



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011年12月21日

机械

研究部

罗炜¹

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511090001

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

新研股份 (300159.SZ)

天地广阔, 大有可为

主要财务信息

(人民币 百万)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	98	127	253	345	491	683
(+/-)	108%	30%	100%	36%	42%	39%
毛利	29	47	94	135	193	266
(+/-)	70%	60%	99%	44%	44%	38%
净利润	13	24	52	75	107	146
(+/-)	-93%	78%	118%	45%	43%	37%
每股收益 (元)	0.15	0.26	0.57	0.83	1.18	1.62
毛利率	30.0%	37.1%	37.0%	39.0%	39.3%	39.0%
净利率	13.7%	18.7%	20.4%	21.7%	21.7%	21.5%
股本回报率	26.3%	28.1%	6.3%	8.8%	11.6%	14.4%
资产收益率	16.7%	15.6%	5.6%	7.5%	9.7%	12.4%
资产负债率	0%	10%	3%	1%	1%	0%
市盈率	208.1	117.2	53.7	37.1	26.0	18.9
市净率	54.8	32.9	3.4	3.2	2.9	2.6

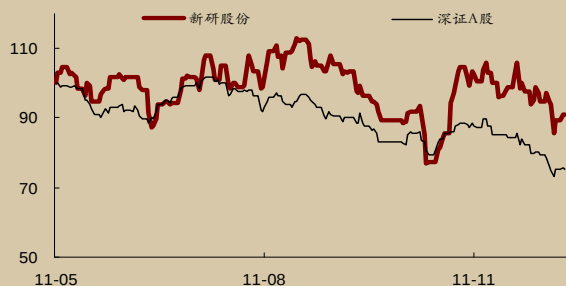
股票信息

A股	
股票代码	300159.CH
当前股价(元)	人民币30.76
日成交量(百万股)	0.39
52周最高价/最低价	人民币54/25.5
总市值(百万元)	2,775
发行股数(百万股)	90
其中:流通股(百万股)	48
主要股东(持股比例)	周卫华 (16.31%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	YTD
新研股份	-3.8%	-9.2%	-6.8%	-2.9%
深证指数	-1.4%	-11.9%	-14.9%	-22.2%
机械行业指数	-2.5%	-15.5%	-18.9%	-33.5%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资亮点:

公司是新疆地区最大的农机制造商, 在国内自走式玉米收割机、青贮饲料收获机等细分市场保持领先, 同时积极拓展疆外市场、向全国性农机龙头转变。我们认为公司的投资亮点包括:

- **细分市场前景广阔, 产能扩张蓄势待发:** 我们预计自走式玉米、青贮收获机等细分市场未来将持续受益于玉米种植面积扩大、机收率跃升、产品结构改善、进口替代等积极因素。而产能扩张计划也将使公司有能力抓住市场机会、保持高速增长。
- **定位“三高”市场, 竞争优势显著:** 背靠强大的科研力量, 公司的产品定位于“高科技、高品质、高附加值”的中高端市场, 相对于进口产品具有绝对的价格优势, 相对于国内其它厂商具有更好的经济性和适用性, 竞争优势显著。
- **拓展疆外市场, 复制高成长模式:** 凭借逐渐成熟的营销网络和卓越的产品性能, 公司未来几年有望将高成长模式复制到更加广阔的疆外市场, 迎来疆外收入的爆发式增长。
- **新品投放加速, 发掘行业“蓝海”:** 公司未来两年丰富的新产品储备及定位“蓝海”的策略有望为公司带来新的业绩增长点。

盈利预测:

我们预测公司 2011-2013 年净利润为 0.75 亿、1.07 亿和 1.46 亿, 对应每股收益 0.83、1.18、1.62 元, 同比增长 45%、43%和 37%。

估值与建议:

未来 1-2 个月内, 农机行业可能密集出台的利好政策, 及公司收购项目的进展都可能为股价提供催化剂。就估值来看, 目前公司 2011 年和 2012 年 PE 分别为 37 倍和 26 倍, 略高于创业板机械股中枢。我们认为公司受惠于农机补贴政策, 具有很好的增长确定性和更高的增长前景 (40% 2011-13 年 CAGR), 加上农机上市公司优质标的稀缺性, 应当享有一定的估值溢价。综合考虑给予公司 30-35 倍 2012 年 PE, 对应目标价格为 35-41 元。

风险提示: 风险主要包括: 小盘股系统风险、疆外市场拓展延滞、新产品推广受阻、原材料成本持续上升、核心科研人员流失等。

¹ 报告贡献人: 余炜超 weichao.she@cicc.com.cn

目录

技术精深+质量可靠+优质服务-打造玉米机行业的“悍马”	4
新研股份：定位中高端市场的区域农机龙头	5
细分市场前景广阔，产能扩张蓄势待发	7
大型自走式玉米收割机：受益于玉米机收率跃升与产品结构改善	7
青贮饲料收获机：市场走向成熟，进口替代空间显现	11
产能迅速扩张，高速增长可期	12
定位“三高”市场，竞争优势显著	14
价格优势驱动进口替代	14
“经济适用”，占领市场高地	14
研发投入支撑技术升级	15
拓展疆外市场，复制高成长模式	16
疆外市场：天地广阔，大有可为	16
出口中亚，打通新“丝绸之路”	17
新品投放加速，发掘行业“蓝海”	19
新品储备丰富，未来两年加速投放	19
定位“蓝海”市场，新品有望量产	19
盈利预测	21
区域扩张、多点开花，高速增长可期	21
规模经济显现、疆外基数提高，毛利率保持稳定	21
所得税优惠政策增厚盈利	22
估值及投资建议	26
风险提示	27

图表

图表 1：新研股份股权结构图	5
图表 2：2010 年公司营业收入结构（左图）；2010 年公司主要产品毛利率（右图）	5
图表 3：公司 2010 年营业收入季节分布（左图）；公司 2010 年营业收入区域分布（右图）	6
图表 4：中国玉米收获机行业正在经历跨越式发展周期	7
图表 5：2009 - 2011 主要农作物价格走势（左图）；全国玉米播种面积扩张趋势（右图）	8
图表 6：全国农作物机收水平比较（左图）；玉米机收率上升趋势（右图）	8
图表 7：农业用工成本上涨（左图）；农业专业合作组织数量大幅上升（右图）	9
图表 8：三种玉米机保有量对比（2009）	10
图表 9：自走式机型保有量占比比较：稻麦、玉米（2009）	10
图表 10：拖拉机产品结构变化趋势（2008 - 2010）	10
图表 11：拖拉机平均功率变化趋势（2000 - 2009）	10
图表 12：自走式玉米收割机下游需求测算表	11
图表 13：新研股份青贮收获机历史销量（2007 - 2010）	12
图表 14：青贮收获机市场格局（2008）	12
图表 15：青贮饲料收获机下游需求测算表	12
图表 16：新研股份产能扩张示意图（2009 - 2014F）	13
图表 17：一期达产后预期生产成本结构变化	13
图表 18：公司主要产品售价 v.s. 进口品售价一览表	14
图表 19：公司主要产品投资回报周期比较表	14
图表 20：公司研发投入及占收入比重	15
图表 21：研发人员占公司员工比例（2010）	15
图表 22：公司疆内市场占有率（2009）	16
图表 23：近年公司疆内业务增长慢于公司整体	16
图表 24：中国玉米种植面积最大的 15 个省份	17
图表 25：公司营销覆盖地区占全国玉米种植面积比例	17
图表 26：公司积极拓展疆外营销网络	17

图表 27: 中亚五国粮食种植面积	18
图表 28: 公司计划凭借地缘优势向中亚渗透	18
图表 29: 未来两年公司新产品投放速度将加快	19
图表 30: 公司主要产品毛利率比较 (2010)	20
图表 31: 公司三种主要新产品销量预测	20
图表 32: 公司营业收入预测	21
图表 33: 公司产品结构变化预测	21
图表 34: 公司毛利率假设	22
图表 35: 公司自走式玉米机销量预测	22
图表 36: 热轧钢、橡胶价格走势 (2010 - 2011)	22
图表 37: 新研股份: 主要板块营业收入、毛利假设	23
图表 38: 历史与预测利润表	23
图表 39: 历史与预测资产负债表	24
图表 40: 历史与预测现金流量表	25
图表 41: 公司历史 PE 区间	26
图表 42: 公司历史 PB 区间	26
图表 43: 新研股份可比公司估值比较表	26

技术精深+质量可靠+优质服务 - 打造玉米机行业的“悍马”

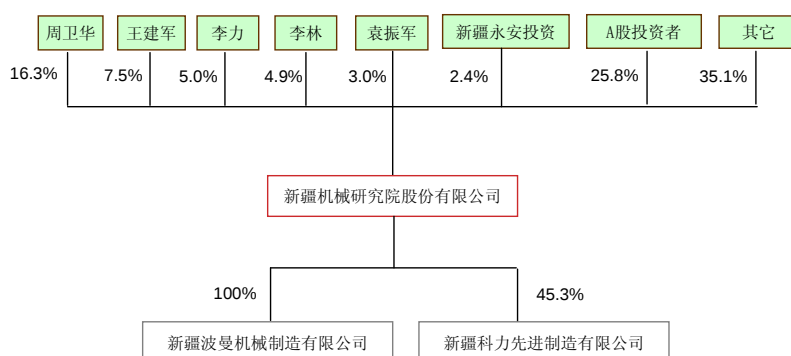
针对市场对于公司所处行业前景、产品优势等方面的疑虑，我们分别从业内人士、同行业企业和终端经销商三个渠道进行了“草根调研”。调研的结果显示：1) 行业方面，业内专家、企业和经销商均对国内自走式玉米机的市场前景持乐观态度，坚定了我们对于行业处于景气上升期的判断；2) 公司产品方面，大多数访谈对象对公司主打的不对行自走式玉米机产品给予肯定评价，认为较为深入的技术、良好的产品可靠性、及时到位的服务是公司近年来迅速崛起的三大“法宝”。经过多年的精心耕耘，公司的“牧神”牌玉米机已经走出新疆、成功打入东北、内蒙等国内主要市场，并凭借产品优势逐渐跻身一线国产品牌的序列。公司在玉米机产品上下一步的战略部署是：抓住未来几年玉米机行业大发展的机遇，依靠资金（近 5 亿元超募资金）和产品双重优势、采取自主营销和资本合作相结合的方式尽快抢占市场，打造国产自走式玉米机的第一品牌。公司 2011 年玉米机销量已达 1000 台，相较于去年全年销量（627 台）增长 60%，其中疆外销售 800 台以上，同比增长约 160%。我们看好未来公司玉米机业务的发展前景。

- ▶ **玉米机获利丰厚、行业景气向好：**一家大型农机企业的市场调研人员表示，由于国内自走式玉米机的保有量和渗透率非常低（玉米机械收获率仅为 25%），而另一方面玉米价格、产量近年来迅速上涨，人工成本也大幅上升，近两年东北等地玉米机的租金水平和利用率都很高，性能良好的玉米机（如约翰迪尔）不间断运作，一般一个收获季便可收回投资成本。黑龙江的一位农机经销商也印证了这一观点，表示今年随着玉米油价格上涨、玉米种植收益改善，玉米机租金也水涨船高，可达 900 元/亩（15 亩）；假设不出现故障，一台大型自走玉米机一个作业季可收 3000 亩地以上，收益近 20 万元。一般来说，当季农机的收益会影响到下一季的农机销售情况。因此，往后看，我们判断今年玉米机收益上升的情况将刺激明年的机器销售，行业有望保持快速增长；从更长期来看，由于保有量基数较低，玉米机出租市场供给偏紧的状况在短期内不会改变。我们预测到 2015 年玉米机械收获率上升到约 50%，测算未来 5 年大型自走玉米机销量的复合增长率约为 20%（P11，图 12）。
- ▶ **公司玉米机技术积累深厚：**新研股份是国内最早研制自走式玉米收获机的企业之一，也是最早攻克“不对行”式收获技术的企业，在该技术上获得的专利多达 27 项。业内人士和竞争对手对公司玉米机技术的评价较高，认为公司在大型自走式玉米机领域的技术积淀好、研发较为深入。公司使用的小 7-8 行不对行技术，在操作上相当于竞争对手大 4 行对行机，但区域适用性更好，更适合跨区作业。虽然近年来也有其它厂家开始应用不对行技术（如洛阳中收），但据内蒙古一家兼营多种品牌的经销商反映，这些厂家的不对行产品在技术深度、作业效率等方面均不能与“牧神”相比，虽然定价略低但销量不大。我们认为，公司的不对行玉米机虽然不至于“独步天下”，但凭借多年的技术积累和持续创新仍然保持着相当大的竞争优势，并且有专利保护的屏障，核心技术、工艺短时间内较难被竞争对手模仿。
- ▶ **质量和服务是核心竞争要素：**各地经销商与厂商一致反映，决定农民购买农机意愿的最关键因素并非作业效率，而是产品的可靠性和售后服务的及时性。由于收获季节较短、玉米机使用率较高，这一点在玉米机市场上表现得尤为突出。内蒙经销商反映，国产某品牌今年在当地销售较差的一个重要原因是，该品牌机器去年在作业中出现了几次严重的故障，未得到及时处理，导致农民蒙受较大损失。而对于“牧神”牌，经销商普遍反馈较好，认为其产品质量虽然比不上进口的约翰迪尔，但在国产品牌中故障率较低；售后服务及时到位，虽然公司总部远在新疆，但在各地旗舰店都配置了至少 2 个技术人员和服务人员，一般在报修后 1-2 小时内能到达故障现场。公司方面表示，随着生产工艺的成熟和产能的扩大，今年出库产品的质量得到了进一步提高，预计售后服务费用可由去年的 7000-8000 元/台降低到约 4000 元/台；往后看，公司计划在部件生产、组装的标准化上下足功夫，将高端玉米机做成精品。我们认为，不断提高的产品质量和优质的售后服务为公司积攒下了较好的市场声誉，为公司进一步拓展疆外市场打下了坚实基础。

