

2010-04-30

建筑、农业机械与重型卡车

常林股份 600710.SH

新常林，新机遇

◇ 潜在催化因素: 资产整合预期

◆ 业绩大幅提升，加之资产整合预期，给予“买入”评级

一季报业绩大幅增长，1Q10EPS 0.13 元较 09 年同期的 0.0216 元提升 513%。其中常林股份本部亏损 480 万；现代江苏仍然是主要利润来源，实现净利 1.74 亿元，按 40% 的持股比例，常林股份获得 6900 万元净利，折合 EPS 0.14 元。

受益工程机械产品良好销售形势，预计 2 季度常林本部将扭转亏损局面，半年报有望突破 0.3 元，持续快速增长态势。预计 10 年/11 年 EPS 分别为 0.53/0.66 元，净利润增长率分别为 247% 和 30%，目前股价（扣除搬迁补偿和清算增加的现金流入折合约 0.8 元），对应 2010 年 PE15 倍，加上强烈资产整合预期，我们给予公司“买入”评级，目标价 12 元。

◆ 借助国机资源优势，国内外市场共同拓展

公司产品定位中高端，公司出口产品品种系列全面，具备较强出口竞争力，08 年公司出口业务占比就已经达到 30%，09 年受金融危机影响出口比例下降到 13%，随着国外市场逐步回暖，2010 年出口将不断复苏增长，预计出口将达到 5 亿（09 年出口 2.65 亿，08 年出口 6 亿）。公司借助国机集团的资源优势，不仅有利于产品的间接出口，而且有助于有效拓展国内市场，近期在中铁局招标中，公司战胜竞争对手，一举拿下总计 2000 多万元的平地机和装载机订单，体现公司在国内市场开拓中的后发实力。

◆ 看好挖掘机业务的增长前景，合资公司的增资扩产将成为明后年的业绩增长点

我们看好挖掘机的市场增长空间，挖掘机市场占有率多寡将决定未来工程机械企业市场地位的关键。主要理由：第一，挖掘机功能的多样性呈现的替代装载机的趋势日益推进；第二，挖掘机产品的更新换代在 2010 年-2011 年进入新的高峰；第三，二手挖机进口配额限制下内销的需求提升；第四，国内挖掘机进口替代和技术升级。合资公司现代江苏挖掘业务也将抓住历史机遇增资扩产，其产能释放将成为明后年增长点，预计产能将从 7000 台扩产到 15000 台。

◆ 公司作为国机集团重要工程机械平台，具备整合预期

公司母公司福马集团隶属国机集团，公司属国机集团孙公司。国机集团作为国资委下属重点企业，目前其资产证券化率仅为 16%，远低于国资委 2009 年经营业绩 A 类 32 家企业的资产证券化率 40% 的平均水平。国机集团未来 3 年集团资产证券化率将达到 50%，未来 5 年达到 80%，最终实现集团主要经营性资产全面进入资本市场。国机集团整合背景下，常林股份作为重要的工程机械产业相关平台，具有强烈的整合预期。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,856.79	1,470.48	1,838.09	2,297.62	2,757.14
营业收入增长率	0.78%	-20.81%	25.00%	25.00%	20.00%
净利润（百万元）	54.01	69.87	257.24	322.45	390.48
净利润增长率	-42.55%	29.37%	268.16%	25.35%	21.10%
EPS（元）	0.11	0.14	0.53	0.66	0.80
ROE	4.91%	5.97%	18.02%	19.28%	19.86%
P/E	77.3	59.8	16.2	13.0	10.7
P/B	3.8	3.6	2.9	2.5	2.1

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

买入

当前价格	8.52 元
目标价格	12 元
目标期限	12 个月

分析师:

恽敏 (执业证书编号: S0930206110104)

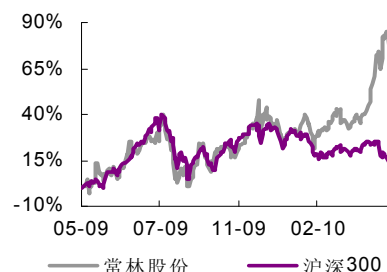
021-22169162

yunmin@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	486
总市值(百万元)	3,909
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	8.90/4.38
近 3 月日均成交量(百万股)	13.70
主要股东	中国福马机械集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	27.48	34.53	65.07
绝对收益	17.50	29.47	82.01

投资要件

关键假设

- 1、现代江苏 2010 年实现挖掘机销售 8500 台，2011 年销售 10600 台
- 2、2010 年之后继续享受 15%所得税率继续享受
- 3、常林本部扭转亏损局面

我们区别于市场的观点

市场普遍担忧地产等相关调控对工程机械企业未来业绩的影响，目前工程机械板块绝对 PE 估值和相对沪深 300 的 PE 估值水平均处于历史低位，体现了市场的这种悲观情绪。我们认为工程机械企业，尤其是受地产投资影响较小的挖掘机行业超预期可能性更大，不应过度悲观。第一，受益公共建设、城市化进程推动等影响，工程机械下游需求依然强劲；第二，国内工程机械企业竞争实力大大增强；第三，与国外竞争对手比较，工程机械企业仍具备较大的成长空间；第四，销售形态转变，工程机械销售中银行按揭比例下降，银行按揭占比从 04 年的 85%下降到 50%，受信贷调控的影响减弱。

我们看好挖掘机的市场增长空间，我们认为挖掘机市场占有率多寡将决定未来工程机械企业市场地位的关键，国内挖掘机行业处于快速成长阶段。主要理由：第一，挖掘机功能的多样性呈现的替代装载机的趋势日益推进；第二，挖掘机产品的更新换代在 2010 年-2011 年进入新的高峰；第三，二手挖机进口配额限制下内销的需求提升；第四，国内挖掘机进口替代和技术升级。

