

其他专用机械

一拖股份（601038.SH）

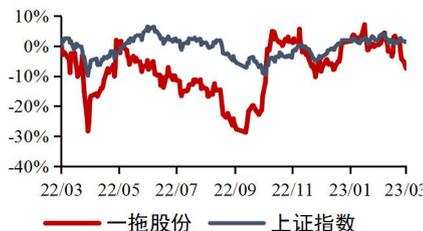
增持-B(维持)

增速快于行业，长期市占率有望继续提升

2023年3月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年3月29日

收盘价(元):	11.26
年内最高/最低(元):	13.53/8.50
流通A股/总股本(亿):	5.94/11.24
流通A股市值(亿):	66.87
总市值(亿):	126.52

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	0.61
摊薄每股收益:	0.61
每股净资产(元):	5.78
净资产收益率:	9.88

资料来源：最闻

分析师：

王志杰

执业登记编码：S0760522090001

邮箱：wangzhijie@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露2022年年报。2022年，公司实现营业收入125.6亿元，同比+34.6%；实现归母净利润6.8亿元，同比+55.4%；扣非后归母净利润7.7亿元，同比+130.2%。其中，22Q4实现营业收入22.4亿元，同比+103.3%；实现归母净利润-1.1亿元，同比减亏1.2亿元。

事件点评

➢ 大中拖机销量增速快于行业，海外销售持续增长。从收入构成来看，公司农业机械、动力机械分别创收116.5亿元、25.8亿元，同比+37.6%、+13.1%，其中分部抵消17.7亿元。从产品销量来看，据中国农机工业协会，2022年，行业骨干企业大中拖销量37.5万台，同比+17.2%；公司大中拖销量8.8万台，创历史新高，同比+27.6%，同时，公司海外销量持续增长，出口数量同比+37.8%。此外，公司柴油机实现销售15.1万台，其中外部市场配套销量同比增长8.3%，进一步获得外部用户认可。

➢ 毛利率小幅下滑0.5pct，经营净现金流大幅增长。（1）2022年，公司毛利率/净利率分别为15.7%/5.2%，同比-0.5pct/+0.4%pct，毛利率下滑主要是原材料价格高位波动叠加能源价格大幅增长所致。（2）期间费用率：公司强化费用管控，四项期间费用率均有下滑，合计8.8%，同比-2.3pct。（3）公司资产减值和信用减值损失合计1.3亿元/同比减少6.9亿元，投资收益0.1亿元/同比减少6.3亿元，主要是因为上年同期法国公司、收获机械公司进行清算，公司计提长期股权投资减值损失以及前期超额亏损进行回转。（4）经营现金流：公司经营活动现金流净额为36.0亿元，同比+518.6%，一方面产品销售增长，另一方面是一拖财务公司与国机财务公司重组、资金收回。

➢ 中央“一号文件”强调要强化农业科技和装备支撑，农机进入高质量发展阶段。“一号文件”指出要加快先进农机研发推广，完善农机购置与应用补贴，在此背景下，农机高质量发展将加速推进。此外，长期来看，国四标准升级有利于行业落后产能出清，促进提效升级，龙头企业市占率有望继续提升。

投资建议

➢ 预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.4/11.1/14.3亿元，同比分别增长23.4%/32.0%/28.8%，对应EPS分别为0.75/0.99/1.27元，对应3月29日收盘价11.26元，PE分别为15.1/11.4/8.9倍。维持“增持-B”的投资评级。

**风险提示：**非道路国四切换导致市场需求变化风险；行业政策调整的风险；



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



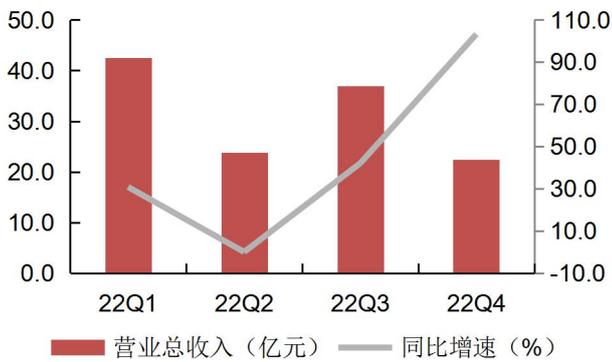
原材料及能源价格波动的风险。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,334	12,564	13,857	15,799	18,784
YoY(%)	23.1	34.6	10.3	14.0	18.9
净利润(百万元)	438	681	841	1,109	1,429
YoY(%)	56.4	55.4	23.4	32.0	28.8
毛利率(%)	17.4	16.4	17.0	17.3	18.1
EPS(摊薄/元)	0.39	0.61	0.75	0.99	1.27
ROE(%)	7.2	9.9	10.9	12.6	14.1
P/E(倍)	28.9	18.6	15.1	11.4	8.9
P/B(倍)	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4
净利率(%)	4.7	5.4	6.1	7.0	7.6

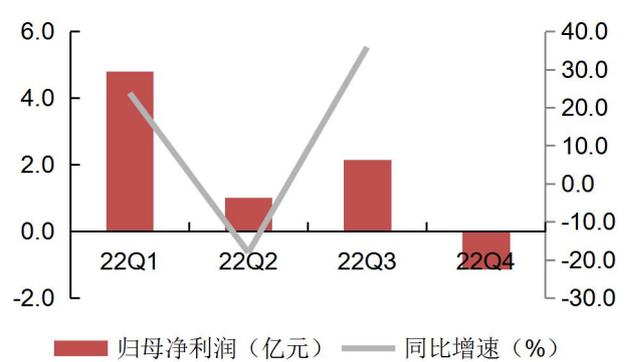
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：公司最近四个季度营收及增速