新研股份：定位中高端市场的区域农机龙头

新研股份是由新疆机械研究院改制成立的一家民营企业，是新疆地区最大的农业装备制造制造商。公司专注于农牧业机械的研发、制造和销售，其主营产品大型自走式玉米收割机、青贮饲草料收获机在全国范围内分别享有 17% 和 26% 的市场份额（2010 年）。此外，依靠较强的科研实力，公司还致力于农业机械国产化的研发，近年推出的动力旋转耙、自走式辣椒收获机等产品填补了国内空白，对进口产品形成替代。在稳固经营新疆市场的同时，公司正在积极拓展疆外市场，以完成从区域性垄断企业向全国性行业龙头的蜕变。

图表 1：新研股份股权结构图

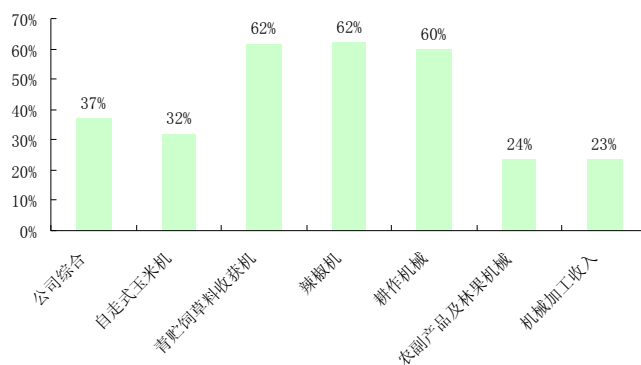
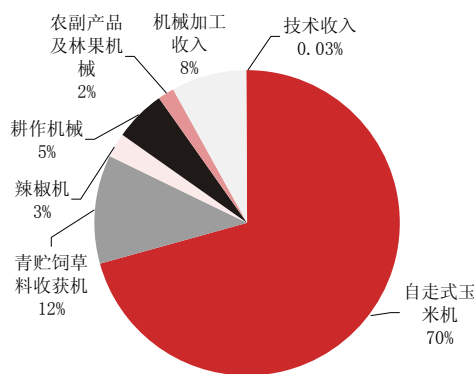


资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司产品收入结构

公司主要经营的是大型自走式玉米收割机及青贮饲草料收获机，这两种机型分别贡献了 2010 年公司总收入的 70% 和 12%。此外，耕作机械和 2010 年新推出的辣椒收获机合计也占到了总收入的约 8%。由于公司主营业务具有明显的季节性特征，公司还利用淡季的闲置生产能力承接机械加工外包业务，对总收入的贡献也达 8% 左右。展望未来，公司的玉米机收益于机械化率跃升、产品结构改善的趋势，有望持续快速增长；青贮机业务仍有很大进口替代的空间，发展前景看好；另外，公司的新品储备丰富，且多为国内首创的高技术含量产品，未来有望成为公司新的业绩增长点。

图表 2：2010 年公司营业收入结构（左图）；2010 年公司主要产品毛利率（右图）



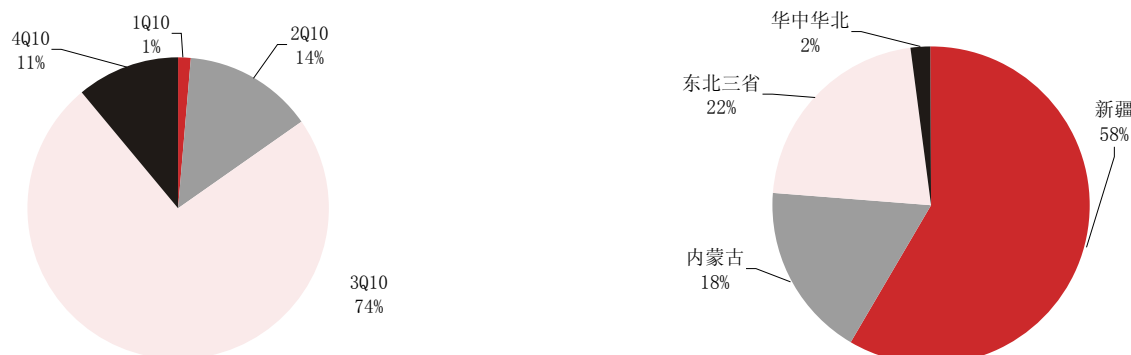
资料来源：公司数据，中金公司研究部

与其它国内农机企业相比，公司享有超额的毛利水平，2010 年综合毛利率达 37%（同年中国一拖的毛利率仅为 14.4%）。我们认为这主要是由于公司所在的细分市场大多具有一定进入壁垒、竞争较少，部分产品为国内首创或处于进口替代阶段，因而享有较强的定价权。

营业收入的季节性与区域性分布

- **强季节性：**由于下游农业作业具有很强的季节性，公司农机销售一般集中在二、三两个季度。其中，公司耕作机械的销售旺季在二季度的春耕时期，而主营产品玉米收割机和青贮收割机的旺季则在秋收开始前的三季度。就 2010 年来看，二、三季度占全年收入的比重分别达到 14% 和 74%。一季度主要为全年生产做研发、试制及材料、设备的准备，而四季度公司一般会利用闲置的产能承接一些机械加工业务。
- **立足新疆、迈向全国：**作为新疆最大的农机企业，2010 年疆内收入占到公司总收入的 58%。在疆外市场，目前公司主攻的区域主要在内蒙古、东北三省等北方玉米主产区。展望未来，随着公司疆外市场扩张速度的加快，我们判断疆外的收入贡献将呈上升趋势，在分布结构上华中华北地区的比重有望提高。

图表 3：公司 2010 年营业收入季节分布（左图）；公司 2010 年营业收入区域分布（右图）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

销售方式与排产计划

- **疆内直销、疆外经销：**公司采取直销与经销相结合的销售模式，在疆内以直销为主，在疆外以经销为主。经销商代理疆外市场销售可以利用当地资源、快速切入当地市场，有利于公司在全国范围内的快速扩张。此外，给予经销商的折扣、返点与节省下的销售费用基本抵消，对公司的盈利不会产生负面影响。
- **分批制定排产计划：**公司目前采取“以销定产”的排产方式。由于产品交付相对集中，公司搜集需求信息、制定年度排产计划一般分为“三步走”：1) 从前一年 10 月份开始，销售人员开始奔赴各地，从终端或经销商处搜集需求信息，来年元旦后上报销售计划，公司开始着手筹备生产；2) 当年农历春节后，再进行一轮的需求采集；3) 当年“五一”后，销售人员对采购需求进行最后一轮的核查，最终确定排产计划，随后进入生产高峰期。公司今年各类农牧机械排产 2,000 台左右（去年约 1,200 台），已到达今年产能的上限。

往后看，随着公司疆外市场扩张的提速，经销模式的占比将会越来越大。另一方面，随着产能的扩大，公司考虑变“以销定产”为“计划销售”，对经销商和销售人员提出一定的业绩目标，更加积极主动地开拓市场。

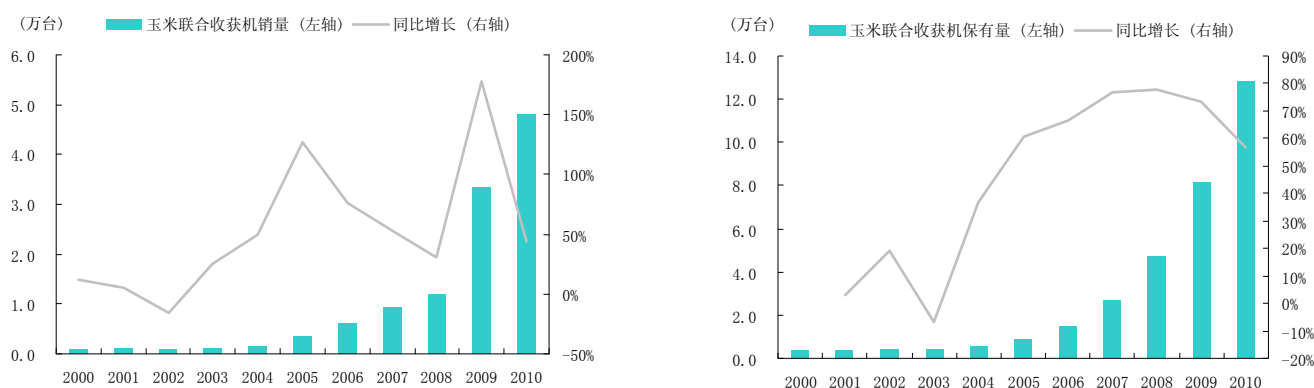
细分市场前景广阔，产能扩张蓄势待发

大型自走式玉米收割机：受益于玉米机收率跃升与产品结构改善

玉米收割机是在玉米成熟时根据种植方式、农艺要求，用机械完成对玉米的茎秆切割、摘穗、剥皮、脱粒、秸秆处理等多项作业的农机具。在中国，玉米收获机械主要包括三种机型：自走式、背负式及玉米割台（两用式）。新研股份的主营产品是大型自走式玉米收割机，其销售收入占到了公司 2010 年营业收入的 71%，及总毛利的 61%。

在政府补贴政策的大力推动下，及国内玉米收获机产品日臻成熟的条件下，中国玉米收获机市场在过去的五年中实现了爆发式增长：玉米联合收割机（自走式+背负式）年销量的复合增长率高达 70%，保有量由 2005 年的 9,000 台跳升至 2010 年底的 12.8 万台。往前看，我们判断玉米收获机行业将持续受益于：1）下游玉米产业量价齐升，种植面积进一步扩大；2）在国家政策重点扶持及农村劳动力短缺、劳动力成本上升背景下，玉米收获机械化率的大幅跃升。其中，我们认为公司所处的细分市场——大型自走式玉米机，将在产品结构升级趋势的推动下迎来新一轮的高速增长期。

图表 4：中国玉米收获机行业正在经历跨越式发展周期



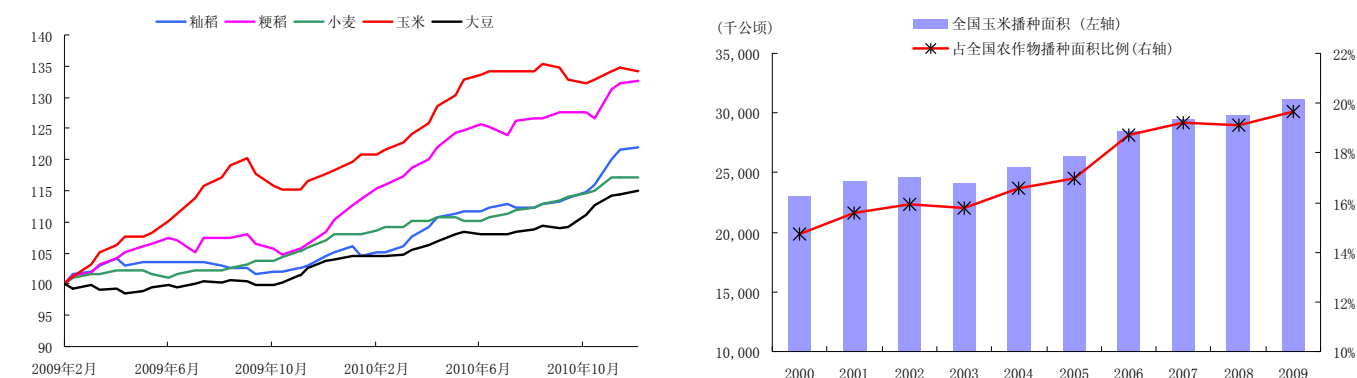
资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