股价上涨的催化因素

- 1、公司作为国机集团下属工程机械业务主要的整合平台，存在较强的整合预期；
- 2、常州现代清算资金到账，将增加公司现金，为公司后续扩张提供资金来源

估值和目标价格

常林股份既具备成长性又具备外延式扩张预期，是工程机械板块较好的投资标的。我们预测 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.66 元，净利润增长率分别为 247%和 30%，增速高于行业预期增速。现代江苏的挖掘机产品处于行业处于快速成长阶段，具备较好的行业成长背景。

公司股本 4.86 亿，盘子较小。目前股价对应市值 44 亿，作为国资委下属主要的工程机械业务平台，其市值具备提升空间。

考虑公司具备较强的资产整合预期，我们给予公司相对行业平均估值一定溢价，给予 2010 年 20 倍 PE，加上搬迁补偿和清算增加的现金流入折合每股约 0.8 元。目标价 12 元，给予“买入”评级。

投资风险

宏观调控和信贷调控政策超预期；钢材价格的过快上涨

业绩大幅增长提升估值安全边际

受益挖掘机销售旺盛，2010 年业绩大幅增长几成定局

一季报业绩大幅增长，1Q10EPS 0.13 元较 09 年同期的 0.0216 元提升 513%。其中常林股份本部亏损 480 万；现代江苏仍然是主要利润来源，实现净利 1.74 亿元，按 40% 的持股比例，常林股份获得 6900 万元净利，折合 EPS 0.14 元。

受益工程机械产品销售的快速增长，我们认为二季度公司业绩仍将持续快速增长态势，上半年 EPS 有望超过 0.3 元。主要得益于本部的扭亏和现代江苏挖掘机销售的快速增长以及小松投资分红的确认。小松的投资分红 1300 万，预计将在上半年体现，约合 EPS0.027 元。现代江苏挖掘机二季度的景气仍将持续，预计仍将贡献 EPS 约 0.14 元。

上半年的良好销售形势将奠定全年业绩高增长的基础。预计 2010 年公司 EPS0.53 元。其中：

- 公司本部（装载机为主）预计 2010 年将扭转 2009 年的亏损局面，预计全年实现 1900 万利润，折合 EPS0.04 元。主要得益公司装载机销售规模扩张和行业需求增加带来的毛利率的提升。
- 现代江苏（公司参股 40%）以挖掘机销售为主，仍是公司主要的利润来源。1-3 月现代江苏实现挖掘机销售 3122 台，同比增长 135%。预计 4 月销售势头持续强劲，有望突破 1500 台，单月同比 100% 增长。预计 2010 年全年实现净利 5.68 亿元，按 40% 的持股比例，常林股份将获得 2.25 万元净利，折合 EPS 0.463 元。
- 小松常州（公司持股 8%）主要做配件，2009 年分红 1.6 亿，按 8% 的持股比例，常林股份获利 1300 万，预计在上半年体现，折合 EPS0.027 元。

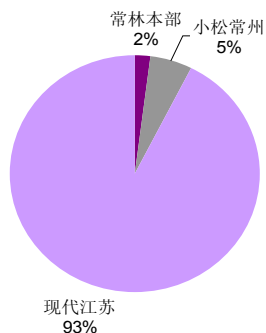
销售方式的拓展是促进业绩快速增长的重要因素

2010 年起现代江苏采用较以往更为积极的销售政策，包括提高经销商折扣，加强服务费支持等方式取得效果，1Q10 现代江苏销售同比增长 147%，高于竞争对手三一重工同期增速（三一为 127%）。

同时现代江苏品牌由于其挖掘机历史较长，产品市场保有量较其他国内品牌更多，在挖掘机更新换代周期到来之际，其客户的使用习惯等因素造成的客户忠诚度也对公司销售提供促进作用。

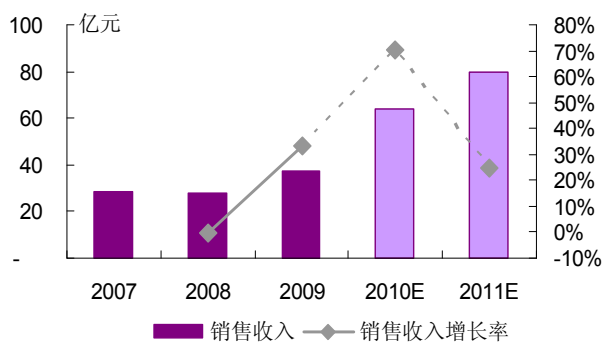
常林本部对装载机销售方式也不断扩张，销售形式将逐步从现金销售、分期销售、按揭销售逐步拓展到融资销售，公司有望获得国机融资公司授信，开展融资销售，有望提升销售规模 3-4 亿（09 年装载机销售规模 7 亿）。规模效应有利于提升产品毛利率水平。同时下游需求回暖，行业整体毛利率回暖也共同促进公司盈利能力的不断提升。

