



公司评级:
买入
目标价: HK\$9.27

第一拖拉机 (38 HK)

建筑工程及农业机械行业

低资金成本扩张

大功率拖拉机产商第一拖拉机, 将发行 8 亿人民币的债券, 年票面利率在 4.7-5.0%。集资额将主要用来偿还利率较贵的银行贷款, 后者的年利约在 6.0%。据我们估算, 此举会令集团在 2013 财年节约 600-780 万人民币的利息支出。在行业补贴计划之下, 我们相信 2013-15 年间, 集团会借助低廉的资金成本来实现自己的扩张。集团估值目前处于 9.4 倍 2013 年市盈率, 比过去三年平均市盈率值的 11.5 倍折让了 18.3%。我们重申对第一拖拉机的“买入”评级。

发行债券集资 8 亿人民币: 为了降低财务成本, 集团计划发行 5 年期票面利率 4.7-5.0% 的债券, 以集资 8 亿人民币。75% 的净集资额将用来偿还利率约为 6% 的银行贷款, 据我们估算, 这会令集团在 2013 财年节约 600-780 万人民币。其余的 25% 资金将用来充实营运资金。

良好的盈利质量令集团享受低融资成本: 集团的经营性现金流强劲, 在 2005 到 2012 年的前三个季度之间, 集团经营性现金流/净利润比值的平均数达到 63.2%, 能与国际同业迪尔公司 (DE US) 的 69.0% 相比。集团良好的盈利质量令其能够享受低融资成本。目前, 央行对于 3-5 年期借贷利率的指引值为 6.4%。

重申买入: 在有利的行业补贴计划之下, 我们相信集团会进取地在 2013-14 年间扩张大功率拖拉机的产能。据公司公布, 中国证监会已经批准集团在 2014 年底前再发行 7 亿人民币的债券。我们相信集团会继续享受低融资成本, 以支持其产能扩张和并购行动。我们维持对第一拖拉机的“买入”评级。

风险因素: 产品种类的集中性风险; 农业机械的发展受制于政策风险; 原材料价格上升风险。

主要数据

股价 (港币)	7.57
上行空间 (%)	22.4
52 周高/低(港币)	9.20/5.43
发行股数 (百万)	996
H-股	402
A-股	594
H 股市值(百万港币)	3,043
30 天平均成交额 (百万港币)	24.8
审计师	天职国际
主要股东 (%):	
中国一拖集团	44.52

来源: 公司和彭博

2012 上半财年收入组成 (%)

农业机械	82.6
动力机械	11.7
其它机械	5.0
金融业务	0.8

来源: 公司

股价表现(%)

	绝对	相对 ¹
1 个月	-4.1	-1.4
3 个月	3.6	-0.9
6 个月	25.1	6.2

1: 相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

黄焯伟
电话: (852) 2147 8869
电邮: stevecwong@abci.com.hk

上期报告
日期: 2013 年 2 月 26 日
评级: 买入
目标价: HK\$9.27

业绩和估值

财年截至 31/12	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入 (百万人民币)	10,266	11,328	10,770	13,872	19,129
同比变化(%)	14.0	10.3	(4.9)	28.8	37.9
净利润 (百万人民币)	543	411	402	645	971
同比变化(%)	118.3	(24.3)	(2.3)	60.7	50.6
每股盈利 (人民币)	0.642	0.486	0.436	0.648	0.975
同比变化(%)	118.3	(24.3)	(10.2)	48.6	50.6
PER (倍)	-	12.67	13.95	9.39	6.23
PBR (倍)	-	1.60	1.32	1.34	1.23
股息收益率 (%)	-	-	2.15	3.20	4.81
ROAA (%)	7.3	4.5	3.9	5.2	6.6
ROAE (%)	16.4	11.2	9.3	13.0	18.2
净负债/总股本 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估计



权益披露

分析员，黄焯伟，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内，就投资银行服务，向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183