玉米量价齐升，种植面积呈扩大趋势

玉米是中国第二大的粮食作物，约占粮食总产量的 30% 及全国农作物种植面积的 20%。近年来，一方面受养殖业饲料标准化趋势的影响，一方面受玉米深加工产业（淀粉，玉米油等）迅猛发展的刺激，玉米的下游需求量不断扩大，伴随着玉米价格的一路飙升，玉米种植收益持续向好。2005-2010 年间，全国玉米产量的复合增长率达到 5%，大连交易所玉米现货价格由 2005 年的 1100-1300 元/吨上涨到 2010 年的 2000-2300 元/吨，涨幅接近 100%。跨品种比较，自 2009 年以来玉米的价格涨幅与种植收益明显高于稻米、小麦、大豆等其它主要作物（图 5）。

相应地，在自然条件允许的区域里，越来越多的农户转向种植玉米。在耕地总面积基本稳定的条件下，全国玉米种植面积保持年均超过 4% 的速度快速扩张（2004-2009 年），2010 年接近 4.7 亿亩。展望未来，中金公司农业组预测，中国玉米市场供需持续紧张是大概率事件。据此，我们判断未来全国玉米种植面积有望持续扩张，从而在总量上放大对玉米收割机的需求。

图表 5: 2009 - 2011 主要农作物价格走势 (左图); 全国玉米播种面积扩张趋势 (右图)



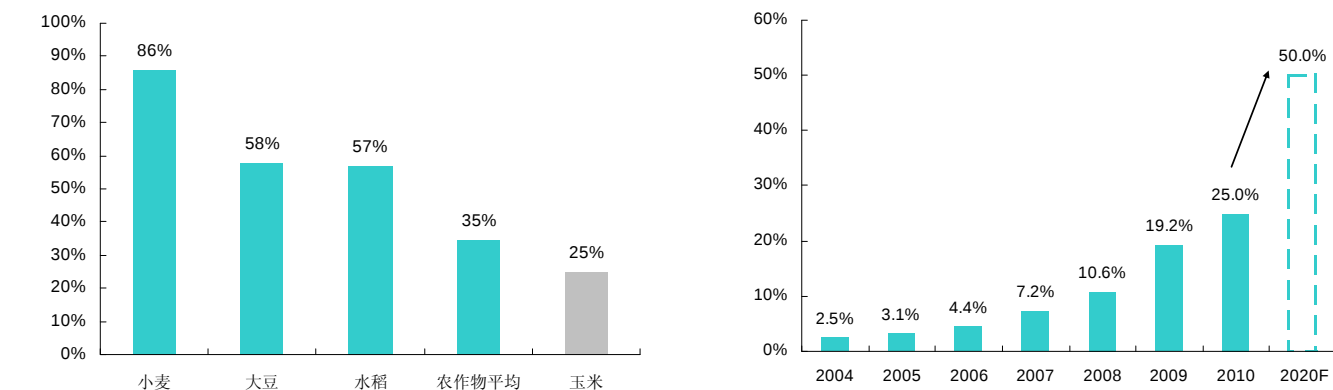
资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

玉米机收率进入快速上升通道

虽然近几年玉米收割机保有量迅速上升，带动玉米机收率节节攀升，但从绝对值来看，中国玉米的机械化收获仍然处于较低水平，至 2010 年仅有 25%。与此相比，全国农业总体机收水平达 35%，小麦、大豆等其它主要农作物更是分别达到 86% 和 58% 之高，玉米已经成为中国农业收获机械化的最薄弱环节之一。然而从另一个角度来看，显然玉米种植业也是农业收获机械化进程中最具增长空间的子行业。我们认为，受三大因素驱动，中国玉米收获机械化率正在进入一个快速上升的通道，并将带动玉米收割机市场持续稳定增长。

- **政府政策重点扶持：** 鉴于玉米机收已经成为农业机械化推广的一块短板，近年来政府的农机补贴政策呈现出向玉米收获机械倾斜的趋势。在中央层面上，自 2008 年起逐步扩大对玉米收割机的补贴范围，并将其列为 2010 年第二批补贴资金的优先补贴对象，更在 2011 年的补贴目录中将玉米收割机加入通用补贴农机具名单，显示出对玉米机收越来越重视。在地方层面上，各玉米主产区政府积极推出地方性的附加补贴及其它优惠政策，刺激农户购机积极性。在中央提供的最高 30% 补贴的基础上，内蒙古政府将对玉米收割机的累积补贴额度提升到了 50% 左右；河南、江苏省也对玉米收获机实行最高达 15% 的追加补贴。此外，中央组织、地方配合的大规模跨区机收也大大提高了玉米收获机的使用效率，刺激了购机需求。2010 年 7 月刊发的《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》再次强调了在下一阶段农机推广中“着力提升玉米机收水平”的任务，并明确了在 2020 年前将玉米机收率提高一倍至 50% 的目标。我们判断，在未来的 5-10 年中，玉米机械化收获势必成为各级政府农机化推广政策的重中之重。

图表 6: 全国农作物机收水平比较 (左图); 玉米机收率上升趋势 (右图)



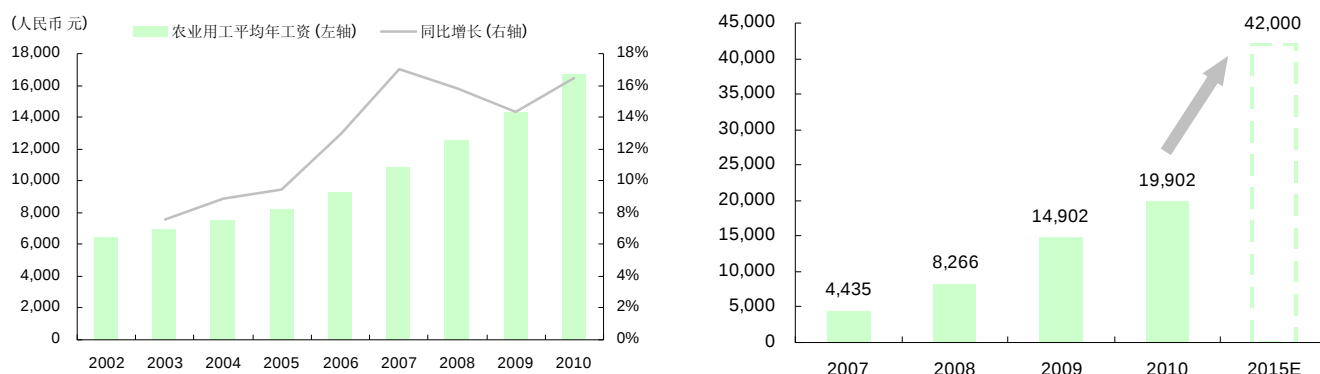
注：右图中 2020F 为政府目标；资料来源：中华人民共和国农业部，中金公司研究部

- **农村劳动力短缺、劳动力成本上升：** 中国正在经历的快速城市化、工业化进程使得每年多达 1500 万的农村人口迁往城市，直接导致了农业劳动力的迅速流失，及农业用工成本的上涨。根据国家统计局的数据，农业用工的平均工资在过去的 5 年内上升 104%，年均复合增长率达 15%。劳动力短缺及用工成本上涨的双重挤压使“机械替

代人工”逐渐成为一个既必须又经济的选择。以往制约玉米机收水平发展的一个重要因素是：相较于小麦、大豆等，玉米的收获时间相对较宽裕，可达一个月左右；这就使广大农户将设备购买的优先级给予了小麦等其它作物，而偏向于人工作业收割玉米。然而，在用工供给出现紧张、单位成本上升的背景下，我们认为玉米收割机也将逐渐由“可选品”变为“必需品”。

- **设备购买主体升级：**随着农村经济结构的变化，以往以零散农户为主体的设备购买结构也逐渐发生改变。一方面，自 2007 年《农民专业合作社法》颁布后，以农机合作为重点内容的农民合作社的总数量在四年之内从 4,400 个上升到接近 20,000 个。往后看，农业部规划在 2015 年前实现全国所有县乡级行政单位都至少拥有一个专业合作社，将使合作社总数至少再翻一倍至 42,000 个以上。另一方面，受益于近年来国家对玉米跨区收获的鼓励政策，越来越多的农机专业户或农机租赁公司开始涉足玉米机领域。与人工相比，机械化收获玉米可减少 3-5% 的损耗，将工作效率提高 30 倍以上，而费用一般要低 20% 以上，加之总体渗透率较低，租用玉米机的下游需求保持旺盛。我们判断先期进入者的“示范效应”将会带动更多农机经营个体进入这一市场。总之，我们认为，农民专业合作社的蓬勃发展及农机专营个体的进入，将分散的使用需求整合起来集中释放，有利于提振对联合玉米收割机等造价较高的设备的购买需求。

图表 7：农业用工成本上涨（左图）；农业专业合作组织数量大幅上升（右图）



资料来源：国家统计局，中华人民共和国农业部，中金公司研究部

综合来看，受益于外生的政府推动，及内生的机械使用经济性、购买主体升级等多重利好因素，我们预计未来五年内玉米机收率将保持大幅提升的态势。考虑到历史上政府设定相关目标一般趋向于保守，我们判断玉米机收率在 2015 年之前提前达到 50% 是大概率事件。

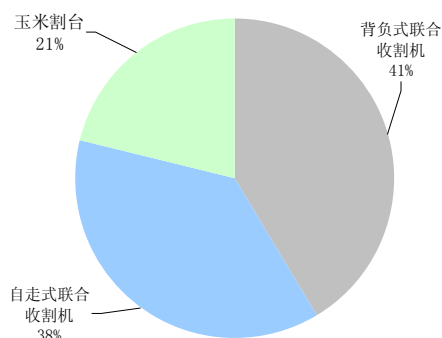
产品结构升级助力大型自走式细分市场

目前国内市场上主流的玉米收割机包括三种类型：自走式、背负式及玉米割台（两用型）。

- **自走式玉米机：**自走式玉米机又称专用式玉米机，它包含完整的动力装置、行走装置及工作装置，能独立完成玉米收割作业。在政府的大力支持下，近年来以新研股份、洛阳中收和福田雷沃为代表的中国农机企业在自走式玉米机的产品研发上取得了长足进步，技术已日趋成熟。相较于其它机种，自走式的优点包括：1）结构紧凑，性能较为完善；2）作业效率高，作业质量好。缺点主要是造价较高。
- **背负式玉米机：**背负式玉米机是悬挂在拖拉机上、依靠拖拉机提供动力行走的玉米收获机具。背负式玉米机造价低廉（仅有自走式产品价格的 1/2），并且能提高拖拉机的使用效率。然而，它的缺点也很明显：1）安装和拆卸相对复杂；2）驾驶员视线容易被割台遮挡；3）拖拉机前轮承担重量过大，一方面降低了行走速度及平稳性，一方面也加重了拖拉机部件的损耗。背负式玉米的种种缺陷大大降低了使用的便捷程度及工作效率。
- **玉米割台：**专用玉米割台可替换小麦收割机割台，从而将小麦收割机转化为玉米收割机。置换玉米割台可以增加小麦收获机的使用效率，单机成本也最为低廉。然而每次置换需将小麦收割机的脱粒、分离和清选装置也做相应的调整和更换，操作比较麻烦，收获效率也远低于自走式。

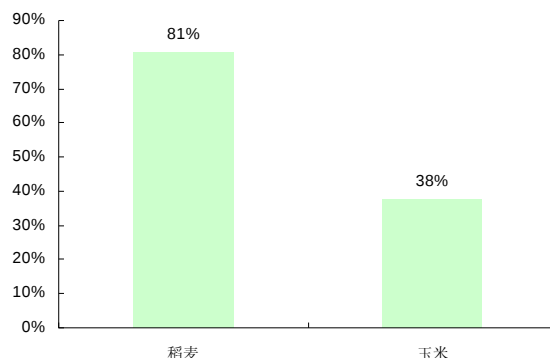
在国外，自走式玉米机因其较高的工作效率和较好的适应性成为玉米收获市场的主流机型。在中国，由于以往自走式产品的不成熟及其较高的价格，背负式和玉米割台占据了大多数的市场份额。至 2009 年底，背负式机型及玉米割台的保有量合计占到玉米收割机总量的 62%。然而，我们认为背负式与玉米割台只是特定时期的过渡机种，随着农业现代化的发展及农机化进程的推进，必将逐步被工作效率更高、更加专业化的自走式机型取代。相似的故事也曾发生在稻麦收割机的推广中：在水稻和小麦机收率分别从 20%、70%（2002 年）上升到 55%、85%（2010 年）的进程中，自走式机型的优势逐渐被下游用户认可，并逐步淘汰、取代其它机型。至 2009 年底，自走式稻麦机保有量已占到总量的 81%。因而，我们判断在玉米机收率大幅提高的同时，玉米机的产品结构仍然有相当大的升级换代的空间，并预计未来五年内自走式机型的增速将高于玉米机行业平均水平。