图表 1：江苏现代是公司的主要利润来源
公司净利润来源结构（2010E）



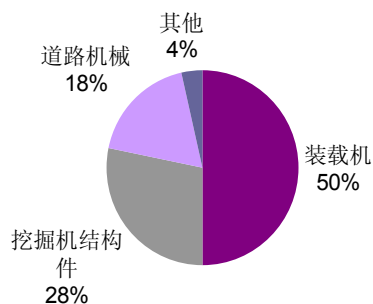
资料来源：光大证券研究所

图表 3：现代（江苏）销售收入增长预测



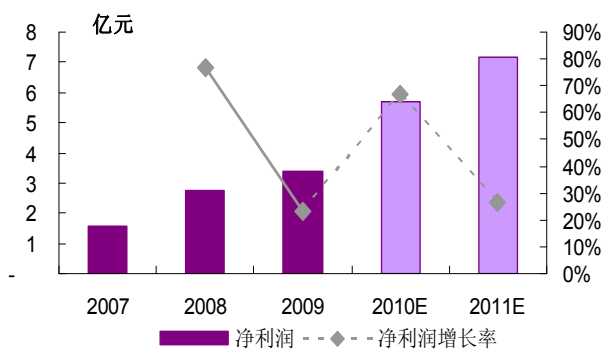
资料来源：光大证券研究所

图表 2：常林本部以装载机为主
常林本部销售收入结构（2009）



资料来源：光大证券研究所

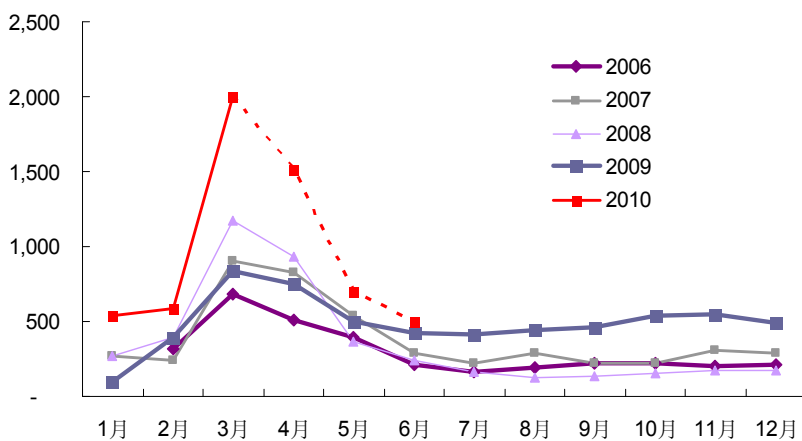
图表 4：现代（江苏）净利润增长预测



资料来源：光大证券研究所

图表 5：3 月挖机销量创历史新高，同比增速高于行业平均水平
现代江苏挖掘机单月销量

单位：台



资料来源：光大证券研究所

增资扩产、销售方式拓展将成为 2011 年重要增长点

➤ 现代江苏拟增资扩产提升规模

现代江苏拟增资扩产, 预计扩产 8000 台挖掘机, 从而产能将扩张到 15000 台。预计 2011 年能大部分达产, 从而成为 2011 年业绩增长提供重要引擎。

我们假设 2011 年现代江苏实现 10600 台挖机销售, 有望实现净利 7.2 亿, 同比增长 26%, 高于市场普遍对挖机行业增速的预测。

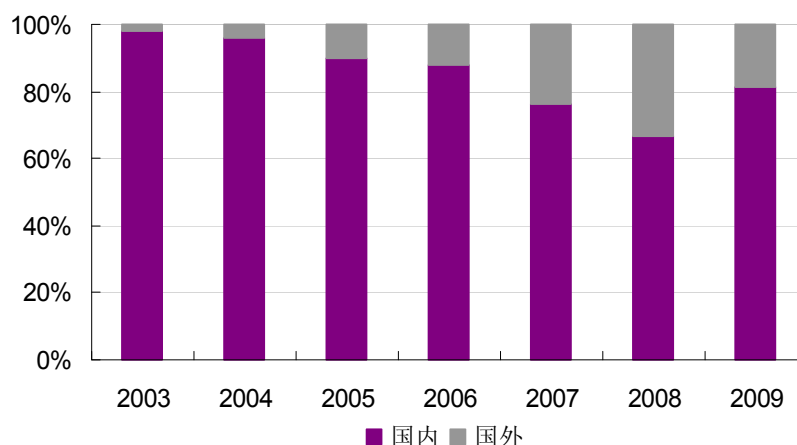
➤ 出口复苏带来业绩的回暖

公司产品定位中高端, 公司出口产品品种系列全面, 具备较强出口竞争力, 08 年公司出口业务占比就已经达到 30%, 09 年受金融危机影响出口比例下降到 13%, 随着国外市场逐步回暖, 2010 年出口将不断复苏增长, 预计出口将达到 5 亿(09 年出口 2.65 亿, 08 年出口 6 亿)。

公司借助国机集团的资源优势, 不仅有利于产品的间接出口, 而且有利于有效拓展国内市场, 近期在中铁局招标中, 公司战胜竞争对手, 一举拿下总计 2000 多万元的平地机和装载机订单, 体现公司在国内市场开拓中的后发实力。

图表 6: 公司出口销售占比不断提升

出口销售收入占比



资料来源: 光大证券研究所

搬迁补偿和清算将增加现金流入

搬迁补偿和常州现代清算预计增厚每股现金流 0.80 元。

根据常州市城市总体规划有关要求, 本公司位于常州市常林路 10 号的公司所在地土地(面积为 138,563.10 平方米)和地上附着物(面积为 127,807.46 平方米)列入搬迁范围, 公司与常州市土地收购储备中心签订协议约定收储中心拟向本公司支付总计 2.78 亿元的收购补偿款。预计上半年有望到账 1.7 亿, 2010 年全年有望到账 2.38 亿, 其余 0.4 亿预计将在 2011 年到账。该部分搬迁补偿对应股价 0.57 元。

