

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年10月30日
市场数据

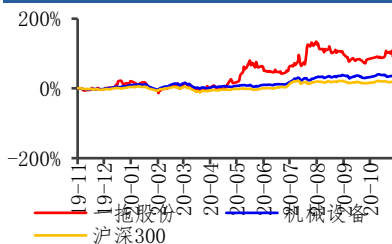
目前股价	11.6
总市值（亿元）	114.36
流通市值（亿元）	68.89
总股本（万股）	98,585
流通股本（万股）	59,391
12个月最高/最低	14.97/5.15

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

<<毛利率与市占率稳步提升，马力段有望持续上移，未来可期>> 2020-08-27

<<业绩预告超预期，行业好转或持续>>

2020-07-26

<<行业或反转，拖拉机王者，再奏强音>>

2020-06-09

行业持续走强，业绩继续大幅增长

——一拖股份（601038）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5541	5737	7192	8775	10370
(+/-%)	-23.2%	3.5%	25.4%	22.0%	18.2%
净利润（百万元）	-1300	61	489	597	749
(+/-%)	-2400.5%	-104.7%	695.8%	22.0%	25.5%
摊薄 EPS（元）	-1.32	0.06	0.50	0.61	0.76
PE	-9	186	23	19	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 三季度报告业绩持续超预期，毛利率与市占率维持高位，大轮拖占比持续优化：**公司 2020 年前三季度实现营业总收入 64.63 亿元，同比增长 24.39%，实现归母净利润 4.78 亿元，同比增长 580.71%，经营活动产生的现金流量净额 7.70 亿元，同比增长 530.56%，其中第三季度实现营业收入 23.46 亿元，同比增长 32.57%，实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 205.23%，产品综合毛利率 20.12%，同比提升 5.4pct，毛利率和净利率均维持高位。从销量来看，公司大中拖销量持续高于行业平均水平，据农机工业协会数据显示，上半年市占率达到 24.3%，同比提升 1.64pct。公司业绩大幅增长主要因为 1) 行业销量持续向好，根据国家统计局数据显示，第三季度大中轮拖产量同比增长 32.55%；2) 公司不断优化产品结构，高附加值大轮拖销量占比提升，L 系列 140-160 马力段拖拉机销量增长明显，大中拖市占率提升；3) 持续推进采购成本优化，综合采购成本进一步下降。
- 受益农业集约化，农村劳动力流出及老龄化，马力段上移，长期利好中大轮拖行业龙头，研发持续推进，产品竞争力不断提升，拖拉机龙头地位稳固：**根据历年人口统计年鉴数据显示，农村劳动力老龄化（45-64 岁）比率从 2010 年的 25.4% 上升到 2018 年的 29.8%，农村劳动人口的年龄在 45 岁以上占比 44%，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%，考虑到外出务工等统计影响，实际在农村从业的年轻劳动力占比或更低。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，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。前三季度公司研发投入 2.5 亿元，与去年同期基本持平，公司稳步推进动力换挡、国四拖拉机、CVT 无级变速控制等重点研发项目，布局智能化农机产品，拥有全系列

轮拖及履带拖拉机产品，高中低各马力段非道路用动力机械产品，同时也拥有国内拖拉机行业最完整的核心零部件制造体系，具备车身、铸锻件、发动机、齿轮等拖拉机核心零部件制造能力，行业龙头地位稳固。

- **维稳农业基本盘，作为经济内循环的基础保障，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，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，耕地地力保护补贴 2020 年预计安排资金 1204.85 亿元，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，预计 2020 年大中轮拖保有量约为 590 万台，而 2017 年大中轮拖保有量为 670 万台，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，7-9 月份大中轮拖产量 7.76 万台，同比增长 32.55%，其中大轮拖增速 87.51%，明年行业有望持续好于市场预期。
- **投资建议：**基于对农机行业景气度有望回升和公司抓改革促效益的管理提升的判断，根据模型测算，公司收入及毛利率有望持续提升，继续给予“强烈推荐”评级，预计 2020-2022 年营业收入 71.92 亿元、87.75 亿元、103.70 亿元，归母净利润分别为 4.89 亿元、5.97 亿元、7.49 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.58 元、0.76 元，对应 PE 为 23 倍、19 倍、15 倍。
- **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。

1.1 附：盈利预测表

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5541.00	5736.94	7191.67	8774.72	10369.97
营业成本	5098.43	4808.28	5819.47	7108.70	8425.49
营业费用	461.87	305.53	255.30	293.95	337.02
管理费用	764.20	382.37	370.37	447.51	523.68
研发费用	378.39	356.61	226.54	273.77	323.54
财务费用	105.05	61.71	47.20	50.70	55.10
其他收益	36.62	94.22	65.42	79.82	72.62
投资净收益	19.16	242.40	139.49	133.68	171.85
营业利润	-1351.04	143.70	602.83	723.16	921.43
营业外收支	36.29	38.93	47.74	41.48	42.55
利润总额	-1314.75	182.62	650.57	764.64	963.98
所得税	50.22	56.11	151.27	156.35	199.22
少数股东损益	-64.86	65.04	10.08	11.48	15.61
净利润	-1300.11	61.48	489.22	596.82	749.16

