

聚焦 大农机行业的“机遇”

大农机行业：一道可赏的风景

国信证券

在传统农业板块中,我们看好国家补贴政策力度较大的上游种业、种植业和动物疫苗。

此外我们持续看好“大农机行业”。该行业包括传统的小农机(拖拉机、收割机、播种机、农业灌溉设备等)、与农民相关的低端汽车(轻卡、微卡、微客)、相关整车/核心零部件行业(发动机、变速箱、车桥等)。

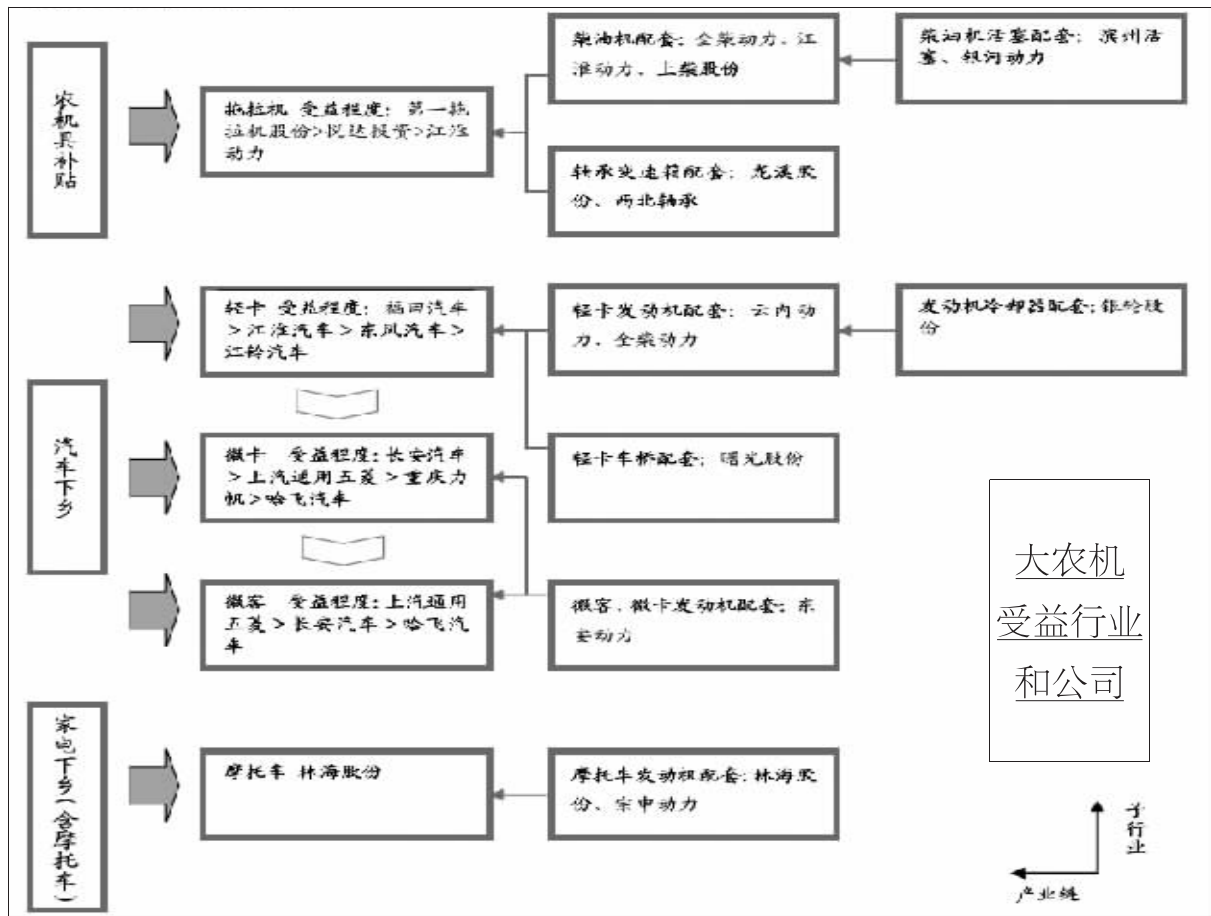
“三农”问题已经连续5年成为中央政府最为关注的“头等大事”。但是由于缺乏明确的量化指标,投资市场对于三农概念的热点仅仅聚焦于2008年初的“家电下乡”和“农林牧渔”等中小市值板块。