公司参股公司常州现代工程机械有限公司(简称“常州现代”)于 2009 年 10 月 21 日进入清算程序, 预计上半年将完成清算, 常林股份将获得

1.32 亿清算款，将增加现金流入，对应股价 0.27 元。

综上所述，预计 10 年/11 年 EPS 分别为 0.53/0.66 元，净利润增长率分别为 247%和 30%。

盈利预测

综上所述和分析，我们预计 2010 年和 2011 年净利润增长率仍将保持快速增长，预计 10 年/11 年 EPS 分别为 0.53/0.66 元，净利润增长率分别为 247%和 30%。

图表 7： 盈利预测

EPS 预测	2009 年	2010E	2011E
常林本部	-0.159	0.04	0.05
小松	0.04	0.027	0.03
现代	0.263	0.463	0.58
合计	0.144	0.53	0.66

资料来源：光大证券研究所

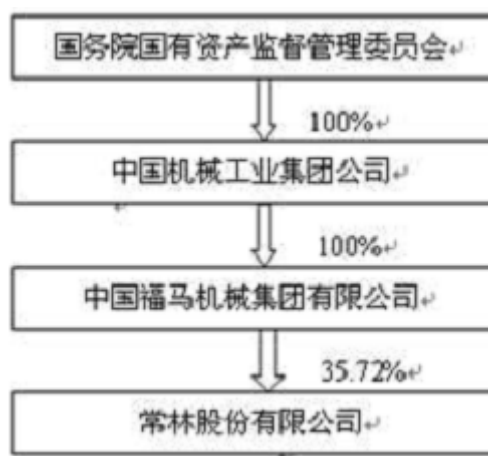
资产整合预期提高估值想象力

公司控股股东福马机械集团 2007 年并入中国机械工业集团公司（简称“国机集团”）。

央企整合的大背景下国机集团资产整合预期强烈。国机集团作为国资委下属重点企业，目前其资产证券化率仅为 16%，远低于国资委 2009 年经营业绩 A 类 32 家企业的资产证券化率 40% 的平均水平。国机集团未来 3 年集团资产证券化率将达到 50%，未来 5 年达到 80%，最终实现集团主要经营性资产全面进入资本市场。

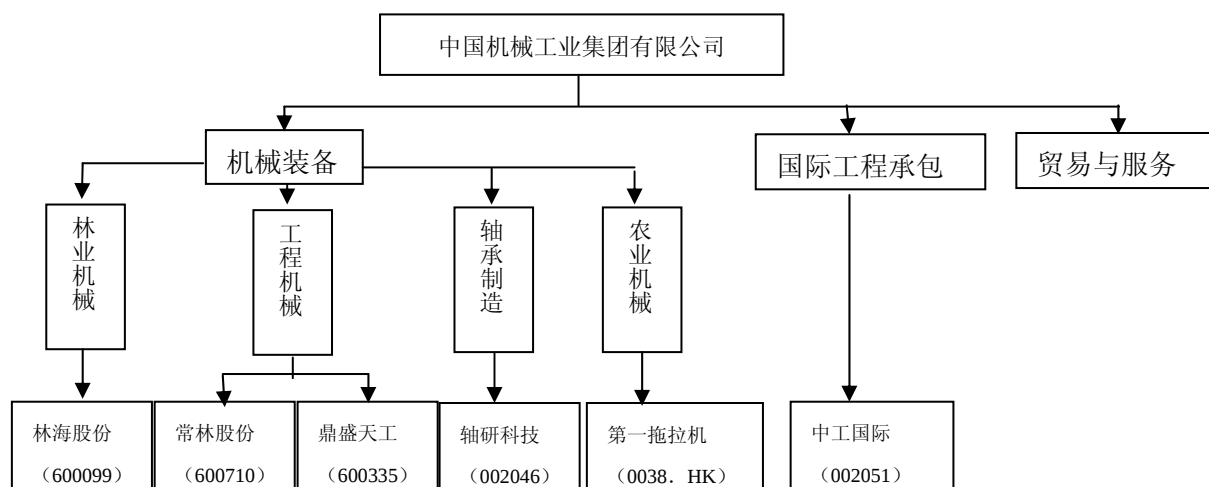
国机集团首先是从“一体两翼”（以工程承包为主体，以科研开发和国内外贸易为两翼）向“三大主业”（机械装备制造与研发、工程承包、贸易服务）转变。工程机械作为机械装备制造业务板块重要组成部分，旗下上市公司中部分存在行业重叠和业务的重合，比如一拖的工程机械业务已经逐步退出，常林股份和鼎盛天工均属工程机械行业。常林股份作为直属央企的工程机械上市企业之一，其作为工程机械产业整合预期强烈。

图表 8： 公司股权结构图



资料来源：公司资料、光大证券研究所

图表 9： 国机集团主要业务和对应上市公司情况



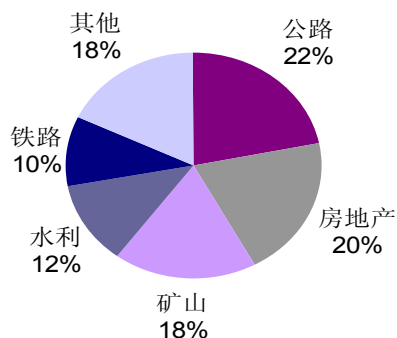
资料来源：光大证券研究所整理

挖掘机行业——快速增长期

下游较为分散，需求东方不亮西方亮

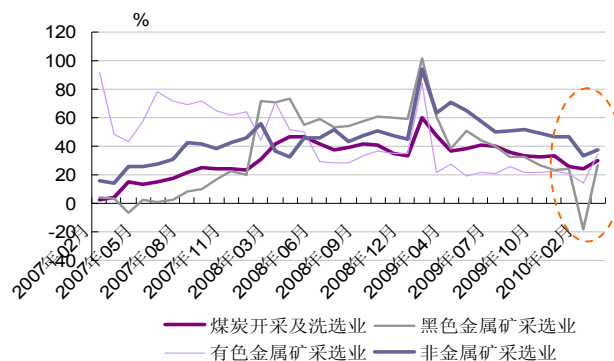
挖掘机行业下游相对较为分散，4 万亿政策投资的延续，公路、矿山、水利以及铁路投资继续维持较高增速。其中矿山类固定资产投资 3 月份出现明显回暖，矿山类投资需求成为目前拉动挖掘机销量增长重要推动因素。