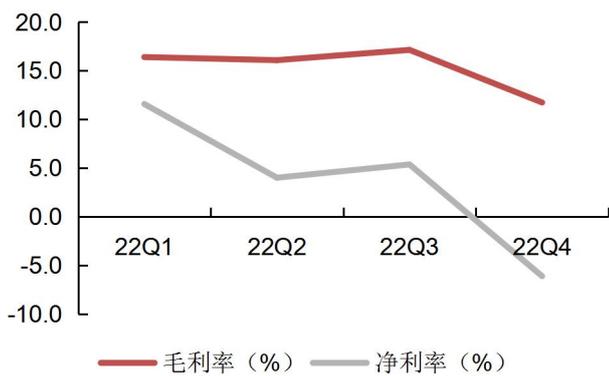
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 2：公司最近四个季度归母净利润及增速



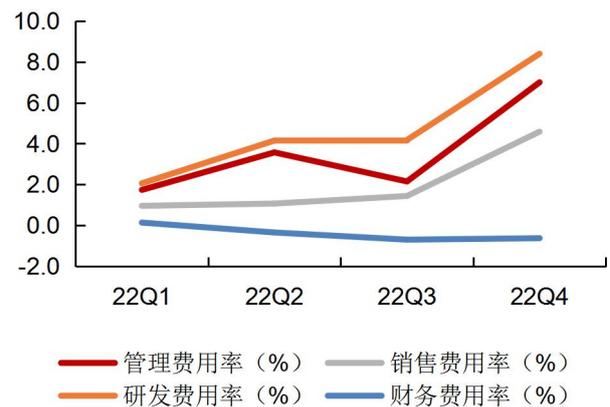
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 3：公司最近四个季度毛利率及净利率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 4：公司最近四个季度费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7696	7882	11236	11627	16239
现金	3243	4364	7041	7764	11353
应收票据及应收账款	364	429	446	551	635
预付账款	243	215	290	285	398
存货	1674	1191	1877	1387	2233
其他流动资产	2171	1684	1581	1639	1620
<b>非流动资产</b>	4644	5104	5005	4886	4874
长期投资	127	636	631	625	617
固定资产	2466	2312	2279	2231	2267
无形资产	751	713	655	595	538
其他非流动资产	1300	1443	1440	1434	1452
<b>资产总计</b>	12340	12986	16241	16512	21114
<b>流动负债</b>	5891	6128	8606	7899	11231
短期借款	270	270	270	270	270
应付票据及应付账款	3435	4116	6843	5594	9060
其他流动负债	2186	1741	1493	2035	1900
<b>非流动负债</b>	466	361	345	332	322
长期借款	110	49	34	20	10
其他非流动负债	356	312	312	312	312
<b>负债合计</b>	6357	6489	8952	8231	11553
少数股东权益	580	539	491	427	345
股本	1124	1124	1124	1124	1124
资本公积	2656	2656	2656	2656	2656
留存收益	1588	2136	2816	3678	4817
归属母公司股东权益	5402	5958	6799	7854	9216
<b>负债和股东权益</b>	12340	12986	16241	16512	21114

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	582	3602	2709	964	3863
净利润	433	642	792	1046	1347
折旧摊销	340	332	284	305	308
财务费用	51	-42	-62	-80	-113
投资损失	-639	-7	-30	-31	-28
营运资金变动	-383	2299	1705	-323	2282
其他经营现金流	780	377	20	47	65
<b>投资活动现金流</b>	273	-2096	-70	-255	-309
<b>筹资活动现金流</b>	-120	-141	38	13	36
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.61	0.75	0.99	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	3.21	2.41	0.86	3.44
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.30	6.05	6.99	8.20

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9334	12564	13857	15799	18784
营业成本	7713	10497	11508	13059	15387
营业税金及附加	43	49	76	78	89
营业费用	204	222	263	300	376
管理费用	363	395	488	526	644
研发费用	415	529	667	711	844
财务费用	51	-42	-62	-80	-113
资产减值损失	-816	-132	-145	-166	-197
公允价值变动收益	38	-232	-20	-47	-65
投资净收益	639	7	30	31	28
<b>营业利润</b>	427	588	853	1088	1379
营业外收入	34	26	33	30	31
营业外支出	1	3	5	5	3
<b>利润总额</b>	460	612	881	1112	1407
所得税	27	-30	89	67	60
<b>税后利润</b>	433	642	792	1046	1347
少数股东损益	-5	-39	-48	-64	-82
<b>归属母公司净利润</b>	438	681	841	1109	1429
EBITDA	727	833	1012	1213	1445

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.1	34.6	10.3	14.0	18.9
营业利润(%)	45.8	37.7	45.1	27.4	26.8
归属于母公司净利润(%)	56.4	55.4	23.4	32.0	28.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.4	16.4	17.0	17.3	18.1
净利率(%)	4.7	5.4	6.1	7.0	7.6
ROE(%)	7.2	9.9	10.9	12.6	14.1
ROIC(%)	6.2	8.2	9.1	10.4	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.5	50.0	55.1	49.8	54.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.5	1.4
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	25.2	31.7	31.7	31.7	31.7
应付账款周转率	2.3	2.8	2.1	2.1	2.1
<b>估值比率</b>					
P/E	28.9	18.6	15.1	11.4	8.9
P/B	2.3	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.0	9.6	5.3	3.7	0.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

