

**投资评级：买入（维持）**
**报告日期：2021年06月20日**
**市场数据**

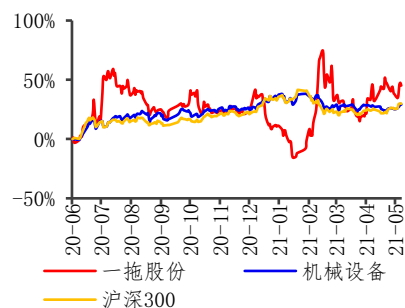
目前股价	16.80
总市值（亿元）	188.77
流通市值（亿元）	165.62
总股本（万股）	112,365
流通股本（万股）	59,391
12个月最高/最低	17.86/7.40

**分析师**

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;一季报大幅超预期，景气周期大拐点&gt;&gt;

2021-04-29

&lt;&lt;第四季度业绩低于预期，行业有望继续走强，依然值得期待&gt;&gt;

2021-04-02

&lt;&lt;行业持续走强，业绩继续大幅增长&gt;&gt;

2020-10-30

&lt;&lt;行业或反转，拖拉机王者，再奏强音&gt;&gt;

2020-07-02

# 聚焦乡村振兴，行业景气，龙头企业受益明显

## ——一拖股份（601038）公司动态点评

**盈利预测**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5830	7582	10214	12098	14227
(+/-%)	2.6%	30.1%	34.7%	18.5%	17.6%
归母净利润（百万元）	61	280	976	1171	1402
(+/-%)	-104.7%	355.7%	248.2%	20.1%	19.7%
摊薄 EPS（元/股）	0.05	0.25	0.87	1.04	1.25
PE	203	45	19	16	13

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 事件：**6月18日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定针对今年以来农资价格较快上涨，对实际种粮农民一次性发放补贴。6月19日，人民日报刊发关于农业农村部、财政部联合印发《2021—2023年农机购置补贴实施指导意见》的解读。
- 聚焦乡村振兴，新一轮农机购置补贴政策出台，有升有降，支持农机装备转型升级，促进行业优胜劣汰：**农机购置补贴从出台至今，是一项重要的强农惠农富农政策。自2004年政策出台以来，政策支持强度逐渐加大，惠及范围不断扩大，政策效果也持续显现。截至2020年底，中央财政累计投入2392亿元，扶持3800多万农民和农业生产经营组织购置各类农机具4800多万台（套）。2020年，全国农机总动力10.3亿千瓦，农机保有量2.04亿台（套），分别较2003年增长72%和63%。全国农作物耕种收综合机械化率71%，较2003年提高39个百分点，其中，小麦、水稻、玉米等主要农作物耕种收综合机械化率均已超过80%。根据《人民日报》介绍，新一轮补贴政策在范围、标准等方面作了适当调整，引导农民购置使用先进适用的农业机械，推动农业机械化向全程全面高质高效转型升级，加快提升农业机械化产业链现代化水平。**在补贴范围上**，主要突出稳产保供。新一轮农机购置补贴范围，调整扩展为十五大类44个小类172个品目，基本涵盖了粮食等主要农作物以及重要畜禽产品全程机械化生产所需的主要机具装备。其中，重点增加了丘陵山区农业生产和畜牧水产养殖、农产品初加工急需以及支持农业绿色发展和数字化建设的机具品目。**在补贴标准上**，突出“有升有降”。总体来说，继续实行定额补贴，依据同档产品上年市场销售均价按不超过30%的比例测算确定各档次补贴额，且通用类机具补贴额不超过农业农村部发布的最高补贴额。提高重点区域水稻插（抛）秧机、重型免耕播种机、玉米籽粒收获机等粮食生产薄弱环节所需机具，丘陵山区特色农业发展急需机具以及高端、复式、智能农机产品的补贴额测算比例。《2021—2023年农机购置补贴实施指导意见》明确指出，各省份围绕提升粮食生产薄弱环节和丘陵山区农机化水平、支持引导

