解构中国智慧农业

2015年1月

解构中国智慧农业之机械篇——农业机械行业专题研究

拥抱新一轮黄金十年，掘金投资新机遇

2015 年 1 月 29 日

投资要点

- **农机行业：未来 10 年望进入新一轮黄金发展期。**2004-2012 年是农机补贴推动的黄金十年，2014 年我国综合农机化率达 61%，农业机械总产值超 4000 亿元。预计 2020 年农业机械化水平将达到 70%，农业机械总产值有望达到 8000 亿元。未来十年农机行业享有近 4 千亿增长空间，年均增速预计 10-15%。目前，农机行业成长与转型交融，产业集中程度低，发展不平衡，预计未来农机产品还将向多元化发展。
- **政策为本，四大因素驱动新的黄金十年。**（1）农民人均收入提高、农产品消费升级，奠定农机发展基础，买方信用刺激农机需求；（2）农机补贴政策强化、新型城镇化、土地流转与高标准农田规划推动农业经营规模化，是拉动农机需求的第一动力；（3）劳动力成本上升、产业结构调整，拉动多层次农机需求；（4）大互联时代技术重构产业链，催生农机新改革。
- **未来三大趋势：传统农机全面升级，新兴农机解决方案迎来黄金期。**（1）农业经营规模化释放能量，加速机械化水平提升和产业升级，全过程化、大型化、自动化转型趋势凸显，看好大型化、自动化农机供应商，烘干机、深松机等高效增产机械可望成为新热点，预计仅植保无人机一项应用市场空间即达 400 亿元。（2）技术突破+消费模式变革，现代农业信息化蓄势待发，农业物联网、智慧农业方案空间逐渐打开，智慧农业解决方案供应商料将逐步挤占单一农机设备企业空间。（3）补贴政策红利+行业标准化+电商涌入，冷链设备行业料将进入黄金发展期，成长空间巨大，预计冷库、冷藏车市场规模分别可达 134 和 82.2 亿元。
- **风险因素：**经济周期导致的风险；国家农业政策变化的风险；主要原材料价格波动风险；自然灾害等不可抗力等。
- **投资策略：农机行业存在投资机会，行业事件、经营业绩、公司事件为三类主要驱动逻辑。**我们判断，农机行业处于新一轮黄金发展期，未来 10 年农机行业可望享有 10-15%增速，首次给予行业“强大于市”评级。政策驱动农机行业增量需求+升级需求，适宜行业主题投资；具备产品多样性的地区性、行业性龙头企业适宜经营业绩投资，推荐关注一拖股份、中联重科和新界泵业；拥有优质技术资产的新农机设备公司适宜事件投资，推荐关注美亚光电、江淮动力、汉钟精机、通裕重工、隆鑫通用和伊立浦。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB	评级
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E		
美亚光电	45.5	0.62	0.89	1.25	1.69	73	51	36	27	3.6	买入
一拖股份	13.66	0.22	0.08	0.14	0.24	62	171	98	57	2.1	买入
中联重科	6.17	0.5	1.11	1.01	1.1	12	6	6	6	1.0	增持
江淮动力	6.03	0.08	0.05	0.1	0.16	75	121	60	38	5.6	增持
新界泵业	11.1	0.38	0.35	0.42	0.52	29	32	26	21	12.2	增持
汉钟精机	18.17	0.57	0.74	0.92	1.09	32	25	20	17	4.9	增持
通裕重工	5.79	0.07	0.13	0.2	0.28	83	45	29	21	1.5	增持
隆鑫通用	14.58	0.69	0.81	0.91	1.04	21	18	16	14	3.1	增持
伊立浦	29.14	0.13	0.07	0.11	0.12	224	416	265	243	14.6	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

强于大市（首次）

中信证券研究部

刘海博
电话：0755-23835418
邮件：liuhaibo@citics.com
执业证书编号：S1010512080011

朱颖
电话：010-60836723
邮件：zhuying@citics.com
执业证书编号：S1010514080006

刘芷冰
电话：021-20262126
邮件：liuzhibing@citics.com
执业证书编号：S1010514070001

行业表征指标

行业表征指标	指标走向
行业景气趋势	→
行业利润增长率	→
行业估值水平	59（PE）
行业投资评级	强于大市

相关研究

1. 《中国智能装备行业专题报告—迎接中国机器人产业化浪潮》.....2013-10-11
2. 《机器人行业深度报告—迎接机器人行业的高成长盛宴》..... 2014-07-09
3. 《机械行业 2015 年投资策略—基建海外酝酿机遇，国企改革如沐春风》..... 2014-12-09

目录

投资聚焦 1
投资逻辑 1
创新之处 1
农机行业：未来 10 年望进入新一轮黄金发展期 2
概览：产品需求凸显地域、品种差异，行业成长与转型交融 2
产业链及行业格局：竞争激烈，集中度低，行业洗牌不可避免 3
行业现状：千亿产值增长空间，发展逐步趋向多元 4
驱动因素：政策为本，四大因素驱动新黄金十年 7
经济：收入提高+消费升级+买方信用刺激，奠定发展基础 7
政策：多方政策支持持续加强，拉动需求第一动力 8
结构调整：多层结构调整，拉动多层次需求 15
技术：大互联时代技术重构产业链，催生新变革 15
行业趋势：传统产业加速升级，新兴农机解决方案迎来黄金期 16
农业经营规模化释放能量，加速机械化水平提升、产业升级 16
技术突破+消费模式变革，现代农业信息化蓄势待发 20
补贴政策红利+行业标准化+电商涌入，冷链设备行业空间打开 21
风险因素 23
行业投资策略：农机行业存在投资机会，行业事件、经营业绩、公司事件三类驱动逻辑 23
投资逻辑：传统分化整合带来发展空间，新兴农机解决方案迎来黄金期 23
重点推荐公司 25

插图目录

图 1：我国地形结构图 2
图 2：我国地形构成 2
图 3：农业机械行业产业链 3
图 4：生产-加工-处理流程中的农机产品示例 4
图 5：建国以来我国农业机械发展历程 5
图 6：2004-2014 年我国农业机械总动力 6
图 7：2003-2013 年我国农业机械营业总收入 6
图 8：农机行业发展的四大驱动因素 7
图 9：我国农村、城镇居民家庭人均年总收入及增速 8
图 10：2003 年至今我国粮油批发价综合指数 8
图 11：2004-2013 年我国农机补贴金额及增速 10
图 12：2011 年我国农机补贴对象占比 11
图 13：中日韩三国的农业机械化水平比较 12
图 14：2004 年至今我国每亩人均雇工工价 15
图 15：农业信息技术 16
图 16：2013 年各国户均经营耕地面积 17
图 17：2009-2013 年我国农业合作社数量 17
图 18：近年来我国农业机械化率及增长率 17
图 19：2013 年各国农业机械化率对比 17
图 20：2014 年中国各农业生产环节的机械化水平 18
图 21：2014 年 3-8 月我国拖拉机产量及增速 19
图 22：我国自走式玉米收获机占玉米收获机的 比例 19
图 23：农业植保无人机正在作业 19
图 24：智慧农业系统构成 20
图 25：农业物联网构成 21
图 26：近年来我国冷链市场规模及预测 22
图 27：2013 年我国冷链市场分类占比 22
图 28：冷链物流中主要机械设备构成 22
图 29：近 3 年我国冷库存储能力及预测 23
图 30：近年来我国冷藏车保有量及预测 23

表格目录

表 1：农业机械行业分类 2
表 2：2014 年我国主要经济作物农机化水平 3
表 3：世界主要农业机械制造企业基本情况 5
表 4：建国以来我国农业机械发展阶段特点及事件 5
表 5：美国、日本、韩国的农业机械化进程 7
表 6：我国历年一号文件及相关内容 9
表 7：2008 年以来我国农机补贴政策变化情况一览 11
表 8：世界主要国家农机补贴方式 12
表 9：各国农业机械化时间 13
表 10：我国土地流转与非流转模式的收益比较 13
表 11：高标准农田建设任务分解指标 14
表 12：我国各地区 2015 年农业综合机械化水平规划 18
表 13：油动植保无人机市场估算 20
表 14：国内外冷链发展状况对比 22
表 15：重点公司估值比较及投资评级 24
表 16：美亚光电主要盈利指标预测 25
表 17：一拖股份主要盈利指标预测 26
表 18：中联重科主要盈利指标预测 27
表 19：江淮动力主要盈利指标预测 28
表 20：新界泵业主要盈利指标预测 29
表 21：汉钟精机主要盈利指标预测 30
表 22：通裕重工主要盈利指标预测 31
表 23：隆鑫通用主要盈利指标预测 32
表 24：伊立浦主要盈利指标预测 33
表 25：赛为智能主要盈利指标预测 34
表 26：宗申动力主要盈利指标预测 35
表 27：金通灵主要盈利指标预测 36

投资聚焦

投资逻辑

农机行业未来 10 年有望进入新一轮黄金发展期。2004-2012 年是农机补贴推动的“黄金十年”，2014 年我国综合农机化率达 61%，农业机械总产值超 4000 亿元。预计 2020 年，农业机械化水平将达到 70%，农业机械总产值有望达到 8000 亿元。未来十年农机行业享有近 4 千亿增长空间，年均增速预计 10-15%。目前，农机行业成长与转型交融，产业集中程度低，发展不平衡，预计未来农机产品还将向多元化发展。

经济、政策、结构调整、技术四大驱动力，拥抱新的黄金十年。具体驱动因素包括：（1）农民人均收入提高、农产品消费升级，奠定农机发展基础，买方信用刺激农机需求；（2）农机补贴政策强化、新型城镇化、土地流转与高标准农田规划推动农业经营规模化，是拉动农机需求的第一动力；（3）劳动力成本上升、产业结构调整，拉动多层次农机需求；（4）大互联时代技术重构产业链，催生农机新改革。

未来三大趋势：传统农机全面升级、新兴农业信息化、冷链设备迎来黄金期。（1）农业经营规模化释放能量，加速机械化水平提升和产业升级，全过程化、大型化、自动化转型趋势凸显，看好大型化、自动化农机供应商，烘干机、深松机等高效增产机械可望成为新热点，预计仅植保无人机一项应用市场空间即达到 400 亿元。（2）技术突破+消费模式变革，现代农业信息化蓄势待发，农业物联网、智慧农业方案空间逐渐打开，智慧农业解决方案供应商将逐步挤占单一农机设备企业空间。（3）补贴政策红利+行业标准化+电商涌入，冷链设备行业进入黄金发展期，成长空间巨大，预计冷库、冷藏车市场规模分别可达 134 和 82.2 亿元。

政策驱动农机行业增量需求+升级需求，适宜行业主题投资。国家相关农业发展政策有望为农机机械行业带来：1）农机化水平提升的增量需求；2）大型化农机、高端机械市场的升级需求；3）农业信息化、智慧农业发展空间。

具备产品多样性的地区性、行业性龙头企业，适宜经营业绩投资。在农机行业快速发展的大背景下，产品普及率低且受政府政策扶持的收获机子行业（如玉米）、受益于国家水利建设的排灌机械子行业、受益于产品结构升级的拖拉机子行业、市场空间较大的种植施肥机械子行业（尤其是水稻插播机）都是我们所看好的细分农机行业。

拥有优质技术资产的新农机设备企业，适宜事件主题投资。我们认为，1）拥有优质技术资产的相关无人机等新设备和农业信息化开拓者将拥有巨大发展机遇；2）智慧农业解决方案供应商而非单一农机设备企业机会更大；3）拥有技术优势、市场开拓力的冷链物流设备供应商；4）食品消费升级带动下的精细农产品加工机械供应商。

创新之处

我们认为，我国农机行业需求有望进入新一轮黄金发展期。大互联时代信息基础对农业机械行业产生作用，农业信息化、无人机、智慧农业推动机械产业链重构；传统农机行业迎来整合机遇，农机行业集中度将不断提升；农产品消费升级将带来冷链物流设备和精细粮食加工设备发展机遇。

农机行业：未来 10 年望进入新一轮黄金发展期

概览：产品需求凸显地域、品种差异，行业成长与转型交融

农业机械是指在作物种植业和畜牧业生产发展过程中以及农、畜产品初加工和处理过程中所使用的各种机械。农业部将农业机械分成 14 个大类：

表 1：农业机械行业分类

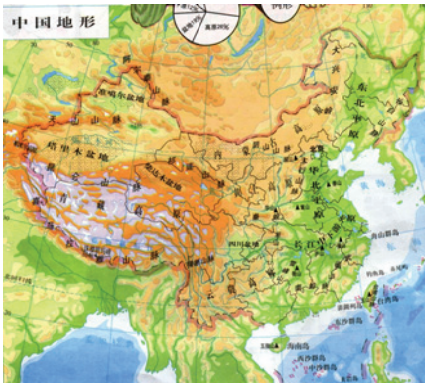
大类	小类
耕整地机械	耕地机械、整地机械、其他耕整地机械
种植施肥机械	播种机械、育苗机械设备、栽植机械、施肥机械、地膜机械
田间管理机械	中耕机械、植保机械、修剪机械、其他田间管理机械
收获机械	谷物收获机械、玉米收获机械、棉麻作物收获机械、果实收获机械、蔬菜收获机械、花卉（茶叶）采收机械、籽粒作物收获机械、根茎作物收获机械、饲料作物收获机械、茎秆收集处理机械、其他收获机械
收货后处理机械	脱粒机械、清选机械、剥壳（去皮）机械、干燥机械、种子加工机械、仓储机械、其他收获后处理机械
农产品加工机械	碾米机械、磨粉（浆）机械、榨油机械、棉花加工机、果蔬加工机械、茶叶加工机械、其他农产品初加工机械
农用搬运机械	运输机械、装卸机械、农用航空器、其他农用搬运机械
排溉机械	水泵、喷灌机械设备、其他排灌机械
畜牧水养殖机械	饲料（草）加工机械设备、畜牧饲养机械、畜牧产品采集机械设备、水产养殖机械、其他畜牧水产养殖机械
动力机械	拖拉机、内燃机、燃油发电机组、其他动力机械
农村可再生能源利用设备	风力设备、水利设备、太阳能设备、生物质能设备、其他农村可再生能源利用设备
农田基本建设机械	挖掘机械、平地机械、清淤机械
设施农业设备	日光温室设施设备、塑料大棚设施设备、连栋温室设施设备、其他设施农业设备
其他机械	废弃物处理设备、包装机械、牵引机械、其他机械

资料来源：农业部网站，中信证券研究部

产品需求具有地域、品种差异性

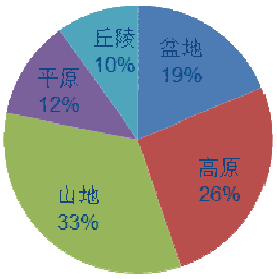
农机需求的种类具有地域和品种的差异性。我国不同地区地形差异比较大，导致各地区结构差异较为明显，对农机产品的需求差异也较大。如在种植结构上，东北主要以种植玉米、水稻、大豆为主，黄淮海平原及新疆地区主要以种植玉米、小麦为主，长江中下游平原区以水稻、小麦轮作为主，南方低缓丘陵稻区主要以水稻种植为主，西南丘陵山区主要以水稻、玉米为主，西北高原主要以种植玉米、小麦为主。

图 1：我国地形结构图



资料来源：农业部网站，中信证券研究部

图 2：我国地形构成



资料来源：农业部网站，中信证券研究部

我国农机化水平存在结构性不平衡。目前在我国按农业开展工序来看，机耕水平明显高于机播和机收；种植地域来看，北方平原机械化水平较高，南方丘陵地带机械化水平较低；种植对象来看，粮食作物的机械化水平普遍高于经济作物，在主要粮食作物中小麦的机械化水平较高，水稻和玉米的机械化水平较低。

表 2：2014 年我国主要经济作物农机化水平

种类	播种面积（千公顷）	产量（万吨）	机种水平（%）
豆类	9179	1626.7	55.3
马铃薯	8936	3357.3	19.6
花生	4632	1697.2	26
油菜籽	7531	1445.8	16.9
棉花	4219	616.1	8.3

资料来源：农业部网站，中信证券研究部

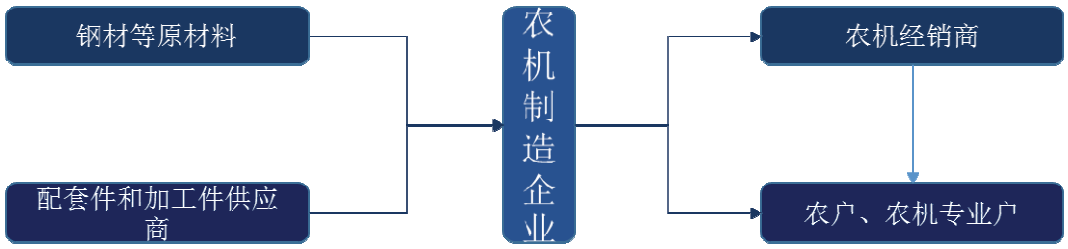
行业成长与转型交融

成长期与转型期交融，由量的增长走向质的转变。农业机械可以保障粮食安全与促进农民增收。随着农民对增收、增效的要求越来越高，其对农机要求也越来越高。农机化发展更加注重提高发展质量和效益。目前我国农机行业正面临结构调整，产业升级，以及国际市场对农机新技术和中高端产品需求迫切等问题，这些将会给我国的农机企业带来良机。

产业链及行业格局：竞争激烈，集中度低，行业洗牌不可避免

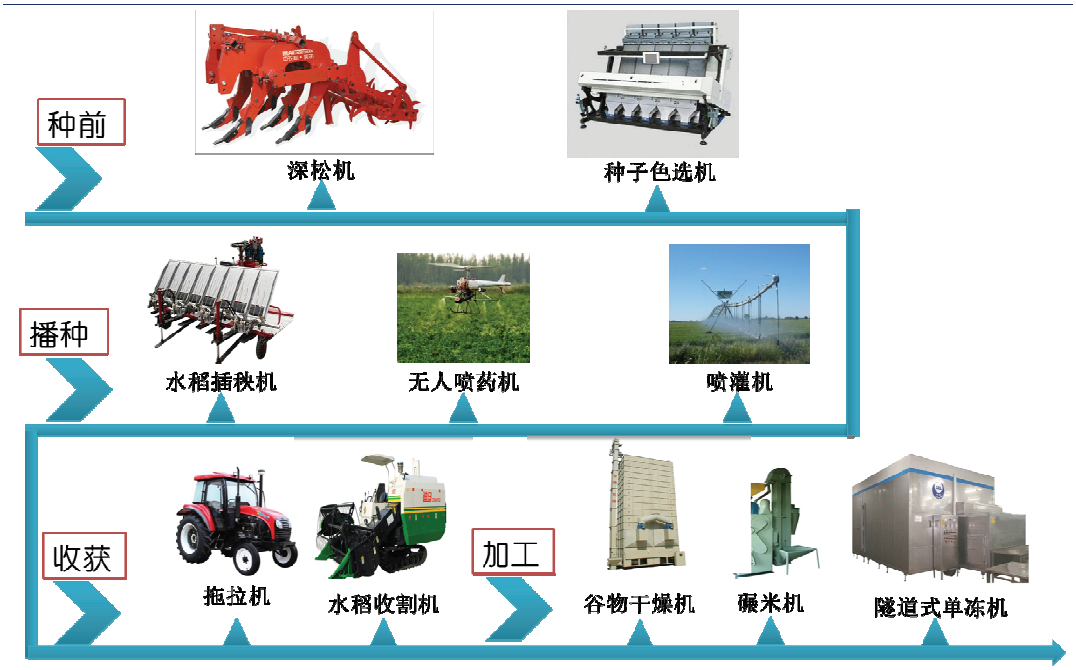
农机行业产业链。农机行业上游主要为各类配套件和加工件供应商和钢材供应商，主要涉及原材料为钢铁、橡胶等行业。下游主要是通过农机经销商销售给农户和农机专业户，或直接面向农户和农机专业户。由于农机行业存在政府补贴，所以农户在购买时只需付出扣除补贴费用后的价格即可。

图 3：农业机械行业产业链



资料来源：中信证券研究部整理绘制

图 4：生产-加工-处理流程中的农机产品示例



资料来源：农业部网站，中信证券研究部整理

农机行业集中度低、低端产品同质化严重、高端产品竞争加剧、本土和外资企业竞争加剧、市场竞争从单一产品走向产业链是我国农机行业的竞争格局。目前我国农机生产企业规模仍然偏小，集中度分散。2013 年数据显示，近 10000 家农机制造企业生产 3000 多亿产值，前五位大型农机企业产值之和仅占 24.6%。在世界范围内，约有 15 家国际大型农业机械制造企业，2006 年前三家公司占据 44%市场份额，行业集中度较高。参考国外农机企业发展状况，**大型企业有望不断扩展市场份额，向大型化、集团化发展，推动行业集中度上升，同时对农机制造企业的技术、资金实力的要求也相应逐步提高，大型农机制造商优势料将进一步扩大，同时规模小、技术落后的小型企业则可能将逐步退出行业。**

行业现状：千亿产值增长空间，发展逐步趋向多元

全球现状：巨头优势明显，产品服务双升级迎合市场需求

据德国机械及制造商协会估计，2012 年全球农机市场规模 910 亿欧元，同比增长 12%。其中欧洲农机生产总值超 280 亿欧元，约占全球总产值 30.7%，同比增长 7%。国际贸易方面，美国是最大的农机出口国，2012 年出口额达 51.41 亿美元。

全球五大农机制造企业分别为约翰迪尔、纽斯纽荷兰、爱科、久保田株式会社和克拉斯，**前五大农机企业在全球拖拉机市场的市占率近 70%，联合收割机市占率达 80%以上。**其中最大的制造商约翰迪尔公司 2014 年销售收入达 349.98 亿美元。据约翰迪尔发展历程来看，**农机企业需要不断地推出兼具适用性和舒适性的农具和提高服务来扩大市场份额，维持企业发展。**

表 3：世界主要农业机械制造企业基本情况

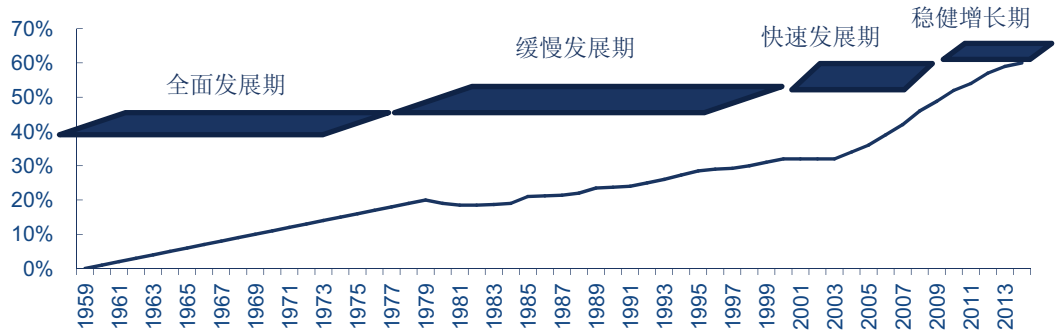
企业	国家	主要农业机械产品	2013 年年度总资产
约翰迪尔	美国	拖拉机、联合收割机、耕作机械、播种机、植保机械、牧草机械、青饲收获机械和棉花采摘机以及相关配套的农机具等。	262.58 亿美元
凯斯纽荷兰	意大利/美国	拖拉机、联合收割机、青贮及牧草收获机械、柴油机等。	86.61 亿美元
爱科	美国	拖拉机、联合收割机、柴油机、牧草机械等农机具及零部件等。	28.39 亿美元
久保田株式会社	日本	中小型拖拉机、水稻联合收割机、插秧机等。	11390.11 亿日元
克拉斯公司	德国	联合收割机、拖拉机、牧草机械、自走式青贮收获机、甘蔗收获机、农用运输机械、拖拉机和割草机、搂草机、翻晒机、打捆机等。	14.128 亿欧元

资料来源：中商情报网，中信证券研究部

我国：进入稳健增长期，千亿产值增长空间，发展逐步趋向多元

建国以来我国农机行业先后经历了四个时期：1959-1979 年的全面发展期和 1980-2003 年的缓慢发展期（2004 年前我国农业机械化进程属于自发增长，进程缓慢）；2004-2012 年是**农机补贴推动的“黄金十年”**（2004 年至今连续 11 年“一号文”都与农业有关），农业机械总动力以高于 5%的增速持续增长；2012 年后增速开始放缓，进入稳健增长期。

图 5：建国以来我国农业机械发展历程



资料来源：中国农业机械工业年鉴，中信证券研究部

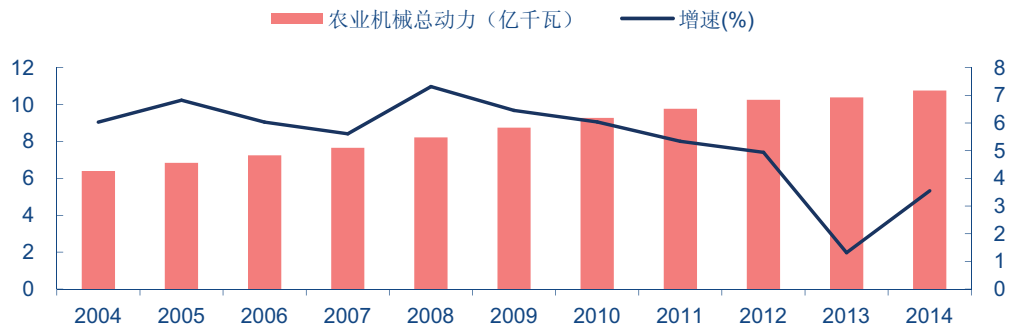
表 4：建国以来我国农业机械发展阶段特点及事件

	阶段特点	发展速度	具体事件
全面发展期（1959-1979）	国家、集体经营为主时期	平均每年机械化水平提高 1%	1959 年毛泽东提出“农业的根本出路在于机械化”。1962 年八届十中全会确定“我们党在农业问题的根本路线是，第一步实现农业集体化，第二步是在农业集体化基础上实现农业机械化和电气化。
缓慢发展期（1980-2003）	户营为主经营时期	平均每年机械化水平提高 0.9%	20 世纪 80 年代初，农村实行家庭联产承包责任制
快速发展期（2004-2012）	新时期（主体多元化）	平均每年机械化水平提高 2.8%	2004 年 6 月 25 日第十届全国人民代表大会常务委员会第十次会议通过《中华人民共和国农业机械化促进法》；2010 年 7 月 5 日，发布《国务院关于促进农业机械化和农机工业又好又快发展的意见》。
稳健增长期（2013-）	增速放缓	平均每年机械化水平提高 1.7%	2014 年农业部、财政部联合印发《2014 年农业机械购置补贴实施指导意见》指出 2014 年农机补贴遵循“稳中求进、改革创新”的原则。

资料来源：农业部网站，中信证券研究部整理

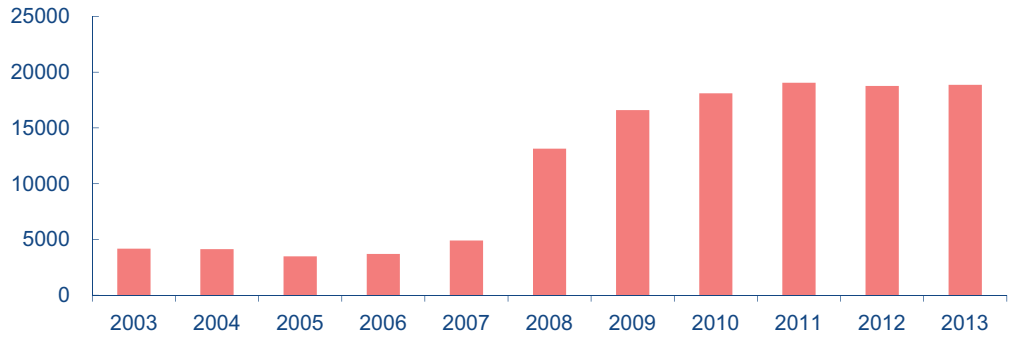
自 2004 年农机行业实施补贴以来，我国综合农业机械化水平得到极大提升，2004-2012 年是我国农机行业的“黄金十年”。其中，2014 年全国农业机械总动力为 10.76 亿千瓦，与 2004 年相比年均复合增速 5.3%；2013 年全国农业机械营业总收入为 18860 亿元，与 2004 年相比年均复合增速 18.4%。

图 6：2004-2014 年我国农业机械总动力（单位：亿千瓦）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 7：2003-2013 年我国农业机械营业总收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

在农业机械化“新常态”之下，农机装备总量和农机工业产值从高速增长向中高速增长换挡，农机作业领域向全程、全面发展提速，农业机械化向高质、高效转型升级。按照《农机工业发展规划（2011～2015 年）》中制定的规划，2015 年农机工业总产值要达 4000 亿元。2013 年我国农机工业总产值已达 3800 亿元，2014 年已提前达成 4000 亿农机工业总产值。**我们预计，2020 年以前中国农机工业总产值有望达到 8000 亿，未来十年农机行业可望享有近 4 千亿增长空间。**2015 年 1 月农机工作会议上，农业部副部长提出，**“今后一个时期，我国农机化仍处于大有作为的战略机遇期，可期待又一个黄金十年”**。

结合美国、日本、韩国的农业机械化发展进程，我们认为未来 10 年农业机械行业有望享有 10-15%的增速。以日本为例，1960-1980 年日本农业机械得到全面发展，而背后驱动力来源于这个时期农业经济社会表现**最为明显的两个特征：农户个数明显减少；农业机械生产总值显著上升。**1975 年日本农户 534 万户，相对 1960 年减少了 18%；但同时 1975 年日本农业机械总值达 9.87 万亿，相对 1960 年增长了 3.6 倍，15 年间的复合增长率为 9%。

表 5：美国、日本、韩国的农业机械化进程

美国	半机械化		全面机械化		农业机械化高度发展	
	1850-	1909	1910	1940	1941	1974
日本	初始发展阶段		基本实现农机化		全面发展	
	1945	1960	1961	1970	1971	1980
韩国	初始发展阶段		基本实现农机化		全面发展	
	1962	1970	1971	1980	1981	至今

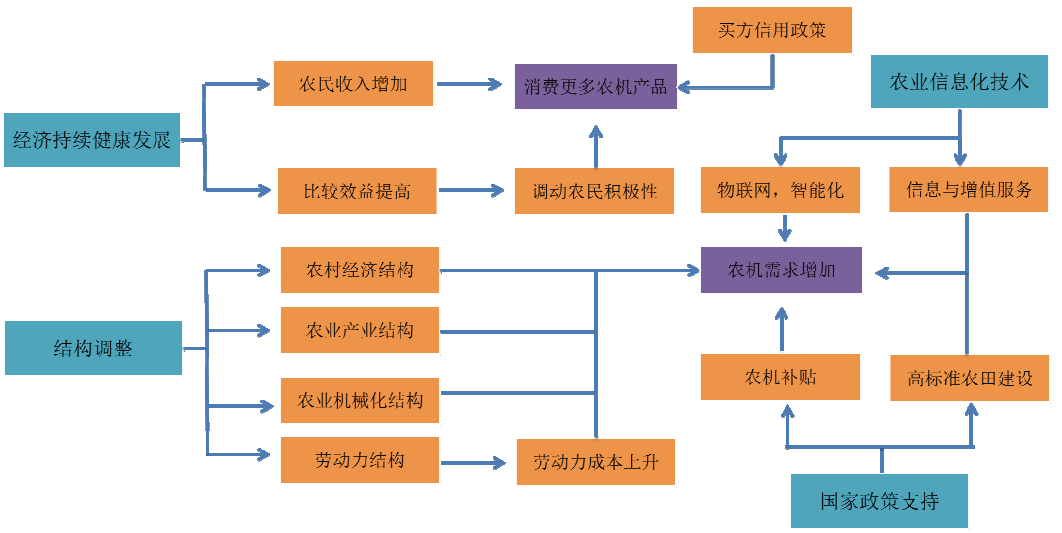
资料来源：USDA，中信证券研究部

此外，**我国农机行业发展还呈现出产业集中程度低、发展不平衡的特点。**目前，我国已是世界第二大农业装备制造国，现有农机企业万余家，但其中具备创新研究能力的大规模型企业数量很少。国产大马力拖拉机主要集中在 90~120 马力，而国外大马力拖拉机已达 500 马力以上。目前我国 70%以上高端农业加工设备和大型农业机械装备依赖进口。庞大的市场需求正是我国农机行业发展的基础，未来行业空间巨大。

农机产品向多元化发展。目前农机化进程正在加速，农业生产方式逐步转变，随着农机工业和服务业发展，农机市场日益繁荣，这也促使农机产品需求向多元化发展。我国农机**从小型机械时代进入大型化时代**。大型拖拉机、收割机、插秧机、深松机、播种机等成为发展的热点领域。农机已**从过去的单项作业向多功能复式作业方向发展**。复合式机械受到市场亲睐，从过去的大宗粮食作物生产机械设备的需求向经济作物的种植、收获加工处理机械设备的多样化需求延伸。**饲料机械、园林机械、青贮机械、棉花、油粮及薯类等经济作物的播种、收获机械等料将成为未来农机发展的重点。**

驱动因素：政策为本，四大因素驱动新黄金十年

图 8：农机行业发展的四大驱动因素



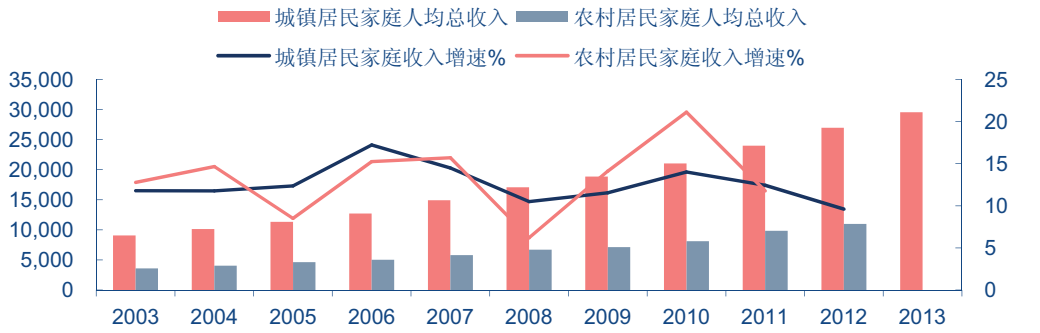
资料来源：中信证券研究部整理绘制

经济：收入提高+消费升级+买方信用刺激，奠定发展基础

我国农村居民人均收入提高增加农民购买力，促进农机消费。近年来随着各项惠农政策出台，我国农村发展持续向好，粮食生产逐年上升，城乡居民收入差距继续缩小。我国农村居民家庭人均年总收入从 2003 年 3582 元增至 2012 年 10991 元。农村居民人均收入的增加，使得农民对农机产品的消费逐步增加。

消费升级，农机产品向高标准、高质量转型。在国家保障粮食安全目标等因素的推动下，我国居民对农产品的质量要求越来越高，这无疑促进了现代化农业机械的发展。

图 9：我国农村、城镇居民家庭人均年总收入及增速（单位：元）

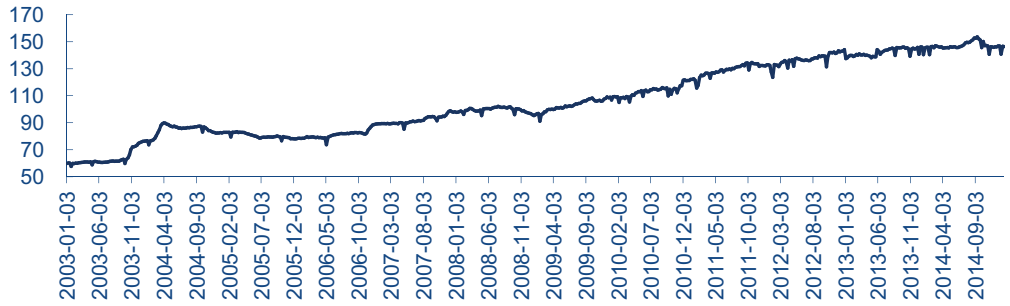


资料来源：Wind，中信证券研究部

买方信用适应行业发展需要。新型城镇化及农业机械现代化的发展，使得农机均价和批量购买所占比例加速上升。买方信用激励农民购买新型农机现代化产品，拓宽农民融资渠道，加速农机消费需求。而率先提出买方信用销售政策的企业，料将更具竞争力。

机器作业使得比较效益提高，拉动农机需求。1）在我国人多地少农产品需求持续增加、劳动力成本加速提高及国家保障粮食安全目标等多重因素推动下，**我国农产品价格中长期上涨料将成为必然趋势，粮价上涨也将提高农民机械化种植的积极性**。2）使用农机可以降低生产成本。据农业部官方统计，机器插秧可降低亩均成本 30 元，辣椒收获机械收割可降低亩均成本近 200 元。**农业机械可使得农民的比较收益提高，这将直接拉动农机的需求。**

图 10：2003 年至今我国粮油批发价综合指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

政策：多方政策支持持续加强，拉动需求第一动力

一号文件：支持保持连贯且力度加大，极大促进农机化进程

国家政策对农业机械化支持不断加强。2004 年以前我国农机化进程属于自发性增长，进程缓慢。在经济发展、农业劳动力结构变化以及保证粮食安全的大背景下，**2004 年我国出台了《农业机械化促进法》，首次以法律形式促进农机化发展。**之后至今连续 11 年“一号文件”都与农业有关，2005 年提出增加农机具购置补贴资金，之后两年连续增加扩大农机具购置补贴规模、补贴机型和范围，2008 年将农机具购置补贴覆盖到所有农业县，2012 年推行农机以旧换新试点，**政策支持不仅保持了连续性，且支持力度也不断加大。**

2014 年 1 月 19 日，中共中央、国务院印发了《关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》，主题就是推进改革和农业现代化。1 号文件中多处涉及到农机行业的发展与方向。首先，在完善农业补贴政策方面，文件提出“加大农机购置补贴力度，完善补贴办法，继续推进农机报废更新补贴试点”。继续加大农机购置补贴力度的规定，给整个行业的发展提供了有利的政策支撑，可以确定的是，近年来农机购置补贴在额度上会保持增长态势。同时，文件还指出“加快发展现代种业和农业机械化，培育推广一批高产、优质、抗逆、适应机械化生产的突破性新品种，加快推进大田作物生产全程机械化，主攻机插秧、机采棉、甘蔗机收等薄弱环节，实现作物品种、栽培技术和机械装备的集成配套。积极发展农机作业、维修、租赁等社会化服务，支持发展农机合作社等服务组织。”目前我国大田作物的耕、种、收综合机械化水平有所提升，但尚未实现全程机械化，而耕前耕后所延伸的机械化一直存在短板，使农业机械化局限于耕种收阶段的机械化，而**文件对全程机械化做出规定，为产后处理如粮食烘干机等产业，提供了发展的新契机。**

表 6：我国历年一号文件及相关内容

年份	1 号文件	与农机相关内容
2014	关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见	加大农机购置补贴力度，完善补贴办法，继续推进农机报废更新补贴试点.加快发展现代种业和农业机械化，培育推广一批高产、优质、抗逆、适应机械化生产的突破性新品种，加快推进大田作物生产全程机械化，主攻机插秧、机采棉、甘蔗机收等薄弱环节，实现作物品种、栽培技术和机械装备的集成配套。积极发展农机作业、维修、租赁等社会化服务，支持发展农机合作社等服务组织。
2013	关于加快发展现代农业，进一步增强农村发展活力的若干意见	加快农业机械化。充分发挥农业机械集成技术、节本增效、推动规模经营的重要作用，不断拓展农机作业领域，提高农机服务水平。着力解决水稻机插和玉米、油菜、甘蔗、棉花机收等突出难题，大力发展设施农业、畜牧水产养殖等机械装备，探索农业全程机械化生产模式。积极推广精量播种、化肥深施、保护性耕作等技术。加强农机关键零部件和重点产品研发，支持农机工业技术改造，提高产品适用性、便捷性、安全性。加大信贷支持力度，鼓励种养大户、农机大户、农机合作社购置大中型农机具。
2012	关于加快推进农业科技创新 持续增强农产品供给保障能力的若干意见	加快农业机械化。充分发挥农业机械集成技术、节本增效、推动规模经营的重要作用，不断拓展农机作业领域，提高农机服务水平。着力解决水稻机插和玉米、油菜、甘蔗、棉花机收等突出难题，大力发展设施农业、畜牧水产养殖等机械装备，探索农业全程机械化生产模式。积极推广精量播种、化肥深施、保护性耕作等技术。加强农机关键零部件和重点产品研发，支持农机工业技术改造，提高产品适用性、便捷性、安全性。加大信贷支持力度，鼓励种养大户、农机大户、农机合作社购置大中型农机具。
2011	关于加快水利改革发展的决定	大力发展节水灌溉，推广渠道防渗、管道输水、喷灌滴灌等技术，扩大节水、抗旱设备补贴范围。积极发展旱作农业，采用地膜覆盖、深松深耕、保护性耕作等技术
2010	关于加大统筹城乡发展力度 进一步夯实农业农村发展基础的若干意见	提高现代农业装备水平，促进农业发展方式转变。进一步增加农机具购置补贴，扩大补贴种类，把牧业、林业和抗旱、节水机械设备纳入补贴范围。推进农用工业技术改造。加快发展农业机械化，大力推广机械深松整地，支持秸秆还田、水稻育插秧等农机作业。创建国家现代农业示范区
2009	关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见	大规模增加农机具购置补贴，将先进适用、技术成熟、安全可靠、节能环保、服务到位的农机具纳入补贴目录，补贴范围覆盖全国所有农牧业县（场），带动农机普及应用和农机工业发展。加快推进农业机械化。启动农业机械化推进工程，重点加强示范基地、机耕道建设，提高农机推广服务和安全监理能力。普及主要粮油作物播种、收获等环节机械化，加快研发适合丘陵山区使用的轻便农业机械和适合大面积作业的大型农业机械。支持农机工业技术改造，提高农机产品适用性和耐用性，切实加强售后服务。实行重点环节农机作业补贴试点。对农机大户、种粮大户和农机服务组织购置大中型农机具，给予信贷支持。完善农用燃油供应保障机制，建立高能耗农业机械更新报废经济补偿制度。
2008	关于切实加强农业基础设施建设 进一步促进农业发展农民增收的若干意见	增加农机具购置补贴种类，提高补贴标准，将农机具购置补贴覆盖到所有农业县。加快推进农业机械化。推进农业机械化是转变农业生产方式的迫切需要，也为振兴农机工业提供了重要机遇。加快推进粮食作物生产全程机械化，稳步发展经济作物和养殖业机械化。加强先进适用、生产急需农业机械的研发，重点在粮食主产区、南方丘陵区和血吸虫疫区加快推广应用。完善农业机械化税费优惠政策，对农机作业服务实行减免税，对从事田间作业的拖拉机免征养路费，继续落实农机跨区作业免费通行政策。继续实施保护性耕作项目。扶持发展农机大户、农机合作社和农机专业服务公司。加强农机安全监理工作。
2007	关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见	要用现代物质条件装备农业。提高农业水利化、机械化和信息化水平。扩大农机具购置补贴规模、补贴机型和范围。发展新型农用工业。积极发展多功能农业机械。加快农机行业技术创新和结构调整，重点发展大中型拖拉机、多功能通用型高效联合收割机及各种专用农机产品。积极发展农业机械化。要改善农机装备结构，提升农机装备水平，走符合国情、符合各地实际的农业机械化发展道路。
2006	关于推进社会主义新农村建设的若干意见	大力推进农业机械化，提高重要农时、重点作物、关键生产环节和粮食主产区的机械化作业水平。鼓励生产和使用节电、节油农业机械和农产品加工设备。增加农机具购置补贴
2005	关于进一步加强农村工作 提高农业综合生产能力若干政策的意见	中央财政继续增加良种补贴和农机具购置补贴资金，地方财政也要根据当地财力和农业发展实际安排一定的良种补贴和农机具购置补贴资金
2004	关于促进农民增加收入若干政策的意见	提高农业机械化水平，对农民个人、农场职工、农机专业户和直接从事农业生产的农机服务组织购置和更新大型农机具给予一定补贴

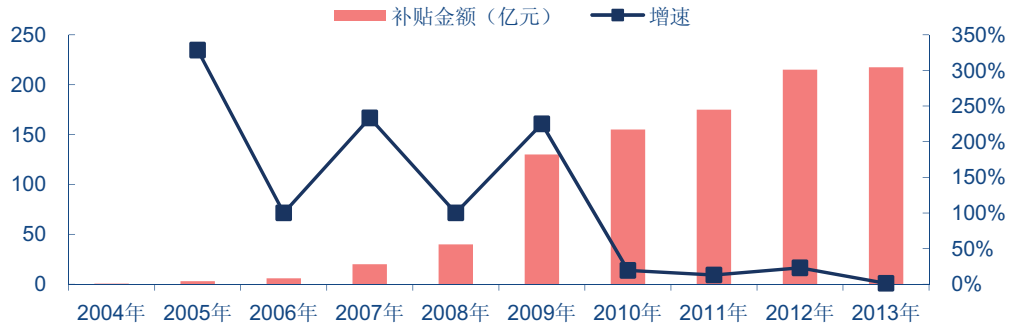
资料来源：中信证券研究部整理

农机补贴政策：力度不断增大且具有倾向性，推动农机行业需求扩张

农机具购置补贴指国家对农民个人、农场职工、农机专业户和直接从事农业生产的农机作业服务组织，购置和更新农业生产所需的农机具给予部分的补贴，目的是促进提高农业机械化水平和农业生产效率。

财政部、农业部于 2004 年共同启动实施了农机购置补贴政策，10 多年来农机补贴力度迅速提高。**2004 年我国对农业机械的补贴金额 7000 万元，到 2013 年补贴金额达 217.5 亿元，10 年时间涨幅 310 倍。**实施范围从 66 个县扩大到全国所有农牧县和农场。期间中央累计补贴 962.2 亿元，带动地方和农民直接投入 4183 亿元，**成为拉动农机市场的第一动力，**预计 2014 年农机补贴达 230 亿元，将拉动 1000 亿元的消费。据农业部官方公布统计，**中央投资拉动比例达到 1:5.35，即相当于国家投入 1 亿元，可直接形成农机工业销售产值 6.35 亿元。**

图 11：2004-2013 年我国农机补贴金额及增速（单位：亿元）



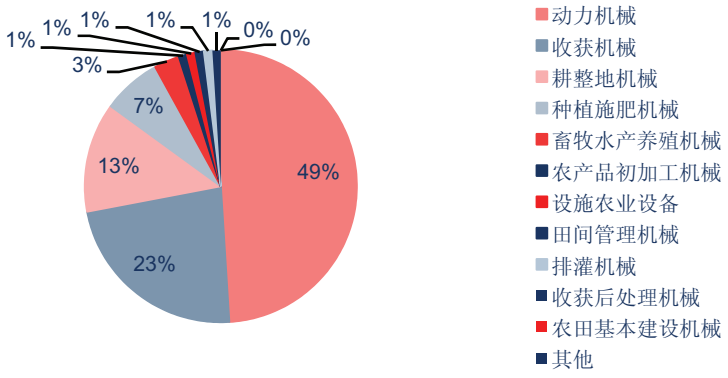
资料来源：《中国农业机械工业年鉴（2013 年）》，中信证券研究部

农机补贴提高购买力，扩大农机需求；促进农机产品高端化。一方面，农机购置补贴政策的实施，极大调动农民购机积极性，在全国掀起购机用机的热潮，拉动了农机总量的增长，优化了农机装备结构，提高了农业综合生产能力。同时，一批效率高、能耗低、性能好的先进大型农机具得到推广，农机化作业水平得到持续提升。数据统计显示，近几年农机的机耕率、机播率、机收率和综合机械化水平等指标都呈上升趋势。另一方面，随着补贴政策通过补贴对象筛选、对高端产品的引导及对不合标准的厂商、经销商的查处，农机消费市场将更趋集中于符合补贴条件的农机。**质量水平、科技含量较低的农机厂商将面临经营成本提高和市场份额缩小的双重压力而被洗牌出局，市场份额料将向实力雄厚的龙头企业集中。**

补贴对象：具有倾向性，主要集中在动力机械、收获机械、耕整地机械

农业部根据全国农业发展需要和国家产业政策，确定中央财政资金补贴机具种类范围为耕整地机械、种植施肥机械、田间管理机械、收获机械、收获后处理机械、农产品初加工机械、排灌机械、畜牧水产养殖机械、动力机械、农田基本建设机械、设施农业设备和其他机械等 12 大类 48 个小类 175 个品目机具。其中，**动力机械、收获机械、耕整地机械，分别占补贴总额的 49%、23%和 13%。**

图 12：2011 年我国农机补贴对象占比



资料来源：《中国农业机械工业年鉴（2011 年）》，中信证券研究部

三大变化：补贴总额、范围飞速扩大，补贴标准更为细致灵活

2008 年以来，随着农村改革、农业现代化的不断开展，三农政策不断推进，**农机补贴政策表现出了补贴总额投入飞速增长，补贴范围不断扩大，补贴标准更加灵活的特征。1）**2008 年以来农机补贴总额由 40 亿元升至 217.5 亿元，扩大了 5 倍；2）补贴品种范围由 9 大类 18 小类 50 个品目，扩大到 12 大类 46 个小类 180 个品目机具，且允许各地在 12 大类内自行增加不超过 30 个品目的其他机具列入中央资金补贴范围；3）补贴标准也由简单的固定比例补贴，转为更加灵活细致，因机种、地区制宜的新标准。

表 7：2008 年以来我国农机补贴政策变化情况一览

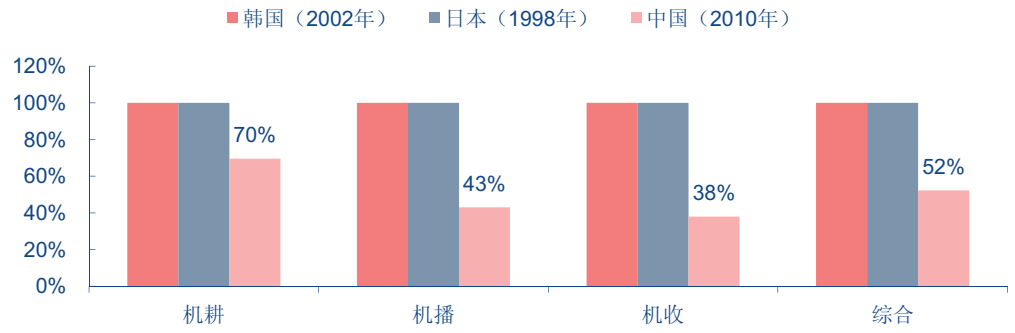
年份	全国补贴总额	补贴品种	补贴标准
2008	40 亿元	9 大类 18 小类 50 个品目	30%的补贴比例
2009	100 亿元	12 大类 38 个小类 128 个品目	100 马力以上大型拖拉机、高性能青饲料收获机、大型免耕播种机、挤奶机械补贴限额提高到 12 万元
2010	155 亿元	12 大类 45 个小类 180 个品目	大型联合收割机、水稻大型浸种催芽程控设备、大型烘干机单机补贴限额提高到 12 万元；大型棉花采摘机、甘蔗收获机、200 马力以上拖拉机单机补贴额可达 20 万元。
2011	175 亿元	12 大类 46 个小类 180 个品目	定额补贴按不超过本省域市场平均价格 30%测算，单机补贴限额不超过 5 万元。
2012	215 亿元	12 大类 46 个小类 180 个品目	通用类农机产品定额补贴不得超过本省（区、市、兵团、农垦）近三年的市场平均销售价格的 30%，重点血防区主要农作物耕种收及植保等大田作业机械补贴定额测算比例不得超过 50%。
2013	217.5 亿元	12 大类 46 个小类 180 个品目。在此基础上，各地还可以在 12 大类内自行增加不超过 30 个品目的其他机具列入中央资金补贴范围。	挤奶机械、烘干机单机补贴限额提高到 12 万元；100 马力以上大型拖拉机、高性能青饲料收获机、大型免耕播种机、大型联合收割机、水稻大型浸种催芽程控设备单机补贴限额提高到 15 万元；200 马力以上拖拉机单机补贴限额提高到 25 万元；甘蔗收获机单机补贴限额提高到 20 万元，广西壮族自治区可提高到 25 万元；大型棉花采摘机单机补贴限额提高到 30 万元，新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团可提高到 40 万元

资料来源：《三农早报》，中信证券研究部整理

未来趋势预期 1：我国政策支持力度仍有加强空间

目前我国农业机械化水平仍相对落后，仅相当于日本 20 世纪 50 年代、美国 20 世纪 30 年代的水平，发展前景仍然广阔，扶持力度有望仍有较大提升空间，我们预计到 2020 年我国才能基本实现农业机械化。

图 13：中日韩三国的农业机械化水平比较



资料来源：《中国农业机械工业年鉴（2010 年）》，wind，中信证券研究所

从国际经验来看，各国都采取了具体的扶持农业机械化的政策措施，都把机械化作为政府支持农业的一个普遍性措施和有效途径。即使在实现农业机械化后，各国仍继续实行农业机械化促进政策。据统计，得到政府扶持后，日、韩、法等国在 20-30 年内基本实现了农业机械化。**基于中国农业机械化水平依然相对落后的现状，未来我国农机补贴力度有望仍将持续加强。**

表 8：世界主要国家农机补贴方式

国家	补贴方式
日本	日本政府对农民购买拖拉机、联合收获机、育苗设备和大型米面加工、烘干、储藏设备及灌溉、施肥设备提供 50%左右的补贴，补贴以外的费用政府通过长期低息贷款给予支持。
韩国	韩国政府向购买农机具的农民提供长期低息贷款，并建立了 26 个机械化插秧示范区和机械化插秧服务体系，中央、地方政府各出资 20%，其余 60%由政府向农民提供贷款。
法国	法国在发展农业机械化的关键时期，由政府提供总投资 20%~30%的补贴，农民购买农业机械可得到 50%以上农业信贷合作社贷款。
澳大利亚	澳大利亚政府对农场主购买新设备时提供 18%的补贴。
俄罗斯	俄罗斯规定销售拖拉机、联合收获机和其他较贵的农业机械，购买者可以分期付款或者用 5-7 年无息贷款。
美国	美国各州均出台农业机械销售和试用的减免税政策。

资料来源：中信证券研究部调研整理

未来趋势预期 2：加强政策落实力度和监督，避免“雷声大，雨点小”

目前政策在地方落实层面还存在许多问题，主要是政策推广和落实方面的问题：

一方面，在推广过程中面临的**技术性问题**。包括农机补贴指标分配不科学；补贴目录下发到县较迟，不符合农时，对农户购机指导意义延迟；补贴机具售后服务需要进一步改善；培训时间短，影响机械的利用率。预期未来随着补贴问题的不断涌现和研究深入，将会**建立和完善农机购置补贴长效机制，确保农机购置补贴工作稳定高效开展，补贴实施进度也将加快。**

另一方面，**基层工作人员缺乏监督**，部分存在贪腐问题，影响农机补贴的实施。目前中央反腐决心坚定，随着反腐工作在农业领域、在基层的不断深入，这一问题也将得到解决。政策将更大程度发挥预期作用。

新型城镇化规划与农机化互为前提，农机发展将加速发展

新型城镇化规划与农机化互为前提，互相推进。2014 年初出台的新型城镇化纲领性文件《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，表明城镇化模式转型的推进已到了关键时期。而新型城镇化为农机带来更好的发展机会。首先，新型城镇化推动农民市民化，降低了农业人口比例，提高了农业劳动力价格，为机械化生产提供了条件；同时，也会加速农业生产方式向集约化、农村土地连片生产方向转变，加快提升农机大型化机械化程度、提升农机消费主

体专业化程度。新型城镇化对农机产品和客户结构的影响，最终将提升农机行业发展的质量。反过来，只有通过提高农机化水平，才能解放农村劳动力，实现《新型城镇化规划（2014-2020）》提出的“一亿人进城”目标。因此**新型城镇化和农业机械化互为前提条件，2014 年年初出台的《新型城镇化规划》**表明了中央坚定推进新型城镇化，以解决旧的城镇化过程中出现的过度投资、社会矛盾、环境污染等遗留问题的决心，**推进农机化势在必行，农机行业料将迎来加速发展。**

纵观美国、加拿大、法国、意大利、日本，农业机械化进程花了 21-30 年不等。我们认为，**未来十年有望成为我国农机又一个黄金十年，且是新型城镇化带动下结构更优化的黄金十年，产业结构将更优化，农产品消费更加精细化。**经济作物收获机械、自走式玉米收获机、水稻插秧机、大中型拖拉机等大型化或机械化程度高的农机以及收获后处理方面如烘干机等机种或将有更快发展。

表 9：各国农业机械化时间

国别	农业机械化开始年份	基本实现农业机械化时间	历时
美国	1910	1940	30 年
加拿大	1920	1950	30 年
法国	1930	1955	25 年
意大利	1930	1960	30 年
日本	1946	1967	21 年
韩国	1962	1980	18 年

资料来源：《国内外农业机械化统计资料（1949-2004）》，中信证券研究部

土地流转政策推动农业经营规模化，有利于农机推广

土地流转政策内容。十七届三中全会提出加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场。按照依法、自愿、有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营，有条件的地方可发展专业大户、家庭农场、农民专业合作社等规模经营主体。

2014 年 9 月，中央全面深化改革领导小组第五次会议审议了《关于引导农村土地承包经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》、《积极发展农民股份合作赋予集体资产股份权能改革试点方案》，土地制度改革政策窗口期渐行渐近。**土地流转政策促进农业生产经营规模化，易于农机化的推广。**土地流转政策将土地经营权流转到一起，形成规模化生产以便于应用大型高效复式作业机械进行工作，有利于种粮专业大户、家庭农场、农民专业合作社等规模经营主体的发展。这部分农民有望通过宽松的金融政策，获得一定资金进行农机产品的投入与经营，这将有力拉动农机市场的需求，同时也将加速农机产品的升级换代。我们预计**未来规模化生产是农业发展的方向，规模效应的增加会大幅拉动农业机械的需求。**

表 10：我国土地流转与非流转模式的收益比较

类型	流转		非流转	
	总量	均量（/人）	总量	均量（/人）
土地面积（亩）	1483.928	1.28	5085.02	77.39
其中：转让面积（亩）	1193.53	1.03	0	0
农作物产量（斤）	539654	2296.55	2615772	2377.33
农作物收入（元）	293325.1	1292.18	1649803.07	1448.47
临时工收入（元）	631500	3588.07	2417163	2229.86
转让补偿（元）	501433	431.9	0	0
合计（元）		5312.15		3678.33

资料来源：《农村土地流转市场的农户分析行为选择实证分析》（罗光莲等），中信证券研究部

高标准农田建设，为农机行业带来新机遇

高标准农田建设为农机行业带来新机遇。2013 年 12 月，国家发改委公布了《全国高标准农田建设总体规划》，到 2015 年要新建 4 亿亩旱涝保收的高标准基本农田，增加有效耕地面积 2400 万亩；到 2020 年建成旱涝保收、集中连片的高标准农田 8 亿亩。初步估算每亩所需投资为 1000-2000 元，8 亿亩对应总投资 8 千亿到 1.6 万亿元。

表 11：高标准农田建设任务分解指标

地区	2015 年建成规模（万亩）	2020 年建成规模（万亩）
全国	40000	80000
北京	112	135
天津	224	336
河北	2420	4678
山西	819	1900
内蒙古	1137	3660
辽宁	1126	2292
吉宁	1227	2740
黑龙江	3197	6556
上海	148	171
江苏	2365	4275
浙江	1043	2004
安徽	2631	4670
福建	325	1176
江西	1377	2825
山东	3504	5982
河南	3500	6369
湖北	2213	3570
湖南	1495	3316
广东	1510	2556
广西	1336	2725
海南	229	477
重庆	520	1083
四川	2496	4430
贵州	588	1623
云南	1287	2400
西藏	26	255
陕西	941	1966
甘肃	588	1520
青海	120	390
宁夏	296	774
新疆	948	2676
新疆兵团	252	500

资料来源：发改委网站，中信证券研究部

高标准基本农田的建设要求有更多的现代化农机设施与之配套，这无疑为农机行业的发展带来了新的机遇。新的八亿亩高标准农田，要求旱涝保收的高质量，以及集中连片的高集中。而八万亩农田计划的投资与耕作也相对集中，这些特点与机械化农业生产十分契合，从而将为农业机械开拓巨大的市场。

八亿亩农田计划的影响主要包括：1）由于八亿亩农田对作业效率提出了很高要求，机械化生产料将成为主要形式，因而**将加速提升耕种收综合机械化率**；2）为实现生产、土地利用的集约化，**农机的自动化、大型化步伐料将进一步得到推动**；3）**提高农机行业的集中水平**，产品低端的企业生存空间更加受到挤压，市场资源将更多集中到优势企业。

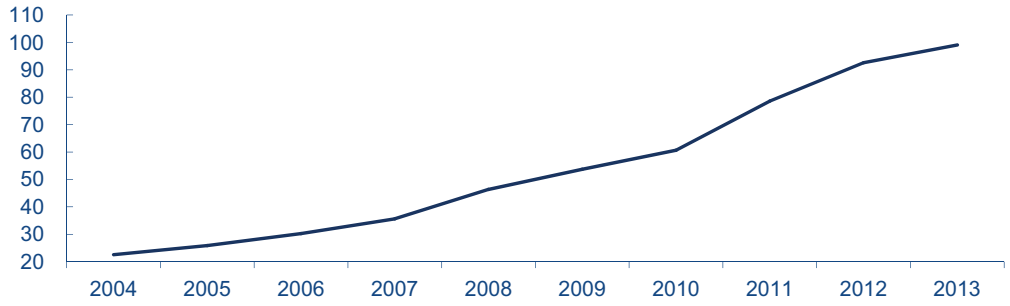
结构调整：多层结构调整，拉动多层次需求

农村经济结构的调整。农村经济结构的调整，新的经济体制的建设、规模化生产的加快、社会化服务体系的建设等经济结构的改变为农机行业的发展带来了新的机遇。

农业产业结构的调整。我国是农业生产大国，粮食安全问题是历来关注的焦点。在保证粮食安全的首要前提下，农林牧副业也需要全面发展。除了粮食，肉蛋奶等肉食业也是保障农产品安全的重要组成部分，市场需要林果业、畜牧业、渔业、畜牧产品加工机械等装备。

劳动力结构的调整。随着科学技术的不断发展，农机全面替代人力已逐步成为农机行业的终极目标。相关数据显示，2010 年全国 5 亿多农村户籍劳动力中，50 岁以上的人口占比超 80%。城镇化的加快更将导致农村剩余劳动力不断减少，劳动力成本正在逐年上升。**劳动力结构的这一调整使得市场需要更多品种的现代化农机装备。**

图 14：2004 年至今我国每亩人均雇工工价（单位：元/日）



资料来源：Wind，中信证券研究部

农业机械化结构的调整。以往我国农业机械化重点是发展田间主要作物耕、种、收的机械化作业，当前田间作业将向全程机械化发展。同时，农业机械化将向整个农、林、牧、渔各个生产领域机械化全面发展。

技术：大互联时代技术重构产业链，催生新变革

在大互联时代下，随着信息技术、互联网、大数据技术的普及，农机产业链将发生重大的变革。农业物联网等生产监控设备市场、农业生产过程的数据化市场、农业信息化市场空间都将有望被打开，农业机械将迎来新的发展机遇。

图 15：农业信息技术

资料来源：托普物联网，中信证券研究部

农村信息技术基础设施取得长足进展，为技术对农业的变革打下基础。1）“村村通电话”、“乡乡能上网”：全国 100%的行政村和 94%的 20 户以上自然村通电话。移动电话拥有量为 120 部/百户。全国能上网的乡镇比例达 100%，其中能宽带上网的比例达 98%。截 2014 年 6 月，我国农村网民规模达 1.78 亿，占整体网民 28.2%。**2）信息采集渠道的完善+农业网站体系的建设+信息数据库的建立。**农业部在全国农业系统建设了近 40 条信息采集渠道，部署信息采集点 8000 多个，建立了信息采集指标体系和报送制度；覆盖部、省、地、县四级政府的农业网站群基本建成，并建立起以中国农业信息网为核心、集 30 多个专业网为一体的农业门户网站；农业部、各省级农业部门相继建设了农业政策法规、农产品价格、农村经济统计等多个数据库。

行业趋势：传统产业加速升级，新兴农机解决方案迎来黄金期

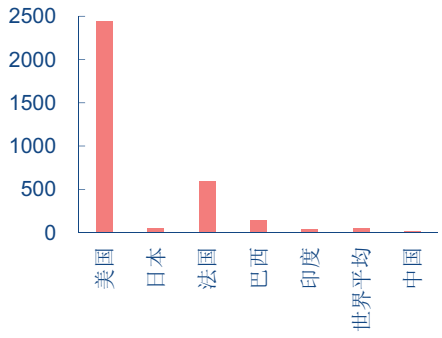
农业经营规模化释放能量，加速机械化水平提升、产业升级

深化改革释放政策红利，规模化农业势在必行

土地制度改革、农业经营主体转型催生规模化农业生产。《关于引导农村土地承包经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》指出，“现阶段，对土地经营规模相当于当地户均承包地面积 10-15 倍，应给予重点扶持。创新规模经营方式，在引导土地资源适度集聚的同时，通过农民的合作与联合、开展社会化服务等多种形式，提升农业规模化经营水平。”我们认为改革政策将迅速有力落地，**农业经营模式将出现两大趋势：**1）土地流转政策限制打破，中国户均经营耕地将大幅提升，呈现**土地集中连片经营。**2013 年中国户均经营耕地面积仅 16 亩，较世界平均水平 52 亩仍远远落后。未来高标准农田必将是集中连片的大规模耕地。2）**新型农业经营主体崛起，农业合作社发展超预期。**我国目前“分散依户经营”的

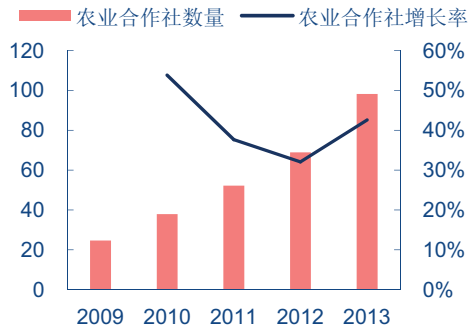
农业模式将被打破，2013 年各类家庭农场 87.7 万家，农民合作社超 95 万家，农业产业化经营组织超 30 万个。**由于土地制度改革深化的影响及农业经营主体转型效果初显，农业生产向规模化农业转型势在必行。**

图 16：2013 年各国户均经营耕地面积（单位：亩）



资料来源：USDA，中信证券研究部

图 17：2009-2013 年我国农业合作社数量（单位：万家）

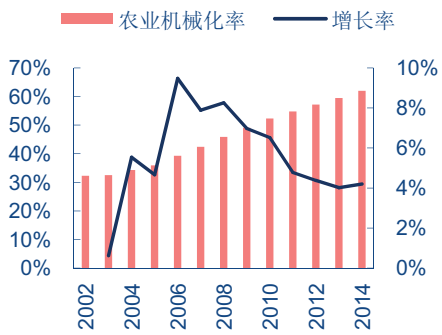


资料来源：国家工商总局，中信证券研究部

农机化水平猛追发达国家，巨大增长空间保障农机增长前景

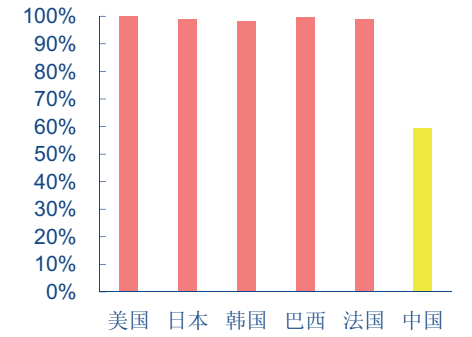
自 2004 年农机补贴政策实施以来，农机市场需求持续增长，农机迎来黄金十年迅猛发展。**但相比美国、日本、巴西及欧洲农业强国，我国农机化进程仍任重道远，而落后则意味着蕴藏的巨大发展空间。**美国和日本分别在 20 世纪 50 年代和 70 年代基本实现农业全机械化，“耕-种-收”综合机械化水平近 100%；而韩国、巴西、法国也都在 80-90 年代大幅提高了本国农机化水平，实现了全机械装备的农业。相较之下，我国 2014 年农业机械化率仅 61%，**据 2015 年 1 月全国农机工作会议上农业部的预计，未来五年中国农机化水平有 10%的增长空间，2020 年中国农作物耕种收机械化水平有望提高至 70%。**

图 18：近年来我国农业机械化率及增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：2013 年各国农业机械化率对比



资料来源：USDA，Wind，中信证券研究部

农机化率先纳入现代农业规划指标，农机增长前景可期。农机化水平偏低严重制约了我国农业现代化发展。**2014 年国务院“一号文”**再次聚焦农业现代化，鼓励农业规模化集约化经营，为农机化水平进一步提高创造条件。据《全国现代农业“十二五”规划》，2015 年全国农业机械化率要超过 60%（2014 年提前完成指标），而个别发达省份要求更高：据江苏省农业厅制定的“江苏省农业基本现代化指标体系”，2020 年以前农业机械化水平需超 85%。伴随着农机化率提升，农业机械设备的增长前景可期。

表 12：我国各地区 2015 年农业综合机械化水平规划

区域	省区	综合机械化水平		
		2009	2015	增长
东北	黑、吉、辽、内蒙	77%	85%	8%
华北	京、津、鲁、冀、豫	63%	85%	22%
长江下游	苏、皖、沪	61%	80%	19%
南方丘陵	两湖、两广、赣闽、海南	30%	50%	20%
西南	川、渝、云、贵、藏	11%	20%	9%
西北	晋、陕、宁、甘、青、新	53%	60%	7%

资料来源：《全国现代农业“十二五”规划》，中信证券研究部

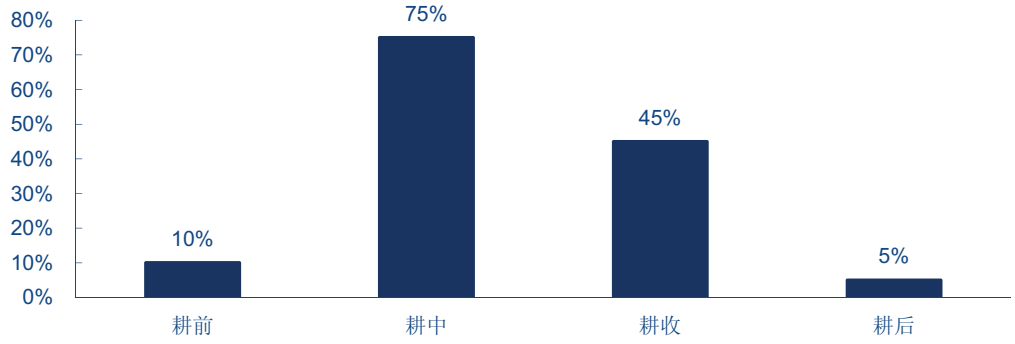
全过程化、大型化、自动化转型趋势凸显，高效增产设备、无人机引爆新变革

规模化农业注重综合效益，推动农机产业升级。过去我国农业依户分散经营的特点十分突出，因此农业购置补贴大幅提升使得小型农业机械获得长足发展。但小型农机的低效率、粗放式的负面效应近年来也表现了出来，小型农机具有用功比重低、额外作业成本高的缺点，而且诸如深松、深翻、旋耕等许多机械作业还无法完成。规模化农业的形成将推动农机产业升级，**农机产品将由田间作业向全过程机械化方向发展、由中小型向大中型方向发展、由人力操作农机向无人自动化农机方向发展；同时农机行业有望呈现各户机构化的局面，农机行业市场集中度不断提高、专业化高端企业将占据竞争优势。**

趋势 1：全过程机械化，烘干机、深松机等高效增产机械成新热点

当前我国耕种收综合机械化率的提升长期受制于耕前与耕后环节。**全过程机械化之后，耕前的深松环节及耕后的干燥环节中，深松机和烘干机能够提升有效作物产量。**1）深松机设备方面，农机深松整地有助于改善土壤结构，增强蓄水保墒能力，使农作物在生长中整齐、均匀，延长农作物的生长期，是一项增产增收技术。实验数据显示，耕层深度每增加 1 厘米，就可多储存 3 毫米降水。同等条件下，经过深松作业的地块，亩产增长率都在 10%以上。2）粮食烘干设备方面，我国每年机械烘干谷物仅占全国谷物总量的 1%，而世界发达国家在 90%左右。烘干环节机械化的缺失造成粮食损失率超 8%，蔬菜损失率超 20%。烘干机能够减少储粮损失，提高农作物有效产量。**在我国全过程机械化落后的背景下，深松机与烘干机等高效增产机械有望成为蓝海市场。**

图 20：2014 年中国各农业生产环节的机械化水平



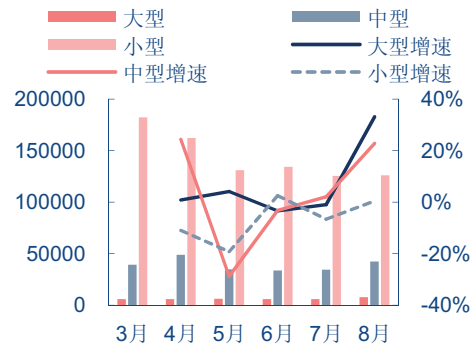
资料来源：“2014 年中国农机展会”会议材料，中信证券研究部

趋势 2：大型化，大型复合农业机械迎合规模化消费趋势

大型化时代，大型拖拉机、收割机与复式作业农业机械成为我国农机市场转型的重要着力点。以农机产品主力军拖拉机与玉米收获机为例，100 马力以下的小型拖拉机增速滞缓，100 马力以上中大型拖拉机维持着高速增长趋势。玉米收获机主要有三种类型，即背负式收

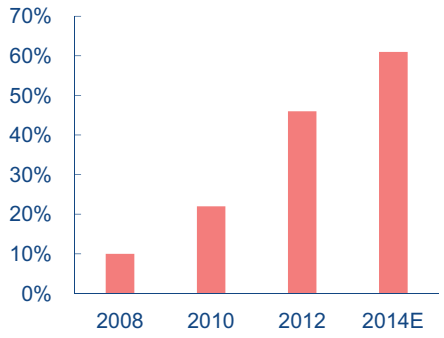
获机、玉米割台及大型联合自走式收获机，其中前两者小型收获机正逐渐被淘汰，自走式玉米收获机销量逐年增长。**规模农业的集中连片土地将增加对大型农业机械的需求，大型农机势必成为未来发展趋势。**

图 21：2014 年 3-8 月我国拖拉机产量及增速（单位：台）



资料来源：中国农业工业机械协会，中信证券研究部

图 22：我国自走式玉米收获机占玉米收获机的比例



资料来源：中国农业工业机械协会，中信证券研究部预测

趋势 3：自动化，无人机农业应用前景广阔

我们预计在农机产品自动化趋势中，农用无人机将首当其冲、放量增长。农用无人机有以下优势：机动灵活，效率高；成本低，易于推广；适合复杂农田环境；可自主飞行，简便易用；光谱分辨率高，适合精准农业。**由于上述优势，农用无人机被广泛地应用于灾害监测、育种监测及植物保护中。**

图 23：农业植保无人机正在作业

资料来源：百度图片，中信证券研究部

2013 年农业部出台《关于加快推进现代植物保护体系建设的意见》，提出鼓励有条件地区发展无人机防治病虫害。山东、河南省农业厅和省财政厅拨付专款，或为地方植保站直接购置农用无人机，或为农用无人机提供购机补贴。

农业无人机增长空间可观。以植保无人机为例，植保无人机作业高度低，飘移少，旋翼产生的向下气流有助于增加雾流对作物的穿透性，防治效果高，**可远距离遥控操作**，喷洒作业人员避免了接近农药的危险，喷洒作业安全。一架载荷 8-10 公斤农药的小型无人机**一分钟就可完成 1 亩的喷洒作业，效率极高**。当前农业植保无人机分油动和电动两类，作为完全替代品，其性价比基本相同。我们采用油动植保无人机估算市场空间，我国有 18 亿亩基本农田，据下表数据，全国每年需 3 亿小时左右的无人机作业，假设仅 1/20 农田使用无人机作业，则每年需要 1500 万小时的作业，油动无人机寿命约 400 小时，若每年工作 200 小时，

则每年需 7.5 万台无人机进行农业作业。假设每台无人机价格 50 万元，则年需求市场高达 375 亿元。**仅植保无人机一项应用，市场空间即达到 400 亿，预计未来 10~20 年，农用无人机比重将持续替代，市场规模将持续膨胀。**

表 13：油动植保无人机市场估算

农田面积	无人机植保比重	喷洒面积/分钟	年均撒种、喷药次数	飞机寿命	售价
18 亿亩	1/20	1.5 亩	15 次	300-500h	30-200 万元

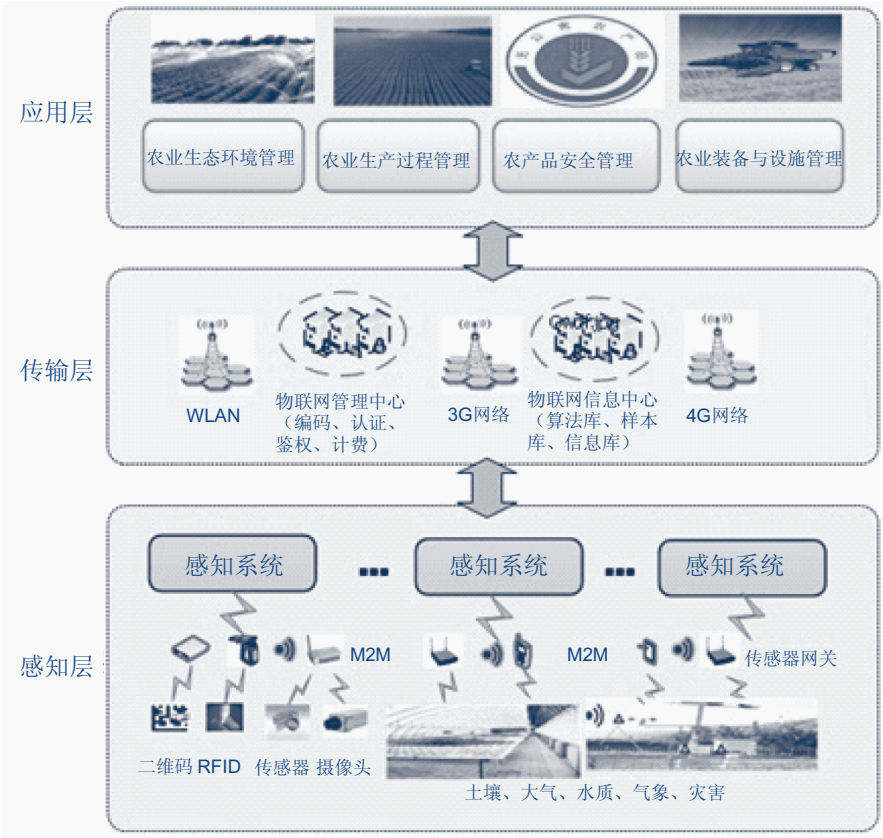
资料来源：中国统计局官网，中信证券研究部估算

注：1）年撒种喷药 20 次：农业土地一年可种植 2-3 批作物，以晚稻为例，需喷 8~9 次农药，考虑到春、冬两季喷药较少，算上无人机撒种，我们认为单位土地每年需 25 次无人机左右。2）无人机植保比重只是一个估计值，可调整进行弹性测试

技术突破+消费模式变革，现代农业信息化蓄势待发

现代农业信息化蓄势待发，智慧农业行业空间打开。1）农业信息技术基础设施的完善为现代农业信息化夯实基础；2）新型城镇化趋势下，对食品安全的重视及互联网思维的普及使得居民消费模式发生深刻变革，两大因素推动智慧农业发展。“智慧农业”就是充分应用现代信息技术成果，集成应用计算机与网络技术、物联网技术、音视频技术、3S 技术、无线通信技术及专家智慧与知识，实现农业可视化、远程诊断、远程控制、灾变预警等智能管理。

图 24：智慧农业系统构成



资料来源：大唐电信科技产业集团网站，中信证券研究部

农业物联网主导智慧农业，生产监控设备迎来发展机遇

在智慧农业发展过程中，农业物联网中的设备将逐步进入农机领域，例如对于气候、土壤、水质等**环境因素的监控测量设备**，对于农业生产现场的光照、温度、湿度等参数的**实时**

监测设备，特别是无人机等新兴机械设备的应用空间更是异常广阔。同时，在**农产品加工过程中的智能加工方案也有望迎来非常好的发展机遇。**

图 25：农业物联网构成

资料来源：赛迪网，中信证券研究部

智慧农业解决方案供应商将逐步挤占单一农机设备企业空间

智慧农业是农业生产的高级阶段，集新兴的互联网、移动互联网、云计算和物联网技术为一体，依托部署在农业生产现场的各传感节点和无线通信网络实现农业生产环境的智能感知、智能预警、智能决策、智能分析、专家在线指导，为农业生产提供精准化种植、可视化管理、智能化决策。我们认为，**能够提供整套智慧农业解决方案的供应商，无论在经济作物还是粮食作物领域已进入非常好的机遇期，农机企业谁首先抓住机遇，将工业 4.0 的概念思维应用到农业生产加工领域，谁就有望开拓出一片新的天地。**

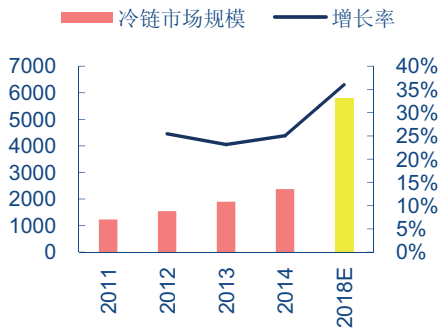
补贴政策红利+行业标准化+电商涌入，冷链设备行业空间打开

冷链物流进入黄金发展期，农产品冷链物流成为主力军

冷链指的是为保持冷冻类产品品质，使其从生产到消费过程中始终处于低温状态的配有专门设备的物流网络。近年来中国冷链市场以高速扩张态势发展，2011-2013 年冷链市场规模年均增长率 24.3%。**伴随冷链市场蓬勃发展，已有大量资金投入到冷库、冷链园区、冷藏车等基础设施的建设和冷链设备的市场。**据中国冷链物流专业委员会调研结果显示，2013 年我国冷链物流业固定资产投资超 1000 亿元，同比增长 24.2%。2013 年冷库规模继续保持较快增长势头，截止 2013 年底，全国建成投入运行的冷库储存能力总计达 287.8 万吨，全国冷库储存能力总计约 2411 万吨，同比增长 13.6%左右。冷链运输方面，公路运输占我国

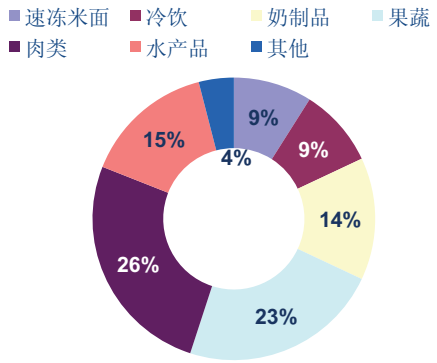
冷藏运输量的 90%，冷藏车市场保有量 2013 年新增 13000 台左右，同比增长约 14%。**冷链设备作为农产品消费机械将受益于冷链市场发展。**

图 26：近年来我国冷链市场规模及预测（单位：亿元）



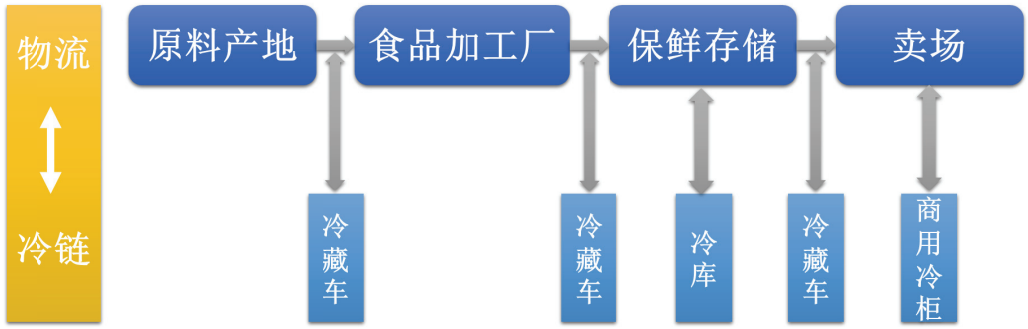
资料来源：罗兰贝格国际管理咨询公司，中信证券研究部预测

图 27：2013 年我国冷链市场分类占比



资料来源：中国制冷设备网，中信证券研究部

图 28：冷链物流中主要机械设备构成



资料来源：中国冷链物流联盟，中信证券研究部

冷链设备打开成长，望享冷库 134 亿及冷藏车 82 亿元市场空间

中国冷链基础设施落后，未来成长空间巨大。中国冷链基础设施建设严重落后，冷链设备匮乏陈旧。中国冷库容量约为美国的一半、印度的 60%。人均冷库容量为美国的 1/9，日本的 1/4。冷藏运输设备方面，目前 6587 辆铁路运输冷藏车在全国 59.4 万辆铁路货车中仅占 1.1%。公路冷藏车保有量 5 万辆左右，仅占货运汽车 0.3%。

表 14：国内外冷链发展状况对比

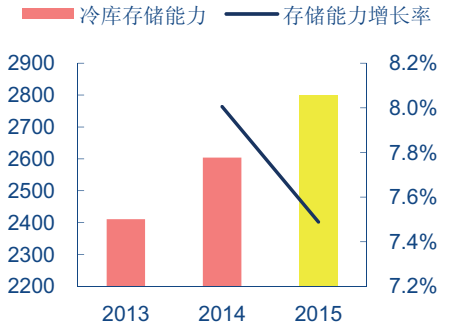
特点	国外	国内
冷藏仓储能力	美国：人均 0.36 立方米 英国：人均 0.41 立方米	人均 0.04 立方米
冷藏运输比率	欧美：80%-90% 俄罗斯、泰国、智利等：50%	15%
损耗率	<5%	20-30%

资料来源：《2013-2014 年中国冷链物流行业发展概述》（中国物流技术协会等），中信证券研究部

我们认为，**冷链需求快速增长与冷链基础设施建设落后的基本矛盾有望在未来 2-5 年被重点突破，冷链设备行业空间随之打开。主要原因在于，1）冷链补贴政策相继出台。**以海南省为例，2013 年海南出台政策支持，对库容 30 吨以上冷链系统予以不超企业投资额 40%的财政补助；支持企业购置小型冷藏运输车按企业投资额的 40%给予财政补助；**2）国家、行业共促标准化进程加快，推动冷链基建步入正轨。**《物流企业冷链服务能力与评估》、《水产品冷链物流服务规范》、《医药生物冷藏箱通用规范》3 项国家标准进入审查阶段；《低温冷库温度控制规范与能耗》国标、《冷链物流从业人员职业资质》行标、《航空货物冷链运输服务规范》等 3 项标准获得审批立项。**3）生鲜电商注入基建新动力。**

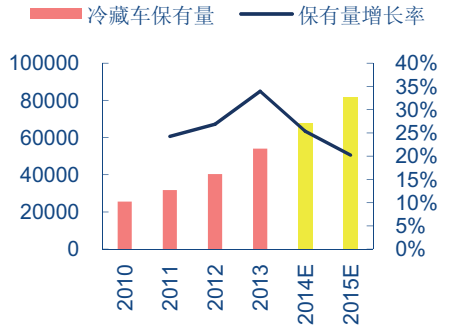
据中国冷链物流与采购联合会冷链专业委员会与中国物流技术协会、国家农产品现代物流工程技术研究中心联合出版发布的《2014 年中国冷链物流发展报告》，预计 2015 年中国冷库存储能力达 2799 万吨，冷藏车保有量达 81435 万辆。**按 8 万元/100 吨冷库造价、冷库设备造价占比 60%的比例计算，冷库市场规模达 134 亿元；按 30~60 万/辆的冷藏车价格计算，冷藏车市场规模达 82.2 亿元。**

图 29：近 3 年我国冷库存储能力及预测（单位：万吨）



资料来源：中国冷链物流发展报告，中信证券研究部

图 30：近年来我国冷藏车保有量及预测（单位：辆）



资料来源：中国冷链物流发展报告，中信证券研究部

风险因素

经济周期导致的风险；国家农业政策变化的风险；主要原材料价格波动风险；自然灾害等不可抗力等。

行业投资策略：农机行业存在投资机会，行业事件、经营业绩、公司事件三类驱动逻辑

投资逻辑：传统分化整合带来发展空间，新兴农机解决方案迎来黄金期

农机行业未来 10 年有望进入新一轮黄金发展期，存在投资机会。2004-2012 年是农机补贴推动的“黄金十年”，2014 年我国综合农机化率达 61%，农业机械总产值超 4000 亿。预计 2020 年，农业机械化水平将达到 70%，农业机械总产值有望达到 8000 亿。未来十年

农机行业可望享有近 4 千亿增长空间，年均增速预计 10-15%。首次给予行业“强大于市”评级。

土地流转+经营主体+商业模式变革，驱动传统农机行业热点凸显。1）在消费主体从个体农户不断向专业化农业经营主体转变过程中，农业集约化、农户机构化，大型化、自动化农机供应商更适应农机消费趋势；2）农机市场竞争格局将逐渐走向集中，行业领军供应商将巩固领先地位；3）高端化农机产品市场将逐渐打开，制造商应更加注重产品创新升级。4）农业细分行业将获得更多发展空间，玉米、经济作物子行业的农机制造商优势明显。

生物农业+智慧农业重构产业链，无人机、智慧生产、农业信息化空间即将打开。1）智慧农业带来生产监控设备发展机遇，无人机等新设备进入农机产业链，市场政策环境在未来 3~5 年或逐步成熟，预计仅植保无人机一项应用市场空间即可达到 400 亿元。2）得益于消费升级和互联网助力，冷链物流设备及精细粮食加工机械方兴未艾。

政策驱动农机行业增量需求及升级需求，适宜行业主题投资。国家相关农业发展政策有望为农机机械行业带来 1）农机化水平提升的增量需求；2）大型化农机、高端机械市场的升级需求；3）农业信息化、智慧农业发展空间。

具备产品多样性的地区性、行业性龙头企业，适宜经营业绩投资。在农机行业快速发展的大背景下，产品普及率低且受政府政策扶持的收获机子行业（如玉米）、受益于国家水利建设的排灌机械子行业、受益于产品机构升级的拖拉机子行业、市场空间较大的种植施肥机械子行业（尤其是水稻插播机）都是我们所看好的细分农机行业。重点推荐关注一拖股份、中联重科、新界泵业。

拥有优质技术资产的新农机设备企业，适宜事件主题投资。我们认为，1）拥有优质技术资产的相关无人机等新设备和农业信息化开拓者将拥有巨大发展机遇；2）智慧农业解决方案供应商而非单一农机设备企业机会更大；3）拥有技术优势、市场开拓力的冷链物流设备供应商；4）食品消费升级带动下的精细农产品加工机械供应商。重点推荐关注美亚光电、江淮动力、汉钟精机、通裕重工、隆鑫通用和伊立浦。

表 15：重点公司估值比较及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB	评级
		13	14E	15E	16E	13	14E	15E	16E		
美亚光电	45.5	0.62	0.89	1.25	1.69	73	51	36	27	3.6	买入
一拖股份	13.66	0.22	0.08	0.14	0.24	62	171	98	57	2.1	买入
中联重科	6.17	0.5	1.11	1.01	1.1	12	6	6	6	1.0	增持
江淮动力	6.03	0.08	0.05	0.1	0.16	75	121	60	38	5.6	增持
新界泵业	11.1	0.38	0.35	0.42	0.52	29	32	26	21	12.2	增持
汉钟精机	18.17	0.57	0.74	0.92	1.09	32	25	20	17	4.9	增持
通裕重工	5.79	0.07	0.13	0.2	0.28	83	45	29	21	1.5	增持
隆鑫通用	14.58	0.69	0.81	0.91	1.04	21	18	16	14	3.1	增持
伊立浦	29.14	0.13	0.07	0.11	0.12	224	416	265	243	14.6	买入
赛为智能	13.79	0.13	0.23	0.31	0.41	106	60	44	34	5.5	增持
宗申动力	9.01	0.27	0.38	0.41	0.48	33	24	22	19	2.3	增持
金通灵	27.7	0.01	0.07	0.12	0.19	2770	396	231	146	6.0	增持

资料来源：中信数量化投资分析系统　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

重点推荐公司

美亚光电：牙科 CT 机爆发元年，口腔医疗产业链持续深化

色选机龙头，布局口腔医疗产业链。公司专业从事色选机设备及其应用软件研发、生产和销售，现已成为国内上少数几家规模较大的色选机供应商之一。公司已形成色选机、医疗影像、轮胎检测、食品和工业品检测等四大业务板块，自 2012 年牙科 CT 研发成功后，逐步布局口腔医疗产业链。

牙科 CT 机迎来爆发元年。口腔 CT 主要适用于种植牙及其他疑难牙科病，截止 2013 年底我国牙科 CT 机的保有量约 800-1000 台，根据我们测算，牙科 CT 机市场饱和量应为 2.63 万台，是目前保有量的 33 倍。2012 年前，该领域基本是国外垄断，近 2 年来朗视和美亚成功研发出牙科 CT 机，实现进口替代。根据草根调研的情况判断，我们认为 CBCT 机将在未来的两年保持 100%的行业增速，三到五年内保持 50%以上的行业增速，2014 年将是行业爆发的元年。

高性价比助公司销量提升。公司 CBCT 价格为 40 万/台，国内竞争对手朗视价格约 50 万，海外竞争对手价格约 90 万。产品性能好，价格优势突出，有望迅速实现进口替代。2012 年，公司口腔 CT 机研发成功，2013 年销量 61 台，市占率 15-20%，迅速实现了进口替代。我们预计 2014-16 年公司牙科 CBCT 机销量有望达到 200、400、800 台。

医疗口腔产业链延伸布局稳。公司近期对山东博泰联盟医疗科技有限公司进行增资；并与春雨医生进行战略合作，持续在医疗口腔产业链布局，逐步拓展，有望成为全产业链专家。

大米色选机稳定成长，杂粮色选机快速成长。2014 年我国大米产量增长 1.19%，大米色选机行业增长 5.9%，行业情况优于去年，大米色选机稳定增长。另外，由于玉米跨区作业（农民种植玉米积极性增强）、去年雨水充沛等原因，玉米霉变率提升，杂粮色选机采购持续快速增长。

风险因素：牙科 CT 机拓展不及预期，色选机行业下滑等。

盈利预测、估值及投资评级：我们认为大米色选机有望稳定增长，杂粮色选机快速增长。公司的牙科 CBCT 产品具有高性价比竞争力，2014 年将是爆发元年，业绩弹性大；公司持续在口腔医疗产业链布局，有望成为全产业链专家。维持公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.89/1.25/1.69 元的预测。参考可比公司估值水平，给予 2015 年 45 倍 PE，目标价 56.2 元，维持公司“买入”评级。

表 16：美亚光电主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	518	568	820	1,085	1,471
增长率 YOY%	15	10	44	32	36
净利润（百万元）	168.58	208.00	299.35	423.37	570.39
增长率 YOY%	27.18	23.39	43.92	41.43	34.73
每股收益（元）	0.50	0.62	0.89	1.25	1.69
毛利率%	51.95	56.29	58.22	58.97	59.82
净资产收益率%	12.26	11.32	12.59	12.21	13.04
市盈率 PE	91.0	73.4	51.1	36.4	26.9
市净率 PB	9.93	8.96	4.81	3.64	2.60
EV/EBITDA	86	67	41	27	17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

一拖股份：产品优化有望打造农机平台，国企改革提升经营效率

公司是国内农用机械的龙头企业，在拖拉机领域多年稳居第一。公司是我国最大的专业农用拖拉机、农用柴油机生产和销售企业。公司主营为制造、销售农业机械（占 89%营收）和动力机械。14 年前三季度实现营收 78.85 亿元，归母净利润 1.32 亿元，分别同比减少 14.8%和 47.8%。2013 年全年实现营收 19.7 亿元，归母净利润 2.2 亿元，分别同比减少 2.3%和 36.4%，预计业绩将连续三年出现下滑。2011-2013 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为-1.3%和-26.5%。

农机补贴 2015 年稳中有升，拖拉机行业面临产业升级。农机补贴 2015 年有望稳中有升，预计规模达到 240-260 亿。拖拉机行业属于最早实施农机补贴和渗透率最高的农业机械，拖拉机行业整体处于成熟阶段。2015 年农业一号文件即将发布，深化农村改革加快农业现代化有望成为主题；在农村土地即将流转的大背景下，我们判断拖拉机将进入大中型化阶段，拖拉机行业景气整体平稳，高端大型化产品有望实现超越行业增长。

国企改革渐行渐近，整合和激励或将成为公司改革主旋律。公司隶属于国机集团，作为国机集团内部唯一上市公司平台，集团内部拥有国内实力最强的农用机具研究院和制造平台。国机集团 2014 年底资产证券化率估计在 55%左右，未来公司有可能成为集团的农机平台；公司整体利润率水平相对较低，高管团队和核心技术人员在国企体制下面临激励机制的约束，我们认为本轮国企改革有望解决公司所面临的机制约束，公司整体经营效率有望进入持续提升的阶段。

风险因素：农机补贴持续低迷；农业现代化相关政策不及预期等。

盈利预测与估值：公司为国内最大的专业农用拖拉机龙头制造商，行业地位稳固。随着农村土地流转和农业现代化建设逐步推进，农机行业景气有望仍将延续。我们认为公司或将成为本轮国企改革的直接受益者，在集团资产整合和激励机制问题上公司都有望直接受益。我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.08/0.14/0.24 元，对应 1 月 23 日收盘价 14/15/16 年的 PE 分别为 165.5/98.5/56.5，鉴于公司在农机行业的龙头地位和国企改革资产整合和经营效率提升的预期，首次覆盖公司并给予“买入”评级。

表 17：一拖股份主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	11,318	11,038	10,430	11,007	12,219
增长率 YOY%	-0.60	-3.13	-5.50	5.53	11.01
净利润（百万元）	349	222	82	138	241
增长率 YOY%	-15.0	-36.4	-63.0	68.0	74.4
每股收益（元）	0.35	0.22	0.08	0.14	0.24
毛利率%	13.74	15.57	15.40	15.78	16.08
净资产收益率%	7.1	4.4	1.6	2.5	4.3
市盈率 PE	39.0	62.1	170.8	97.6	56.9
市净率 PB	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	21.40	19.33	32.04	22.49	17.96

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

中联重科：工程机械有望受益一路一带，农机、环卫机械打开市场空间

公司是中国工程机械、农机和环卫机械的龙头企业。公司主营为客户提供混凝土机械、起重机械和环卫机械设备的研发、生产和服务，产品主要包括混凝土机械（贡献 43%营收）、起重机械（29%）、环卫机械（12%）、路面及桩工机械（4%）、土方机械（3%）和其他机械（3%），在混凝土和环卫机械领域市场占有率第一。14 上半年营收 140 亿元，归母净利润 9 亿元，分别同比降 31%和 69%。

受固定资产投资增速下滑影响，国内工程机械行业景气持续低迷，15 年基建项目大量开工，行业有望触底反弹。2014 年国内固定资产投资和房地产开发投资完成额分别同比增长 15.7%和 10.5%，较 2013 年下降 3.9 和 9.3 个百分点。2014 年 1-11 月挖掘机行业同比下降 11.9%，混凝土机械和起重机分别同比增长 0.4%和 8.1%，增速分别较 13 年同期下降 8.8、4.6 和-0.9 个百分点；2014 年工程机械开工率处于历史低位且产能严重过剩，国内工程机械行业景气延续下行态势。为对冲宏观经济下行风险，发改委 2H14 批复大量基建项目，我们认为此举有望推动行业景气企稳反弹。

“一带一路”战略有望推动中国高端装备走向国际舞台。自 2013 年 9 月份习近平主席首次提出“一路一带”之后，国家层面对“一路一带”进行了战略部署，与周边国家互通的基础设施建设有望提速，此前 APEC 峰会和中央经济工作会议都将“一路一带”提升至国家战略的高度，我们认为海外市场的投资和开拓将带动工程机械扬帆起航。国内工程机械龙头企业过去三年在海外市场的布局将有望进入收获期。

收购奇瑞重工进军农机行业，为公司业绩增长打开新市场空间。我国农机行业快速发展，受益于国家购机补贴较高和农业机械化率偏低的现状，农机行业维持较高增速。2014 年 8 月公司出资 20.9 亿元收购奇瑞重工（现已更名为“中联重机”）60%的股份。奇瑞重工是国内农业机械的龙头企业之一，13 年营收 39 亿元，同比增长 140%，崛起势头迅猛。公司收购奇瑞重工将带来强强联合的双赢局面，技术、品牌和渠道资源整合有望带来双方业绩提升，预计农机领域布局将为公司多元化成长打开空间。

风险因素：政策低于预期；房地产/基建投资增速放缓；兼并收购整合低于预期；国家农机购机政策变化。

盈利预测与估值：公司是国内工程机械行业的领军企业，受益于“一带一路”海外市场的打开和环卫机械、农机的转型布局，我们认为在基建投资加码、货币财政放松的背景下国内工程机械行业景气也可能出现改善。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.16/0.24/0.31 元，对应 14/15/16 年 PE 分别为 37.8/25.3/19.8，鉴于公司行业龙头地位、优秀的管理层和良好的战略布局，结合公司当前 PB1.1 倍处于历史底部，首次覆盖公司并给予“增持”评级。

表 18：中联重科主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	48,071	38,542	27,285	28,234	31,768
增长率 YOY%	3.77	-19.82	-29.21	3.48	12.52
净利润（百万元）	7,330	3,839	1,258	1,882	2,397
增长率 YOY%	-9.12	-47.63	-67.24	49.66	27.34
每股收益（元）	0.95	0.50	0.16	0.24	0.31
毛利率%	32.30	29.17	28.59	28.18	26.57
净资产收益率%	17.8	9.2	2.9	4.2	5.1
市盈率 PE	6.5	12.3	38.6	25.7	19.9
市净率 PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.01	10.64	20.34	18.00	15.89

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

江淮动力：农机转型前景光明，布局农业信息化全产业链

国内内燃机和农业信息化的龙头企业。公司主营分为机械产品和矿业两个板块。机械产业包括农业装备（拖拉机、插秧机、收割机）、柴油机和汽油机，矿业板块包括有色金属和煤炭。产品主要包括柴油机（贡献 55%营收）、汽油机（29%）、农业装备（7%）和煤炭（5%）。2014 上半年营收 12 亿元，归母净利润 7522 万元，分别同比降 26%和 46%。2011-2013 年公司营业收入和归属母公司净利润 CAGR 分别达 4.8%和 23.3%。

转型进军农机行业，技术和渠道优势明显。中国农机行业 2003-2013 年 CAGR 高达 20.7%，2013 年市场规模达 3800 亿元，预计 2018 年有望达 5000 亿元。公司进军农机行业，计划全面转型以农机为主业。1）13 年 11 月 22 日，投资 100 万美元设立新加坡子公司，开拓国际市场和农业机械研发平台，依托地域优势获取海外市场信息。2）14 年 4 月 30 日，公司以 4.71 元/股向大股东定增 3.3 亿股，募集资金 15.5 亿元，用于农业机械产品项目投资。项目位于江苏省盐城经济技术开发区，建设周期为 3 年。涉及产品包括玉米收割机、水稻收割机、拖拉机和喷药机等农机设备，配套有大功率柴油机和双缸汽油机项目。公司借助合资公司技术共享（11 年 7 月 18 日与东洋物产合资成立东禾机械）和内燃机销售渠道共享，可实现农机产品生产和销售的快速推进。随着农机项目业绩逐步释放，预计未来 3 年内将助力公司业绩大幅增长。

布局农业信息化全产业链，打造农业物联网平台。公司通过收购和合作等多种方式布局农业信息化全产业链，致力于打造覆盖农业产品追溯、农机设备租赁、数据监控分析、农业信息咨询的农业物联网平台。1）14 年 4 月 14 日，公司收购上海农易信息技术有限公司 60%的股权。上海农易是一家农业信息化和食品安全领域软件开发和信息服务提供商，先后承建国家各部委几十项农业信息化科技攻关项目。公司由此迈出布局农业信息化第一步。2）14 年 10 月 22 日，公司与上海农易、西藏德尚共同出资 1 亿元设立上海农易物联网有限公司，公司占注册资本的 70%，上海农易占 20%。合资公司主要从事农业物联网技术开发、设备研发和工程项目建设。3）14 年 11 月 6 日公告称，公司与东银控股、占锦川共同投资 5000 万元设立重庆小青蛙网络科技有限公司，从事与农业相关的电子商务平台技术开发和建设。4）15 年 1 月 6 日，农业部信息中心与上海农易签订《战略合作协议》，约定共同建立农业信息化研究院，探索推进物联网技术在农业生产领域的应用，推动农业电子商务的发展。公司全产业链布局稳步展开，商业模式明晰，预计未来 2~3 年助力打开公司业绩空间。

风险因素：转型进度低于预期等。

盈利预测与估值：公司为国内领先的内燃机制造商，农业信息化和农机装备转型稳步推进。预计未来 2~3 年农机项目业绩释放有望推动公司业绩大幅增长。公司前瞻布局农业物联网平台建设，看好其农业信息化全产业链布局。预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.05/0.10/0.16 元，对应 PE 分别为 152.6/67.1/44.2。首次覆盖公司并给予“增持”评级。

表 19：江淮动力主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,886	2,774	3,054	3,522	3,991
增长率 YOY%	14.20	-4.43	10.11	15.33	13.31
净利润（百万元）	99	91	49	112	171
增长率 YOY%	64.2	-7.4	-45.9	127.5	51.7
每股收益（元）	0.09	0.08	0.05	0.10	0.16
毛利率%	17.12	16.63	17.73	16.96	17.11
净资产收益率%	4.8	4.4	2.3	5.1	7.3
市盈率 PE	67.0	75.4	120.6	60.3	37.7
市净率 PB	6.0	5.8	5.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	51.42	48.48	45.57	39.46	30.68

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

新界泵业：农业泵稳定增长，污水处理值得期待

农用泵业龙头企业。公司是一家专业生产经营各类泵及控制设备的高新技术企业。公司主要产品为农用水泵，公司技术力量雄厚，测试设备先进，是中国农用水泵行业龙头企业。产品广泛应用于农业灌溉、乡镇居民取水及输送、农村污水处理等多个领域。

高标准农田建设推动公司业绩稳定增长。近期多省份出台高标准农田建设实施规划，已出台规划的湖南、黑龙江、江苏和广西等省份投资规模均超 100 亿元。其中，湖南省投入资金最大，仅三大重点工程投入就超 580 亿元，黑龙江总投资 357.19 亿元，江苏投资 247 亿元，广西投资 143 亿元。这些资金主要流向：一是包括水利、农机等综合配套设施在内的农业综合开发投入，二是改造重点中型灌区节水配套工程。我们认为，各省份对农田水利建设投资较多，利好农田灌溉和管泵设备等。新界泵业作为农用水泵龙头，有望受益于高标准农田建设的实施。

“水十条”即将出台，刺激公司水泵业绩增长。《水污染防治行动计划》已完成定稿，预计将在近期出台。“水十条”不仅利好水污染处理市场，也将推动水泵行业进入发展上行期。我们认为，公司将受益于“水十条”，带动公司未来两三年内业绩增长。

收购浙江博华，进军污水处理工程领域。公司 2012 年 11 月并购浙江博华，控股权 51%，对赌 2012-2014 年净利润为 175 万、910 万、1180 万，战略进军环保行业，从事污水处理业务，采取 BO 模式，与原有农业泵形成协同效应，形成新的利润增长点。

股权激励绑定高管利益，利好公司长远发展。2014 年 12 月，公司出台股票期权与限制性股票激励计划，向董监高和核心骨干授予股份 475 万股，约占公司股本的 1.48%，其中股票期权 341.50 万份，行权价 11.73 元，限制性股票 133.50 万份，授予价格为 6.06 元。行权条件以 2014 年业绩为基准，2015/16/17 年扣非后净利润较 2014 年分别增长不低于 18%，35%和 60%（同比增速分别为 18.0%，14.4%和 18.5%），ROE 不低于 8.1%，8.5%和 9.0%。我们认为这将有利于提振公司管理人员的信心，利好公司长期发展。

风险因素：远期结汇合约余额及人民币汇率波动；国内经济继续下行等。

盈利预测及估值。公司是农业泵国内龙头，受益于高标准农田建设和水十条的推出，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35/0.42/0.52 元，首次覆盖公司并给予“增持”评级。

表 20：新界泵业主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	942	1,126	1,188	1,359	1,554
增长率 YOY%	23.27	19.51	5.44	14.46	14.31
净利润（百万元）	86	121	113	135	165
增长率 YOY%	45.10	40.38	-6.95	19.50	22.42
每股收益（元）	0.27	0.38	0.35	0.42	0.52
毛利率%	23.23	25.03	24.95	25.03	25.11
净资产收益率%	9.0	11.94	10.08	10.97	12.06
市盈率 PE	41.1	29.2	31.7	26.4	21.3
市净率 PB	9.0	11.3	12.6	12.2	13.0
EV/EBITDA	38	27	29	25	20

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

汉钟精机：制冷和空压机市场步步为营，热泵和螺杆膨胀机打开成长空间

公司是螺杆压缩机行业的领先企业。公司主营为制冷、冷冻压缩机（2013 年收入占比 64.5%）和空气压缩机（2013 年收入占比 28.0%）。14 年前三季度实现营收 7.68 亿元，归母净利润 1.38 亿元，分别同比增长 23.7%和 33.5%，2011-2013 年收入和净利润 CAGR 分别为-0.64%和 1.79%。

冷链物流行业前景光明，制冷机械行业景气有望延续。1H2014 公司制冷、冷冻压缩机销量同比增长 24.2%，公司制冷压缩机主机业务在国内市场占有率保持第一。受益于消费升级、生鲜电商的发展以及冷链物流产业政策法规和行业标准的出台，罗兰贝格预测中国冷链物流行业未来将保持 25%的复合增速，至 2017 年达到 4700 亿规模。冷链物流基础设施建设空间广阔，冷链物流的核心设备制冷压缩机也将延续景气。

空压机产品逆势提升，热泵和螺杆膨胀机布局的打开新的成长空间。14 年上半年公司空气压缩机销量平稳增长，增速为 6.33%。在行业景气下行的背景下在中小型空气压缩机领域市场份额稳步提升。同时，公司加大研发高温热泵和螺杆膨胀发电机组，未来在工业余热、生物质发电以及地热发电领域将打开新的成长空间。

非公开增发募集资金 8.5 亿元扩充产能，利好公司长远发展。2014 年 9 月 26 日，公司非公开增发不超过 5100 万股，募集资金 8.5 亿元用于压缩机零部件自动化生产线投资项目、新建兴塔厂项目、企业技术中心项目及基协零部件精加工生产线技改项目。我们认为本次增发将有望提升核心零部件的产能和生产效率，进一步降低企业生产成本，公司盈利能力有望继续提升。

风险因素：冷链物流行业需求、政策低于预期；热泵、螺杆膨胀机推广速度低于预期；固定资产投资增速低于预期等。

盈利预测与估值：公司作为国内领先的螺杆压缩机制造商，业绩增长稳健。冷链物流装备行业景气有望助推公司制冷产品持续稳健增长。空压机市场份额稳步提升，热泵和螺杆膨胀机产品有望在地热和工业余热领域打开新的成长空间。预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.74/0.92/1.09 元，对应 14/15/16 年 PE 分别为 24.4/19.8/16.6，首次覆盖公司并给予“增持”评级。

表 21：汉钟精机主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	700	850	1,051	1,302	1,553
增长率 YOY%	-18.64	21.34	23.69	23.88	19.31
净利润（百万元）	107	149	196	242	289
增长率 YOY%	-25.94	39.90	31.53	23.34	19.30
每股收益（元）	0.40	0.57	0.74	0.92	1.09
毛利率%	32.48	36.12	36.54	36.61	36.66
净资产收益率%	13.8	18.2	21.2	23.1	24.3
市盈率 PE	45.4	31.9	24.6	19.8	16.7
市净率 PB	6.2	5.5	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	29.03	21.70	18.28	14.91	12.58

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

通裕重工：铸锻件主业增长稳定，民用无人机市场开拓赢得先机

铸锻件主业产品结构良性调整保障稳定增长。公司是国家级重点高新技术企业，主业为重型铸锻件的研发、生产和销售，包括风电主轴（销售占比 20%）、管模（占比 6%）、锻件胚料（占比 24%）和其他锻件（占比 15%）等，下游应用行业广泛（冶金、矿山、水力、火力、风力、核能发电站、船舶、石油化工、重型机械、海洋工程、航空航天等）。2014 上半年在大部分下游行业不景气背景下，公司营收 9.97 亿元，归母净利润 5,338 万元，分别逆势同比上涨 35%和 26%。这主要得益于公司预先调整产品结构，力争实现景气子版块销售放量：锻件胚料、风电主、管模的销售分别上升 31%,116%和 60%。预计未来 2~3 年公司产品结构的良性调整将持续有力支撑业绩的稳定快速增长。

携手军工所，率先实现农业植保无人机供货，抢占市场先机。2013 年 12 月公告，子公司常州海杰冶金机械（持股占比约 75%）与中国电子科技集团公司第二十七研究所签订战略合作框架协议，在无人机研发制造、有人机及无人机系统应用等领域展开项目合作，包括农业植保无人直升机系统研发制造、核辐射环境监测及应急无人机系统、无人机产业化生产、通用航空运营服务。通裕重工负责资金和产业化，二十七所负责无人机科研、技术，争取 3~5 年内达到一定的规模。2014 年半年报显示，首批农业植保无人机订单已签署。该民用无人机供货使得公司成为 2013 年以来转型无人机上市企业中首家实现业绩转化企业，根据我们的判断，抢占民用无人机市场先机具备重要战略意义。

成立海杰航空，谋求批量化生产。公司 2014 年 9 月 18 日公告，为从根本上促进提升通用航空设备及部件的研发及专业化、产业化水平，共享政府搭建的产业政策平台支持，尽快实现无人机等通用航空设备的规模化生产，加快控股子公司常州海杰冶金机械制造有限公司的转型升级，公司在常州航空产业园成立了全资子公司江苏海杰航空装备科技有限公司（简称海杰航空），注册资本 2,000 万元，并取得了工商营业执照。海杰航空主要经营：通用航空器技术研发、技术转让、技术咨询、技术服务；机械零部件加工；机械零部件、金属材料、智能控制系统的销售。成立海杰航空是海杰冶金实现首批无人机供货合同后的后续动作，利于公司在无人机批量销售环节进一步走在竞争对手前面。

风险因素：重型铸锻件下游需求低于预期；民用无人机量产难度超出预期等。

盈利预测、估值及投资评级：公司主业重型铸锻件下游应用广泛，能通过调整产品结构规避欠景气子版块，保障业绩稳定增长。公司无人机率先获得市场订单，并成立海杰航空，谋求批量化生产，公司转型民用无人机已取得先机，看好后续表现。维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.13/0.20/0.28 元的预测，但因铸锻件行业受下游景气影响，盈利前景不确定，下调公司评级至“增持”。

表 22：通裕重工主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,387	1,652	2,042	2,821	3,892
增长率 YOY%	12.18	19.16	23.61	38.12	37.99
净利润（百万元）	132	59	119	179	253
增长率 YOY%	-26.00	-55.73	102.44	50.96	41.50
每股收益（元）	0.15	0.07	0.13	0.20	0.28
毛利率%	22.00	19.37	21.58	22.59	23.34
净资产收益率%	3.6	1.6	3.1	4.6	6.1
市盈率 PE	38.6	82.7	44.5	29.0	20.7
市净率 PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	37.9	47.2	21.0	13.8	9.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

隆鑫通用：主业扎实，电动车+无人直升机，拉升业绩预期

多元产品系列保障总体业绩稳定。公司以发动机为核心，多元经营两轮摩托整车（贡献38%营收）、发电机组（11%）、轻型动力（31%）、农业机械装备（18%）等业务，在行业内享有较高的知名度与美誉度，向全球 100 多个国家和地区提供优质、高效产品和服务，并与多家国际知名公司建立长期稳定合作关系（外销占比约 50%）。在公司两轮摩托整车市场行情下滑背景下，14 上半年营收 34.2 亿元，归母净利润 3.19 亿元，分别逆势增长 2.7%和13.4%。公司超行业景气的业绩表现主要归因于：1）加大两轮摩托整车营销，相对于行业总销量下滑 9%，公司上半年实现销售 13 亿元，同比增长 8%；2）强化轻型动力板块布局，上半年销售增长 16%达 10.5 亿元；3）面对国内需求的下滑（下降 5%），公司积极开拓国外市场，上半年营收 17.8 亿元，同比增长 11%。预计未来 1~2 年内公司产品结构、销售结构的优化调整将继续保障总业绩的稳定增长。

参股山东力驰，快速布局电动车领域。14 年上半年与山东力驰新能源科技有限公司签署协议，以“先参后控”的方式，投资 5,000 万元持有力驰科技 20%股权，我们预计，后续公司可能将在合适的时间节点增资获得另外 31%股权。“先参后控”将使公司快速完成在低速电动车领域的布局，取得先发优势。另，公司在汽车关键零部件机加工业务方面取得突破，实现了向长安福特、上海通用批量供货，实现收入 682 万元。微型电动车政策方面：政策逐渐明朗，近期微型电动汽车规范与管理课题加速推进，相关部门对力驰、时风等企业及道路管理密集调研，低速电动车“规范管理、有序发展”政策逐渐明晰，山东力驰有望大概率获得进入牌照。预计未来 2~3 年山东力驰的业绩快速放量将进一步拉升公司业绩增速。

清华教授飞机设计+公司发动机系统，强势介入无人机直升机领域，释放估值想象。2014 年 8 月 23 日公告，拟与清华大学教授王浩文先生、深圳力合创业投资有限公司共同出资成立合资公司，专门从事无人直升机整机系统及零部件的研发、制造和销售业务。总体设计依托清华大学及深圳清华大学研究院开展，王浩文教授负责合资公司无人航空器的科技成果转化工作及对合资公司技术团队的培训和指导工作，隆鑫负责动力系统的研发和制造。当前合资公司现有某型号无人直升机产品已完成设计研发和样机试制工作，正进行相关飞行测试工作，其主要技术参数为：旋翼直径：4 米，起飞重量：230 公斤， 任务载荷＞50 公斤，使用升限：3000 米，续航时间：＞3 小时。此次投资体现出的公司战略转型具有重要意义：1）以现有小型汽油动力为依托，进入小型低空无人机领域，实现从地面到低空的发展；2）合资公司的成立说明公司在发动机领域已具备较高水准，更重要的是，此次合作有望进一步带动公司传统业务（农机、通机）的发展。

风险因素：电动车投资进度低于预期；无人直升机市场开拓难度超出预期等。

盈利预测、估值及投资评级：公司主业扎实，布局电动车+无人机资源优质，有助提高公司业绩空间。维持 2014-2016 年 EPS 为 0.81/0.91/1.04 元的预测，但因摩托车行业景气度下行，业绩增速不确定，下调公司评级至“增持”。

表 23：隆鑫通用主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	6,445	6,505	7,173	8,090	9,196
增长率 YOY%	-5.72	0.94	10.27	12.77	13.67
净利润（百万元）	462	552	650	729	830
增长率 YOY%	7.27	19.60	17.65	12.16	13.86
每股收益（元）	0.58	0.69	0.81	0.91	1.04
毛利率%	18.13	19.04	18.90	19.03	19.04
净资产收益率%	14.1	15.9	16.4	15.9	15.6
市盈率 PE	25.1	21.1	18.0	16.0	14.0
市净率 PB	4.0	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	20.2	18.7	19.2	16.5	14.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

伊立浦：构建“厨房电器+无人机”双主业经营格局

家电主业利润渐薄。公司主营厨房电器（贡献 100%营收），向全球客户提供厨房小家电和商用智能厨房电器设备产品研发、制造和营销服务，包括电饭煲、电磁炉、电烤炉等，产品销往全球 30 多个国家和地区（国外销量占比约为 85%）。14 年上半年营收 2.6 亿元（同比下滑 14%），归母净利润-1,523 万元。业绩下滑主要源于：1）家电产业已处于成熟期，全球经济不景气；2）公司转型无人机前期费用投入大。

有序布局无人机产业，构建“厨房电器+无人机”双主业，力争业绩反转。近年来公司家电主业逐渐退化为“瘦狗业务”（行业增速低，市场份额小），2013 年公司开始制定深度转型无人机领域 5 年规划，并逐步落实：1）13 年 9 月公告，拟通过国际合作，进入高端通用航空研发制造领域，发展共轴双旋翼直升机、无人机项目，至 2018 年在最安全的民用共轴直升机、无人机领域成为全球的制造商；2）13 年 10 月收购并增资直升机公司东营德奥，进入通用航空领域发展共轴双旋翼直升机和无人机；3）14 年 5 月 20 日公告称，拟分别收购瑞士 Mistral Engines SA 航空发动机公司 85.6%的股权、德国 SkyTRAC/SkyRIDER 共轴双旋翼直升机项目技术资产和样机，本次收购是公司实现“新一代共轴双旋翼直升机、无人机的全球制造商”战略目标的关键步骤；4）14 年 7 月 21 日公告称，全资子公司伊立浦控股与 Schiebel Aircraft GmbH（简称“SAG”）于 7 月 20 日签订合作协议，SAG 授权伊立浦控股在中国区独家总代理其无人机系统的销售、售后服务、零配件及特殊用途改装等各项服务，SAG 对伊立浦控股提供全方位支持；5）14 年 8 月 16 日公告称，收购 R30 共轴双旋翼直升机资产包。预计未来 1~2 年，公司将逐渐实现无人机投资业绩转化，构建“厨房电器+无人机”双主业经营格局。

设立无人机产业投资基金，双主业格局逐步成形。14 年 9 月 13 日公告称，拟出资人民币 1 亿元设立“伊立浦投资管理有限公司”（拟定名），首期出资 2,000 万元，投资管理公司将作为公司通用航空产业资本运作的主体，通过产业基金投资能力推动以通用航空业务需求为核心的整合、并购，深度发掘通用航空及其延伸产业的优质资产和业务，为公司通用航空产业储备持续的发展能力。投资公司为全资子公司，是构造公司双主业格局的重要着力点。

风险因素：厨房电器业务下滑过快；无人机业务业绩转化进度低于预期等。

盈利预测、估值及投资评级：2013 年公司制定深度转型无人机领域 5 年规划，今年以来通过收购优质无人机资产快速推进无人机业务，未来有望形成“厨房电器+无人机”双主业格局。预计未来 2~3 年后业绩逐步好转。维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.07/0.11/0.12 元的预测，维持公司“买入”评级。

表 24：伊立浦主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	641	680	616	686	829
增长率 YOY%	-13.82	6.18	-9.45	11.43	20.84
净利润（百万元）	14	20	11	17	19
增长率 YOY%	-19.11	48.25	-45.38	58.57	11.86
每股收益（元）	0.09	0.13	0.07	0.11	0.12
毛利率%	17.00	17.51	14.90	14.87	14.91
净资产收益率%	4.1	6.1	3.2	4.9	5.3
市盈率 PE	323.8	224.2	416.3	264.9	242.8
市净率 PB	15.3	15.1	14.6	14.0	13.3
EV/EBITDA	137.8	111.9	-1614.6	696.9	535.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

赛为智能：产品多元化+走出华南市场战略，支撑业绩强劲增长

智慧产业整体系统解决方案提供商。公司是国内最专业的智慧产业整体系统解决方案提供商之一，拥有智慧城市行业的“三甲”资质。智慧产业产品线包括建筑智能化系统工程（贡献 57%营收）、城市轨道交通智能化系统工程（贡献 11%营收）、海洋智能产品（27%）、小型无线电监测站（4%）和水利智能化系统（1%）。公司立足深圳（华南地区），市场逐步向华北、华东、华中和西南地区开拓。2014 年上半年实现营收 2.12 亿元，归属母公司净利润 2,183 万元，分别同比增长 28.8%和 42.1%。

多子业务版块爆发增长冲销地产下滑影响。2014 年 1-8 月，我国房地产新开工面积同比下滑 10.5%（上年同期增长 4%），房地产建筑行业需求萎缩。相应的公司建筑智能化系统工程业务销售 1.21 亿元，收获毛利 3,290 万元，分别同比下降 17%和 1%。但公司总营收和归母净利润均实现大幅增长，这得益于公司过去几年积极开拓新产品线，降低建筑智能产品销售占比（从 2012 年 80%降至 2014 上半年 57%）。2014 上半年公司首次收获海洋智能产品销售额 5,666 万元，贡献毛利 561 万元；城市轨道交通智能化系统工程和小型无线电监测站均取得爆发增长，分布同比大幅增长 77%和 130%。随着城市轨道交通建设审批权下放，轨交建设有望迎来一波建设热潮，预计未来 2~3 年公司轨交、海洋、无线电等智能化应用板块持续贡献高速业绩增速，有力冲销地产不景气对建筑智能化系统工程业务的不利影响。

立足华南市场，全国市场开拓贡献业绩新增长。公司有序拓展多元化智能系统应用领域，并立足华南逐步开拓华北、华东、西南、华东等区域市场。2011 年至 2014 年上半年，公司华南区销售占比从 75.3%降至 27.3%，华北区以 31%占比成为第一大细分市场。2014 年上半年，华南区销售同比下滑 58%，而华北、西南和华中等地销售额则上涨 482%、287%和 1023%，这使得公司总体销售增长 28.8%。预期未来 2~3 年公司销售市场布局调整将进一步增厚公司盈利。

布局锂电池无人机，提升估值空间。全资成立合肥赛为智能（注册资本 1 亿元），由其研发的民用小型锂电型无人机主要用于我国林业防火、电力巡检、农业植保等领域。2014 年 3 月公司表示，该无人机目前正处于产品样机测试阶段，后续将投放市场。

风险因素：房地产行业下滑加速；小型锂电池无人机市场开拓难度超出预期

盈利预测、估值及投资评级：公司产品多元化+走出华南市场战略，有望支撑未来 2~3 年业绩强增长。布局锂电池无人机，提升估值空间。维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.23/0.31/0.41 元的预测，维持公司“增持”评级。

表 25：赛为智能主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	314	428	559	683	842
增长率 YOY%	46.77	36.52	30.42	22.36	23.26
净利润（百万元）	38	29	52	71	91
增长率 YOY%	45.90	-22.21	77.98	34.99	29.05
每股收益（元）	0.17	0.13	0.23	0.31	0.41
毛利率%	22.67	19.65	24.62	25.79	26.64
净资产收益率%	6.5	4.8	7.8	9.6	11.1
市盈率 PE	81.1	106.1	60.0	44.5	33.6
市净率 PB	6.8	6.0	5.5	5.0	4.4
EV/EBITDA	97.3	111.2	63.1	46.5	35.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

宗申动力：积极冲销主业下行风险，通用动力+航空动力打造发动机专家企业

发动机多应用领域延拓路线清晰，具备成长为发动机专家企业潜质。公司主营摩托车发动机（贡献 62%营收）、通用动力（包括通用汽油机、柴油机及各类农林机械，贡献 28%营收）的研发、生产和销售，是国内规模最大品种最齐全的专业化热动力机械产品制造基地之一，并大量出口到欧美、中东、东南亚和非洲（外销 32%）。2014 年 9 月公司进入航空发动机领域，发动机多领域拓展，冲销摩托车行业景气下滑风险思路逐渐清晰。

摩托车动力需求下滑，产品定位上移+相关多元布局通用动力，打开出路。14 年上半年，全国限摩、禁摩的范围持续扩大，摩托车销售 1,042 万辆，同比下滑 9%，相应的公司摩托车发动机销售额下滑 11.6%。但同期公司总营收 22.9 亿元（同增 2%），归母净利润 2.0 亿元（同增 27%）。这得益于公司近几年积极的业务转型：1）优化摩托车发动机产品结构，提高大功率发动机销售占比，试销摩托车电机，在销售下滑 11.6%背景下，毛利逆行上涨 1.4%，随着摩托车电机逐步放量，利润结构将进一步优化；2）将通用动力作为转型重点，14 上半年销售 6.4 亿元，同比增长 28%，预期未来快速增长将为总业绩稳定提供有力支撑。

进入航空发动机领域，发动机领域再下一城。14 年 9 月 2 日公告，与天津内燃机研究所优势互补，将以天津内燃机研究所已完成工程设计的“TD0 无人机动力机型”为基础，依托公司的装备制造能力和质量控制能力，双方共投入 400 万元开展工程样机的试制。天津内燃机研究所系我国第一台大排量活塞式航空发动机的研发机构，天津内燃机研究所正积极研制、开发具有完全自主知识产权的常规动力航空发动机，预计项目完成后将填补我国在该领域的空白。双方联合开展无人机动力工程样机试制，主要是基于公司向通用航空产业战略转型升级的需要。如本次试制样机顺利完成，公司将直接获得相关知识产权的使用权和后续开发、批量生产的独家权益。公司也将据本项目推进情况，稳步推进相关合资合作、投资并购等运作，逐步搭建通用航空动力产业的制造平台，尽快完成公司战略转型的中长期目标。预计未来 1~2 年，公司研发样品和市场销售将逐步落实。

风险因素：摩托车发动机业务下滑超出预期；航空发动机研发、销售进度低于预期等。

盈利预测、估值及投资评级：公司面对摩托车销售下滑环境，通过产品定位上移+相关多元布局，保障了总体业绩的稳定增长。公司进一步将发动机应用领域多元化至航空领域，提升业绩空间。维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.38/0.41/0.48 元的预测，但因发动机产品受下游汽车行业影响增速较低，故下调公司评级至“增持”。

表 26：宗申动力主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	4,263	4,368	4,302	4,631	5,346
增长率 YOY%	-7.53	2.47	-1.51	7.66	15.43
净利润（百万元）	337	307	438	469	554
增长率 YOY%	-5.15	-9.02	78.32	6.99	18.03
每股收益（元）	0.29	0.27	0.38	0.41	0.48
毛利率%	16.70	17.34	19.18	19.42	19.63
净资产收益率%	11.3	9.8	12.7	12.4	13.0
市盈率 PE	31.1	33.4	23.7	22.0	18.8
市净率 PB	3.0	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	21.0	20.4	20.2	18.2	15.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

金通灵：协调布局无人机及其发动机领域，产品结构持续优化

稳步深耕离心风机领域，全产品系列布局。公司持续专注于离心风机领域，以“服务+制造+服务”业务模式向用户提供风系统需求分析、风系统研发设计、离心风机产品制造、风系统节能改造等端到端完整的全生命周期的风系统解决方案。14 上半年营收 3.68 亿元(同增 23%)，归母净利润 634 万元（同增 140%），主要市场在国内（业务占比 90.8%）。公司立足传统鼓风机业务（占比 55%），有序向离心压缩机（占比 19%）、小型蒸汽轮机领域延拓（占比 0.51%）。

离心压缩机业绩规模快速膨胀。公司离心压缩机产品有 3 种：离心单级高速鼓风机、离心空气压缩机和离心蒸汽压缩机，主要应用领域：单极高速鼓风机应用于工业污水处理、 市政污水处理曝气鼓风、大型煤电脱硫氧化鼓风等领域；蒸汽压缩机应用于医药、造纸、石油、天然气、页岩气开采、稀土有色金属开采、垃圾渗透液处理等高浓度污水处理领域的 MVR 工艺；离心空气压缩机应用于各工业领域的高压空气站。14 年上半年离心压缩机收入 7,093 万元（毛利率 46%），同比增长高达 42%，且获得 2 亿元订单。公司在离心压缩机业务前期投资已进入收获期，预计未来 2~3 年该业务继续保持高增速、高毛利，成为主要驱动力。

小型蒸汽轮机开始贡献业绩。汽轮机主要应用于垃圾焚烧发电、光热发电、余热发电和地热发电。公司于 2013 年 10 月与河北槐阳生物质热电有限责任公司签订《30MW 超高压再热发电机组技术改造工程设备成套供货合同》，项目总价约 5600 万元，目前配套设备逐步完成交货，公司的汽轮机也已完成设计评审、工艺评审，主要毛坯件已进厂转入加工制造。预计未来 1~2 年，公司汽轮机销售将快速膨胀。

协同布局小型涡喷发动机和无人机业务。14 年 7 月公告称，拟与李冰、林峰共同出资设立江苏金通灵航空科技有限公司，开拓国内外无人机动力系统及无人机市场。公司以自有资金出资 550 万元，占股 55%。1）李冰、林峰长期致力于小型涡喷发动机及无人机研发工作，掌握一定的小型涡喷发动机及高亚音速无人机设计制造技术，致力于向更高端先进的无人机领域拓展并使之产业化；2）公司以流体机械产品为发展目标，小型涡喷发动机属于流体机械领域范围，借此投资，公司现有的高端设备、加工工艺、检测设备将得到充分利用，有利于调整公司产品结构，提高公司实力。预计该合作将利于离心风机、无人机业务双提升。

风险因素：宏观经济景气低于预期；无人机业务业绩转化进度低于预期

盈利预测、估值及投资评级：公司离心风机业务经营稳健，产品结构优化调整保障业绩快增。积极布局无人机及其发动机领域，预计 2~3 年将逐步贡献业绩红利。维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.07/0.12/0.19 元的预测，但因目前市盈率偏高，下调公司评级至“增持”。

表 27：金通灵主要盈利指标预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	606	704	856	1,022	1,212
增长率 YOY%	-17.78	16.13	21.58	19.41	18.63
净利润（百万元）	-17	3	14	24	39
增长率 YOY%	-128.49	-114.77	461.87	70.61	61.48
每股收益（元）	-0.08	0.01	0.07	0.12	0.19
毛利率%	18.85	18.36	21.21	22.58	24.16
净资产收益率%	-2.1	0.3	1.8	2.9	4.5
市盈率 PE	-346.3	2770.0	395.7	230.8	145.8
市净率 PB	6.2	6.1	6.0	5.7	5.3
EV/EBITDA	195.2	107.0	76.3	50.1	34.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

附录：一拖股份主要财务数据

利润表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	11,318	11,038	10,430	11,007	12,219
营业成本	9,763	9,320	8,824	9,271	10,255
毛利率	13.74%	15.57%	15.40%	15.78%	16.08%
营业税金及附加	26	29	28	29	32
营业费用	323	374	469	440	489
营业费用率	2.85%	3.39%	4.50%	4.00%	4.00%
管理费用	744	845	991	991	1,039
管理费用率	6.58%	7.66%	9.50%	9.00%	8.50%
财务费用	60	128	104	192	188
财务费用率	0.53%	1.16%	1.00%	1.75%	1.54%
投资收益	57	39	43	47	52
营业利润	447	228	63	140	287
营业利润率	3.95%	2.07%	0.60%	1.27%	2.35%
营业外收入	43	112	67	74	81
营业外支出	5	6	7	8	8
利润总额	485	334	123	206	359
所得税	71	72	26	43	75
所得税率	14.57%	21.63%	21.00%	21.00%	21.00%
少数股东损益	65	40	15	25	43
归属于母公司股东的净利润	349	222	82	138	241
净利率	3.08%	2.01%	0.79%	1.25%	1.97%
每股收益（元）（摊薄）	0.35	0.22	0.08	0.14	0.24

现金流量表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	349	222	82	138	241
少数股东损益	65	40	15	25	43
折旧和摊销	166	226	301	321	344
营运资金变动	-68	-952	334	150	306
其他	43	332	45	125	107
经营现金流	555	-132	776	759	1,041
资本支出	-501	-474	-332	-366	-402
投资收益	32	20	43	47	52
资产变卖	5	10	0	0	0
其他	-283	-72	-2	-2	-2
投资现金流	-747	-516	-291	-320	-352
发行股票	785	0	0	0	0
负债变化	-99	930	3,398	358	429
股息支出	-100	-60	0	0	0
其他	22	-215	-72	-176	-172
融资现金流	608	655	3,326	182	257
现金净净增加额	416	7	3,812	621	947

资产负债表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,958	1,881	5,692	6,314	7,260
存货	1,364	1,766	1,672	1,739	1,874
应收账款	976	1,052	994	1,085	1,051
其他流动资产	1,961	1,891	1,807	1,888	2,057
流动资产	6,259	6,590	10,166	11,025	12,242
固定资产	1,877	2,674	2,653	2,640	2,637
长期股权投资	89	90	92	94	97
无形资产	849	958	969	982	996
其他长期资产	1,658	1,356	1,396	1,439	1,484
非流动资产	4,473	5,078	5,110	5,155	5,214
资产总计	10,732	11,668	15,276	16,180	17,456
短期借款	373	292	2,792	2,792	2,792
应付账款	2,030	2,092	1,981	2,081	2,302
其他流动负债	2,640	2,251	2,442	2,709	3,034
流动负债	5,043	4,635	7,215	7,582	8,129
长期负债	618	84	684	684	684
其他长期负债	179	1,721	2,035	2,409	2,855
非流动性负债	797	1,805	2,719	3,094	3,539
负债合计	5,840	6,440	9,935	10,676	11,668
股本	996	996	996	996	996
资本公积	2,074	2,163	2,163	2,163	2,163
股东权益合计	4,892	5,228	5,341	5,504	5,788
少数股东权益	525	754	769	794	837
负债股东权益总计	10,732	11,668	15,276	16,180	17,456

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	-0.09	-2.48	-5.50	5.53	11.01
营业利润	-13.4	-48.8	-72.6	123.7	104.8
净利润	-9.40	-36.85	-62.96	67.99	74.36
利润率（%）					
毛利率	13.74	15.57	15.40	15.78	16.08
EBITMargin	4.1	4.3	1.1	2.5	3.3
	5.55	6.30	4.02	5.43	6.13
净利率	3.1	2.0	0.8	1.3	2.0
回报率（%）					
净资产收益率	7.1	4.4	1.6	2.5	4.3
总资产收益率	3.42	2.10	0.65	0.92	1.50
其他（%）					
资产负债率	54.42	55.19	65.04	65.98	66.84
所得税率	14.6	21.6	21.0	21.0	21.0
股利支付率	17.12	-	-	-	-

资料来源：中信数量化投资分析系统

附录：中联重科主要财务数据

利润表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	48,071	38,542	27,285	28,234	31,768
营业成本	32,546	27,300	19,484	20,276	23,326
毛利率	32.30%	29.17%	28.59%	28.18%	26.57%
营业税金及附加	261	271	192	198	223
营业费用	3,376	3,631	3,001	2,823	3,177
营业费用率	7.02%	9.42%	11.00%	10.00%	10.00%
管理费用	1,936	1,953	2,046	2,118	1,906
管理费用率	4.03%	5.07%	7.50%	7.50%	6.00%
财务费用	323	-136	648	798	822
财务费用率	0.67%	-0.35%	2.37%	2.83%	2.59%
投资收益	36	41	14	0	0
营业利润	8,909	4,534	1,616	2,413	3,071
营业利润率	18.53%	11.76%	5.92%	8.55%	9.67%
营业外收入	335	246	208	250	300
营业外支出	386	258	226	271	325
利润总额	8,858	4,522	1,598	2,392	3,046
所得税	1,329	570	304	454	579
所得税率	15.01%	12.61%	19.00%	19.00%	19.00%
少数股东损益	199	113	37	55	70
归属于母公司股东的净利润	7,330	3,839	1,258	1,882	2,397
净利率	15.25%	9.96%	4.61%	6.67%	7.54%
每股收益（元）（摊薄）	0.95	0.50	0.16	0.24	0.31

现金流量表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	7,330	3,839	1,258	1,882	2,397
少数股东损益	199	113	37	55	70
折旧和摊销	406	459	497	638	779
营运资金变动	-6,305	-5,184	3,827	463	-2,574
其他	1,331	1,509	822	255	-89
经营现金流	2,960	737	6,441	3,293	583
资本支出	-1,835	-1,138	-1,610	-1,610	-1,610
投资收益	7	13	14	0	0
资产变卖	66	51	0	0	0
其他	-1,637	-313	4	0	0
投资现金流	-3,399	-1,386	-1,592	-1,610	-1,610
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	7,223	1,259	-7,317	2,500	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-2,711	-4,012	-537	-798	-822
融资现金流	4,512	-2,753	-7,854	1,702	-822
现金净净增加额	4,073	-3,402	-3,005	3,385	-1,849

资产负债表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	23,206	20,072	17,067	20,452	18,603
存货	11,733	8,747	6,242	6,529	7,511
应收账款	18,900	27,806	18,848	19,932	23,392
其他流动资产	13,191	12,904	12,478	12,538	12,759
流动资产	67,030	69,530	54,635	59,451	62,264
固定资产	4,569	5,377	7,362	9,206	10,910
长期股权投资	330	338	338	338	338
无形资产	2,731	2,931	3,131	3,331	3,531
其他长期资产	14,314	11,362	10,413	9,492	8,574
非流动资产	21,945	20,007	21,244	22,366	23,352
资产总计	88,974	89,537	75,879	81,818	85,616
短期借款	4,205	5,208	0	0	0
应付账款	7,747	8,652	6,175	6,426	7,392
其他流动负债	22,814	19,163	13,894	15,144	15,508
流动负债	34,766	33,023	20,068	21,570	22,900
长期负债	3,870	5,641	10,641	13,141	13,141
其他长期负债	9,150	8,821	1,713	1,713	1,713
非流动性负债	13,020	14,462	12,354	14,854	14,854
负债合计	47,786	47,486	32,422	36,423	37,754
股本	7,706	7,706	7,706	7,706	7,706
资本公积	14,605	13,170	13,170	13,170	13,170
股东权益合计	41,189	42,052	43,457	45,394	47,862
少数股东权益	387	432	469	525	595
负债股东权益总计	88,974	89,537	75,879	81,818	85,616

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	3.77	-19.82	-29.21	3.48	12.52
营业利润	-6.4	-49.1	-64.4	49.3	27.3
净利润	-7.88	-47.63	-67.24	49.66	27.34
利润率（%）					
毛利率	32.30	29.17	28.59	28.18	26.57
EBITMargin	20.7	14.0	9.4	10.0	9.9
EBITDAMargin	21.55	15.17	11.21	12.24	12.32
净利率	15.2	10.0	4.6	6.7	7.5
回报率（%）					
净资产收益率	17.8	9.2	2.9	4.2	5.1
总资产收益率	8.27	4.32	1.53	2.40	2.88
其他（%）					
资产负债率	53.71	53.03	42.73	44.52	44.10
所得税率	15.0	12.6	19.0	19.0	19.0
股利支付率	-	-	-	-	-

资料来源：中信数量化投资分析系统

附录：江淮动力主要财务数据

利润表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,886	2,774	3,054	3,522	3,991
营业成本	2,392	2,312	2,512	2,925	3,308
毛利率	17.12%	16.63%	17.73%	16.96%	17.11%
营业税金及附加	8	7	8	9	10
营业费用	141	151	198	211	219
营业费用率	4.90%	5.45%	6.50%	6.00%	5.50%
管理费用	211	160	214	229	239
管理费用率	7.31%	5.78%	7.00%	6.50%	6.00%
财务费用	11	68	59	61	74
财务费用率	0.37%	2.46%	1.92%	1.73%	1.87%
投资收益	8	19	-7	5	6
营业利润	122	91	45	114	173
营业利润率	4.24%	3.27%	1.49%	3.24%	4.34%
营业外收入	14	10	6	0	0
营业外支出	12	8	2	0	0
利润总额	124	93	50	114	173
所得税	29	12	6	15	22
所得税率	23.19%	12.83%	12.83%	12.83%	12.83%
少数股东损益	-3	-11	-6	-13	-20
归属于母公司股东的净利润	99	91	49	112	171
净利率	3.42%	3.30%	1.62%	3.19%	4.28%
每股收益（元）（摊薄）	0.09	0.08	0.05	0.10	0.16

现金流量表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	99	91	49	112	171
少数股东损益	-3	-11	-6	-13	-20
折旧和摊销	60	64	98	105	112
营运资金变动	139	-496	183	50	24
其他	77	105	69	25	30
经营现金流	371	-247	394	279	318
资本支出	-225	-396	-481	-481	-481
投资收益	7	10	-7	5	6
资产变卖	7	15	0	0	0
其他	-937	14	2	0	0
投资现金流	-1,148	-356	-486	-476	-475
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	393	250	-329	304	279
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-102	44	-39	-61	-74
融资现金流	291	294	-367	243	204
现金净净增加额	-486	-309	-459	47	47

资料来源：中信数量化投资分析系统

资产负债表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,213	765	305	352	399
存货	493	520	565	657	744
应收账款	181	196	215	288	367
其他流动资产	481	733	605	678	749
流动资产	2,367	2,213	1,691	1,975	2,259
固定资产	678	617	677	730	776
长期股权投资	0	29	29	29	29
无形资产	1,853	1,790	1,788	1,787	1,786
其他长期资产	375	777	1,108	1,441	1,775
非流动资产	2,906	3,213	3,602	3,988	4,367
资产总计	5,273	5,426	5,293	5,963	6,626
短期借款	634	826	657	962	1,240
应付账款	646	650	707	823	931
其他流动负债	1,298	1,142	1,218	1,369	1,494
流动负债	2,579	2,618	2,583	3,153	3,665
长期负债	517	575	415	415	415
其他长期负债	140	132	132	132	132
非流动性负债	657	707	547	547	547
负债合计	3,236	3,325	3,130	3,700	4,212
股本	1,089	1,089	1,089	1,089	1,089
资本公积	1	1	1	1	1
股东权益合计	2,037	2,100	2,164	2,263	2,414
少数股东权益	406	400	394	381	361
负债股东权益总计	5,273	5,426	5,293	5,963	6,626

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	14.20	-3.90	10.11	15.33	13.31
营业利润	72.8	-25.9	-50.0	151.3	51.7
净利润	41.23	-7.37	-45.93	127.54	51.75
利润率（%）					
毛利率	17.12	16.63	17.73	16.96	17.11
EBITMargin	4.6	5.1	4.0	4.2	5.4
	6.73	7.43	7.18	7.19	8.16
净利率	3.4	3.3	1.6	3.2	4.3
回报率（%）					
净资产收益率	4.8	4.4	2.3	5.1	7.3
总资产收益率	2.03	1.85	1.00	2.15	2.88
其他（%）					
资产负债率	61.37	61.29	59.13	62.05	63.57
所得税率	23.2	12.8	12.8	12.8	12.8
股利支付率	-	-	-	-	-

附录：新界泵业主要财务数据

利润表 （百万）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	942	1,126	1,188	1,359	1,554
营业成本	714	844	891	1,019	1,164
毛利率	24.23%	25.03%	24.95%	25.03%	25.11%
营业税金及附加	4	5	5	6	7
销售费用	55	69	81	88	103
销售费用率	5.84%	6.17%	6.79%	6.48%	6.63%
管理费用	73	101	99	118	132
管理费用率	7.78%	8.97%	8.38%	8.67%	8.53%
财务费用	-5	4	-3	-6	-10
财务费用率	-0.48%	0.39%	-0.28%	-0.43%	-0.62%
投资收益	6	6	22	11	13
营业利润	105	137	91	144	168
营业利润率	11.13%	12.14%	7.69%	10.57%	10.81%
营业外收入	6	12	50	23	36
营业外支出	3	2	2	3	2
利润总额	108	147	139	164	202
所得税	20	24	24	28	35
所得税率	18.77%	16.34%	17.56%	16.95%	17.25%
少数股东损益	1	2	2	1	2
归属于母公司股东的净利润	86	121	113	135	165
净利率	9.16%	10.76%	9.49%	9.91%	10.62%
每股收益（元）（摊薄）	0.27	0.38	0.35	0.42	0.52

现金流量表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	86	121	113	135	165
少数股东损益	1	2	2	1	2
折旧和摊销	19	37	64	84	104
营运资金变动	42	-10	-89	17	-14
其他	7	-18	23	-11	-16
经营现金流	156	132	112	227	241
资本支出	-172	-224	-30	-30	-30
投资收益	6	4	22	11	13
资产变卖	1	1	0	0	0
其他	-55	-57	-43	-16	-22
投资现金流	-220	-275	-51	-35	-39
发行股票	16	0	0	0	0
负债变化	-37	-3	-5	0	0
股利支出	-16	-16	-11	-11	-13
其他	-42	3	4	6	10
融资现金流	-79	-16	-13	-5	-3
现金净增加额	-144	-159	48	187	199

资产负债表 （百万）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	320	150	198	384	583
存货	202	243	264	294	338
应收账款	107	75	92	117	120
其他流动资产	54	76	98	96	113
流动资产	684	543	651	892	1,154
固定资产	413	508	524	520	496
长期股权投资	20	27	27	27	27
无形资产	79	210	210	210	210
其他长期资产	76	129	104	64	28
非流动资产	588	874	865	821	761
资产总计	1,272	1,418	1,517	1,713	1,914
短期借款	8	5	0	0	0
应付账款	165	165	185	216	239
其他流动负债	129	162	139	175	195
流动负债	303	332	324	391	434
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	16	19	24	29
非流动性负债	11	16	19	24	29
负债合计	313	347	343	415	463
股本	160	160	320	320	320
资本公积	530	530	370	370	370
股东权益合计	959	1,070	1,173	1,298	1,452
少数股东权益	58	60	62	63	65
负债股东权益总计	1,272	1,418	1,517	1,713	1,914

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	23.27	19.51	5.44	14.46	14.31
营业利润	68.25	30.38	-33.21	57.21	16.94
净利润	45.10	40.38	-6.95	19.50	22.42
利润率（%）					
毛利率	24.23	25.03	24.95	25.03	25.11
EBITMargin	10.15	9.45	9.34	9.43	9.51
EBITDAMargin	12.21	12.75	14.75	15.63	16.22
净利率	9.16	10.76	9.49	9.91	10.62
回报率（%）					
净资产收益率	9.00	11.94	10.05	10.90	12.00
总资产收益率	7.11	9.42	8.02	8.68	9.43
其他（%）					
资产负债率	24.63	24.50	22.63	24.21	24.16
所得税率	18.77	16.34	17.56	16.95	17.25
股利支付率	13.20	14.19	10.00	10.00	10.00

资料来源：中信数量化投资分析系统

附录：汉钟精机主要财务数据

利润表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	700	850	1,051	1,302	1,553
营业成本	473	543	667	825	984
毛利率	32.48%	36.12%	36.54%	36.61%	36.66%
营业税金及附加	3	4	5	6	7
营业费用	37	42	52	65	77
营业费用率	5.29%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%
管理费用	66	84	104	129	154
管理费用率	9.36%	9.89%	9.89%	9.89%	9.89%
财务费用	2	0	0	-1	-1
财务费用率	0.28%	-0.01%	-0.02%	-0.07%	-0.07%
投资收益	9	7	9	9	9
营业利润	126	170	227	281	336
营业利润率	17.97%	20.03%	21.64%	21.58%	21.61%
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	2	0	3	3	3
利润总额	125	175	230	283	338
所得税	19	25	33	41	49
所得税率	15.03%	14.51%	14.51%	14.51%	14.51%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	107	149	196	242	289
净利率	15.23%	17.56%	18.68%	18.60%	18.59%
每股收益（元）（摊薄）	0.40	0.57	0.74	0.92	1.09

现金流量表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	107	149	196	242	289
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	45	47	42	48	54
营运资金变动	10	8	-82	-98	-98
其他	-3	8	-8	-7	-7
经营现金流	158	212	149	185	237
资本支出	-62	-49	-79	-78	-78
投资收益	8	9	9	9	9
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-3	-23	0	0	0
投资现金流	-57	-62	-70	-69	-69
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-7	-4	-55	17	-9
股息支出	-87	-55	-84	-110	-136
其他	-3	-6	2	2	3
融资现金流	-97	-65	-137	-91	-143
现金净净增加额	4	84	-59	25	25

资产负债表 （百万元）

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	76	164	105	130	155
存货	131	133	164	203	241
应收账款	116	114	141	175	208
其他流动资产	329	389	449	518	588
流动资产	651	800	858	1,026	1,193
固定资产	291	270	297	319	334
长期股权投资	7	5	5	5	5
无形资产	27	55	54	52	50
其他长期资产	23	17	32	45	59
非流动资产	348	347	387	421	448
资产总计	999	1,147	1,245	1,446	1,642
短期借款	64	68	12	30	20
应付账款	87	121	149	184	219
其他流动负债	56	78	90	105	120
流动负债	207	267	251	319	360
长期负债	13	7	7	7	7
其他长期负债	5	5	7	8	10
非流动性负债	19	12	14	15	17
负债合计	226	279	265	334	377
股本	218	240	264	264	264
资本公积	223	201	177	177	177
股东权益合计	773	868	981	1,112	1,265
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	999	1,147	1,245	1,446	1,642

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率（%）					
营业收入	-18.64	21.34	23.69	23.88	19.31
营业利润	-23.2	35.2	33.6	23.6	19.5
净利润	-25.52	39.90	31.53	23.34	19.30
利润率（%）					
毛利率	32.48	36.12	36.54	36.61	36.66
EBITMargin	17.5	20.8	21.2	21.3	21.4
	23.85	26.30	25.24	24.98	24.81
净利率	15.2	17.6	18.7	18.6	18.6
回报率（%）					
净资产收益率	13.8	18.2	21.2	23.1	24.3
总资产收益率	10.68	13.91	16.41	17.99	18.70
其他（%）					
资产负债率	22.58	24.32	21.26	23.10	22.96
所得税率	15.0	14.5	14.5	14.5	14.5
股利支付率	60.57	51.12	56.27	56.27	56.27

资料来源：中信数量化投资分析系统

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。