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7532.43	6415.22	7457.26	7853.54	9098.20
货币资金	1549.85	1401.03	1489.91	1126.25	937.08
应收票据及应收账款合计	929.49	758.79	1325.75	1468.74	2638.17
其他应收款	65.74	38.66	92.21	67.47	121.24
存货	1430.35	1001.79	1601.94	1851.99	2179.23
非流动资产	5608.31	5213.80	5515.54	5857.05	6126.42
固定资产	2942.86	2814.82	3185.42	3586.43	3957.76
资产总计	13140.74	11629.02	12972.80	13710.59	15224.61
流动负债	7183.18	6307.59	7460.26	7948.10	9134.89
短期借款	2777.52	1419.53	2076.97	2091.34	1862.61
应付账款	2153.45	2256.46	2840.37	3468.01	4057.02
非流动负债	1301.49	537.57	229.36	-114.93	-548.95
长期借款	868.47	139.08	-168.64	-528.79	-952.41
负债合计	8484.67	6845.16	7689.63	7833.17	8585.94
股东权益	4656.08	4783.87	5283.17	5877.42	6638.67
股本	985.85	985.85	985.85	985.85	985.85
留存收益	935.18	971.55	1439.14	2037.77	2787.35
少数股东权益	648.99	713.86	723.94	735.42	751.03
负债和股东权益	13140.74	11629.02	12972.80	13710.59	15224.61

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-384.40	330.73	527.55	782.17	993.11
其中营运资本减少	135.57	961.58	-177.74	-86.83	-37.71
投资活动现金流	-546.27	1193.12	-119.49	-751.16	-460.91
资本支出	268.43	249.12	311.53	336.09	308.42
筹资活动现金流	-734.84	-1686.59	-319.17	-394.67	-721.36
现金净增加额	-1667.15	-159.47	88.88	-363.66	-189.16

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5541	5737	7192	8775	10370
YoY(%)	-23.2%	3.5%	25.4%	22.0%	18.2%
净利润	-1300	61	489	597	749
YoY(%)	-2400.5%	-104.7%	695.8%	22.0%	25.5%
摊薄EPS	-1.32	0.06	0.50	0.61	0.76
P/E(倍)	-9	186	23	19	15

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-23.2%	3.5%	25.4%	22.0%	18.2%
营业成本增长	-15.5%	-5.7%	21.0%	22.2%	18.5%
营业利润增长	-1595.4%	110.6%	319.5%	20.0%	27.4%
利润总额增长	-2445.4%	-113.9%	256.2%	17.5%	26.1%
净利润增长	-2400.5%	-104.7%	695.8%	22.0%	25.5%
获利能力					
毛利率(%)	8.0%	16.2%	19.1%	19.0%	18.8%
销售净利率(%)	-24.6%	2.2%	6.9%	6.9%	7.4%
ROE(%)	-29.3%	2.6%	9.5%	10.3%	11.5%
ROIC(%)	-27.6%	5.2%	15.5%	16.7%	19.0%
营运效率					
销售费用/营业收入	8.3%	5.3%	3.6%	3.4%	3.3%
管理费用/营业收入	13.8%	6.7%	5.2%	5.1%	5.1%
研发费用/营业收入	6.8%	6.2%	3.2%	3.1%	3.1%
财务费用/营业收入	1.9%	1.1%	0.7%	0.6%	0.5%
投资收益/营业利润	-1.4%	168.7%	23.1%	18.5%	18.7%
所得税/利润总额	-3.8%	30.7%	23.3%	20.4%	20.7%
应收账款周转率	4.11	6.80	6.90	6.28	5.05
存货周转率	3.92	3.95	4.47	4.12	4.18
流动资产周转率	0.69	0.82	1.04	1.15	1.22
总资产周转率	0.41	0.46	0.58	0.66	0.72
偿债能力					
资产负债率(%)	64.6%	58.9%	59.3%	57.1%	56.4%
流动比率	1.05	1.02	1.00	0.99	1.00
速动比率	0.48	0.50	0.48	0.44	0.49
每股指标 (元)					
EPS	-1.32	0.06	0.50	0.61	0.76
每股净资产	4.06	4.13	4.62	5.22	5.97
每股经营现金流	-0.70	1.21	0.54	0.79	1.01
每股经营现金/EPS	0.53	19.37	1.08	1.31	1.33
估值比率					
P/E	-8.80	186.02	23.38	19.16	15.26
PEG	0.03	-10.59	0.17	-0.11	0.19
P/B	2.85	2.81	2.51	2.22	1.94
EV/EBITDA	-16.51	21.40	11.91	9.97	8.02
EV/SALES	2.46	2.13	1.70	1.37	1.12
EV/IC	1.70	1.87	1.81	1.72	1.64
ROIC/WACC	-3.34	0.63	1.88	1.92	2.03
REP	-0.51	2.98	0.96	0.90	0.81

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所，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：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——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：

推荐——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；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

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>