图表 10：挖掘机行业下游需求分布（2009）



资料来源：光大证券研究所

图表 11：主要矿山类固定资产投资增速



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

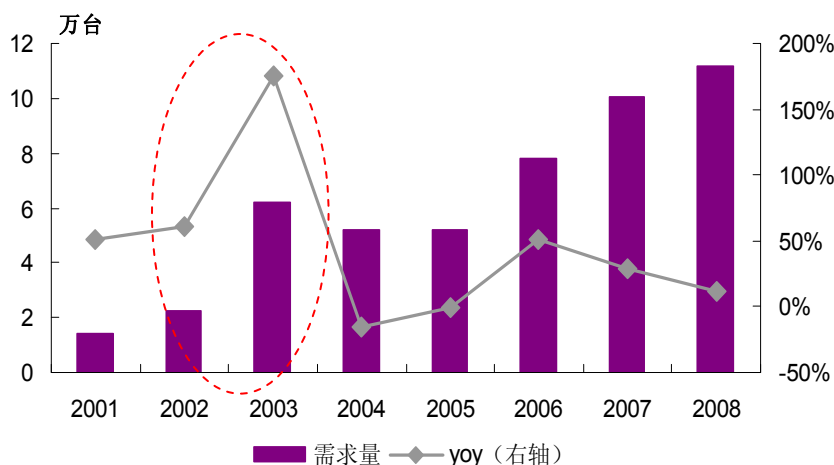
挖掘机的替代性

挖掘机功能的多样性，其呈现的替代装载机的特征日益推进。在国外挖掘机和装载机的保有量的配比为 2: 1，而我国装载机销量和保有量远高于挖掘机。未来国内挖掘机销量增长具有更广阔的前景。

更新换代需求在 2010-2011 年进入新的高峰

按 8 年的使用期限测算，2002 年和 2003 年产品销售高速增长期的产品将相继进入更新换代期。2002 年国内消耗 2.26 万台（含进口），2003 年跃至 6.21 万台，更新需求将成为 2010 年和 2011 年的重要部分。

图表 12：国内挖掘机需求量



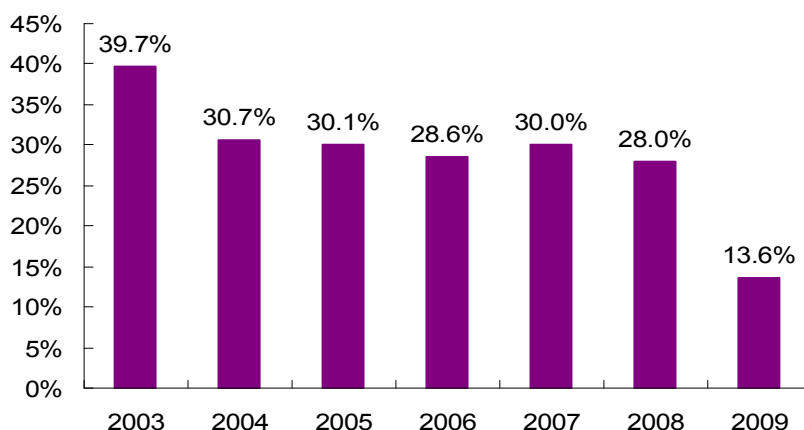
资料来源：工程机械工业协会、光大证券研究所

二手挖机进口配额限制政策推行有利国内企业销售

2009年1月13日出台了《关于做好旧挖掘机进口申请材料转报工作的通知》。自2009年1月1日起，对旧轮胎式挖掘机、旧履带式挖掘机和旧其他挖掘机实行进口许可证管理。2009年二手挖掘机进口量大幅度下降。二手挖机销量占总销量比重从2008年的28%锐减至2009年的13.6%。该政策的继续严格实施将有利国内挖掘机企业的销售增长。

图表 13：二手进口挖机销售占比不断下降

二手进口挖机销售收入占比



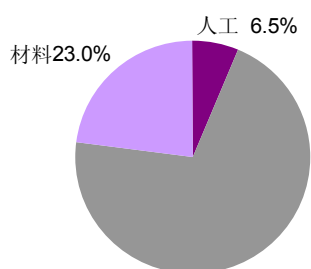
资料来源：光大证券研究所

国内挖掘机进口替代和技术升级

国内挖掘机企业的人力成本优势是目前阶段国内企业对抗国外企业竞争的重要优势之一。

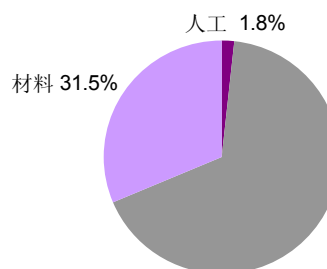
主要配套件自给率提升也将有效降低材料成本，人民币升值背景下，核心配套件进口价格优势日益体现也将利好在国内建厂生产挖掘机的企业。