图表 8：三种玉米机保有量对比（2009）



资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

图表 9：自走式机型保有量占比比较：稻麦、玉米（2009）



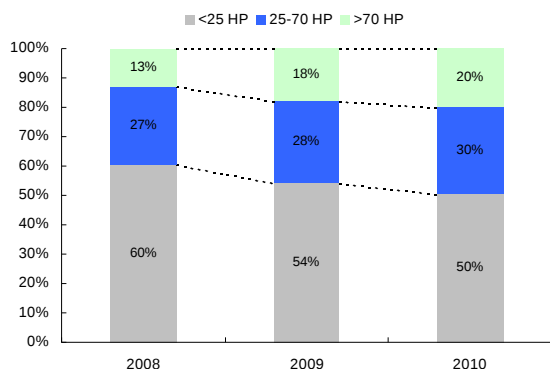
资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

此外，我们观察到的另一个趋势是农机产品大型化。在过去的十年里，中国拖拉机的平均马力段不断攀升（图 11）；而大中型拖拉机的市场占有率更是在过去的三年时间里扩大了 10 个百分点（图 10）。我们认为，这一趋势同样存在于其它农机具市场中，主要受以下两个因素的驱动：

- **补贴政策向大型农机具倾斜：**大型设备一般可实现更高的工作效率和更大的作业规模，有利于机械化率的提高，因而成为中央与地方政府农机补贴的重点领域。2011 年中央农机补贴细则规定，单机补贴上限 5 万元，但对于大型拖拉机（100 马力以上）、大型播种机、大型联合收割机等补贴限额可提到 12 万元。
- **跨区作业收益丰厚：**由于单价较高，大型农机具的购买主体主要是农机户、专业合作社等农机经营个体，而决定其购买需求的关键因素是农机经营收益。一方面，近年专业合作社的蓬勃发展扩展了大型设备的下游客户群；更为重要的是，在政府的大力支持下，农机跨区作业规模持续扩大，经营大型设备的机手往往能获得更丰厚的收益，进一步刺激下一年的购买需求。

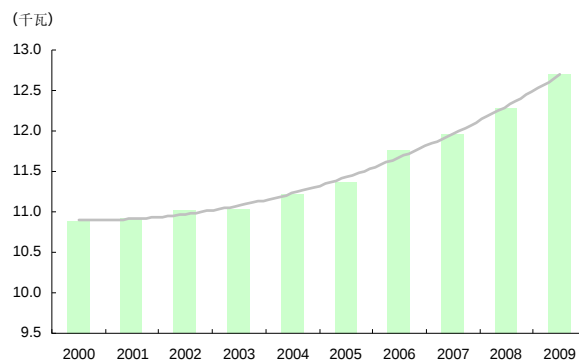
因此，在玉米收割机行业中，我们尤其看好大型自走式玉米机（幅宽 1.8m 以上）细分市场的未来发展潜力。作为该细分市场的龙头企业，我们预计新研股份将受益于市场景气度的持续升温，未来五年内有望实现玉米机业务的爆发式增长。

图表 10：拖拉机产品结构变化趋势（2008 - 2010）



资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

图表 11：拖拉机平均功率变化趋势（2000 - 2009）



资料来源：中国农业机械协会，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司自走式玉米机业务下游需求测算

依据自上而下：玉米种植面积扩张→玉米机收率跃升→玉米机产品结构改善→细分市场高速增长的逻辑，我们梳理出测算公司玉米机业务下游需求的六个层次，并相应地作出如下假设：（1）未来五年内玉米机收率保持 2005-2010 年均 4.3% 的增速，提前达到 50% 的目标；（2）由于保有量上升后竞争加大，台均收割面积保持稳定；（3）自走式机型逐渐代替背负式和两用机，保有量占比提高到 2015 年的 58%；（4）自走式玉米机的平均使用寿命为 7 年，未来五年更新需求攀升；（5）自走机中大型产品的销量占比稳定提高，五年内上升 8 个百分点。

测算的结果显示，公司所在的大型自走玉米机市场未来五年将以年均 24% 的增速高速增长。同时，我们提示：如果测算的关键假设，如玉米种植面积、玉米机收率、自走式份额等上升得快于预期，或者更新替换需求高峰提前到来，细分市场的增速可能更高。

图表 12：自走式玉米收割机下游需求测算表

分析层次	预测项目	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2010-15F CAGR	预测假设
(1) 玉米机收率	全国玉米播种面积(亿亩)	4.7	4.9	5.1	5.3	5.5	5.8	4.3%	(1) 玉米机收率2015年达到50% (2005-2010年均4.3%);
	同比增长	4%	4%	4%	4%	4%	4%		
	全国玉米机收面积(亿亩)	1.2	1.5	1.8	2.2	2.5	2.9	19.6%	
	同比增长	30%	27%	22%	19%	16%	14%		
(2) 玉米机保有量	玉米机收率	25.0%	30.5%	35.7%	40.6%	45.2%	49.6%		(2) 台均收割面积保持稳定;
	同比增长	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%	4.6%	4.3%		
	台均收割面积(亩)	719	719	719	719	719	719		
	玉米收获机保有量(万台)	16.2	20.6	25.2	29.9	34.8	39.7	19.6%	
(3) 自走式保有量	自走式玉米机保有量占比	38%	43%	47%	51%	55%	58%		(3) 自走式逐渐替代背负式玉米机及部分两用割台;
	同比增长	n.a.	5.4%	4.7%	4.1%	3.5%	2.8%		
	自走式玉米机保有量(万台)	6.1	8.8	11.8	15.3	19.2	23.1	30.5%	
	同比增长	57%	45%	34%	29%	26%	20%		
(4) 自走式销量	自走式玉米机更新需求(万台)	0.05	0.07	0.16	0.29	0.44	0.58		(4) 自走式玉米机平均使用寿命为7年;
	同比增长	n.a.	50%	127%	76%	53%	31%		
	自走式玉米机销量(万台)	2.3	2.8	3.2	3.7	4.3	4.4	14.6%	
	同比增长	n.a.	25%	12%	18%	16%	2%		
(5) 细分市场销量	大型自走式玉米机占比	17%	18%	20%	22%	23%	25%		(5) 自走式玉米机产品结构逐步提升;
	大型自走式玉米机销量(万台)	0.38	0.52	0.64	0.81	1.02	1.11	24.0%	
	同比增长	n.a.	37%	22%	28%	25%	10%		
	新研市场份额	17%	19%	23%	26%	28%	30%		
(6) 公司销售预测	同比增长	n.a.	3%	4%	3%	2%	2%		(6) 2011年公司产品放量增长,随后市场份额稳步扩大;
	新研销售量(台)	627	1,000	1,450	2,094	2,824	3,315	39.5%	
	同比增长	203%	59%	45%	44%	35%	17%		

注：假设 2010 年自走式、玉米割台与其它机型同比例增长；资料来源：公司数据，中国农业机械协会，中华人民共和国农业部，中金公司研究部预测

在公司层面上，2011 年是公司玉米机销售放量增长的一年，全年销售超过 1000 台，同比增长 60%。2012 年以后，随着疆外市场逐渐打开局面及新厂区产能的释放，我们预计公司在大型自走式玉米机市场的占有率将会稳健提升。总体来看，我们预测新研股份玉米机业务未来五年复合增长率达 40%，其中 2011-2013 年将是公司扩张速度最快的关键时期。

青贮饲草料收获机：市场走向成熟，进口替代空间显现

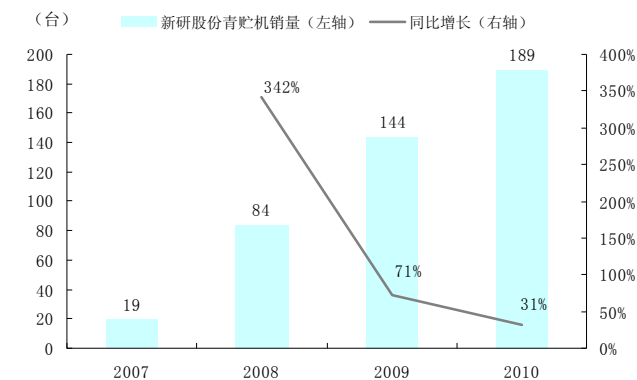
青贮饲草料收获机是新研股份的第二大产品，占 2010 年营业收入的 12%，及总毛利的 19%。

青贮饲草是将含水率为 65-75% 的青绿饲料切碎后，通过厌氧乳酸菌发酵得到的一种粗饲料，它弥补了传统农业生产中秋冬季青饲料的断档、提高了饲草的营养程度与适口性。目前中国青贮玉米的种植面积达 4500 万亩，约占全国农作物播种面积的 2%。然而，相较于农业，青贮饲草的机收水平仍然很低（2010 年仅有 21%）；由于青贮玉米收获期较短（20 天左右），不能适时收获造成的饲草营养损失非常严重。往后看，我们预计随着国内青贮机市场趋向成熟，青贮机保有量与机收水平将大幅上升。其中，国内青贮机厂商将进一步替代进口产品，成为这一趋势的最大受益者。

► **市场从培育期走向成熟期：**我们认为，以往制约青贮收获机推广的瓶颈是国内企业的技术能力：在 2005 年前这一市场几乎为国外企业所垄断，其高昂的售价扼杀了市场发育的空间。然而近年来以新研股份、农业机械化科学研究院为代表的一部分国内企业在青贮机研发中取得了突破性进展，并以可靠的产品质量和低廉的售价（进口品的 1/3 左右）逐步打开了市场。新研股份的青贮机销量在 2007-2010 的四年间增长了近 10 倍。我们判断：在国内企业的推动下，中国青贮机市场正在逐步从培育期走向成熟期；在畜牧机械化水平上升的大趋势下，未来五年内将出现需求的集中释放。

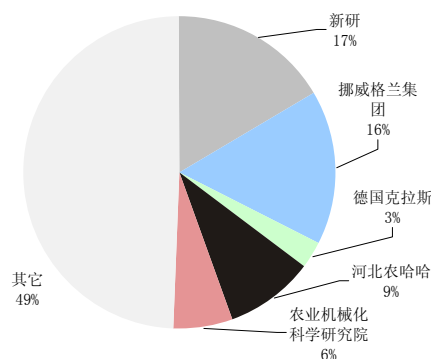
► **进口替代空间显现：**相较于进口产品，国产青贮机具备不可比拟的价格优势及更好的本地适应性。加之，经过 3-5 年的市场推广与产品调试，国产青贮机产品的可靠性得到了验证和进一步提高。我们认为，国内厂商已经进入了进口替代的快速替代时期：新研股份的市场占有率在 2008-2010 的短短两年间从 16.6% 提升到 26%。从总保有量上看，我们估计进口产品的总量超过 1000 台（2010 年底），占总保有量的 1/3 以上，进口替代的空间仍然很大。

图表 13：新研股份青贮收获机历史销量（2007-2010）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14：青贮收获机市场格局（2008）



资料来源：新研股份招股说明书，中金公司研究部

我们假设：1）青贮机收率将在 2015 年上升到 45% 左右；2）青贮机更新周期为 10 年，测算得未来五年青贮机销量的复合增长率达 12%。然而我们注意到：1）随着草场的退化和国家“退耕还林”等政策的实施，养殖业对青饲料的需求可能增大、青贮玉米种植面积可能扩大；2）青贮机保有量上升可能引发竞争，降低台均作业面积；3）由于在低渗透率时期的过度使用，青贮机使用寿命可能大大缩短。这些都可能会进一步提高预期的销量增速。

在公司层面上，我们同样看好 2011 年公司青贮机业务的增长：2011 年公司全年销售 235 台，同比增长 24%。2012 年后，我们预计公司将借助进口替代及靠近新疆、内蒙古牧区的地缘优势持续扩大市场份额。总体来看，我们预测公司青贮机业务 2010-2015 复合增长率达 21%。

