 2) 募投项目新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地建设顺利, 2011-2013 年达到计划产能 3000 台(套)的 50%、80%及 100%;
- 3) 所得税率保持 15%, 各项费用率可控。

Figure 27 营业收入预测(单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
农牧及农副产品加工机械	33.05	80.31	111.12	232.6	418.68	628.02	879.23
同比增速		143.00%	38.36%	109.32%	80%	50%	40%
机械加工收入	12.92	15.06	13.87	20.28	30.42	39.55	51.41
同比增速		16.56%	-7.90%	46.21%	50%	30%	30%
技术收入	0.78	1.93	1.46	0.07	8.00	9.60	11.52
同比增速		147.44%	-24.35%	-95.21%		20%	20%
总收入	46.75	97.3	126.45	252.95	457.10	677.17	942.16
同比增速		108.13%	29.96%	100.04%	80.71%	48.14%	39.13%

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 28 毛利率预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
农牧及农副产品加工机械	39.21%	31.35%	38.46%	38.08%	36.00%	35.50%	35.50%
机械加工收入	27.03%	16.53%	20.75%	23.42%	20%	20%	20%
技术收入	71.91%	66.56%	75.00%	67.03%	100%	100%	100%
综合毛利率	36.66%	29.98%	37.05%	36.96%	36.06%	35.51%	35.44%

数据来源: wind、世纪证券研究所

依据假设条件我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 4.57 亿元、6.77 亿元和 9.42 亿元; 实现的归属母公司净利润分别为 0.77 亿元、1.05 亿元和 1.42 亿元, 实现的摊薄后 EPS 分别为 0.85 元、1.16 元和 1.57 元。

根据我们的盈利预测, 按照 9 月 23 日 32.55 元收盘价, 公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 38.3 和 28.0 倍, 基于农机购置补贴等政策支持下行业的成长性, 以及公司技术研发优势的竞争力和疆外市场开拓的潜力, 我们看好公司长期成长性, 给予“买入”投资评级。

风险提示

- (1) 行业竞争加剧;
- (2) 农机购置补贴大幅缩减影响行业发展;
- (3) 公司科技成果产品化不力;
- (4) 疆外的内地建厂及中亚市场开拓不力。

附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	845	873	962	1129	营业收入	253	457	677	942
现金	777	715	728	803	营业成本	160	292	437	608
应收账款	44	80	118	165	营业税金及附加	0	1	1	2
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	24	46	68	94
预付账款	7	12	18	26	管理费用	20	41	61	85
存货	18	64	96	134	财务费用	1	-6	-6	-6
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	80	189	221	252	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	54	126	169	202	营业利润	47	82	116	159
无形资产	21	20	20	19	营业外收入	7	8	8	8
其他非流动资产	4	41	31	30	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	925	1061	1183	1380	利润总额	54	90	123	167
流动负债	56	138	155	211	所得税	2	14	18	25
短期借款	0	0	0	0	净利润	52	77	105	142
应付账款	27	49	73	101	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	29	89	82	109	归属母公司净利润	52	77	105	142
非流动负债	45	35	35	35	EBITDA	50	81	118	163
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	1.26	0.85	1.16	1.57
其他非流动负债	20	10	10	10					
负债合计	101	173	190	246	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	41	90	90	90	成长能力				
资本公积	714	665	665	665	营业收入	99.9%	80.5%	48.1%	39.1%
留存收益	70	134	239	380	营业利润	131.1%	76.2%	40.2%	37.5%
归属母公司股东权益	824	889	993	1135	归属于母公司净利润	118.2%	48.2%	36.8%	35.1%
负债和股东权益	925	1061	1183	1380	获利能力				
					毛利率 (%)	37.0%	36.1%	35.5%	35.4%
					净利率 (%)	20.4%	16.8%	15.5%	15.0%
					ROE (%)	6.3%	8.6%	10.5%	12.5%
					ROIC (%)	50.2%	33.6%	31.7%	36.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	10.9%	16.3%	16.0%	17.8%
					净负债比率 (%)	24.77%	14.47%	13.17%	10.18%
					流动比率	15.17	6.33	6.21	5.36
					速动比率	14.85	5.87	5.59	4.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.46	0.60	0.74
					应收账款周转率	7	7	6	6
					应付账款周转率	5.91	7.78	7.21	7.00
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.57	0.85	1.16	1.57
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.50	0.63	1.20
					每股净资产 (最新摊薄)	9.14	9.85	11.01	12.58
					估值比率				
					P/E	56.83	38.33	28.03	20.74
					P/B	3.56	3.30	2.96	2.59
					EV/EBITDA	44	27	18	13

数据来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.