图表 14：国外挖掘机企业人工成本占收入比重



资料来源：光大证券研究所

图表 15：国内挖掘机企业人工成本占收入比重



资料来源：光大证券研究所

挖掘机长期前景广阔

在城市化发展前期，各种大型基础设施建设处于大修大补阶段，对大中型工程机械需求旺盛，随着城市化进程推进，基础设施建设更倾向精雕细琢阶段，在道路维护、小规模工程建设等对挖掘机等需求更为实用。

财务分析

财务政策稳健，轻装上阵

公司应收账款坏账准备占应收账款比重逐年提升。09年销售收入下滑 20% 的背景下，公司坏账计提增长率却高达 70%，公司财务政策较为稳健，计提较为充分，为未来业绩充分释放提供空间。

图表 16： 财务政策稳健而保守

	2005	2006	2007	2008	2009
销售收入（百万元）	1,407.89	1,565.10	1,842.35	1,856.79	1,470.48
应收账款（百万元）	237.49	221.26	287.68	279.77	368.66
应收账款坏账准备（百万元）	20.81	20.02	25.16	36.59	62.48
应收账款坏账准备/应收账款	8.8%	9.0%	8.7%	13.1%	16.9%
销售收入增长率		11.2%	17.7%	0.8%	-20.8%
应收账款坏账准备增长率		-3.8%	25.7%	45.4%	70.8%

资料来源：公司年报，光大证券研究所

资产负债状况稳健，现金流入为外延式发展提供资金保障

公司资产负债状况稳健，常州现代的清算将进一步增加公司现金流入，预计公司财务费用将进一步缩减。同时公司较充裕的现金也为公司外延式发展提供资金保障。

图表 17： 主要工程机械企业产权比率

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
三一重工	1.24	1.26	1.11	1.30	1.33	1.15
中联重科	1.19	1.39	1.30	1.32	3.50	3.37
柳工	0.61	0.63	0.65	0.83	1.37	1.33
厦工股份	1.22	1.33	1.59	2.05	1.78	2.16
徐工机械	1.87	1.96	1.89	1.56	1.85	2.44
山河智能	1.64	1.32	0.90	1.13	0.76	1.07
常林股份	1.20	1.37	1.20	0.78	1.03	0.94

注：三一重工、中联重科和厦工股份为 09 年 3 季报数据

资料来源：公司年报，光大证券研究所

多途径着手改善盈利能力

与其他工程机械企业盈利能力比较分析，公司无论从毛利率、净利率水平都存在较大改善空间。这些将成为公司未来增长点。

盈利指标纳入考核体系，管理层提升业绩动力更足

2007 年福马集团并入国机集团下属，根据年报显示公司参照中国福马机械集团有限公司对下属子公司实行年薪制的办法，对高级管理人员年度报酬实行年度考核并兑现年薪。收入和盈利纳入考核体系，管理层更有动力提升业绩。

整合背景下，公司作为两大工程机械上市企业之一，自身具有做大做强争取成为业务整合平台的动力，对于常林本部更有压力扭转亏损局面。

高端产品比例提高提升毛利水平。公司不断提升大吨位产品比例，提升产品可靠度，进而提高毛利率水平，随着下游需求转好，公司灵活销售政策将进一步带来更多盈利改善的空间。

图表 18： 主要工程机械企业盈利能力和营运能力

	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)
三一重工	31.53	14.55	2.82	3.23
中联重科	25.80	11.52	1.96	3.23
柳工	21.12	8.52	3.44	11.31
厦工股份	12.93	2.30	1.70	4.08
徐工机械	19.36	8.27	7.19	18.43
山河智能	26.62	7.23	1.34	4.06
常林股份	8.56	4.76	2.68	4.54

注：三一重工、中联重科和厦工股份为 09 年 3 季报数据

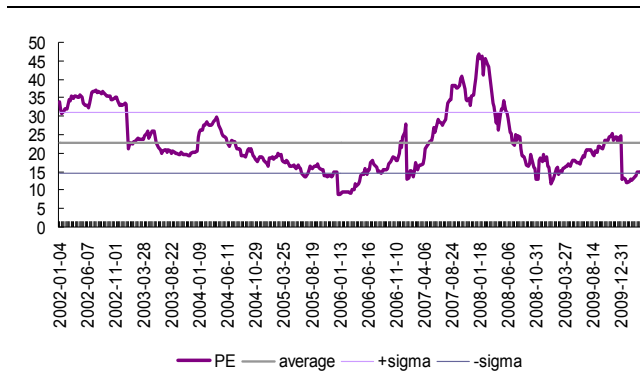
资料来源：光大证券研究所

对估值的讨论

市场普遍担忧地产等相关调控对工程机械企业未来业绩的影响，目前工程机械板块从 PE 水平和相对沪深 300 的相对 PE 来看，均处于历史较低水平，体现了市场的对未来业绩不确定性的悲观情绪。我们认为工程机械企业，尤其是受地产投资影响较小的挖掘机行业超预期可能性更大，不应过度悲观。

结论：从工程机械历史 PE 估值水平以及国内工程机械企业竞争实力来看，工程机械板块具备较强的估值吸引力。中长期看工程机械具备越来越强的国际竞争力，公司无论从销售形态，核心技术实力等都较历史有较大改观，行业规模和盈利能力提升，抵御风险的能力增强。而在市场普遍对信贷收缩、地产调控等悲观预期下行业估值处于历史较低水平。

