第一拖拉機（0038）

更新報告

持有

2008 年 5 月

主營業務未獲增長，新業務成爲盈利主要來源

- **輪式拖拉機業務銷售略有下降：**第一拖拉機的拖拉機業務在台套數和銷售總額上均有所下降。公司的銷售台套數在大輪拖下降了 7.9%，中輪拖上漲了 6.7%，而小輪拖則由於市場分散，進入門檻低，低價競爭的環境中，公司銷量較去年繼續下滑了 3.6%。隨著台套數的下降，公司在拖拉機整體銷售額方面與 2006 年相比較則略有下降。
- **動力機械成爲盈利主要來源：**動力機械業務 2007 年增長迅速，除了在滿足自己各類主機配套的業務以外，由於去年工程機械的旺銷，公司外部市場的配套開拓增長迅速。整體銷售各類柴油機 82,000 台，銷售人民幣 6.2 億元。
- **工程機械未擺脫虧損：**公司工程機械 2007 年的銷售台套數爲 10,600 台左右，同比增長 11.9%，營業額爲 15 億元，同比增長了 23.5%。但是由於，公司產品結構的原因以及在該產業的採購供應鏈的談判能力不夠強勢，因此毛利率提升不快，綜合毛利率爲 8.3%左右。同時由於本身對該業務板塊管理上的一些問題導致該業務繼續虧損。
- **農機市場遠景看好:** 部分地區的大中輪拖拉機業務將逐步走入更新換代時期。同時中央在財政上繼續支持大中輪拖拉機，所以大中輪拖拉機業務將被繼續看好。其他農業機械也處於結構轉型中，如水稻插秧機和小型農業機械正成爲市場新的熱點。
- **目標價 4.20 港元，調整爲持有評級:**第一拖拉機未來 12 個月目標價格爲 4.20 港元，爲 2008 年每股預測收益人民幣 0.25 元的 18.2 倍市盈率。

1 港元=0.90 人民幣

毛力

電話：+ 86 755 33331813

Email: eric.mao@firstshanghai.com.hk

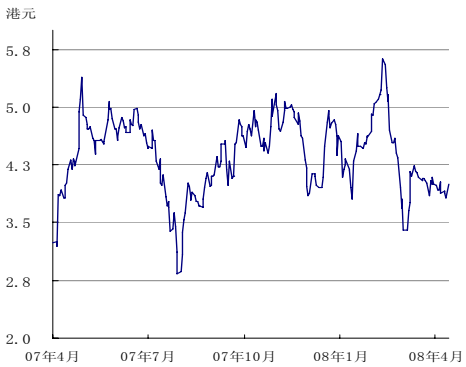
行業	機械製造
股價	4.00 港元
目標價	4.20 港元
	(+5.0%)
市值	16.1 億港元
已發行股本	8.46 億股
52 周高/低	2.31 港元/5.79 港元
每股淨現值	人民幣 3.89 元
主要股東	一拖集團 57.3%

盈利摘要

財年截止日12月31日	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万元人民币）	6,101.5	6,775.4	7,305.5	7,862.8	8,265.7
变化	N/A	11.0%	7.8%	7.6%	5.1%
净利润（百万元人民币）	72.2	197.8	233.9	252.2	279.1
变化	N/A	173.9%	18.3%	7.8%	10.7%
市盈率（倍）现价	28.0	58.0	34.0	18.5	14.2
摊薄每股收益	0.093	0.228	0.232	0.250	0.277
每股派息	0.00	0.02	0.02	0.02	0.03
息率	0.0%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%

來源：公司公告，第一上海估計

股價表現



來源：彭博財經

農機業務銷售略有下降

輪式拖拉機業務銷售有所下降

2007 年中國農機行業的增速出現明顯下滑，大中輪拖行業銷售增長爲 10.5%，較 2006 年增幅回落接近 23%

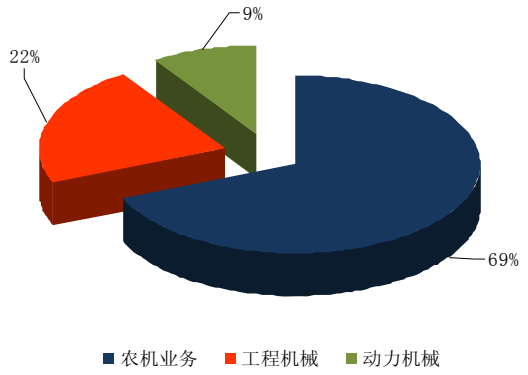
2007 年中國農機行業的增速出現明顯下滑，大中輪拖行業銷售增長爲 10.5%，較 2006 年增幅回落接近 23%，主要由於大輪拖銷量明顯下滑拖累行業平均增速，全年行業出現負增長爲-10.5%，而中輪拖行業全年增長爲 16%。

