

分析师：刘智
 登记编码：S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775

国四切换推动市场份额头部集中，出口和新产品有望带来新增长点

——一拖股份(601038)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(首次)

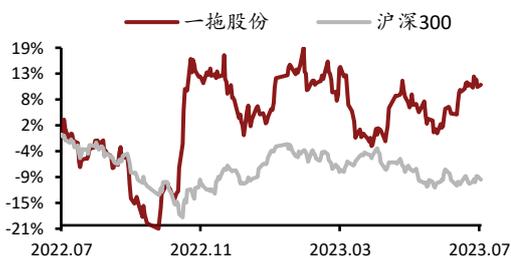
市场数据(2023-07-17)

收盘价(元)	11.90
一年内最高/最低(元)	13.03/8.67
沪深 300 指数	3,867.17
市净率(倍)	2.07
流通市值(亿元)	70.68

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	5.74
每股经营现金流(元)	0.14
毛利率(%)	15.75
净资产收益率_摊薄(%)	7.54
资产负债率(%)	50.64
总股本/流通股(万股)	112,364.53/59,391.00
B股/H股(万股)	0.00/39,194.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 07 月 17 日

投资要点：

近期我们实地调研了一拖股份公司。第一拖拉机股份有限公司，前身第一拖拉机制造厂，创建于 1955 年，是我国“一五”期间兴建的 156 个国家重点项目之一，是中国农机特大型企业，拖拉机行业核心骨干。

公司 2022 年公司实现营业收入 125.6 亿元，同比+34.6%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比+55.4%；扣非后归母净利润 7.7 亿元，同比+130.2%。其中，公司农业机械实现营收 116.48 亿元，同比+37.64%，占营业收入比例为 92.74%；动力机械实现营业收入 25.75 亿元，同比+13.08%；分部间抵消为 17.68 亿元。

- **非道路国四排放升级推动市场份额头部集中，公司拖拉机市场份额仍有提升的空间。**党的二十大报告首次提出总体国家安全观的概念，把新形势下国家安全的重要性提高到战略层面。国家安全具体提到了粮食、能源资源、重要产业链供应链安全。受益于党中央总体国家安全观思想的持续推进，粮食安全成为国家安全战略的重要一环，稳定粮食生产的重要性提到了前所未有的提高。此外，2022 年底实施非道路柴油机“国四”排放等因素影响，国内拖拉机市场出现较大增长。据中国农机工业协会数据显示，2022 年行业骨干企业大中型拖拉机销量 37.50 万台，同比增长 17.2%。非道路柴油机国四排放的推行提高了行业的技术门槛，推动行业产品技术升级，使市场份额向头部集中趋势更明显。一拖股份凭借技术优势再次占据先机。2022 年公司销售大中型拖拉机 8.85 万台，市场份额 23.6%，拖拉机销量同比增长 27.41%，增速比行业平均快了 10.21 个百分点。我们认为随着国四排放的持续推进，新形势下对拖拉机要求越来越高，拖拉机行业的竞争门槛将逐步抬高，市场份额向头部集中趋势会进一步加速，公司市场份额仍有进一步提升空间。

- **大马力拖拉机、丘陵山地拖拉机等新产品有望成为增长新动力。**

2021 年中央一号文件提出，支持丘陵山区农机装备研发制造，加大购置补贴力度；2022 年中央一号文件提出，加快丘陵山区和设施园艺小型机械研发制造并纳入国家重点研发计划予以长期稳定支持；今年中央一号文件提出，加紧研发丘陵山区适用小型机械和园艺机械。连续三年，加快丘陵山地拖拉机的研发写入中央一号文件，体现出中央对丘陵山地农业机械化的高度重视。粮食增产是保障我国粮食安全的根本方法，我国传统的粮食基地众多平原地区等机械化率水平已经很高，通过这些地区粮食增产的挖潜空间不大，而广大丘陵山地耕地机械化率水平低，种植面积大，挖潜改进空间较大。根据人民日报《小农机开进丘陵山地》的专题报道，我国丘