图表 15：青贮饲草收获机下游需求测算表

分析层次	预测项目	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2010-15F CAGR	预测假设
(1) 青贮机收率	青贮玉米种植面积 (万亩)	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	0.0%	(1) 青贮机收率稳定上升；
	青贮玉米机收率	21%	25%	29%	34%	40%	45%		
	同比提升	n.a.	4.0%	4.4%	5.0%	5.3%	5.3%		
	青贮玉米机收面积 (万亩)	945	1,125	1,323	1,548	1,787	2,025	16.5%	
(2) 青贮保有量	同比提升	n.a.	19%	18%	17%	15%	13%		(2) 台均收割面积保持稳定；
	青贮机保有量 (台)	2,700	3,214	3,780	4,423	5,104	5,786	16.5%	
	同比提升	n.a.	19%	18%	17%	15%	13%		
	台均收割面积 (亩)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500		
(3) 青贮机销量	更新需求 (台)	270	321	378	442	510	579		(3) 更新周期为 10 年；
	青贮机销量 (台)	720	836	944	1,085	1,192	1,260	11.8%	
	同比提升	n.a.	16%	13%	15%	10%	6%		
	同比提升	n.a.	2%	4%	3%	2%	2%		
(4) 公司销售预测	新研市场份额	26%	28%	32%	35%	37%	39%		(4) 公司市场份额稳步扩大
	同比提升	n.a.	2%	4%	3%	2%	2%		
	新研销售台数	189	235	303	381	442	493	21.1%	
	同比增长	31%	24%	29%	26%	16%	11%		

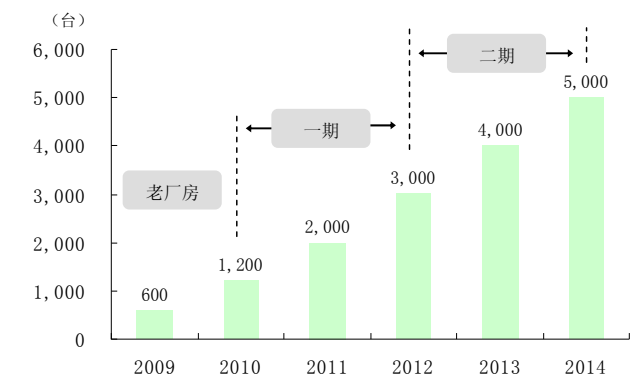
资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

产能迅速扩张，高速增长可期

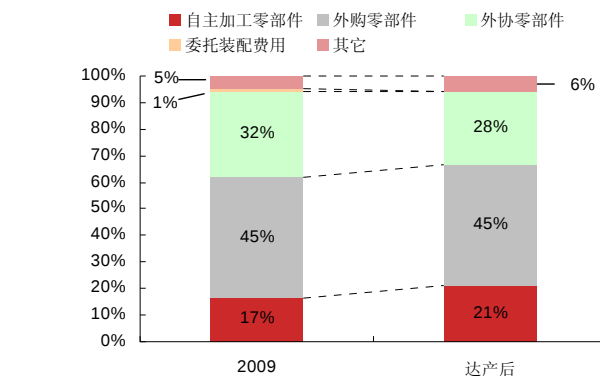
公司正处于从科研单位向综合性制造企业的转型过程中，制造能力薄弱成为制约公司发展的最大瓶颈。为了迅速扩充产能，公司已启动“新疆农牧机械产品制造及科技成果转化基地”项目（一期），并将 A 股上市募集的 2.02 亿元资金投入项目建设。一期占地 147 亩，目前已建成三个大车间（1 综合车间+1 装配车间+1 喷漆车间），另一部件加工车间 11 月份建成，将公司 2011 年农牧机械生产能力扩大到近 2000 台。2012 年整个项目建成后，预计可再增加 1000 台的年产能。

此外，公司计划利用 4.9 亿超募资金中的一部分建造二期新厂房，为 2012 年后的生产计划做准备。目前公司已获得乌鲁木齐经济开发区关于 146 亩建设用地的批复，二期预期建设周期为三年，达产后可将公司农牧机械产能提升至近 5000 台。

我们认为，公司产能的迅速扩张为公司未来的高速增长、疆外扩张及海外拓展提供了保证，同时有助于公司加快积累制造经验、提高生产效率，向综合性制造企业转型。另一方面，产能扩张也加强了公司核心零部件的生产能力，有利于综合毛利水平的改善。在一期投产之前，自主加工零部件仅占到生产成本的 17%，另外还有一部分加工、装配工序需要外包。一期全部达产后，公司预计可将自产零部件比例提高到生产成本的 21%，同时实现全程自行装配。

图表 16：新研股份产能扩张示意图（2009 - 2014F）


资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17：一期达产后预期生产成本结构变化


资料来源：公司数据，中金公司研究部

定位“三高”市场，竞争优势显著

公司秉承了前身新疆机械研究院强大的研发实力和自主创新能力，在农牧机械产品开发方面保持着国内领先水平，并在很多领域打破了国外产品的垄断。截至 2010 年底，公司共获得专利 57 项，其中 29 项经技术部门鉴定处于国内领先地位，30 余项填补了国内空白。背靠坚实的科研力量，公司的主要产品定位在“高科技、高品质、高附加值”的中高端市场，相对于进口产品具有显著的价格优势，相对于国内同类竞争对手具有效率、性能方面的巨大优势。我们判断，伴随着公司产能释放与疆外市场的拓展，公司的产品优势将得到进一步体现、在与国内外对手的竞争中赢得更大市场份额。

价格优势驱动进口替代

借助前科研单位的独特研发优势，公司在历史上承接了大量政府科研项目（国家级 8 项，地方级 41 项），在农牧机械国产化方面一直扮演着“先行军”的角色。在青贮收获机方面，公司两种型号的产品分别在 2002 年和 2005 年获得国家重点新产品奖，突破了进口产品的技术壁垒；在辣椒收获机方面，公司目前是国内唯一一家商业化生产的企业；在经济型采棉机、番茄收获机等领域，公司新产品的推出也将打破国外厂家的市场垄断。

相较于国外厂商，公司的产品拥有绝对的价格优势：1200 型青贮收获机比德国进口产品低 46%，3000 型低 76%；去年推出的辣椒收获机的售价仅有美国十方公司同类产品的约 1/5；预计明年投放市场的新品—采棉机和番茄机的预期售价也将比约翰迪尔和十方公司的同类产品低一半以上。从历史记录上看，由于公司产品兼具良好的性能与经济性，一经推出迅速获得用户的认可，对进口需求形成替代：青贮机销量从 2007 年的 19 台暴增至 2010 年的 189 台，市场占有率提升到 26%；辣椒机去年销售 10 台，今年销售 20 台，而此前全国范围内仅有两台进口机的销售记录。往后看，我们认为公司在青贮机市场还有相当大的进口替代空间，而在新进入的领域有望复制以往的成功案例、迅速占领市场。

图表 18：公司主要产品售价 v.s. 进口品售价一览表

产品种类	型号	新研售价（万）	可比进口产品	进口产品售价（万）	折价率
自走式玉米收割机	4YZB-4/2400	29.8	约翰迪尔 6488	31.9	7%
青贮饲草收获机	SD-1200	7	德国冠军 1200	13	46%
	SD-3000	43	德国克拉斯 810	180	76%
辣椒收获机	4Z-2000	65	美国十方	320	80%
采棉机	新品	< 80	约翰迪尔	180-200	55-60%
番茄收获机	新品	<100	美国十方	320	> 68%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

“经济适用”，占领市场高地

与国内竞争对手相比，公司的产品具有较好的“经济适用”性，使得公司在竞争中占领了市场的制高点。

- **效率出众、回报周期短：**公司产品的工作效率、质量和服务普遍优于市场平均水平，“牧神”品牌积攒下良好的用户口碑。以主营产品玉米收获机为例，公司幅宽 2.6 米玉米机的作业效率为 3500 亩/年，大大超过行业平均的 2000 亩/年的水平。按去年新疆地区平均 100 元/亩的收费标准，新研玉米机的年回报额可达 21 万元，比一般品牌高出 75%；而综合考虑售价差异，新研产品的投资回报周期在 1 年左右，也比一般品牌短半年左右，显示出卓越的经济性。新推出的辣椒机收益同样丰厚：以去年新疆塔城地区购置的幅宽 2.6 米辣椒机为例，由于辣椒手工采摘需要更多人手，机械化采摘收费可达 400 元/亩，一个作业季可回本 90% 左右。

图表 19：公司主要产品投资回报周期比较表

机型	厂商	售价(万/台)	补贴(万/台)	到手价(万/台)	工作效率(亩/年)	收费(元/亩)	年回报(万元)	回报周期(年)
玉米机 (2.4m)	新研	29.8	8.94	20.9	3,500	100	21	1.0
	行业平均	25.8	7.74	18.1	2,000	100	12	1.5
辣椒机 (2.6m)	新研	80	13	67.0	2,500	400	60	1.1

注：1. 假设玉米机补贴额为 30%；2. 假设机手工资、燃油等耗损为收入的 40%。资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

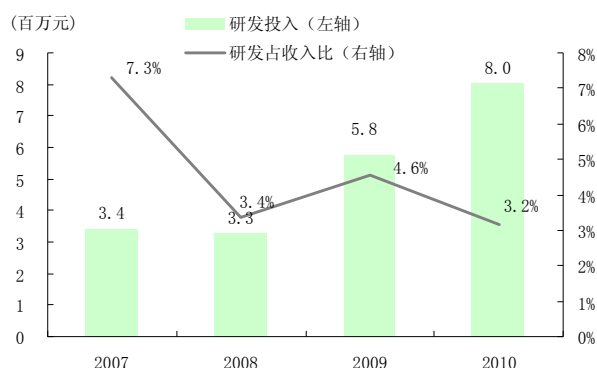
- **适用性能卓越：**公司农牧机械的另一大优势体现在良好的适用性上。我国玉米种植的一大特点是播种时行距标准的不统一，这就导致玉米收割机设计受区域农艺种植模式的限制较大、跨区作业流动性差。公司主推产品是 7-8 行自走式不对行玉米机，可以一次完成割幅范围内的任意行距的玉米摘穗、剥皮、集装等整套收获作业，相对于市场主要竞争对手的 2-4 行对行机具有更好的适应性，更符合跨区作业趋势的要求。在青贮机方面，公司的产品解决了不对行收获、强制顺序喂入及地形适配等关键技术问题，在适应性上同样处于国内领先地位。公司开发的动力翻转耙是根据我国北方地区特有的干旱、半干旱农田特别设计的，目前其它国内厂商尚无可比产品推出。

研发投入支撑技术升级

我们认为，和国内其它农机企业相比，公司最大的竞争优势在于一支高素质、高产出的研发团队。至 2010 年底，公司研发人员占员工总数的 28.4%，其中高级职称研究员达 14%，包括 3 名享受国务院特殊津贴专家、6 名教授级高级工程师。从研发投入来看，2007-2010 年间公司共投入研发费用 2,050 万元，占营业收入的 3.8%，远高于农机行业平均水平。从研发成果来看，至 2010 年底公司累积向市场推出 25 种机型，申请专利 57 项，其中玉米机单项专利 27 项，名列行业前茅。此外，公司还建立起了一套有效的研发激励机制，主要包括：1) 研发人员持股比例达总股本的 25.04%，很好地将研发队伍的个人利益与公司绩效绑定在了一起；2) 研究人员按新机型、新产品的销售业绩的一定比例提成，有效地提高了研发的积极性与主动性。

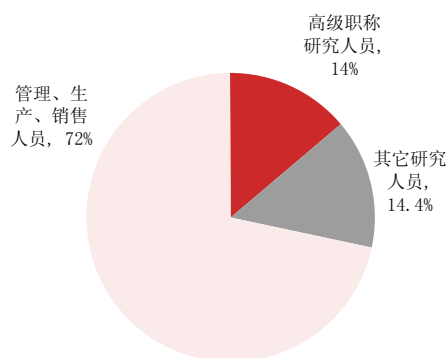
公司将研发视为未来发展战略的重中之重，计划继续加大对研发的投入以推动技术创新和产品的升级换代。首先，公司拟利用 IPO 募集资金新建一座 7,176 平方米的研发大楼、购置部分研发设备，打造国内一流的硬件设施。其次，公司计划大举招聘研发技术人员，在未来 1~2 年内将研发团队人数从现在的 54 人扩充到 157 人，进一步增强软件实力。在研发方向上，公司未来将会坚持两方面齐头并进：1) 更新升级现有产品，通过技术人员下田不断调试、改进产品；2) 对新产品：“生产一代，储备一代，研发一代”。我们预计公司对研发的重视与投入将保持公司在产品和技术方面的领先优势，为公司的未来发展提供强有力的支撑。

图表 20：公司研发投入及占收入比重



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 21：研发人员占公司员工比例 (2010)