农民购置使用高端、智能农机产品，可选择不超过 10 个品目的产品，或同一品目不同档次的产品，提高其补贴额测算比例至 35%，且通用类机具的补贴额可在 20% 的幅度内高于相应档次中央财政资金最高补贴额。并且对于各省份选择区域内保有量明显过多、技术相对落后的轮式拖拉机等机具品目或档次，降低其补贴标准，到 2023 年将其补贴额测算比例降至 15% 以下，推进农机装备转型升级和结构优化，行业有望向研发实力强的龙头集中。

- **智能化、无人驾驶农机趋势到来，公司提前布局，具有先发优势，未来将长期收益：**2019 年一拖集团与华为签定全面合作协议，共同打造在智慧农业、智能工厂、无人驾驶等领域智慧化解决方案，加速推动我国农业机械行业的转型升级。公司近年来始终坚持在北斗导航终端应用、运行监测、大数据平台建设、自助辅助驾驶等领域开展研发工作，并取得了较好效果。2019 年，内蒙古通辽项目销售 185 台自动驾驶拖拉机，实现了我国自动驾驶拖拉机首次大规模应用。2020 年，由公司控股子公司拖研所公司参股的洛阳智能农业装备研究院有限公司，完成了中国首台 5G+氢燃料电动无人驾驶拖拉机的研制。“十四五”期间，公司将继续瞄准现代农业、绿色农业、精准农业的发展趋势，加快智能化、新能源等高端装备的研发和产业化。
- **拖拉机补贴引入 K 值，对中小低端制造企业挤出效应明显，行业龙头未来有望持续受益，进一步扩张市场占有率：**2019 年 3 月，农业农村部发布了《“大马拉小车”问题农机产品消费警示》，该警示指出：所谓“大马拉小车”问题产品，即发动机功率与底盘设计严重不匹配，发动机功率大大超过底盘所能承受极值的产品，近年来在拖拉机上的表现尤为突出；“大马拉小车”表面看是底盘问题，其本质是因自重过轻以致牵引性能不能正常发挥，难以配套有效的、适合的作业机具；部分拖拉机厂商在利益驱动下，不靠提升产品品质和售后服务增强竞争力，而是通过小功率段底盘配置大功率发动机的方式来降低成本，以劣质、低价或者超低价进行竞争，进而催生“大马拉小车”乱象。在这种现状之下，K 值应运而生，政府希望能借 K 值有效遏制“大马拉小车”乱象的进一步蔓延，既保护消费者的利益，又能把拖拉机发展的大好形势重新拉入正轨，这就是 K 值产生的意义所在。K 值的引入将有望淘汰一批不符合 K 值要求的产品，而行业内龙头企业在产品品质和售后服务竞争力较强，有望在未来实现替代，从而扩张市场占有率。
- **外资企业逐步退出中国市场，国产龙头品牌已有能力实现高端产品替代：**近期，外资拖拉机企业逐步停止产能，并且计划退出中国市场，根据拖拉机行业的市场份额，外资企业的市场份额逐年减少，目前很多国产品牌在大马力段的产品力已经可以与外资品牌相媲美，在外资产品逐步减少产能的背景下，国产龙头企业有望加速实现大马力段产品的进口替代进程，一拖股份作为国内龙头企业，在自动驾驶、大马力、智能化等高端产品储备充足，有望占领国内高端市场较大的份额，受益明显。
- **粮食安全与价格预期双重提升，中大轮拖保有量降至近几年低位，大中轮拖报废高峰期有望带来更新周期，行业集中度提升，未来行业有望持续好于市场预期：**农业现代化作为经济内循环的基础保障，更受国家重视，