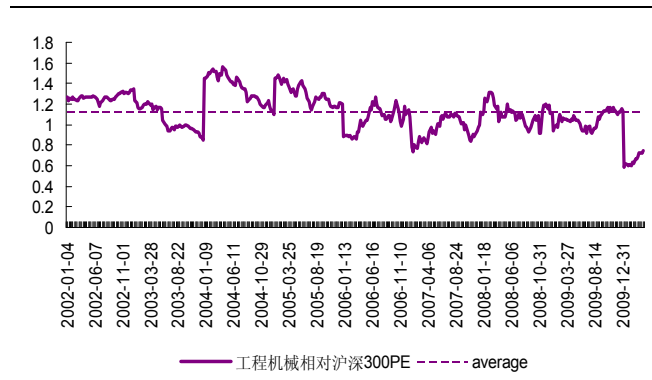
图表 19：工程机械板块 PE 估值



注：PE 为股价相对于当年 EPS，2010 年为预测数据

资料来源：光大证券研究所

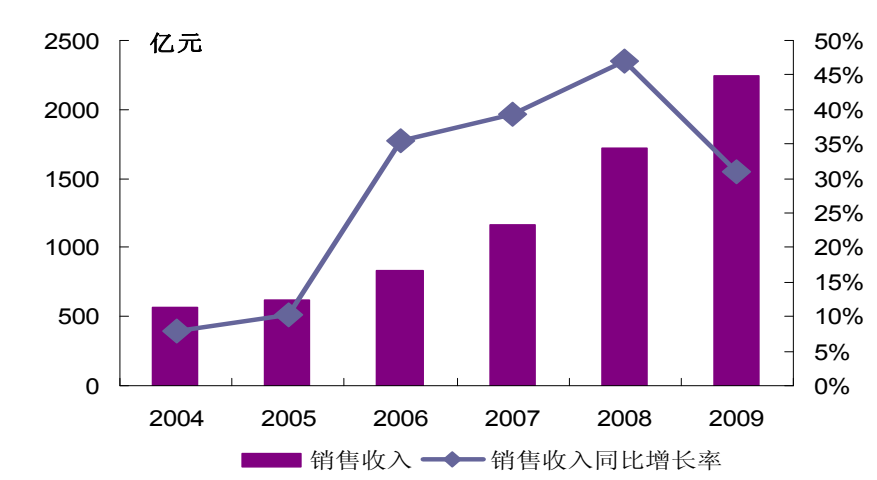
图表 20：工程机械板块 PE/沪深 300PE



资料来源：光大证券研究所

➤ 目前国内工程机械企业相较 2004 年宏观调控时期竞争实力大为增强

图表 21：工程机械行业收入规模大幅增长

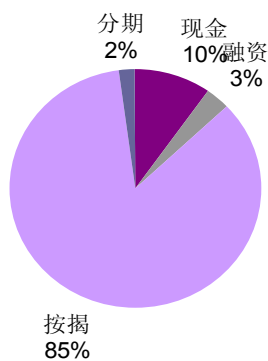


资料来源：光大证券研究所

- 与国外竞争对手比较，工程机械企业仍具备较大的成长空间；
- 销售形态转变

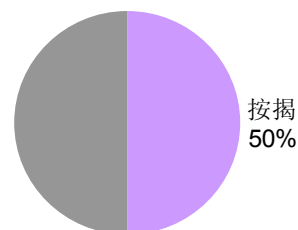
工程机械销售中银行按揭比例下降，银行按揭占比从 2004 年的 85% 下降到 50%，受信贷调控的影响减弱。

图表 22：2004 年工程机械销售形态



资料来源：光大证券研究所

图表 23：2009 年工程机械销售形态



资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

我们选择工程机械同类可变公司进行估值比较如下表所示。

图表 24：工程机械相对估值

证券代码	公司名称	当前股价	EPS(元)			P/E(x)		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
600031	三一重工	30.19	0.83	1.32	2.1	36.37	22.87	14.38
000157	中联重科	21.21	1.03	1.4	1.7	20.59	15.15	12.48
00052	柳工	21.32	0.72	1.33	1.8	29.61	16.03	11.84
000425	徐工机械	39.99	1.72	2.01	2.6	23.25	19.90	15.38
600815	厦工股份	9.2	0.27	0.18	0.5	34.41	51.11	18.40
600710	本公司	9.08	0.11	0.14	0.5	64.86	18.16	18.16

资料来源：光大证券研究所

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	4.12%
$\beta(\beta_{levered})$	0.84
Rm-Rf	5.88%
Ke(levered)	9.07%
税率	1.00%
Kd	5.44%
Ve	4,414.7

Vd	400.0
目标资本结构	8.31%
WACC	8.77%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-331.61	-6.79%
第二阶段	1,453.07	29.74%
第三阶段 (终值)	3,764.52	77.05%
企业价值 AEV	4,885.99	100.00%
加: 非经营性净资产	932.14	19.08%
价值		
减: 少数股东权益 (市	0.00	0.00%
值)		
减: 债务价值	400.00	-8.19%
总股本价值	5,418.13	110.89%
股本 (百万股)	486.20	-
每股价值 (元)	11.14	-
PE (隐含)	22.48	-
PE (动态)	18.32	-

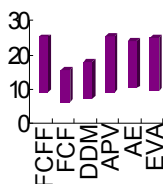
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.77%	12.30	13.03	13.89	14.92	16.16
8.27%	11.10	11.70	12.40	13.21	14.18
8.77%	10.08	10.58	11.14	11.80	12.58
9.27%	9.20	9.61	10.08	10.61	11.24
9.77%	8.42	8.77	9.16	9.60	10.11

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	11	8 - 16	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	7	5 - 10	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	8	6 - 11	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	11	8 - 16	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	11	10 - 14	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	11	9 - 15	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

结论

考虑公司现金补偿以及清算现金流入情况，结合绝对估值和相对估值的结果，我们认为常林股份 2010 年合理股价为 12 元。

投资评价和建议

常林股份既具备成长性又具备外延式扩张预期，是工程机械板块较好的投资标的。我们预测 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.53 元和 0.66 元，净利润增长率分别为 247%和 30%，增速高于行业预期增速。现代江苏的挖掘机产品处于行业处于快速成长阶段，具备较好的行业成长背景。