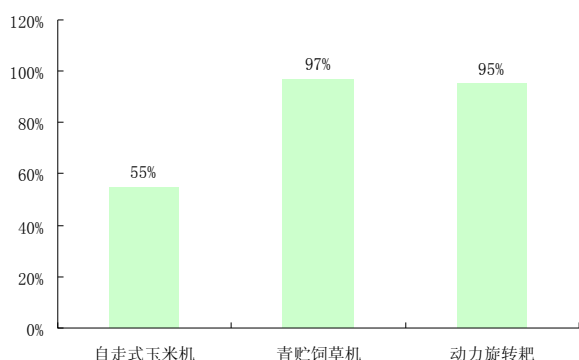


资料来源：公司数据，中金公司研究部

拓展疆外市场，复制高成长模式

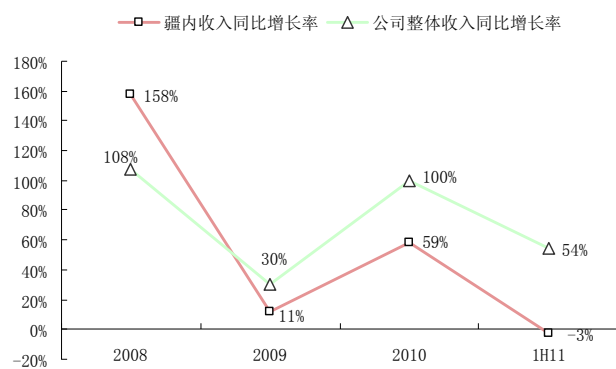
作为新疆最大的农业装备企业，公司在疆内农牧机械市场处于绝对垄断地位。公开资料显示，2009 年公司占据了疆内自走式玉米收割机 55% 的市场份额，在青贮饲草收获机及动力旋转耙方面的市场占有率更是分别达到了 97% 和 95%。超高的市场占有率同时也意味着公司在疆内市场的上升空间相对有限。财务数据表明，公司疆内收入的增速在 2008 年后连续两年半低于公司整体增速，更是在 2011 年上半年出现 3% 的同比负增长。同时，公司测算今年全年疆内玉米机销量在 200-300 台（2010 年 310 台），同比可能出现下滑。我们判断未来几年公司总收入的增长将主要依靠新疆地区以外的市场来拉动。而凭借卓越的产品性能以及初具规模的营销网点，我们预计公司未来有望将高成长模式复制到市场空间广阔的疆外地区，完成从区域性垄断厂商向全国性龙头企业的蜕变。此外，公司计划中面向中亚地区的出口业务也有望为中长期的增长“锦上添花”。

图表 22：公司疆内市场占有率（2009）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 23：近年公司疆内业务增长慢于公司整体



资料来源：公司数据，中金公司研究部

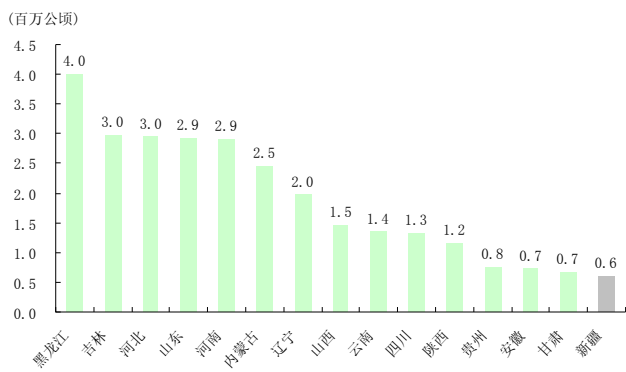
疆外市场：天地广阔，大有可为

虽然新疆地区贡献了公司 2010 年收入的 58%，其玉米种植面积仅占全国的 2% 左右，在 31 个玉米种植省份中排名第 15。仅黑龙江一省的玉米种植面积就达新疆地区的 7 倍。疆外地区为公司主营的玉米收割机、青贮机业务的增长提供了广阔的市场空间。

- **营销网点初具规模：**就全国范围来看，玉米种植可划分为 6 个大区：北方春玉米区、黄淮平原春夏播区、西南山地丘陵区、南方丘陵区、西北内陆区及青藏高原玉米区。其中，北方春玉米区及黄淮平原区是我国传统的玉米主产区，分别占全国总种植面积的约 40% 和 30%。自公司成立以来，公司在稳固疆内业务的同时，也积极地在疆外地区拓展营销网络。公司疆外经销商数量今年有望从 2010 年底的 18 个增加到 30 个左右，覆盖北方春玉米区的大部分地区，包括东北三省、内蒙古、宁夏、甘肃、山西，此外今年还在黄淮平原区的山东实现了少量销售。近期内，公司疆外营销的重点将放在深耕现有的覆盖区域上，尤其是新进入的山东、山西地区；同时计划进入黄淮平原区的河南、河北地区，将营销覆盖扩张到全国 74% 的玉米种植区域。我们认为，随着全国性营销网络的建立，公司的疆外业务将从“各个击破”的策略转向“多点开花”的局面，未来几年内有望迎来销售爆发期。
- **经销模式激励业务拓展：**公司目前在疆内主要采取直销模式，而在疆外市场则采取较为灵活的经销模式。公司经过严格筛选的经销商具备较强的资质、丰富的农机销售经验及地方销售资源，有利于公司在新进入市场推广品牌和拓展销售。为了激励销售，公司一般给予经销商 9-10% 的利润空间：以 2.4m 玉米机为例，开票价为 29.8 万元，经销商利润可达 2.8 万元。高利润的激励及良好的用户口碑增强了经销商的积极性和忠诚度，有助于公司深入挖掘当地需求、抢占市场份额。由于经销模式不需要公司额外支出费用，经销商折扣实际上部分抵消了销售费用的节约，对总体利润水平的影响不大（销售费用一般也占到公司总收入 9-10%）。
- **疆外合作切入市场腹地：**随着疆外业务的快速发展，公司正在考虑在疆外寻找合作伙伴、建立装配基地，共同开发市场。管理层表示，未来可能筛选出 1-2 家较有实力的内地企业合作建厂，或利用超募资金直接收购内地企业，地点可能选在疆外重点销售区域—东北三省。我们认为，疆外合作建厂可以为公司带来以下几方面的收益：1）

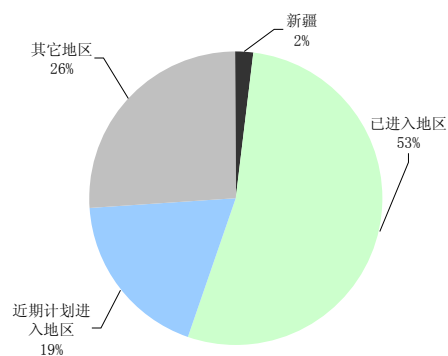
相比于传统的疆内生产、疆内销售的模式，疆外市场的开拓带来了运输费用的大幅上升。将玉米机制成品运往东北三省需要横跨大半个中国，平均运输费用高达 1.4-1.5 万元，影响毛利率 2-3 个百分点。而在当地设厂不仅可以大大节约产品运费，还可以削减外购原材料、配件的运费，缓解毛利压力；2）装配基地的建立可以提高配件更换的响应速度、提高售后服务质量，反过来促进当地市场的销售；3）与当地企业的合作可利用成熟的地方销售渠道和资源，可以在最短的时间内、最大程度地扩张市场份额。公司计划通过经销商培养和合作建厂相结合的营销模式，在未来 1-2 年内迅速成长为全国范围内自走式玉米机龙头企业。

图表 24：中国玉米种植面积最大的 15 个省份



资料来源：中华人民共和国农业部，中金公司研究部

图表 25：公司营销覆盖地区占全国玉米种植面积比例



资料来源：中华人民共和国农业部，公司数据，中金公司研究部

图表 26：公司积极拓展疆外营销网络



资料来源：《中国玉米种植区划》，公司数据，中金公司研究部

出口中亚，打通新“丝绸之路”

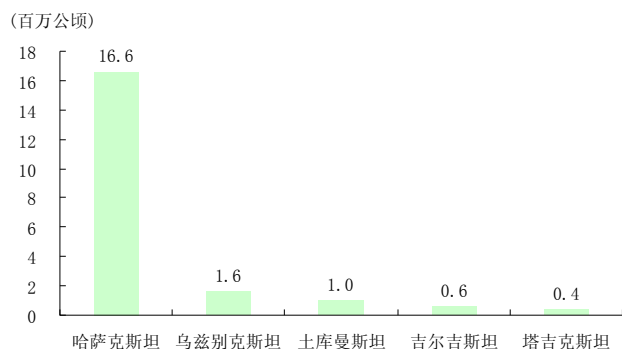
中亚五国幅员辽阔、农业发达，粮食种植面积合计达 2,000 万公顷，约为中国粮食种植面积的 1/4，蕴含着巨大的农机需求。加之，近年来中亚农机设备出现了严重的老化问题：以哈萨克斯坦为例，目前其全国联合收割机保有量约为 4.6 万台，其中约 3.6 万台为前苏联时期产品，亟需升级换代。而中亚自身的农机产业发展相对薄弱，进口依存度高。为了加快农机进口，今年起哈萨克斯坦政府取消了对一部分农机设备（包括收割机）的进口关税，这就为中国农机企业的出口提供了极好的机会。

目前公司出口销售的记录为零，但公司瞄准中亚农机市场的商机，已经制定了开拓中亚市场的计划，并计划将其作为未来工作的重点之一来推进。我们认为，公司出口中亚具备以下几点优势：

- ▶ **地缘优势：**新疆是中国最靠近中亚的地区，公司作为新疆本土企业具有无可比拟的地缘优势。国内农机行业的主要企业大多分布在中部、东部地区，距离中亚路途遥远、运输费用昂贵。而公司所在地乌鲁木齐至中哈边境的直线距离仅为 600-700 公里，运输费用甚至低于运往东北等地的内销。
- ▶ **人文优势：**新疆地区是多民族的聚居地，公司内部有着一批熟悉中亚语言、文化的各类管理、技术人员，有利于对中亚市场初期的开拓。
- ▶ **产品优势：**中亚各国是玉米生产和畜牧业大国，对公司的主营产品玉米机和青贮机有很大的潜在需求。同时，公司为了深入拓展中亚市场，特别针对当地特殊需求研发了特大型玉米收获机、大型小麦收割机等新机型，使未来的出口产品更为适销对路。

因此，我们预计公司未来几年内有望通过向中亚市场的渗透打开出口的想象空间，建造一条农机出口的“丝绸之路”。公司预期面向中亚的年出口量可达 50-80 台，我们预测这将为公司带来 1,000-2,000 万的年收入增量。如果公司出口扩张的速度快于预期，将为公司未来业绩带来更大的增厚。

图表 27：中亚五国粮食种植面积



资料来源：World Bank，中金公司研究部

图表 28：公司计划凭借地缘优势向中亚渗透



资料来源：公司数据，中金公司研究部

新品投放加速，发掘行业“蓝海”

新品储备丰富，未来两年加速投放

虽然在过去的五年中实现了高速增长，公司的产品结构却依然比较单一：主营产品自走式玉米机与青贮机合计贡献了公司 2010 年总收入的 82%。为了发掘新的收入增长点、实现产品结构的多元化，公司近年来研发工作的重心逐渐转向对新产品的开发上。遵循着“生产一代、储备一代、研发一代”的思路，公司于去年推出了新品自走式辣椒机，正在储备、研发的项目有十余项，包括液压翻转犁、联合整地机、钵苗移栽机、采棉机、番茄收获机、自走式鼓风喷药车、大枣分选清洗机组等，其中相当一部分项目已进入样机试制或产品鉴定阶段。我们预计，今明两年将是公司历史上新品投放的一个高峰期：1) 系列大型农机具产品（液压翻转犁、联合整地机）已通过产品鉴定，已于今年秋季投向市场；2) 钵苗移栽机、采棉机有望在近期通过鉴定，番茄收获机正在试制过程中，预期于明年实现产业化。除去自主研发驱动的内涵式增长，公司还考虑未来通过兼并收购的方式迅速扩大在其它农机产品（如农机具）上的生产能力，打造更加完整的农机产业链。

图表 29：未来两年公司新产品投放速度将加快



资料来源：公司数据，中金公司研究部

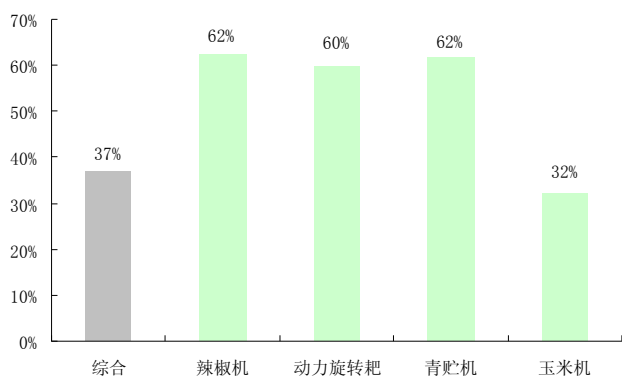
定位“蓝海”市场，新品有望量产

► **新品市场前景广阔：**公司的新产品开发采取了瞄准“蓝海”的战略，专攻行业内尚处于空白、依赖进口的领域。研制出的新品在性能和质量上可以与进口产品匹敌，但售价一般制定在进口价格的 1/5 - 1/2，因而在经过一段时间的推广后基本可以替代进口、并发掘出潜在的市场需求。截至 2010 年全国只有两台进口辣椒收获机的销售记录，但在公司推出经济性更好的同类机型后，市场需求迅速启动：2010 年公司共销售 10 台辣椒机，今年销售达到 20 台。中国共有 2000 万亩线椒田，按台均每年收获 2500 亩来计算，饱和保有量应该在 8000 台，可折算为约 52 亿的市场规模，市场前景广阔。我们预测未来三年公司辣椒机业务的复合增长率可达 50%。

