



## 公司评级： 持有

### 目标价：HK\$6.14

**主要数据**

股价 (HK\$)	5.78
上行空间 (%)	6.2
52 周高/低(HK\$)	8.58/5.43
发行股数 (百万)	996
H-股	402
A-股	594
H 股市值(HK\$百万)	2,324
30 天平均成交额 (HK\$百万)	14.2
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 上半年财年收入组成 (%)**

农业机械	82.6
动力机械	11.7
其它机械	5.0
金融业务	0.8

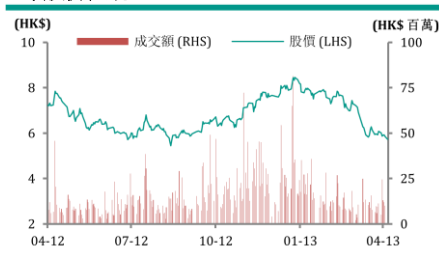
来源: 公司

**股价表现(%)**

	绝对	相对 <sup>1</sup>
1 个月	-16.64	-18.25
3 个月	-27.73	-24.28
6 个月	-9.15	-14.38

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: stevecwwong@abci.com.hk

**相关报告**

日期: 2013年4月15日  
评级: 持有  
目标价: HK\$6.61

**第一拖拉机 (38 HK)**

建筑工程及农业机械行业

**盈利增长短期难改善**

一季度, 受农机购置补贴政策变化的拖累, 集团的每股盈利同比下降**18.8%**。期间, 大功率拖拉机产量和销量受到负面冲击。我们相信, 这种负面因素将在今年余下的时间内继续拖累该产品的销售。产品组合的变化拖低毛利率, 将削弱生产链整合带来的正面影响。因此, 我们降低对集团毛利率和盈利的预测。将目标价从**6.61**港元下调至**6.14**港元。维持“持有”评级。

**补贴政策变化带来负面影响:** 1 季度, 由于行业补贴政策的变化, 集团收入和利润同比分别下跌**11.96%**和**18.84%**至**3,107**百万元(人民币, 下同, 特别指明除外)及**112**百万元。行业补贴政策从补贴制造商变为直接补贴机械设备的买家。购买设备和拿到补贴的时间差让买家前期的成本上升, 因而降低补贴政策的吸引力。

**生产链整合的正面作用被削弱:** 集团于 2012 年并购供应商以进行向上的生产链整合, 尽管此举动将在 2013 年来带来利润改善, 但其正面作用将被产品组合的改变而削弱(政府削减对每台大功率拖拉机的最高补贴额度, 其销量以至对收入的贡献减少, 从而拖低整体毛利率)。一季度的毛利率从去年同期的**14.14%**微升**0.47**个百分点至一季度的**14.61%**。

**盈利增长短期难改善:** 我们认为集团需要时间来开展其金融租赁业务以给买家提供短期资金方案以弥补补贴政策改变所带来的资金缺口。因此, 我们不认为短期内集团销售增长会有大幅的改善。基于一季度业绩, 我们降低了对集团毛利率和盈利的预测。将目标价从**6.61**港元下调至**6.14**港元。维持“持有”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。

**业绩和估值**

财年截至 31/12	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入(百万人民币)	11,703	11,318	12,208	14,004	16,275
同比变化(%)	14.00	-3.29	7.86	14.71	16.22
净利润(百万人民币)	440	349	426	596	771
同比变化(%)	-18.97	-20.68	22.19	39.69	29.51
每股盈利(人民币)	0.520	0.351	0.429	0.599	0.775
同比变化(%)	-18.97	-32.56	22.19	39.69	29.51
PER (倍)	-	13.24	10.83	7.75	5.99
PBR (倍)	-	1.06	1.01	0.88	0.76
股息收益率(%)	-	2.16	2.77	3.87	5.01
平均资产回报率(%)	5.52	3.97	4.11	5.07	5.70
平均股本回报率(%)	13.25	8.97	9.55	12.14	13.63
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



## 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，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

### 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