进入2009年之后,在全球性经济衰退已经完全明确的大背景下,中国内需如何拉动、农民工就业问题突出、农业生产安全沉疴累累等问题逐一成为公众关注的焦点。为了走出经济衰退的泥沼,切实改善三农,政府陆续出台一系列新穎的“三农”财政补贴政策。我们认为,传统农业及“大农机行业”孕育较大投资机会。

在传统农业板块中,我们看好国家补贴政策力度较大的上游种业、种植业和动物疫苗。此次我们创新提出且持续看好“大农机行业”。该行业包括传统的小农机(拖拉机、收割机、播种机、农业灌溉设备等)、与农民相关的低端汽车(轻卡、微卡、微客)、相关整车/核心零部件行业(发动机、变速箱、车桥等)。

目前,与“大农机行业”相关的政策主要有以下方面:首先,小农机行业补贴100亿元。国家对农机具补贴政策始于2004年,补贴总规模从最初的7000余万到2008年已提高到40亿。根据国务院决定,2009年国家将安排农机具购置补贴资金100亿元,比2008年再度大幅增加60亿元。在此推动下,农业机械行业增长将进一步加速,预计在2009年实现将实现40%左右的高增长;其次,低端汽车下乡补贴50亿元。2009年3月1日到12月31日,国家安排专项资金对低端汽车下乡予以财政补贴,预计轻卡、微卡、微客行业将会受益于这一政策,销量有望出现30-50%增长;第三,轻型车环保标准切换。2009年7月1日,轻型柴油车最大设计总质量不超过3.5吨)全面执行国III排放标准,预计2009年轻卡行业将出现透支性增长。我们认为,上述政策将使大农机行业在2009年出现确定性、高速增长。在经济发展陷入低迷、全行业不景气的大环境中,2009年这些公司的业绩表现必能成一道可赏的风景。

根据对产业链最有价值环节的研究,我们认为,大农机行业的投资主线主要分为以下两个方面。首先,优先受益的农用机械整机销售公司及相关配件公司;其次,优先受益的汽车整车公司及汽车零部件公司(以发动机、车桥等关键零部件为主)。



低端汽车篇

双翼助力 低端汽车业将爆发性增长

低端汽车下乡:有力促进农村消费

前期通过的《汽车产业振兴规划》中提出,从2009年3月1日到12月31日,国家总共安排50亿元对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车,给予一次性财政补贴。近期,工信部下发《关于做好当前工业经济运行工作,确保一季度良好开局的通知》,要求积极扶持“家电下乡”、“汽车下乡”和农机补贴政策,相关细则预计将于3月前后出台。《汽车产业振兴规划》中明确提

出换购车型为微型载货车,购买车型为微型客车,主要受益车型为轻卡、微卡、微客。考虑到农村用车以载货为主,兼顾载客,因此细分车型受益程度由强到弱依次是轻卡、微卡、微客。2008年轻卡、微卡、微客的市场容量(销量)分别为115.2、35.3、106.4万辆。这些车型的售价基本在3万元左右,若参照家电下乡的标准,每辆车补贴售价10%,即补贴3000元左右,则50亿元可用于补贴150万辆车。以轻卡行业为例,受此政策影

响预计2009年行业增长率在30-50%之间。由于轻卡在以上受益车型中运输销量最高,理论上,其新增需求在全部150万辆车占比至少达到1/3,即达到50万辆左右。按115万辆的年产销规模,不算正常自然增长率,仅“汽车下乡”政策就可使轻卡需求增长43%。保守预计,考虑“汽车下乡政策”及行业自然增长率”,预计2009年轻卡行业销量至少增长30%。我们预计,微卡、微客行业销量也有望达到30%。

环保标准切换:轻卡行业受益最大

2008年6月26日,国家环保部发布《关于国家机动车排放第三阶段限值实施有关问题的通知》,决定从2008年7月1日起,所有在上海、南京、杭州、深圳等城市及机动车污染严重的城市销售和注册登记的N类轻型柴油车必须符合国家III标准要求,其余地区N类轻型柴油车的销售和注册登记可过渡一年”。这意味着,2009年7月1日后,全国范围内销售的N类轻型柴油车(最大设计总质量不超过3.5吨的柴油车)必须达

到国III排放标准。由于国III发动机成本较高,国II轻卡和国III轻卡存在1-2万元的差价。轻型柴油车整体售价不高,国III切换较重卡行业更大,因此轻型柴油车全面实施国III标准将促使1-3Q09对国II轻卡的透支性消费。2008年,重卡国III切换使重卡销售呈现出“前高后低”的态势,2009年后10个月有低端汽车下乡政策执行,预计农民在受益期结束前将突击消费以享受政策。