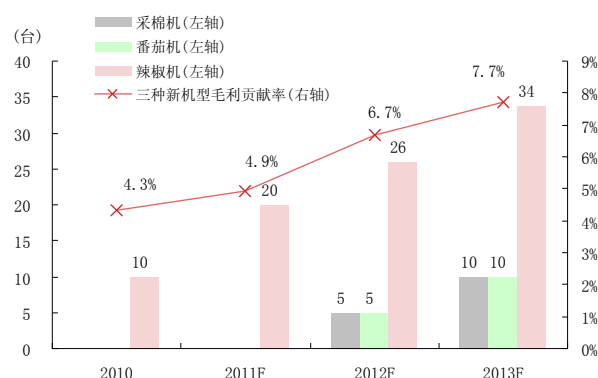
依照同样的逻辑，我们也看好未来两年将投放的采棉机、番茄收获机等新品。采棉机在国内属于新兴产品，处于进口替代的初级阶段，公司已掌握核心部件—采棉头的制造工艺，有望在明年推出首批产品，预计定价不到进口品的 1/2。目前国内番茄收获机完全依赖进口，公司产品正处于试制阶段，未来可能通过与国外厂商合作加快研制速度。预计番茄机新品明年年底前可投放市场，预期定价在美国同类产品的 1/3 以下。除去价格优势，由于新疆是番茄和棉花种植大省，公司可依靠其发达的销售渠道及“牧神”品牌长期积累的良好口碑在疆内试销新品。因而，我们判断这批新品的成功推广是大概率事件，并且有望在 2012 年后实现量产。

- **技术壁垒保证高利润率：**由于公司新产品大多是填补国内空白的创新性产品，具备高技术含量、高附加值的特征，因而进入壁垒较高，在短期内可避开同质竞争、保证较高毛利水平。在公司现有产品组合中，辣椒机和动力旋转耙处于国内垄断地位，因而能保持+60%的毛利率；传统产品青贮机处于行业领先地位，加上该产品尚处于进口替代阶段，毛利率也达 62%。由于番茄机、采棉机等新产品将采用相似的定价策略，行业竞争状况也与这几种产品相似，我们预测其毛利水平也可达到 60%以上。

总的来看，我们预测随着新产品的推广和放量增长，其对于公司收入和利润的贡献也将迅速上升。我们预计三种主推新品—辣椒机、番茄机、采棉机占总毛利的比重将由 2010 年的 4% 上升到 2013 年的 8% 左右。需要注意的是，尽管辣椒机投放的第一年有 10 台的销量，我们谨慎地预测番茄机和采棉机 2012 年销量均为 5 台。如果这两种机型的试销情况好于预期，我们的盈利预测存在上调的空间。

图表 30：公司主要产品毛利率比较（2010）


资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 31：公司三种主要新产品销量预测


资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

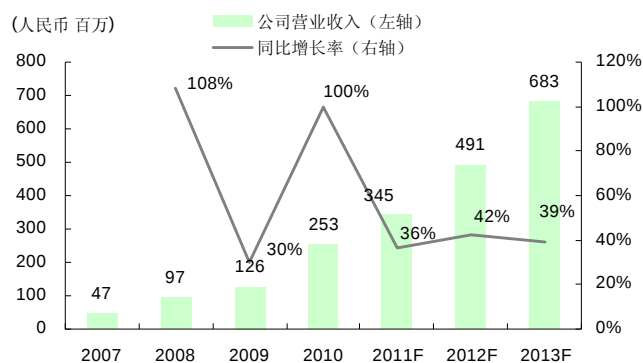
盈利预测

区域扩张、多点开花，高速增长可期

我们预测未来公司的自走式玉米机业务将持续受益于玉米机收率水平提高及玉米机产品结构的改善，未来 3 年保持年均 43% 的高速增长。公司的另一个主营产品青贮收获机也将继续对进口产品的替代，未来 3 年保持年均 25% 以上的增长率。此外，随着公司系列新产品的放量销售，公司未来的收入增长将呈现“多点开花”的局面。我们预测新产品经济作物收获机（辣椒机、采棉机、番茄机）对公司收入的贡献将达到 4.5%，占毛利比重接近 8%。

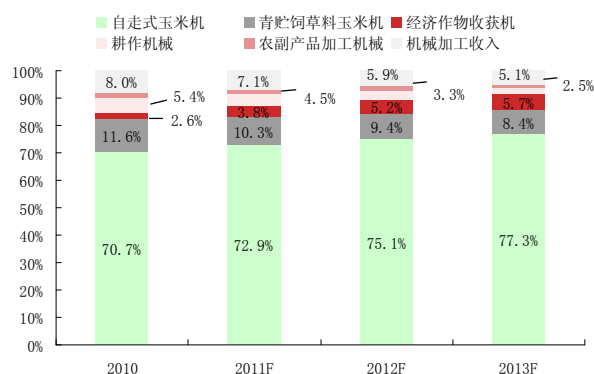
在收入的区域划分方面，我们预计公司疆内收入的增速将随着市场占有率达到顶点而放缓，而疆外市场将逐渐打开局面、迎来爆发式增长。同时，公司对中亚出口的计划也在稳步推进，我们预计有望在 2012 年开始贡献业绩。综合来看，我们预测未来三年公司营业收入的复合增长率达 39%。

图表 32：公司营业收入预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

图表 33：公司产品结构变化预测



注：经济作物收获机包括：辣椒收获机、棉花收获机及番茄收获机；资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

规模经济显现、疆外基数提高，毛利率保持稳定

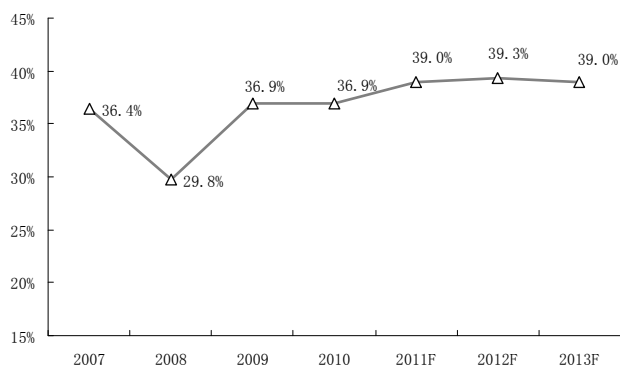
市场此前对公司今年的毛利率状况存在担心，理由主要有：

- **产品结构变化：**今年公司玉米机增长较快，预测收入占比将从 2010 年的 71% 提高到 73%。而相较于青贮机和耕作机械，玉米机的毛利率较低（2010 年：玉米机 32%，青贮机 62%，耕作机械 60%），对综合毛利率有负面影响。
- **原材料成本上升：**根据彭博统计，今年上半年农机产品主要原料—热轧钢和橡胶价格相较于去年下半年分别上涨约 12% 和 33%。虽然公司积极采取措施稳定进货渠道价格，管理层预计今年公司原材料成本将总体上涨 2-3%。另一方面，由于公司加大了对新市场的开拓力度，产品售价仍保持去年同期水平，无法转移成本压力。
- **地域扩张带来运输费用上升：**公司的生产基地位于新疆，距离主要疆外市场（东北三省、内蒙古等）较远，运车费用昂贵。公司估计，玉米机运往东北的平均运费可达 1.3-1.4 万，运往内蒙的运费也有 0.8-1 万元。由于今年疆外玉米机销售暴增（同比增长约 160%），公司测算增加运费 1000 万元以上。

然而公司前三季度毛利率达到 39.4%，相较 2010 年全年反而提高 2.4 个百分点，我们判断主要原因包括：1）规模经济效应，玉米机放量摊薄了固定成本；2）募投项目一期产能投放后公司零部件自制率提高了 4-5 个百分点，同时对老厂房的技术改造大幅提升了生产效率；3）疆外销售增量中内蒙占了很大比例，相应的毛利率折损较小。

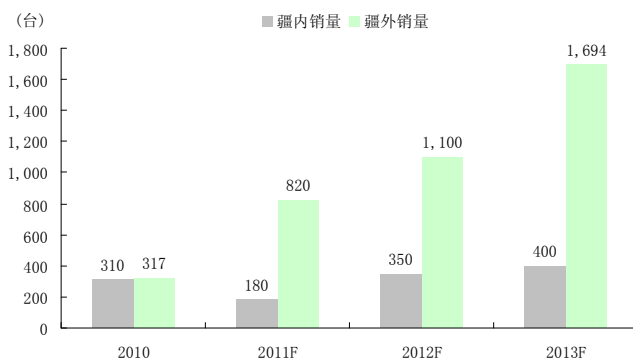
从中长期来看，我们认为公司的毛利率水平有望维持相对稳定，理由是：1）辣椒机等高毛利新品的收入贡献迅速上升，有望改善产品结构；2）疆外销售经过今年的爆发式增长，明后年的基数变高，增速有所下降；3）钢材、橡胶等主要原材料的价格预计将趋向平稳甚至略有下降。中金公司钢铁分析员的预测钢价涨幅将从今年全年的 13% 下降到明年的 5%。

图表 34：公司毛利率假设



资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

图表 35：公司自走式玉米机销量预测



资料来源：公司数据，中金公司研究部预测

图表 36：热轧钢、橡胶价格走势图 (2010 - 2011)



注：以 2010 年 7 月 2 日收盘价为基准指数化；资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

所得税优惠政策增厚盈利

基于各个业务板块的收入假设，我们预计 2011-2013 年，新研股份分别实现销售收入 3.45 亿、4.91 亿和 6.83 亿，同比增长 36%、42%和 39%。公司 12 月 17 日公告获得企业所得税优惠，将免缴 2011-2015 年企业所得税的地方分享部分（占总额的 40%），前三季度缴纳的超额所得税可得到退还。我们测算优惠政策生效后公司将享受约为 9%的实际税率，对盈利的增厚达 7%左右。结合我们对各个业务板块毛利率以及各项费用的假设，我们预计新研股份 2011-2013 年分别实现归属母公司净利润 0.75 亿、1.07 亿和 1.46 亿，对应每股收益 0.83、1.18、1.62 元，同比增长 45%、43%和 37%。

图表 37: 新研股份: 主要板块营业收入、毛利假设

板块	2010	2011F	2012F	2013F	板块	2010	2011F	2012F	2013F
自走式玉米收割机					耕作机械				
营业收入(百万元)	179	251	369	528	营业收入(百万元)	13.7	15.6	16.4	17.2
同比增长率	n.a.	41%	47%	43%	同比增长率	22%	14%	5%	5%
占总收入比重	71%	73%	75%	77%	占总收入比重	5%	5%	3%	3%
毛利率	32.0%	35.3%	35.6%	35.4%	毛利率	59.7%	59.0%	59.0%	59.0%
毛利(百万元)	57.2	88.8	131.3	186.7	毛利(百万元)	8.2	9.2	9.7	10.1
占总毛利比重	61%	66%	68%	70%	占总毛利比重	9%	7%	5%	4%
青贮饲料收获机					农副产品加工及林果机械				
营业收入(百万元)	18.1	22.0	28.7	35.8	营业收入(百万元)	4.4	4.8	5.3	5.9
同比增长率	n.a.	22%	31%	25%	同比增长率	-65%	10%	10%	10%
占总收入比重	7%	6%	6%	5%	占总收入比重	2%	1%	1%	1%
毛利率	61.7%	62.0%	62.2%	62.0%	毛利率	23.8%	23.0%	23.0%	23.0%
毛利(百万元)	11.2	13.6	17.8	22.2	毛利(百万元)	1.0	1.1	1.2	1.3
占总毛利比重	12%	10%	9%	8%	占总毛利比重	1%	1%	1%	1%
经济作物收获机					机械加工收入				
营业收入(百万元)	6.5	13.0	25.5	39.0	营业收入(百万元)	20.3	24.3	29.2	35.1
同比增长率	n.a.	100%	95%	53%	同比增长率	46%	20%	20%	20%
占总收入比重	3%	4%	5%	6%	占总收入比重	8%	7%	6%	5%
毛利率	62.2%	63.0%	63.0%	63.0%	毛利率	23.4%	21.0%	21.0%	21.0%
毛利(百万元)	4.1	8.2	16.0	24.6	毛利(百万元)	4.7	5.1	6.1	7.4
占总毛利比重	4%	6%	8%	9%	占总毛利比重	5%	4%	3%	3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部预测

