

上市公司简评报告

专用设备

投资收益难改主营下降

事件

公司公布 2008 年报：全年实现营业收入 18.57 亿元，同比微增 0.78%；实现净利润 5400.80 万元，同比下降 42.55%；基本每股收益 0.11 元；年度利润分配预案不分红、不转增。公司业绩低于我们预期。

简评

现代江苏产品结构改变带来投资收益大涨

对现代（江苏）权益法核算的投资收益和来自小松常州的分红收益，是公司净利润的最主要来源。2008 年现代江苏对销售的挖掘机进行了结构调整，剔除了 5~6 吨的下挖，加大了 25 吨以上的大挖销售比重。全年，现代江苏实现挖掘机销量 4296 台，同比下降 7.35%；但平均销售价格从 2007 年的 60.77 万元上升到 65.51 万元；全年实现净利润 2.77 亿元，同比增长 76.8%。2008 年，来自小松常州的分红收益 1051.32 万元，同比增长 63.26%。全年公司实现投资净收益 11916.44 万元，同比增长 50.49%。扣除投资收益的营业利润-6553.86 万元，同比下降 457.22%。

主营产品销量下降

按照工程机械行业协会的统计数据，公司主导产品除平地机外，装载机、压路机销量都是同比下降的。全年，装载机实现销售 6863 台，同比下降 7.11%；平地机实现销售 461 台，同比增长 50.65%；压路机实现销售 399 台，同比下降 6.78%。全年，公司装载机实现销售收入 10.34 亿元，同比下降 3.83%，占营业收入比重 55.71%；平地机销售收入 2.04 亿元，同比增长 56.22%，占比 11.01%；压路机销售收入 0.94 亿元，同比增长 3.53%，占比 5.06%。

下半年毛利率继续下降

由于原材料等价格上涨，公司主营产品毛利率快速下降。上半年，公司装载机、平地机和压路机毛利率分别下降 3.58、3.43 和 2.81 个百分点；营业毛利率整体下降 2.48 个百分点。全年装载机、平地机和压路机毛利率分别下降 4.21、6.67 和 4.13 个百分点，下降幅度大于上半年，下半年毛利率继续下降；全年营业毛利率 8.23%，下降 3.4 个百分点。

盈利预测与估值

2009 年我们相对看好挖掘机的增长前景，预计现代（江苏）和小松常州的净利润保持相对稳定；装载机销量面临较大的压力，预计常林全年销量下降 5% 左右；平地机销量增长 10%、压路机销量下降 5%。我们预计 2009~2011 年公司分别实现每股收益 0.13、0.15 和 0.16 元；按照 2 倍 PB 测算，合理股价 4.6 元左右；目前公司估值没有吸引力，维持“中性”投资评级。

常林股份（600710）

维持

中性

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn

010-85130639

分析日期：2009 年 02 月 23 日

当前股价：5.12 元

目标价格 6 个月：4.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.6/5.0	30.7/15.8	-35.5/12.8
12 月最高/最低价 (元)		10.94/0
总股本 (万股)		48,620
流通 A 股 (万股)		35,544
总市值 (亿元)		24.89
流通市值 (亿元)		18.20
近 3 月日均成交量 (万)		1,199
主要股东		
中国福马机械集团有限公司		35.72%

股价表现



相关研究报告

2008.7.31

毛利率快速下降 投资收益高速增长

预测和比率

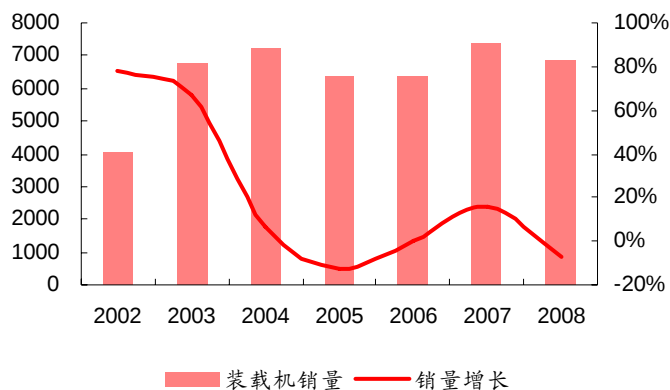
	2,008A	2,009E	2,010E	2,011E
主营收入（百万）	1,856.79	1,773.87	1,923.26	2,090.13
主营收入增长率	0.78%	-4.47%	8.42%	8.68%
净利润（百万）	54.01	60.92	70.52	75.70
净利润增长率	-42.55%	12.80%	15.76%	7.35%
EPS（元）	0.11	0.13	0.15	0.16
P/E	46.09	40.86	35.30	32.88

表 1：常林股份投资收益对公司净利润贡献（万元）

	2003	2004	2005	2006	2007	08H1	2008
以成本法核算的被投资单位宣告分派的利润		95.28	235.72	359.58	1,268.94	1,051.32	1,051.32
年末调整的被投资单位所有者权益净增减的金额	11,826.82	1,708.24	1,866.80	2,591.38	6,666.81	8,982.26	10,860.49
持有至到期投资和买入返售金融资产持有收益和处置损益				-44.10			
其他				-23.26	-17.51	-8.76	4.62
投资收益合计	11,863.41	1,911.52	2,085.13	2,883.60	7,918.23	10,024.82	11,916.44
公司净利润	16,661.22	3,307.96	584.47	3,480.02	9,401.34	10,237.55	5,400.80
投资收益占净利润比重	71.20%	57.79%	356.76%	82.86%	84.22%	97.92%	220.64%

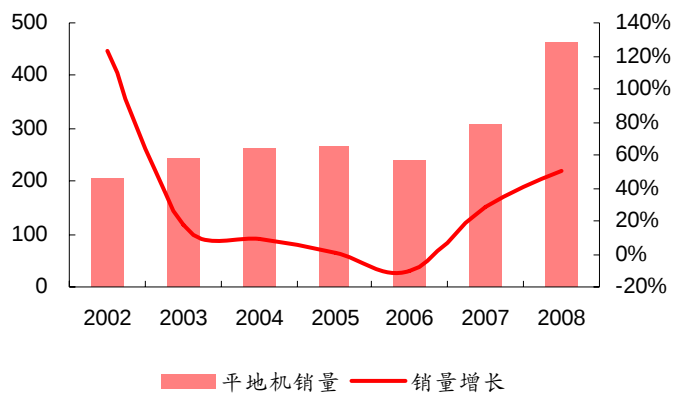
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 1：常林股份装载机销量（台）