陵山区耕地面积达 6 亿多亩，占耕地总面积的三成左右。受地形条件等因素影响，丘陵山区是我国农业机械化发展的薄弱区域。中央高度重视丘陵山地耕地的机械化，对挖潜丘陵山地耕地粮食产量、保障我国粮食安全有重大意义。丘陵山地拖拉机市场目前仍处于摸索阶段，但耕地面积广，行业需求空间大，未来有望成为一拖公司重要增长点。

国内拖拉机市场不断向大马力、先进化、智能化发展，大马力、动力换挡、无级变速等拖拉机逐渐成为市场主流。2023 年 3 月，国内首台 220 马力履带拖拉机——东方红 CH2202 在一拖成功下线，改变了大马力履带拖拉机领域完全依靠进口的局面。目前一拖公司已攻克 220 马力动力换挡和 320 马力无级变速拖拉机的集成设计试制，动力换挡传动系实现国产化。未来，大马力拖拉机将持续推进国产化，高效化，带动我国农机提升作业效率、推动农机装备安全，国内大马力拖拉机市场国产化打开点。

● **海外出口市场广阔，公司产品升级积极开拓海外市场**

随着我国拖拉机技术及产品的不断升级换挡，拖拉机出口竞争力有望持续增长。近年来一拖股份出口市场增长明显。2022 年公司出口拖拉机 4557 台，增长 38.05%。2023 年一季度出口形式仍然持续向好。公司 2022 年拖拉机出口销量占比 5.15%。公司积极布局俄语区、拉美、亚洲国家市场，近年逐步取得明显突破，未来仍有较大提升空间。

● **盈利预测与估值**

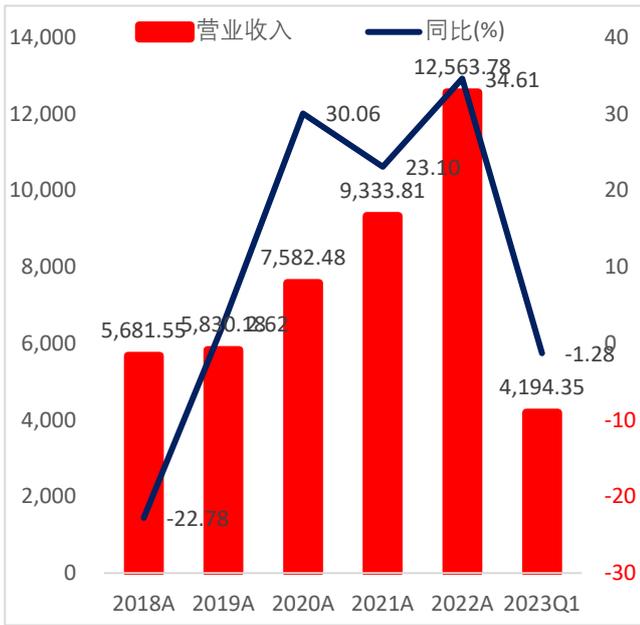
鉴于公司是国内拖拉机龙头企业，受益国家粮食安全、农机装备安全等政策需求，叠加公司产品升级换代，拖拉机市场份额有望进一步提升。同时，公司通过积极研发持续提升产品竞争力，拓宽出口空间。我们预测公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 132.38 亿、146.43 亿、167.21 亿，2023 年-2025 年归母净利润分别为 8.23 亿、10.06 亿、12.45 亿，对应的 PE 分别为 16.24X、13.3X、10.74X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：1：宏观经济景气度不及预期；农业机械补贴政策不及预期；3：市场竞争加剧，毛利率承压；4：原材料价格大幅上涨；5：新产品拓展不及预期；6：国外市场开拓风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,334	12,564	13,238	14,643	16,721
增长比率（%）	23.10	34.61	5.36	10.62	14.19
净利润（百万元）	438	681	823	1,006	1,245
增长比率（%）	56.42	55.42	20.86	22.19	23.80
每股收益(元)	0.39	0.61	0.73	0.90	1.11
市盈率(倍)	30.51	19.63	16.24	13.30	10.74