其主要下降的原因是，由於前些年的高速增長，原來的大輪拖拉機保有量逐步增大，東北和西北的平原耕地區的需求量逐步減少，而中國多山的耕地區雖然機械化落後，但是大中輪拖並不適合當地的耕作，因此無法進一步拓展市場需求。同時，隨著柴油價格的提升，農民的原來微薄的利潤受到了侵蝕，因此短期內無法適應目前的狀態，因此導致 2007 年整體大中輪拖增長有所下降。

第一拖拉機銷售台套數在大輪拖下降了 7.9%，中輪拖上漲了 6.7%，而小輪拖則較去年繼續下滑了 3.6%

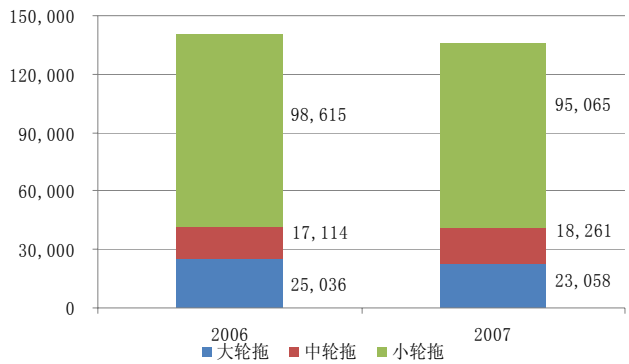
在行業增長趨緩的背景下，第一拖拉機的拖拉機業務在台套數和銷售總額上均有所下降。公司的銷售台套數在大輪拖下降了 7.9%，中輪拖上漲了 6.7%，而小輪拖則由於市場分散，進入門檻低，低價競爭的環境中，公司銷量較去年繼續下滑了 3.6%。隨著台套數的下降，公司在拖拉機整體銷售額方面與 2006 年相比較則略有下降。

圖表 1：第一拖拉機各業務占比



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 2:輪式拖拉機銷售量對比（台套）



資料來源：公司資料、第一上海

其他農業機械業務

第一拖拉機收割機銷售量下降了 60%，但是履帶式拖拉機業務則有所回升，整體農機經營業績增長了 10%

隨著收割機市場的飽和，行業內收割機銷售下降超過 30%，同時聯合收割機的銷售量下降超過 50%。因此第一拖拉機收割機銷售量下降了 60%，但是履帶式拖拉機業務則有所回升，雖然在銷量的台套數下降了 16%，但是由於產品的更新導致經營業績增長了 10%。

公司整體農機業務實現盈利約 46.7 億元人民幣基本與去年持平，但隨著公司履帶式拖拉機和其他機種的逐步更新換代，以及加強內部管理等因素，公司毛利率有所提高，其農業機械的綜合毛利率在 10%左右，比去年增加了約 0.5%左右。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

其他板塊業務升降各異

動力機械業務成長迅速

動力機械業務成爲公司盈利的主要來源

公司動力機械業務 2007 年增長迅速，除了在滿足自己各類主機配套的業務以外，由於去年工程機械的旺銷，公司外部市場的配套開拓增長迅速。整體銷售各類柴油機 82,000 台，銷售人民幣 6.2 億元。由於公司傳統的農業機械業務盈利增長削弱，以及工程機械業務尚未擺脫虧損，因此公司整體的盈利主要來源，來自於這個業務板塊。該板塊毛利率增長了 1.2%，毛利率爲 16.9%，遠高於其他業務板塊。