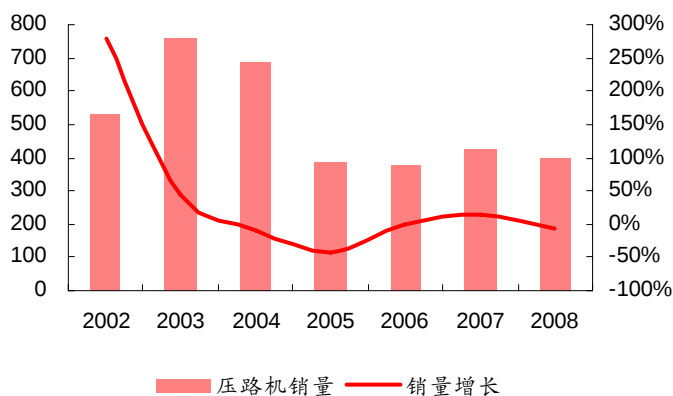
资料来源：工程机械行业协会，中信建投证券研究发展部

图 2：常林股份平地机销量（台）



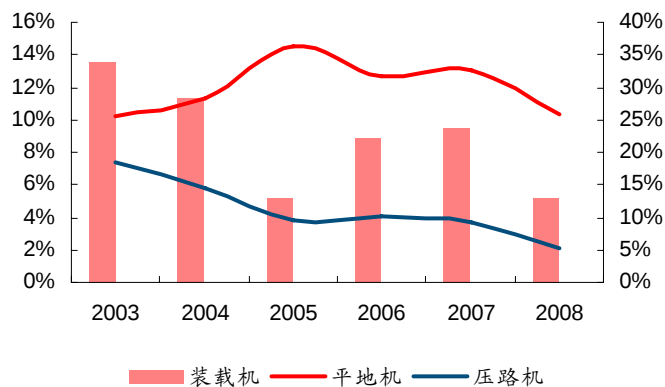
资料来源：工程机械行业协会，中信建投证券研究发展部

图 3：常林股份压路机销量（台）



资料来源：工程机械行业协会，中信建投证券研究发展部

图 4：常林股份主营产品毛利率



资料来源：工程机械行业协会，中信建投证券研究发展部

表 2：常林股份盈利预测假设（台，万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
装载机						
销量	6,374	7,388	6,863	6,520	6,846	7,530
增长	0.36%	15.91%	-7.11%	-5%	5%	10%
单价	15.75	14.56	15.07	15.07	15.37	15.37
增长	1.86%	-7.56%	3.52%	0%	2%	0%
销售收入	100,401.60	107,571.12	103,446.92	98,274.57	105,252.07	115,777.28
增长	2.22%	7.14%	-3.83%	-5.00%	7.10%	10.00%
毛利率	8.84%	9.43%	5.22%	7.5%	8.0%	8.0%
平地机						
销量	238	306	461	507	558	614
增长	-10.53%	28.57%	50.65%	10%	10%	10%
单价	40.37	42.78	44.36	45.24	46.15	46.15
增长	-3.90%	5.97%	3.69%	2%	2%	0%
销售收入	9,607.49	13,090.01	20,448.66	22,943.40	25,742.49	28,316.74
增长	-14.02%	36.25%	56.22%	12.20%	12.20%	10.00%
毛利率	31.59%	32.57%	25.90%	25.0%	26.0%	27.0%
压路机						
销量	379	428	399	379	398	418
增长	-1.56%	12.93%	-6.78%	-5%	5%	5%
单价	21.05	21.21	23.55	23.55	24.03	24.51
增长	-0.33%	0.75%	11.05%	0%	2%	2%
销售收入	7,979.60	9,078.42	9,398.44	8,928.52	9,562.45	10,241.38
增长	-1.88%	13.77%	3.53%	-5.00%	7.10%	7.10%
毛利率	10.21%	9.30%	5.17%	6.0%	7.0%	7.5%
挖掘机结构件						
销售收入	27,858.24	39,347.56	36,656.60	34,823.77	38,306.15	42,136.77
增长	59.73%	41.24%	-6.84%	-5%	10%	10%
毛利率	13.61%	11.00%	7.44%	9.5%	9.5%	9.5%

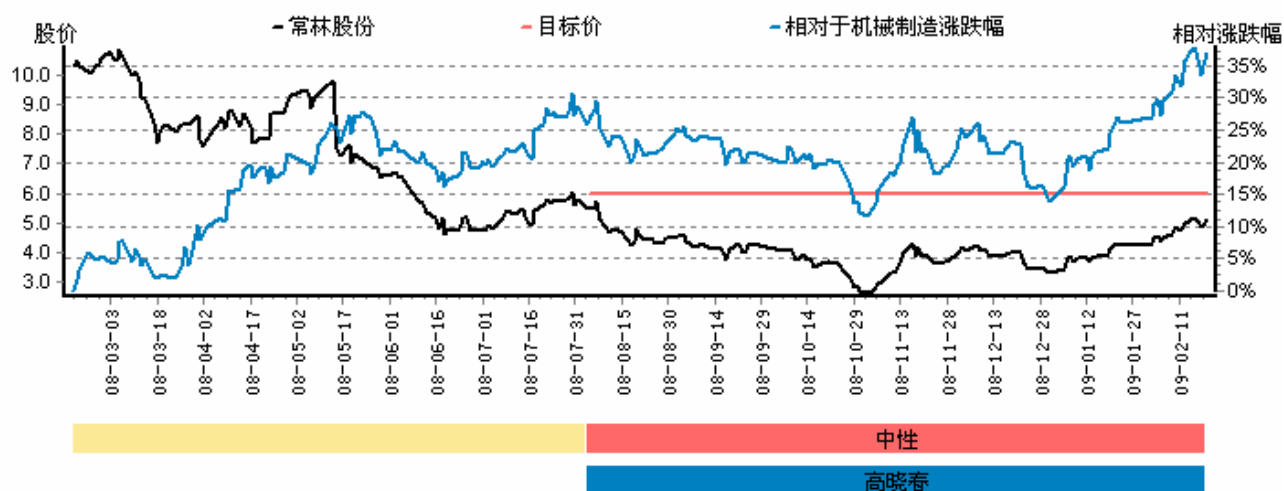
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 3：常林股份盈利预测表（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	184,235.11	185,679.08	177,387.38	192,325.98	209,012.94
减：营业成本	162,809.31	170,391.85	159,161.13	171,442.46	185,950.39
营业税费	274.24	213.27	354.77	384.65	418.03
销售费用	10,184.29	10,765.62	10,227.34	11,705.88	13,184.43
管理费用	6,450.66	7,673.45	8,476.41	9,279.36	10,082.31
财务费用	1,891.41	1,871.49	1,995.65	2,119.82	2,243.98
资产减值损失	790.52	1,317.27	1,580.72	1,896.87	2,276.24
加：公允价值变动净收益					
投资净收益	7,918.23	11,916.44	10,724.79	11,797.27	12,977.00
其中：对联营合营企业投资	7,935.74	10,860.49			
二、营业利润	9,752.91	5,362.57	6,316.15	7,294.21	7,834.56
加：营业外收入	686.99	347.54	181.53	206.70	241.15
减：营业外支出	181.65	121.24	179.62	174.91	181.98
其中：非流动资产处置净损失	68.42	21.85			
三、利润总额	10,258.25	5,588.87	6,318.06	7,326.00	7,893.73
减：所得税	600.19	83.07	94.77	109.89	118.41
四、净利润(含少数股东损益)	9,658.06	5,505.80	6,223.29	7,216.11	7,775.33
减：少数股东损益	256.73	105.00	131.25	164.06	205.08
净利润(不含少数股东损益)	9,401.34	5,400.80	6,092.04	7,052.05	7,570.25
五、每股收益：	0.19	0.11	0.13	0.15	0.16

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春，机械行业研究员。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010