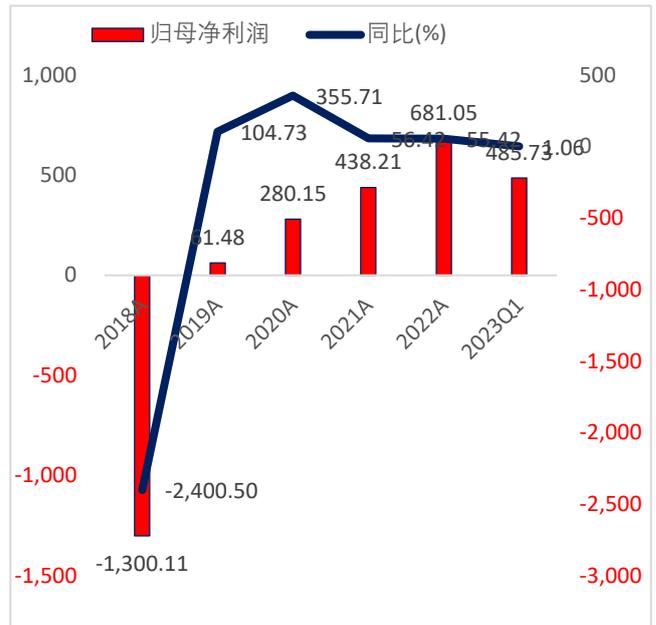
资料来源：聚源数据、中原证券

图 1：公司营业收入（百万元）



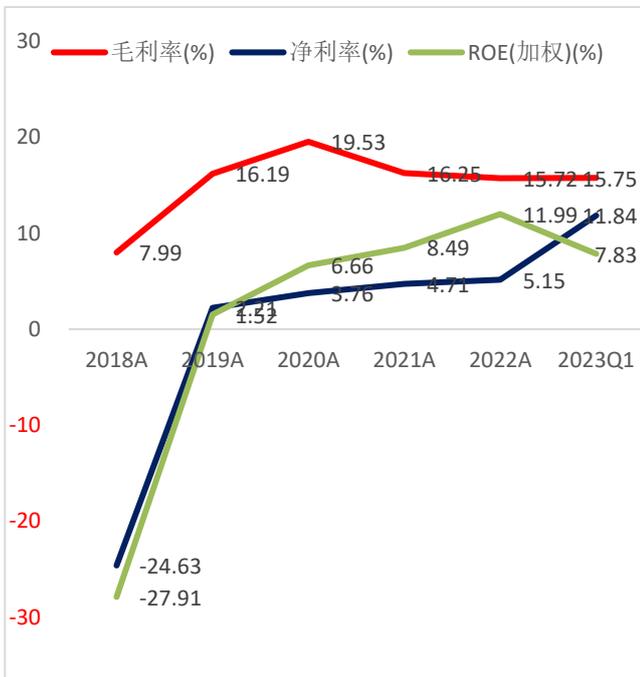
资料来源：Wind、中原证券

图 2：公司归母净利润（百万元）



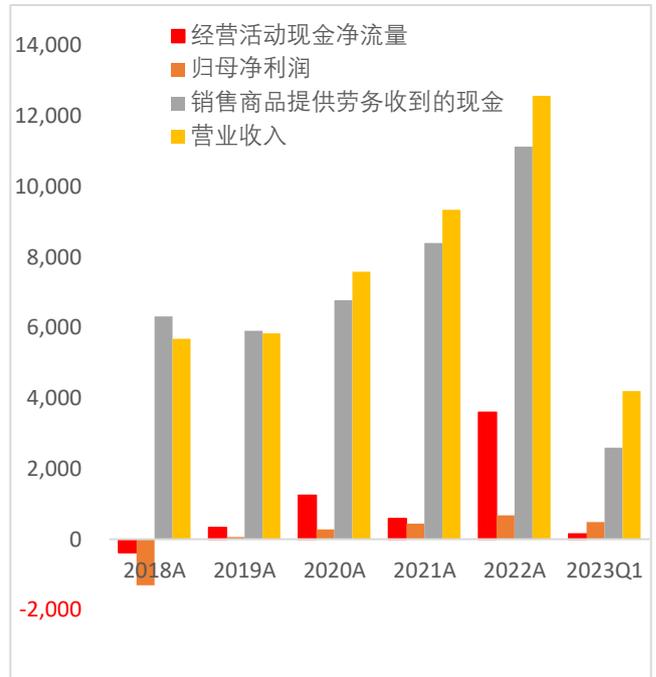
资料来源：Wind、中原证券

