

個股報告——第一拖拉機（00038）

- 2011年上半年財報顯示，第一拖拉機期內實現銷售收入71.6億元人民幣，YOY增加20.7%；淨利潤為2.7億元人民幣，YOY增加1.6%。公司2011年上半年毛利率為12.7%，YOY下降1.9個百分點，淨利率為3.79%，YOY下降0.71個百分點；
- 公司下半年起採取控制成本措施，有望穩定毛利率：高峰期臨時用工數由上半年的3,000人減少至1,400人，有效降低人力成本；秋耕秋種時節多採用四輪驅動拖拉機，同時90-100馬力的拖拉機需求會大於70-80馬力機型，有助提升高毛利率產品銷售占比；公司產品進行2個加價，下半年部份成本轉嫁給下游客戶；
- “十二五”時期農業機械化的發展目標是：到2015年，農機總動力由2010年的9.28億千瓦提高到10億千瓦，耕種收綜合機械化水準達到60%以上。目前日本、韓國的農機化率則已接近100%，中國農業發展前景空間巨大。中央公佈明年春耕期的農機補貼金額達到137億元人民幣，YOY增長25%，全年補貼預計達到250億元人民幣以上；
- 第一拖拉機以目前8.6倍市盈率看並不算貴，今年預測市盈率約10倍，估值在同業中居中間位置，而近日股價在退至6.6元水平已見不俗支持，在政策面仍然利好下，料該股的反彈空間仍在，上望目標為近期高位阻力的8元，較現價有約20%潛在上漲空間。

半年報低於市場預期 毛利率下降

第一拖拉機最近一次公佈業績是在8月29日。2011年上半年財報顯示，公司期內實現銷售收入71.6億元人民幣，YOY增加20.7%；淨利潤為2.7億元人民幣，YOY增加1.6%。業務增長受到農機銷量增長帶動，大中型輪機共銷售59,455台，YOY提升33%；細項來看，大輪拖、中輪拖、小輪拖和履拖銷量同比分別上漲19.4%，58.9%，26.3%和-6.4%；大輪拖市占繼續排第一，達36.3%；中拖市占躍居第二，達17.2%；發動機業務，銷量同比增長25.3%；受去年工程機械業務部分產品剝離影響，該業務銷量同比下降47.9%。

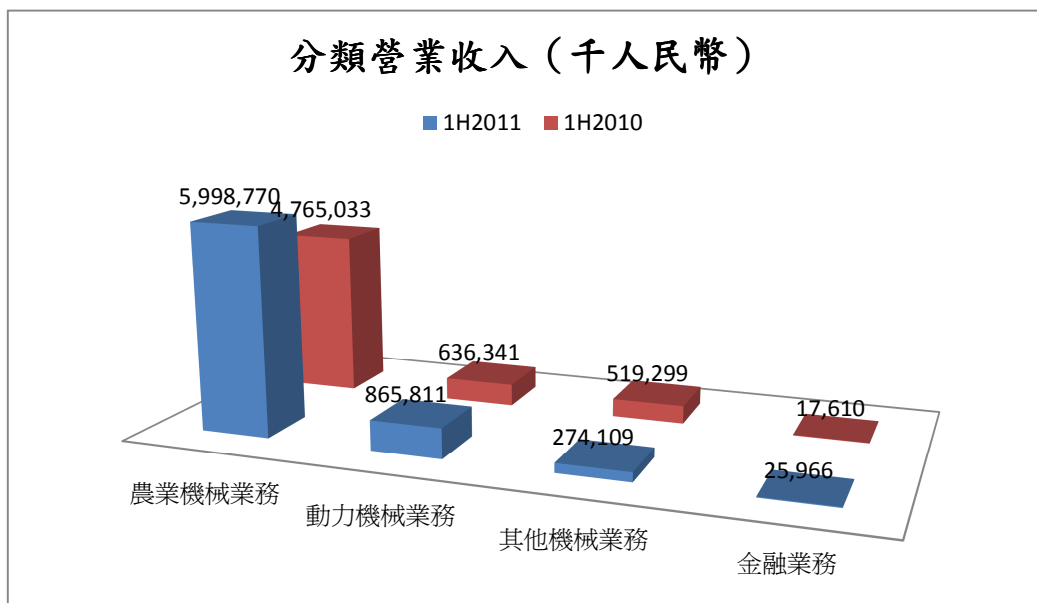
公司2011年上半年毛利率為12.7%，YOY下降1.9個百分點，淨利率為3.79%，YOY下降0.71個百分點。其中農機業務毛利率為10.4%，YOY下降1.5個百分點；發動機業務毛利率較為平穩，同比下降0.5個百分點。毛利率下滑的幾個主要因素是：原材料（鋼鐵、輪胎）價格高位運行、人工成本增加、產品銷售結構變化（低毛利產品銷售占比增加、工程機械產品銷量較低）。