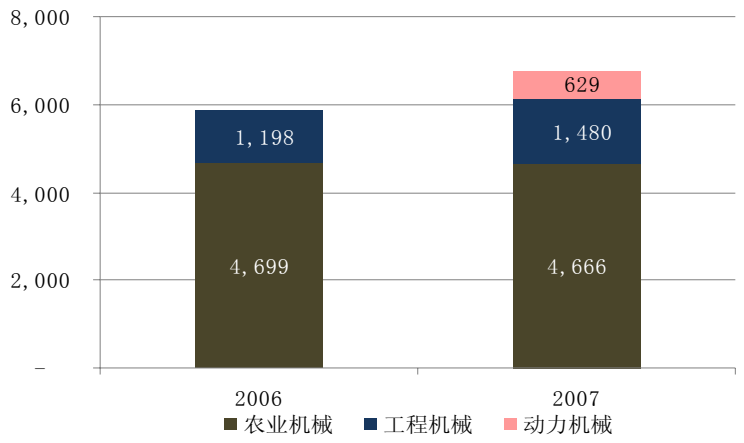
工程機械業務未擺脫虧損

工程機械業務仍未擺脫虧損

第一拖拉機的工程機械業務仍未擺脫虧損，除了公司對該業務資產進行撥備和減值以外，該業務本身的盈利能力仍然未有顯現。公司工程機械 2007 年的銷售台套數爲 10,600 台左右，同比增長 11.9%，營業額爲 15 億元，同比增長了 23.5%。但是由於，公司產品結構的原因以及在該產業的採購供應鏈的談判能力不夠強勢，因此毛利率提升不快，綜合毛利率爲 8.3%左右。同時由於本身對該業務板塊管理上的一些問題導致該業務繼續虧損。

該項業務可能成爲第一拖拉機的包袱，2008 年盈利可能性不高。未來該項業務有被剝離的可能性。

圖表 3：第一拖拉機各業務板塊銷售額對比（百萬元）



資料來源：公司公告、第一上海

農業機械遠景依舊看好

大中輪拖拉機業務將被繼續看好，其他農業機械如水稻插秧機和小型

雖然第一拖拉機主要農機業務在 2007 年未有獲得迅速的增長，但是考慮到一部分地區的大中輪拖拉機業務將逐步走入更新換代時期。同時中央在財政上繼續支持大中輪拖拉機，所以大中輪拖拉機業務將被繼續看好。從第一拖拉機一

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

農業機械正成爲市場新的熱點

季度的銷售情況看，大輪拖拉機銷售已經開始復蘇，今年有望擺脫下降的趨勢。

同時，其他農業機械也處於結構轉型中，除收割機雖然市場處於飽和狀態，其他農業機械如水稻插秧機和小型農業機械正成爲市場新的熱點。隨著，農村勞動力向城市急劇轉移的過程中，實際農村耕地的勞動力也在普遍下降。插秧的機械化率僅爲 6.8%，而整體農村人均機械化效率依舊僅爲發達國家的 1/7，因此市場依舊發展潛力巨大。

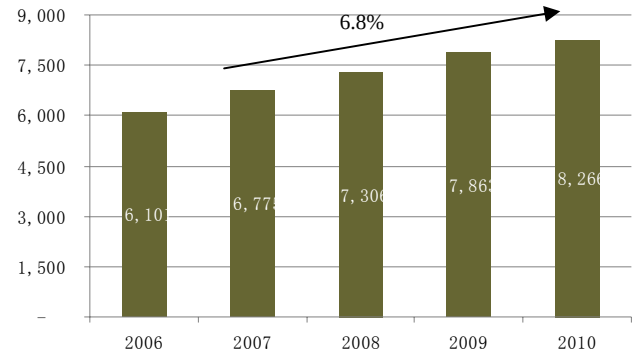
盈利分析

第一拖拉機的盈利預測

2008 年、2009 年、2010 年的每股收益爲 分別爲人民幣 0.23 元、0.25 元、0.28 元

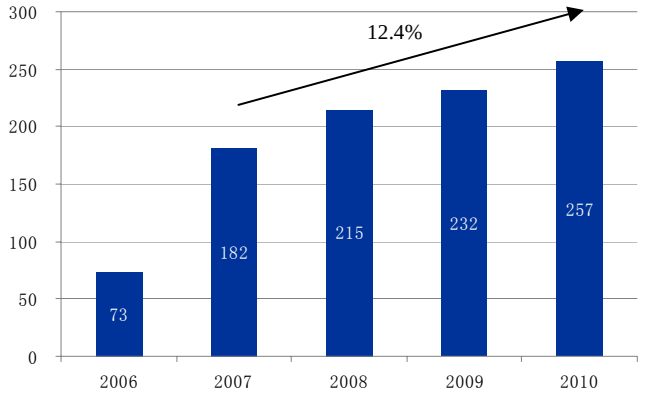
根據市場的發展以及第一拖拉機的現狀。我們的預測，以 2007 年爲基年到 2010 年，第一拖拉機的銷售收入複合增長率約爲 6.8%；而由於各類管理和諮詢費用的逐步降低，其淨利潤複合增長率爲 12.4%。2008 年、2009 年、2010 年的每股收益爲 分別爲人民幣 0.23 元、0.25 元、0.28 元。