受益最大。轻客行业由于大部分整车已实现国III标准,受益程度小于轻卡行业。微卡、微客行业由于整车主要装备汽油发动机,受益程度不大。受环保标准切换,轻型柴油车、重型柴油车销量表现将有较大不同。首先,轻型柴油车环保标准更难执行。相对于重卡,轻卡价格低,用户更多分部在广大农村;其次,2009年后10个月有低端汽车下乡政策执行,预计农民在受益期结束前将突击消费以享受政策。

细数受益上市公司

福田汽车:政策暖风频吹,评估增值助力 公司主业包含重卡、轻卡、大中客、轻客四大板块,主要的利润来源是轻卡和中重卡。2009年轻卡市场将迎来爆发式增长,表现远好于中重卡行业,另外,2009年8月戴姆勒的合资重卡公司成立后,仅贡献50%的权益净利,因此未来公司轻卡业务在盈利中的占比将会提升。保守预计,考虑“汽车下乡政策”及行业自然增长率”,预计2009年轻卡行业销量至少增长30%。上市公司中,福田汽车作为轻卡行业的龙头,市

场占有率稳定在30%左右。且产品线覆盖低端轻卡,其低端轻卡车型适合农村地区消费。此外,公司长期扎根农村市场,开拓渠道,熟悉环境,预计受益“汽车下乡”政策最多。我们预计,2009年公司轻卡业务盈利增长30%至2.86亿元,2010年轻卡整车及50%持股的福田康明斯发动机合计贡献3亿元。公司已与北京公交集团签订2009年800辆混合动力城市客车协议,这是目前为止我国最大的一笔新能源汽车采购订单。我们预计,同

类产品行业售价可能在120万元,单台盈利20万元,将为公司贡献1.2亿元净利,折合0.13元EPS。2009年8月,预计公司与戴姆勒合资的重卡公司正式成立,注册资本为56亿元,双方各持50%股权。公司以评估后资产入股(会计准则下,重卡资产评估增值可计入利润表),戴姆勒以现金入股。近期公司公告,戴姆勒重卡资产评估增值,资产评估增值将影响2009年福田汽车利润增加5.12亿元,2010年福田汽车利润增加8.76亿元,2011-2018年各年将影响福田

小农机篇

农机具设备生产商成为政府补贴大赢家

国家对农机具补贴政策始于2004年,补贴总规模从最初的7000余万到2008年已提高到40亿。根据国务院决定,2009年国家将安排农机具购置补贴资金100亿元,比2008年增加再度大幅增加60亿元。在此推动下,农业机械行业增长将进一步加速,预计在2009年实现将实现40%左右的高增长。我们认为,相关农机具生产商将直接受益。其中,政府补贴主要产品包括拖拉机以及配套柴油机等动力设备,相关上市公司包括悦达投资、江淮动力等。

悦达投资:结构调整提升毛利率

公司控股89.8%的江苏悦达盐城拖拉机制造有限公司从事拖拉机生产销售业务,是国内第三大拖拉机厂商,年产能2.8亿元,年销售规模近8亿元,为公司贡献44%左右收入。过去两年,其业绩增速保持在15%左右。由于行业竞争激烈,利润率低,对公司盈利贡献甚小。不过,受益于农业机械补贴政策,我们预计,2009年公司拖拉机业务增速将提高到30%左右。由于规模增长以及公司产品结构大型化调整,拖拉机业务毛利率也会有一定提升,2009年业绩贡献可能明显改善。

汽车公司受益国家汽车产业振兴规划,2009年盈利可能大幅改善。公司参股东风悦达起亚25%的股权,由于其处于产能快速扩张期,产能利用率低。2007年,其出现7528万元的亏损,减少公司投资收益1882万,对公司业绩拖累较大。不过,东风悦达起亚主产车型以中低端汽车为主,将明显受益购置税减免政策。因此,预计2009年销量上升,产能利用率上升,业绩改善。

高速公路资产贡献的投资收益是公司业绩主要贡献,未来两年仍将保持稳定增长。公司分别持有陕西西铜高速公路公司、江苏京沪高速(新淮江段)公司70%、21%股权,这两家高速公路公司2008年上半年贡献的投资收益分别为8594万、1.32亿元,占公司盈利绝大部分。我们预计,未来2年公司高速公路能保持8%左右平稳增长。