	1H2011	1H2010	變幅
營業收入 (百萬人民幣)	7,164.7	5,938.3	20.65%
銷售成本 (百萬人民幣)	-6,251.3	-5,069.1	23.32%
毛利 (百萬人民幣)	913.4	869.2	5.09%
稅前利潤 (百萬人民幣)	357.2	323	10.59%
年度利潤 (百萬人民幣)	297.1	269.8	10.12%
淨利潤 (百萬人民幣)	271.2	267	1.57%
基本每股收益 (元人民幣)	0.321	0.316	1.58%
毛利率	12.75%	14.64%	-
淨利率	3.79%	4.50%	-

來源：財務報表

控制成本 調整結構 提高毛利

公司下半年起採取控制成本措施，有望穩定毛利率。採取的措施主要是：高峰期臨時用工數由上半年的 3,000 人減少至 1,400 人，有效降低人力成本；秋耕秋種時節多採用四輪驅動拖拉機，同時 90-100 馬力的拖拉機需求會大於 70-80 馬力機型，有助提升高毛利率產品銷售占比；公司產品進行 2 個加價，下半年部份成本轉嫁給下游客戶。考慮到農機行業的季節特性，往往下半年產量低於上半年，因而判斷公司在採取以上措施後，有望穩定毛利率走勢，但要做到改善毛利率難度較大。



上半年資金吃緊，下半年有望改善。與往年類似，2011 年上半年現金流為人民幣-2.2 億元，應收賬款及票據達 28.8 億元，較年初增 85.4%，從賬齡來看，主要是 90 天和 180 天以內的應收在增加，但相比去年同期，90-180 天內的應收並無太大增加。公司截止今年上半年，長短貸總和 14.9 億元，相比年初提高 4.7 億元。考慮到上半年銷售旺季產生的應收賬款逐步回籠，國家的農機購置補貼資金也將在下半年陸續撥付到位，下半年資金將逐漸寬鬆，並可減少短期貸款，降低財務成本。

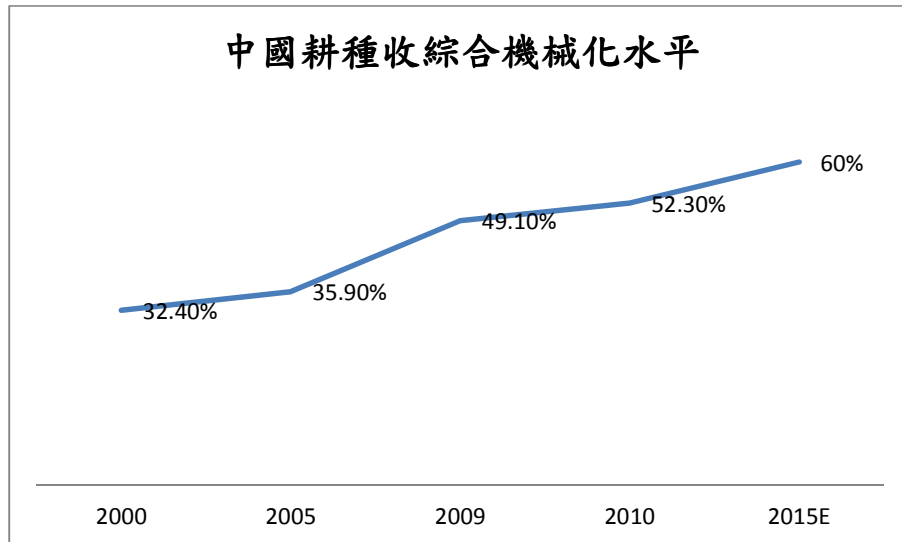
政策扶持 以農為本

每年 12 月召開的中央經濟工作會議必提及農業，今年亦不例外：會議定調明年總基調為「穩中求進」，並在經濟上推 5 大任務，當中第二大任務，是要堅持不懈抓好“三農”工作，增強農產品供給保障能力，再次凸顯中央對農業發展的高度重視。而每年年初公佈的《一號文件》，近年也是必定將農業放在首位。中國財政部早前公布，截至 11 月 30 日，今年中央財政農機購置補貼資金 175 億元人民幣已全部落實到戶，共補貼各類農機具約 564 萬台，受益農戶 439 萬戶。第一拖拉機產銷的產品包括拖拉機、收割機、柴油發動機及燃油噴射泵等，其中農業機械拖拉機市佔率約 35%，而拖拉機用柴油發動機市佔率約 70%，在市場擁有領導優勢。目前中央對農機補貼價格只是 30%，低於日韓等國家的農機購置補貼率逾 50%，可見補貼仍有一定上調空間。