圖表 4：第一拖拉機的銷售收入預測 (百萬元)



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 5:第一拖拉機歸屬股東利潤預測(百萬元)



資料來源：公司資料、第一上海

毛利率和淨利率預測

隨著各類原材料的漲價，總體毛利率將有所下降，但淨利率則因爲各類費用減少而有所提升

2007 年動力機械板塊成爲公司重要的業務組成部分，同時加上其他業務板塊的對生產的改善因此公司毛利率較 2006 年有較大提升。但隨著各類原材料的漲價，公司雖能適當消化部分漲價，但總體毛利率將有所下降。

公司 2007 年花費較多的諮詢費用、銷售和其他管理費用用於農業機械、工程機械的業務板塊，我們預計該類費用比例自 2008 年以後有所降低，因此公司淨利潤率可能略有提升。

圖表 6：第一拖拉機各毛利率和淨利率的變化估計

	2006	2007	2008	2009	2010
毛利率	9.7%	11.8%	10.3%	10.0%	10.3%
淨利率	1.2%	2.9%	3.2%	3.2%	3.4%

資料來源：公司公告、第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

估值與投資建議

估值

相對估值法，我們在下圖表給出機械設備類公司在香港市場的平均市盈率

圖表 7：香港機械類公司市盈率對照

百万元人民币	市值	股价港元	收入 2007	净利润 2007	每股收益元 2007	每股收益元 2008	每股收益元 2009	市盈率 2007年	市盈率 2008年	市盈率 2009年
上海电气	13,408	4.51	56,437	2,814	0.25	0.28	0.33	20.0	17.9	15.2
哈尔滨动力	9,847	14.3	27,648	1,527	1.1	1.2	1.3	14.2	13.2	12.1
海天国际	6,288	3.94	3,824	568	0.36	0.42	0.52	12.2	10.4	8.4
东方电气	5,593	32.9	24,099	2,224	2.72	2.89	3.21	13.4	12.6	11.4
昆明机床	1,026	9.1	1,266	241	0.23	0.51	0.76	44.0	19.8	13.3
南车时代电气	3,649	8	1,541	347	0.32	0.36	0.47	27.8	24.7	18.9
潍柴动力	5,655	44.7	27,424	2,014	4.36	4.2	4.88	11.4	11.8	10.2
平均值								20.4	15.8	12.8

資料來源：Thomson One, 第一上海

而香港上市的機械設備類公司我們選了 8 家，目前香港的機械設備類公司 2008 年和 2009 年市盈率分別爲 15.8 倍和 12.8 倍。

考慮到農業機械的龍頭公司，我們認爲第一拖拉機 12 個月目標價格爲 4.20 港元，相當於 2008 年收益的 18.2 倍市盈率，高於市場 2008 年平均市盈率。

投資建議

目標價：4.20 港元

我們預測未來 12 個月的目標價格爲 4.20 港元，對照現價格 4.00 港元有 5% 的上升空間，我們給予其“持有”評級。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