受益于利率下调,财务费用减少对公司2009年业绩贡献颇大。公司负债率高达75%,其中有息负债包括短

期借款15.38亿、长期借款21亿。2008年前三季度财务费用达2.4亿,消耗了公司主业利润近50%。由于2008年以来,银行利率持续下调,平均贷款利率下降20%以上,保守估计公司2009年财务费用将因此减少6000万左右,贡献EPS约0.11元。

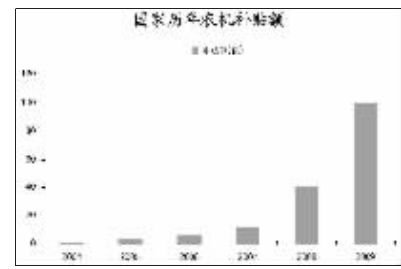
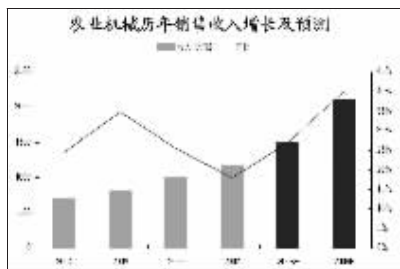
江淮动力:政策推进柴油业务增长

公司是轻型柴油机龙头,主要产品为单/多缸柴油机、单缸汽油机和拖拉机,主要盈利来源是95缸径以上单缸柴油机。据了解,公司的柴油机主要为中低端商用车、农机配套。公司在缸径单缸柴油机领域的龙头地位明显,主要客户包括石家庄拖拉机厂在内的农机厂商。

受益“轻卡、农机下乡”,国家相关补贴政策将刺激商用车和农机销量增长。公司作为大缸径单缸柴油机龙头,产品主要配套各种拖拉机和农用车,将受益于农机行业的增长。另外,由于2009年7月1日以后,销售和注册的轻型柴油车需要达到国III排放标准,预计1H09国II轻型柴油车(轻卡、轻客)会有透支性消费,拉动轻型柴油车需求。

整体搬迁扩产有望成为未来盈利增长点。根据公司所在地的城市总体规划要求,公司拟对现有的生产厂区实施整体搬迁,同时完成设备、工艺等方面的改造,调整产品结构。其中一期工程于2007年5月开工建设,2009年底前投产使用。项目完工达产后,公司可形成年产120万台新型节能单缸机及其配套终端产品的生产能力,年预计可实现销售收入22.5亿元。

2007年底,公司收购美国加州注册的All-Power America公司。该公司从事进口汽油机及发电机组的销售,在美国市场有较为广泛的销售网络,与多家美国大型连锁超市存在业务关系。此次收购有利于把握美国市场的市场信息和市场机遇,生产和销售适合美国市场需求的产品。值得一提的是,公司拖拉机业务规模较小,即使增速提高,业绩贡献也较小。公司拖拉机业务年收入8000多万左右,规模有限,在行业中无明确优势。即使考虑国家补贴带来比较大程度的增长,盈利贡献也很小。



汽车利润增加3631万元。即2009年贡献非经常性损益0.33元EPS,2010年贡献0.61元EPS,2011-2018年贡献0.04元的EPS。

银轮股份:热交换器行业龙头,E-GR销量有望迎来爆发式增长 公司在国内热交换器行业具有领先地位,主导产品机油冷却器、中冷器分别用于配套汽车发动机、汽车整车,主导产品销量在全国同行业中名列第一。其他产品包括EGR冷却器、冷却模块等。公司产品广泛应用于汽车(主要是商用车)、工程机械、船舶等动力机械领域。公司客户涵盖玉柴、上柴、大柴、云内、锡柴等主要发动机厂,并已进入康明斯、卡特彼勒等国际发动机企业

配套体系。公司主导产品中冷器广泛应用于商用车整车,其中轻卡中冷器市场占有率约为30%,用于配套轻卡的相关零部件贡献公司盈利的约20%,公司将受益于2009年轻卡行业爆发式增长。公司主导产品也广泛应用于重卡、工程机械及其发动机,2009年将先受益于机械行业复苏,后受益于重卡行业回暖。EGR冷却器销量有望迎来爆发式增长。排放标准由国II向国III切换,EGR尾气处理系统作为技术路线之一,比高压共轨系统成本更低,在燃油适用性、维护成本方面也更适合我国国情。