出台多项加强农业基本盘的政策，在耕种红线的硬约束、土地流转、粮价上涨预期都给行业带来较大正面支持，行业经过近4年的低迷后出现小幅反弹，同时存在较多小型企业退出市场的迹象，中大轮拖保有量降至近几年低位，年报废量与年新增销量的缺口加大导致大中轮拖保有量出现下滑趋势，保有量承压，考虑更新高峰有望来临等因素，基于对农机行业景气度开始回升的判断，未来几年行业或将迎来持续回暖。根据国家统计局数据显示：2021年第一季度中国大型拖拉机累计产量为2.9万台，累计增长113.8%；中型拖拉机累计产量为9.7万辆，累计增长68.93%。

- **伴随着60年代主要农村劳动力人群的老齡化，土地集中存在加速的可能，有望带来大中轮拖替代小轮拖的长期成长：**我国“十四五”规划以及2021年“中央一号文件”中，进一步明确我国将加快农业农村现代化，推动农业关键核心技术攻关，提高农业质量效益和竞争力，加大农机购置补贴力度、开展作业补贴，推进农业现代经营体系建设、鼓励发展多种形式的适度规模经营。农机装备产业对促进我国现代农业发展的支撑作用将愈发重要，并且在耕种红线的硬约束、土地流转、粮价上涨预期都给行业带来较大正面支持。近年来我国农村劳动力老齡化的趋势愈发明显，根据历年人口统计年鉴数据显示，农业从业人口从2009年的6.89亿人下降到2019年的5.52亿，下降了近20%，因此我国农业正在从“小农经营”向农业大户、合作社、小农场、大农场等集约化转变，土地集中存在加速的可能。根据农业农村部《新型农业经营主体和服务主体高质量发展规划(2020-2022年)》中指出2022年建成100万个家庭农场，对于大中型农业机械的需求也会有保障，也会推动拖拉机需求的马力段上移，长期利好中大轮拖行业龙头。
- **投资建议：**鉴于农机行业高景气，一季度行业及公司销量大幅超预期，公司抓改革促效益的管理提升和产品结构优化，根据模型测算，继续维持“买入”评级，预计2021-2023年营业收入102亿元、121亿元、142亿元，归母净利润分别为9.76亿元、11.71亿元、14.02亿元，EPS分别为0.87元、1.04元、1.25元，对应PE为19倍、16倍、13倍。并且可关注公司香港上市实体：第一拖拉机股份（0038.HK）。
- **风险提示：**农业、农机补贴等支持政策不及预期、行业竞争加剧风险、改革效果不及预期、突发公共卫生事件冲击、材料及部件成本大幅增加的风险、统计误差、预测参数、假设等不及预期等等风险。

## 附：盈利预测表

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5830.18	7582.48	10213.60	12098.00	14227.25
营业成本	4808.28	6020.04	8091.21	9547.75	11226.73
营业费用	305.53	358.19	410.59	485.13	569.09
管理费用	382.37	354.22	403.44	459.72	540.64
研发费用	356.61	339.04	434.08	496.02	606.08
财务费用	61.71	52.23	20.91	36.92	14.74
其他收益	94.22	105.12	78.66	92.67	92.15
投资净收益	242.40	349.31	203.62	265.11	272.68
营业利润	143.70	292.73	1079.64	1388.18	1582.42
营业外收支	38.93	14.61	29.94	27.83	24.12
利润总额	182.62	307.33	1109.58	1416.01	1606.55
所得税	56.11	26.37	131.25	241.36	200.57
少数股东损益	65.04	0.81	2.83	3.39	4.06
归母净利润	61.48	280.15	975.51	1171.26	1401.91