图表 38: 历史与预测利润表

利润表(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	47	98	127	253	345	491	683
(+/-%)	n.a.	108%	30%	100%	36%	42%	39%
营业成本	(30)	(68)	(80)	(160)	(210)	(298)	(417)
毛利	17	29	47	94	135	193	266
毛利率	36.7%	30.0%	37.1%	37.0%	39.0%	39.3%	39.0%
营业税金及附加	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
销售费用	(5)	(9)	(13)	(0)	(33)	(44)	(58)
管理费用	(5)	(9)	(13)	(0)	(29)	(42)	(58)
财务费用	(0.1)	0.1	(0.3)	(0.4)	4.1	4.5	5.4
资产减值损失	(0.5)	(1.2)	(0.1)	(0.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
营业利润	6.3	9.8	20.0	46.9	74.5	109.5	153.2
(+/-%)	n.a.	55.1%	103.9%	133.9%	59.0%	47.0%	39.9%
营业利润率	13.5%	10.1%	15.8%	18.5%	21.6%	22.3%	22.4%
投资收益	(0.1)	0.1	0.2	(0.1)	-	-	-
营业外收入	4.3	4.1	4.4	(0.1)	8.0	8.0	8.0
营业外支出	(0.3)	(0.7)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
税前利润	10.3	13.3	24.3	53.7	82.2	117.3	161.0
所得税费用	(0.0)	0.0	(0.6)	(2.1)	(7.4)	(10.6)	(14.5)
有效税率	0.3%	-0.1%	2.5%	3.9%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	10.2	13.3	23.7	51.7	74.8	106.7	146.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	10.2	13.3	23.7	51.7	74.8	106.7	146.5
(+/-%)	n.a.	30.4%	77.6%	118.2%	44.9%	42.6%	37.3%
稀释每股收益(元)	0.43	0.56	0.91	1.70	0.83	1.18	1.62
总股本(百万)	24	24	26	30	90	90	90

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部预测

图表 39: 历史与预测资产负债表

资产负债表(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产							
货币现金	25	8	55	777	654	778	826
交易性金融资产	0	21	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	2	0	6	3	6
应收账款	12	18	24	44	88	74	61
预付款项	1	5	5	6	9	13	9
其它应收款	1	1	1	0	1	1	1
存货	14	15	18	18	120	76	88
流动资产合计	54	69	105	845	878	944	991
非流动资产:							
固定资产	2.9	2.9	3.0	53.7	66.3	90.2	103.2
在建工程	-	0.1	21.2	3.6	31.4	44.2	62.0
无形资产	6.8	6.9	21.4	20.9	20.2	19.6	19.0
长期股权投资	0.5	0.5	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
递延所得税资产	0.0	0.1	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
非流动资产合计	10.2	10.4	46.9	79.8	119.5	155.6	185.8
资产总计	64	80	152	925	998	1,099	1,177
流动负债:							
短期借款	-	-	15.0	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	9.7	3.1	15.0	3.1
应付账款	6.6	11.4	27.5	26.8	49.7	58.8	49.7
预收款项	4.5	7.0	10.9	7.4	18.0	18.0	19.6
应付职工薪酬	0.1	0.1	1.3	4.4	4.4	4.4	4.4
应交税费	0.3	(1.3)	(1.6)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
应付股利	0.1	0.1	-	-	-	-	-
其它应付款	11.6	5.9	6.3	9.4	11.3	18.1	11.3
流动负债合计	23.3	23.2	59.4	55.7	84.5	112.3	86.1
非流动负债:							
长期借款	-	-	-	25.0	12.5	6.3	-
预计负债	-	0.4	-	0.0	-	-	-
其它非流动负债	3.7	5.5	7.9	20.2	20.2	20.2	20.2
非流动负债合计	3.7	5.9	7.9	45.2	32.7	26.4	20.2
负债合计	27.0	29.2	67.4	100.9	117.2	138.7	106.3
股东权益:							
少数股东权益	-	-	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益	37	51	84	824	880	960	1,070
所有者权益合计	37	51	84	824	880	960	1,070
负债和所有者权益总计	64	80	152	925	998	1,099	1,177

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部预测

图表 40: 历史与预测现金流量表

现金流量表(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量:							
EBITDA	6.3	9.8	20.0	49.3	84.8	123.4	173.0
运营资本变动	n.a.	(9.6)	11.1	(10.5)	(126.5)	86.4	(25.2)
税费	(0.0)	0.0	0.0	(0.4)	(7.4)	(10.6)	(14.5)
财务费用	0.1	(0.1)	0.4	1.0	(4.1)	(4.5)	(5.4)
其它	n.a.	9.9	4.1	16.0	7.7	7.7	7.7
经营活动产生的现金流量净额	6.5	10.1	35.6	55.3	(45.4)	202.5	135.7
投资活动产生的现金流量:							
收回投资	-	13.0	26.0	-	-	-	-
投资支付现金	-	(34.0)	(6.1)	-	-	-	-
投资收益	-	0.0	0.2	-	-	-	-
购置固定资产, 无形资产及其它长期资产	(1.2)	(1.1)	(33.5)	(33.7)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
处置固定资产, 无形资产及其它长期资产	0.1	0.1	-	0.2	-	-	-
其它	5.0	(5.0)	-	(0.2)	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	4	(27)	(13)	(34)	(50)	(50)	(50)
筹资活动产生的现金流量:							
吸收投资	-	-	15.2	692.9	-	-	-
借款	8.0	-	20.0	25.0	(12.5)	(6.3)	(6.3)
偿还债务	(8.0)	-	(5.0)	(15.0)	-	-	-
支付股利, 利息	(0.3)	-	(5.5)	(5.6)	(14.6)	(22.2)	(31.3)
其它	-	-	-	-	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	(0)	-	25	697	(27)	(28)	(38)
现金及现金等价物净增加额	10.1	(16.8)	47.0	718.9	(123)	124.1	48.2
期初现金及现金等价物余额	14.7	24.8	7.9	54.9	774.1	651.5	775.6
期末现金及现金等价物余额	24.8	7.9	54.9	774.1	651.5	775.6	823.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部预测

估值及投资建议

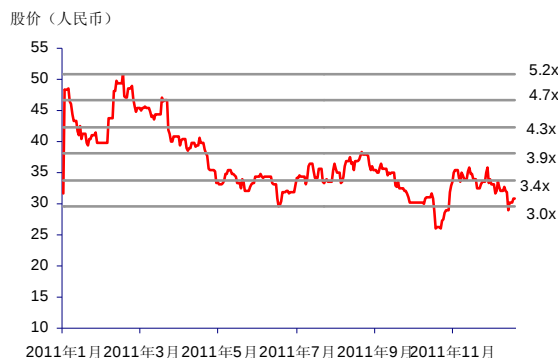
未来 1-2 个月内，农机行业可能密集出台的利好政策，及公司收购项目的进展都可能为股价提供催化剂。根据我们的每股收益预测，公司 12 月 20 日收盘价对应着 37x 2011 年 PE 和 26x 2012 年 PE，略高于目前 A 股创业板机械类公司估值中枢。我们认为公司相对于其它创业板机械股应享有一定溢价，理由包括：1) 我们预测公司 2010-2013 年每股收益 CAGR 达 40%，高于创业板机械股中枢 21%；2) 受惠于农机补贴政策，公司业绩增长具有较好的能见度；3) 公司为 A 股农机主机制造的唯一优质标的，具有稀缺性。综合考虑，我们给予公司审慎推荐的评级，合理估值区间为 30-35 倍 2012 年 PE，对应的目标价格为 35-41 元。

图表 41: 公司历史 PE 区间



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部预测

图表 42: 公司历史 PB 区间



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部预测

图表 43: 新研股份可比公司估值比较表

公司名	股票代码	股价	历史表现			市值 (美元 百万)	EPS CAGR 10-13E	P/E (x)				P/B (x)			
			1周变动	1月变动	1年变动			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
新研股份	300159 CH	30.8	-4%	-9%	n.a.	437	44%	53.7	37.1	26.1	19.0	3.9	3.7	3.3	3.0
林海股份	600099 CH	5.8	-6%	-24%	-48%	200	n.a.	338.0	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
江苏悦达	600805 CH	11.6	-1%	-7%	-3%	1,301	32%	10.1	6.0	5.0	4.3	2.8	2.9	2.1	1.5
苏常柴	000570 CH	5.1	-2%	-17%	-52%	383	n.a.	21.2	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	n.a.
江淮动力	000816 CH	7.0	0%	0%	-3%	1,208	n.a.	44.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	n.a.	n.a.	n.a.
全柴动力	600218 CH	13.8	7%	-11%	-16%	617	32%	41.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.8	n.a.	n.a.	n.a.
云内动力	000903 CH	4.3	-4%	-21%	-56%	459	n.a.	21.6	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
A股农机公司中枢							36%	75.8	21.5	15.5	11.7	2.8	3.3	2.7	2.2
机器人	300024 CH	21.2	3%	-6%	-11%	995	35%	58.3	39.3	27.5	22.3	5.7	6.2	5.3	4.4
盛运股份	300090 CH	10.7	-9%	-4%	-39%	431	36%	44.7	28.4	21.9	15.7	3.0	1.4	2.6	2.3
尤洛卡	300099 CH	27.2	2%	-14%	-37%	443	35%	38.6	26.9	20.4	13.7	4.3	3.8	3.2	2.7
龙源技术	300105 CH	51.6	0%	-8%	-18%	1,288	50%	65.0	37.1	23.0	16.9	5.5	4.8	4.1	3.4
太阳鸟	300123 CH	12.8	-2%	-26%	-55%	281	55%	45.5	25.0	17.3	10.8	2.2	1.8	1.9	1.7
汇川技术	300124 CH	58.0	0%	-18%	-20%	1,975	43%	46.2	32.2	22.6	13.8	5.5	4.8	4.0	3.2
华中数控	300161 CH	16.1	4%	-19%	n.a.	273	20%	24.3	29.4	18.6	12.5	4.7	2.5	2.2	1.9
南方泵业	300145 CH	17.0	1%	-7%	-28%	386	29%	27.3	24.2	17.3	11.2	2.7	2.0	2.2	1.9
A股创业板机械公司(部分) 中枢							38%	43.7	30.3	21.1	14.6	4.2	3.4	3.2	2.7
Kubota Corp	6326 JP	611.0	-6%	-6%	-22%	10,078	8%	14.2	13.2	11.7	9.8	1.2	1.2	1.1	1.0
ISEKI & Co.	6310 JP	165.0	-6%	1%	-24%	486	n.a.	-41.3	39.8	33.7	26.8	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
Mahindra & Mahindra	MM IN	637.0	-9%	-14%	-14%	7,372	11%	11.9	12.3	10.4	7.6	2.6	2.5	2.1	1.5
Deere & Company	DE US	73.6	-4%	-1%	-11%	29,727	8%	11.0	9.4	8.8	7.6	4.4	3.5	2.7	2.2
Lindsay Corp	LNN US	49.8	-6%	-11%	-27%	633	9%	17.0	16.1	14.8	11.5	2.3	n.a.	n.a.	n.a.
Arts-way Manufacturing	ARTW US	5.1	-12%	-17%	-47%	20	n.a.	19.5	14.1	12.4	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
AGCO Corp	AGCO US	40.3	-7%	-10%	-17%	3,919	30%	16.9	9.2	8.2	6.7	1.4	1.3	1.1	1.0
Toro Corp	TTC US	58.8	2%	6%	-7%	1,803	15%	15.6	13.9	12.3	9.0	6.8	6.5	5.6	n.a.
国际农机公司中枢							14%	15.8	13.2	12.0	9.5	2.7	3.5	2.7	2.2

注: 1) 定价日为 2011 年 12 月 20 日; 2) 新研股份、机器人盈利为中金预测, 其它为彭博一致预期; 资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部预测

风险提示

- ▶ **疆外市场拓展延滞：**我们判断疆外市场的拓展是公司未来保持高增速的关键，如果公司在新市场扩张方面出现延滞，我们的盈利预测可能会显得过于激进。
- ▶ **新产品推广受阻：**我们预计包括辣椒机、番茄机在内的新产品未来会成为公司的一个新增长点。如果公司在新品推广方面遇到预料之外的问题，我们的盈利预测存在下调的可能。
- ▶ **成本持续上升：**作为机械制造企业，包括钢材、橡胶在内的原材料占公司生产成本的很大比重。如果原材料价格持续攀升，公司可能会面临毛利率下滑的风险。
- ▶ **科研人员流失：**强大的科研团队是公司在行业内保持产品、技术领先的保证。如果核心研发人员出现流失，公司可能会在后续研发工作中遇到困难。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED