

第一拖拉机 (38 HK, 7.37 港元, 目标价: 6.73 港元, 持有) — 受益于有利的政府政策向农业自动化

❖ **拖拉机销量在 2011 年明显增长。**大马力拖拉机的销售量从 2010 年的 43,927 台同比增加 8.4% 至 2011 年的 47,633 台。中马力拖拉机的销售量从 2010 年的 25,165 台同比增加 38.6% 至 2011 年的 34,880 台。小马力拖拉机的销售量从 2010 年的 38,771 台同比增加 17.8% 至 2011 年的 45,678 台。虽然 2011 年销量上增长,但管理层表示在经济不稳定之下今年的目标增长率只有 10%。

❖ **拖拉机的毛利率在 2011 年窄幅下降。**拖拉机的毛利率从 2010 年的 11.6% 微跌 0.7 个百分点至 2011 年的 10.9%。毛利率下跌的最主要是由于原材料成本的上涨,包括钢铁及橡胶。但由于领先的地位,公司把大部分增加的成本转嫁给客户。因此拖拉机的毛利率下降并没有在 2011 年大幅萎缩。我们估计毛利率将在 2012 年将会持平。

❖ **政策鼓励农产业发展。**为了从农村释放劳动力到城市以缓解劳工短缺的问题,故此我们估计中国政府将加快提高农业自动化的步伐。据农业部的报告,农业机械补贴在 2011 年为 175 亿元 (人民币·下同),而农业自动化比率从 2010 年的 52.3% 增加至 2011 年的 54.5%。我们估计在 2012 年的补贴将达到 270 亿元,这有利于公司的发展。

❖ **A 股筹集资金。**公司计划在 2012 年发行 1.5 亿股在 A 股市场上市,我们预计筹集资金总额约 8 亿元,主要用于扩展大马力拖拉机的产能及于新疆建生产基地以进行批量生产,这可改善公司的盈利能力。

❖ **虽然第一拖拉机受惠于农业自动化的政策,但经济不稳定为公司增长带来风险。**公司亦计划今年发行 A 股以筹集资金扩大生产能力,并将会长远受益,但同时新股发行也会摊薄每股收益。我们上调了 2012 年净利润的预测,从 4.04 亿上调到 4.53 亿,目标价升由 6.09 港元升至 6.73 港元,相当于 10.2 倍 2012 年市盈率。考虑到公司股价从我们上一份报告发出日期 (2 月 27 日) 已下跌了 14.8%,故此,我们把评级从「卖出」上调至「持有」。

第一拖拉机 (38 HK)

评级	持有
收市价	HK\$7.37
目标价	HK\$6.73
市值 (港币百万)	6,235
过去 3 月平均交易 (港币百万)	49.1
52 周高/低 (港币)	11.41/7.53
发行股数 (百万股)	846
主要股东	YTO Group (52.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-13.5%	-12.0%
3 月	17.1%	0.3%
6 月	45.0%	29.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万)	10,266	11,328	12,965	15,488	18,514
净利润 (人民币百万)	543	411	453	607	761
每股收益 (人民币)	0.64	0.49	0.54	0.72	0.90
每股收益变动 (%)	118.3	(24.3)	10.2	34.1	25.3
市盈率 (x)	9.9	12.6	11.4	8.5	6.8
市帐率 (x)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
股息率 (%)	3.1	-	2.6	3.5	4.4
权益收益率 (%)	18.1	12.7	13.2	16.4	18.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。