图 3：公司盈利能力指标



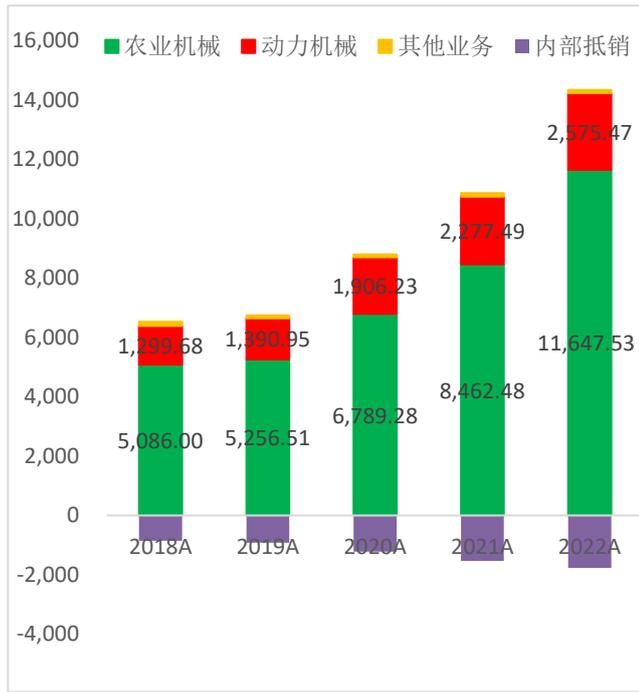
资料来源：Wind、中原证券

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



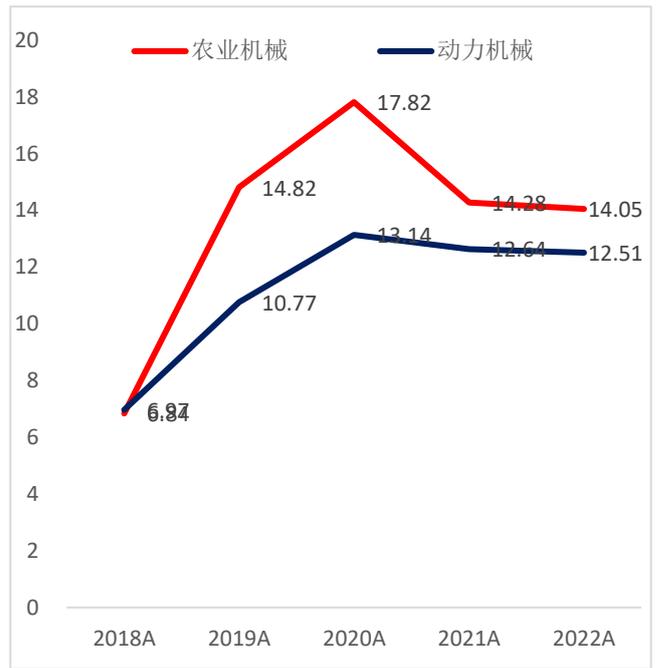
资料来源：Wind、中原证券

图 5: 分产品营业收入结构 (百万元)