“十一五”期間，中央財政累計安排農機購置補貼資金 351 億元，帶動地方和農民投入超過 1,105 億元，補貼購置農機具 1,078 萬台套，受益農戶達 906 萬戶。大中型拖拉機年均增速達到 22.9%，大中型拖拉機與小型拖拉機保有量比例從 1:11 提高到 1:4.6。全國農作物耕種收綜合機械化水準達到 52.3%。

“十二五”時期農業機械化的發展目標是：到 2015 年，農機總動力由 2010 年的 9.28 億千瓦提高到 10 億千瓦，耕種收綜合機械化水準達到 60% 以上。目前日本、韓國的農機化率則已接近 100%，中國農業發展前景空間巨大。中央公佈明年春耕期的農機補貼金額達到 137 億元人民幣，YOY 增長 25%，全年補貼預計達到 250 億元人民幣以上。

農業機械化十二五規劃				
		2005	2010	2015E
農用機械	農機總動力（億千瓦）	6.84	9.28	10
	農作物耕種收綜合機械化率	35.90%	52.30%	60% 以上
	農業機械化作業總收入（億人民幣）	2,273	3,665	-
組織	農業產業化經營組織（萬個）	13.6	25	-
	帶動農戶（萬戶）	8,700	10,700	13,000



和之前政府對家電行業的扶持類似，"以舊換新"的概念被首次被列入農機"十二五"規劃，對於促進農機消費具有積極意義。中國農業機械流通協會常務副會長王玉獅指出，以舊換新機械的相關年限和品質限制標準尚未出臺，但以舊換新會與農機補貼結合使用，更加刺激農機銷售。另外，根據發改委公佈的《關於深化再製造試點工作的通知》：再製造試點範圍將擴大，包括開展拖拉機、聯合收割機等農業機械再製造試點。發改委將利用中央預算內投資對試點單位元的重點工程、技術研發、舊件逆向回收體系和資源迴圈利用項目建設給予必要的資金支持。相信第一拖拉機作為拖拉機的龍頭企業將完全有能力成功申請成為試點單位，從而拓展回收舊機業務並獲得相應財政支持。

估值分析

第一拖拉機主要從事製造及銷售農業機械、工程機械和路面機械、柴油發動機。中央每年均提高農機補貼，公司作為農機龍頭，將長期受益於政府對農業的政策扶持。公司8月至9月股價經歷大幅下跌主因是上半年毛利率低於預期，經過公司針對此項目的改善措施，預計情況將會在下半年好轉。預計2012、13年淨利潤增長將有大幅提高，主要是和公司新產品線的產能逐漸釋放以及計劃2012年A股上市有關。第一拖拉機以目前8.6倍市盈率看並不算貴，今年預測市盈率約10倍，估值在同業中居中間位置，而近日股價在退至6.6元水平已見不俗支持，在政策面仍然利好下，料該股的反彈空間仍在，上望目標為近期高位阻力的8元，較現價有約20%潛在上漲空間。

同類股估值比較					
代碼	名稱	市值(當地貨幣)	目前 PE	2011 預測 PE	2012 預測 PE
CNH US Equity	CNH Global NV	8,844,000,000	9.38	9.80	8.71
AGCO US Equity	AGCO Corp	4,082,838,000	10.74	9.63	8.38
6326 JP Equity	久保田	808,843,200,000	14.41	-	-
6310 JP Equity	井關農機有限公司	38,384,940,000	46.83	-	-
1683 HK Equity	國際煤機	10,765,190,000	23.93	18.61	14.28
1157 HK Equity	中聯重科	69,981,110,000	5.85	6.84	6.25
3339 HK Equity	中國龍工	11,042,660,000	4.57	5.10	4.88
2338 HK Equity	濰柴動力	63,649,410,000	7.48	8.66	7.88

來源：Bloomberg

【重要訊息揭露】

- 本研究報告之內容及資訊是依據一些本公司相信是可靠的資料製作而成的，本公司不保證其正確無誤，故本公司及公司之代理人恕不負擔任何法律責任。
- 研究員對於個股研究報告之撰寫，採中立且獨立完成。研究報告中涉及財務預估及股價評等部份，係依據康和證券（香港）股價評等系統作成。
- 本報告只用作提供資料性用途，並不構成任何推廣或推銷買賣任何證券之邀請，亦只供個人作非商業用途並僅作參考之用，並非作為專業意見。
- 本報告並沒有考慮個別投資者的個人投資目標、財務狀況及需要。投資者以本報告內之建議作出任何投資決定前，或若對本報告之內容有任何疑問，應先諮詢專業意見。
- 康和證券（香港）之研究報告，若未經授權及同意，禁止摘錄、轉載或刊登於媒體報章雜誌。
- 康和證券（香港）股價評等系統（Stock Rating System）：採絕對報酬，分成三級：
 1. Overweight (OW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅大於或等於 +10%。
 2. Equal Weight (EW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅介於 ±10%。
 3. Underweight (UW)：未來一季，個股報酬率漲跌幅小於或等於 -10%。