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6415.22	7442.99	10998.39	10771.96	14313.93
货币资金	1401.03	1702.63	3662.15	4255.44	6058.00
应收票据及应收账款合计	758.79	377.09	1081.99	779.24	1253.22
其他应收款	38.66	26.30	61.20	42.45	79.44
存货	1001.79	1356.27	2382.53	1896.37	2950.78
<b>非流动资产</b>	5213.80	4899.62	5774.40	6158.70	6623.78
固定资产	2814.82	2617.73	3467.82	3950.96	4471.42
资产总计	11629.02	12342.61	16772.79	16930.67	20937.71
<b>流动负债</b>	6307.59	6874.68	10261.94	9297.41	11944.19
短期借款	1419.53	834.26	1677.10	1310.30	1273.89
应付账款	2256.46	3335.51	4755.70	2732.73	7029.64
<b>非流动负债</b>	537.57	492.40	493.14	461.96	442.58
长期借款	139.08	99.80	79.84	59.88	39.92
负债合计	6845.16	7367.09	10755.07	9759.37	12386.77
<b>股东权益</b>	4783.87	4975.52	6017.72	7171.30	8550.94
股本	985.85	985.85	1123.65	1123.65	1123.65
留存收益	971.55	1237.17	1957.29	2821.93	3856.83
少数股东权益	713.86	637.34	640.17	643.56	647.62
负债和股东权益	11629.02	12342.61	16772.79	16930.67	20937.71

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	330.73	1248.78	1866.88	1620.95	2497.09
其中营运资本减少	961.58	1387.07	779.73	303.49	903.04
<b>投资活动现金流</b>	1193.12	479.94	-799.70	-571.69	-597.66
资本支出	249.12	81.21	821.35	420.69	475.99
<b>筹资活动现金流</b>	-1686.59	-1417.01	892.34	-455.97	-96.87
现金净增加额	-159.47	296.71	1959.53	593.29	1802.56

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	2.6%	30.1%	34.7%	18.5%	17.6%
营业成本增长	-5.7%	25.2%	34.4%	18.0%	17.6%
营业利润增长	110.6%	103.7%	268.8%	28.6%	14.0%
利润总额增长	-113.9%	68.3%	261.0%	27.6%	13.5%
归母净利润增长	-104.7%	355.7%	248.2%	20.1%	19.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.5%	20.6%	20.8%	21.1%	21.1%
销售净利率(%)	2.2%	3.7%	9.6%	9.7%	9.9%
ROE(%)	2.6%	5.6%	16.6%	16.7%	16.7%
ROIC(%)	5.2%	21.2%	72.5%	80.8%	136.5%
<b>营运效率</b>					
销售费用/营业收入	5.2%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用/营业收入	6.6%	4.7%	4.0%	3.8%	3.8%
研发费用/营业收入	6.1%	4.5%	4.3%	4.1%	4.3%
财务费用/营业收入	1.1%	0.7%	0.2%	0.3%	0.1%
投资收益/营业利润	168.7%	119.3%	18.9%	19.1%	17.2%
所得税/利润总额	30.7%	8.6%	11.8%	17.0%	12.5%
应收账款周转率	6.91	13.35	14.00	13.00	14.00
存货周转率	3.95	5.11	4.33	4.46	4.63
流动资产周转率	0.84	1.09	1.11	1.11	1.13
总资产周转率	0.47	0.63	0.70	0.72	0.75
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.9%	59.7%	64.1%	57.6%	59.2%
流动比率	1.02	1.08	1.07	1.16	1.20
速动比率	0.50	0.50	0.58	0.68	0.72
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	0.05	0.25	0.87	1.04	1.25
每股净资产	3.62	3.86	4.66	5.69	6.91
每股经营现金流	1.06	1.50	1.66	1.44	2.22
每股经营现金/EPS	19.37	6.04	1.91	1.38	1.78
<b>估值比率</b>					
P/E	307.07	67.38	19.35	16.12	13.47
PEG	-17.48	0.71	-0.10	0.15	0.19
P/B	4.64	4.35	3.60	2.95	2.43
EV/EBITDA	34.42	26.62	11.50	8.51	6.70
EV/SALES	3.37	2.33	1.64	1.30	0.97
EV/IC	3.01	3.20	2.30	1.95	1.48
ROIC/WACC	0.59	2.43	8.32	8.76	14.42
REP	5.07	1.32	0.28	0.22	0.10



**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>