资料来源: Wind、中原证券

图 6: 分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,696	7,882	8,783	10,196	12,190
现金	3,243	4,364	5,178	6,489	8,224
应收票据及应收账款	364	429	470	513	589
其他应收款	24	27	30	33	38
预付账款	243	215	265	278	322
存货	1,674	1,191	1,281	1,383	1,538
其他流动资产	2,147	1,657	1,559	1,500	1,480
非流动资产	4,644	5,104	5,220	5,368	5,510
长期投资	127	636	703	815	926
固定资产	2,466	2,312	2,315	2,343	2,368
无形资产	751	713	683	650	618
其他非流动资产	1,300	1,443	1,519	1,559	1,598
资产总计	12,340	12,986	14,003	15,564	17,701
流动负债	5,891	6,128	6,505	6,975	7,762
短期借款	270	270	200	146	146
应付票据及应付账款	3,435	4,116	4,502	4,878	5,450
其他流动负债	2,186	1,741	1,803	1,951	2,166
非流动负债	466	361	356	356	356
长期借款	110	49	49	49	49
其他非流动负债	356	312	306	306	306
负债合计	6,357	6,489	6,861	7,331	8,117
少数股东权益	580	539	515	488	453
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
资本公积	2,656	2,656	2,656	2,656	2,656
留存收益	1,631	2,179	2,847	3,965	5,350
归属母公司股东权益	5,402	5,958	6,627	7,745	9,130
负债和股东权益	12,340	12,986	14,003	15,564	17,701

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	582	3,602	1,395	1,678	2,032
净利润	433	642	799	978	1,210
折旧摊销	358	350	186	203	205
财务费用	28	21	10	8	7
投资损失	-639	-7	-39	-32	-41
营运资金变动	-383	2,299	231	341	462
其他经营现金流	785	297	208	180	189
投资活动现金流	273	-2,096	-244	-305	-291
资本支出	-47	-87	-216	-225	-220
长期投资	304	-2,037	-67	-112	-111
其他投资现金流	16	28	39	32	41
筹资活动现金流	-120	-141	-337	-62	-7
短期借款	-564	0	-70	-54	0
长期借款	10	-61	0	0	0
普通股增加	138	0	0	0	0
资本公积增加	556	0	0	0	0
其他筹资现金流	-260	-80	-267	-8	-7
现金净增加额	730	1,373	814	1,312	1,735

资料来源：聚源数据、中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,334	12,564	13,238	14,643	16,721
营业成本	7,735	10,510	11,001	12,165	13,869
营业税金及附加	43	49	55	60	69
营业费用	204	222	236	247	282
管理费用	363	395	439	479	514
研发费用	415	529	590	639	713
财务费用	51	-42	-33	-44	-58
资产减值损失	-588	-44	-43	-52	-60
其他收益	43	43	46	48	50
公允价值变动收益	38	-232	-128	-82	-65
投资净收益	639	7	39	32	41
资产处置收益	0	2	1	2	2
营业利润	427	588	800	974	1,210
营业外收入	34	26	28	31	33
营业外支出	1	3	4	7	8
利润总额	460	612	824	998	1,235
所得税	27	-30	25	20	25
净利润	433	642	799	978	1,210
少数股东损益	-5	-39	-24	-27	-35
归属母公司净利润	438	681	823	1,006	1,245
EBITDA	719	1,152	977	1,158	1,382
EPS (元)	0.39	0.61	0.73	0.90	1.11

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	23.10	34.61	5.36	10.62	14.19
营业利润 (%)	45.84	37.74	36.03	21.81	24.20
归属母公司净利润 (%)	56.42	55.42	20.86	22.19	23.80
获利能力					
毛利率 (%)	16.25	15.72	16.28	16.34	16.52
净利率 (%)	4.76	5.47	6.27	6.93	7.51
ROE (%)	8.11	11.43	12.42	12.99	13.64
ROIC (%)	5.33	12.28	10.32	11.05	11.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.52	49.97	48.99	47.10	45.86
净负债比率 (%)	106.27	99.87	96.05	89.04	84.70
流动比率	1.31	1.29	1.35	1.46	1.57
速动比率	0.83	1.03	1.09	1.20	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.98	0.97	0.98	1.00
应收账款周转率	27.17	38.12	35.36	35.63	36.35
应付账款周转率	4.07	4.89	4.54	4.60	4.83
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.61	0.73	0.90	1.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	3.21	1.24	1.49	1.81
每股净资产 (最新摊薄)	4.81	5.30	5.90	6.89	8.13
估值比率					
P/E	30.51	19.63	16.24	13.30	10.74
P/B	2.48	2.24	2.02	1.73	1.46
EV/EBITDA	18.05	7.54	8.68	6.15	3.89

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。