財務摘要

損益表

港币 百万元，财务年度截至3月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	6,101.5	6,775.4	7,305.5	7,862.8	8,265.7
毛利	592.4	799.4	752.2	786.1	852.5
其他业务收入	106.7	216.2	222.6	224.9	227.1
销售及管理费用	(229.6)	(273.9)	(236.2)	(241.5)	(253.9)
其他费用	(367.2)	(459.7)	(410.3)	(415.8)	(437.2)
营运收入	102.2	282.0	328.3	353.6	388.5
财务费用	(16.6)	(31.6)	(34.1)	(36.7)	(38.5)
联营公司	1.8	(12.6)	(13.0)	(13.7)	(14.4)
税前盈利	87.5	237.8	281.2	303.3	335.6
所得税	(15.3)	(40.0)	(47.3)	(51.0)	(56.5)
少数股东应占利润	(0.6)	16.0	18.9	20.4	22.6
净利润	72.2	197.8	233.9	252.2	279.1
折旧及摊销	97.9	116.1	128.9	132.7	136.7
EBITDA	185.4	353.9	410.1	436.0	472.3
增长					
总收入（%）	N/A	11.0%	7.8%	7.6%	5.1%
EBITDA（%）	N/A	90.9%	15.9%	6.3%	8.3%
每股收益（%）	N/A	145.7%	1.6%	7.8%	10.7%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率(%)	9.7%	11.8%	10.3%	10.0%	10.3%
EBITDA 利率(%)	3.0%	5.2%	5.6%	5.5%	5.7%
净利率(%)	1.2%	2.9%	3.2%	3.2%	3.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	3.8%	4.0%	3.2%	3.1%	3.1%
实际税率（%）	17.4%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
股息支付率（%）	0.0%	3.3%	1.3%	8.5%	15.5%
库存周转	56.5	51.4	48.0	45.5	43.4
应付账款天数	84.8	68.9	62.9	56.6	50.9
应收账款天数	68.1	63.4	64.3	65.2	66.1
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
收入/总资产	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
总资产/股本	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
盈利对利息倍数	6.2	8.9	9.6	9.6	10.1

资产负债表

港币 百万元，财务年度截至3月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	765.9	1,147.1	1,383.4	1,738.6	2,225.3
应收账款	1,139.2	1,176.2	1,286.1	1,403.9	1,497.0
存货	852.4	841.8	862.3	881.7	880.5
其他流动资产	475.6	664.3	741.9	830.1	921.2
总流动资产	3,233.0	3,829.4	4,273.8	4,854.3	5,524.0
固定资产	1,232.2	1,256.5	1,281.1	1,319.6	1,359.2
无形资产	53.0	53.0	47.7	42.4	33.4
长期投资	473.0	349.2	286.7	274.6	284.4
总资产	4,991.2	5,488.1	5,889.3	6,490.9	7,200.9
短期负债	471.6	576.0	631.6	682.1	714.5
应付帐款	1,279.4	1,144.1	1,129.1	1,097.4	1,034.6
短期银行贷款	441.6	459.9	505.9	556.5	612.1
其他短期负债	209.3	186.2	193.5	198.9	204.4
总短期负债	2,401.8	2,366.1	2,460.1	2,534.8	2,565.6
长期银行贷款	120.0	214.0	235.4	258.9	284.8
其他负债	101.4	155.0	168.5	180.0	189.7
总负债	2,623.2	2,735.2	2,573.5	2,656.8	2,693.9
少数股东权益	0.0	170.0	177.8	214.2	247.7
股东权益	2,368.0	2,752.9	3,315.8	3,834.1	4,507.1
每股账面值	3.02	3.25	3.92	4.53	5.33
营运资金	831.2	1,463.3	1,813.7	2,319.5	2,958.4

现金流量表

港币 百万元，财务年度截至3月底

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
EBITDA	185.4	353.9	410.1	436.0	472.3
融资成本(收入)	16.6	31.6	34.1	36.7	38.5
营运资金变化	38.2	(269.6)	(228.1)	(224.7)	(165.0)
所得税	(25.6)	(29.9)	(5.0)	(0.8)	(0.1)
营运性现金流	214.5	86.1	211.1	247.1	345.8
资本开支	(142.1)	(228.7)	(44.3)	(56.7)	(58.2)
其他投资活动	86.8	155.6	82.3	52.1	54.7
投资性现金流	(55.3)	(73.0)	38.0	(4.6)	(3.5)
负债变化	123.2	336.3	67.4	74.1	81.5
股本变化	0.0	255.8	0.0	0.0	0.0
股息	(6.6)	(3.0)	21.5	43.2	69.4
其他融资活动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	116.6	333.3	88.9	117.3	151.0
现金变化	275.9	346.4	337.9	359.8	493.2
汇率影响	(2.9)	(4.5)	(4.4)	(4.7)	(6.4)
期初持有现金	435.1	708.0	1,049.9	1,383.4	1,738.6
期末持有现金	708.0	1,049.9	1,383.4	1,738.6	2,225.3

資料來源：公司報告，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 年第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放