公司股本 4.86 亿，盘子较小。目前股价对应市值 44 亿，作为国资委下属主要的工程机械业务平台，其市值具备提升空间。

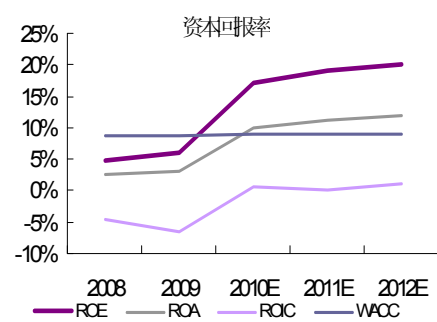
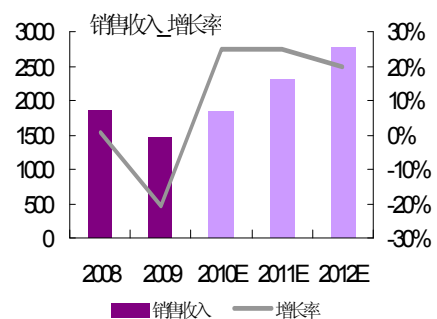
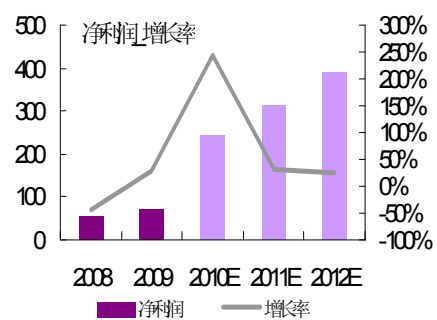
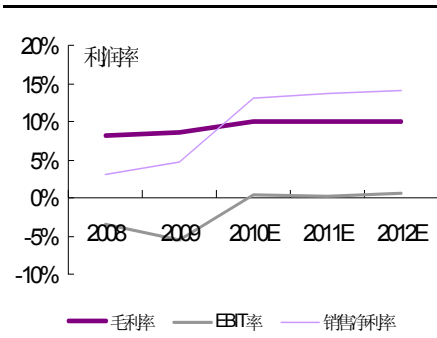
考虑公司具备较强的资产整合预期，我们给予公司相对行业平均估值一定溢价，给予 20 倍 PE，加上搬迁补偿和清算增加的现金流入折合每股约 0.8 元。目标价 12 元，给予“买入”评级。

风险分析

宏观调控和信贷调控政策超预期

钢材价格的过快上涨

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,857	1,470	1,838	2,298	2,757
营业成本	1,704	1,345	1,654	2,068	2,481
折旧和摊销	29	35	52	53	55
营业税费	2	5	6	7	9
销售费用	108	85	99	119	138
管理费用	77	68	70	83	94
财务费用	19	18	13	4	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	119	154	240	304	365
营业利润	54	72	236	304	383
利润总额	56	71	243	317	394
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	54.01	69.87	240.98	314.02	390.33

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,244	2,276	2,429	2,802	3,287
流动资产	1,324	1,217	1,381	1,757	2,230
货币资金	387	392	460	605	847
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	280	369	395	494	593
应收票据	42	2	2	2	3
其他应收款	3	3	4	3	4
存货	591	411	503	631	759
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	448	565	565	565	601
固定资产	358	338	336	333	314
无形资产	99	134	127	121	115
总负债	1,135	1,097	1,009	1,140	1,329
无息负债	815	697	832	1,022	1,211
有息负债	321	400	177	118	118
股东权益	1,109	1,179	1,420	1,661	1,957
股本	486	486	486	486	486
公积金	295	302	338	385	444
未分配利润	319	382	587	782	1,019
少数股东权益	9	9	9	9	9

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	21	-8	353	331	403
净利润	54	70	241	314	390
折旧摊销	29	35	52	53	55
净营运资金增加	-78	-40	53	155	158
其他	16	-73	8	-192	-200
投资活动产生现金流	-31	15	-50	-50	-66
净资本支出	-99	-134	50	50	30
长期投资变化	448	565	0	0	-36
其他资产变化	-381	-416	-100	-100	-60
融资活动现金流	70	59	-236	-135	-95
股本变化	112	0	0	0	0
债务净变化	121	79	-223	-59	0
无息负债变化	183	-118	135	190	189
净现金流	61	66	68	146	241

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.78%	-20.81%	25.00%	25.00%	20.00%
净利润增长率	-42.55%	29.37%	244.88%	30.31%	24.30%
EBITDA 增长率	-173.00%	28.60%	-308.99%	-4.58%	28.40%
EBIT 增长率	-457.22%	24.69%	-113.61%	-49.80%	346.32%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	82	63	18	14	11
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	-272	-165	76	78	59
EV/EBIT	-103	-75	528	1,031	225
EV/NOPLAT	-101	-73	726	3,425	280
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	5	5	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	8.23%	8.56%	10.00%	10.00%	10.00%
EBITDA 率	-1.96%	-3.18%	3.30%	2.52%	2.69%
EBIT 率	-3.53%	-5.56%	0.47%	0.19%	0.71%
税前净利润率	3.01%	4.84%	13.24%	13.81%	14.30%
税后净利润率 (归属母公司)	2.91%	4.75%	13.11%	13.67%	14.16%
ROA	2.45%	3.07%	9.92%	11.21%	11.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.91%	5.97%	17.08%	19.00%	20.03%
经营性 ROIC	-4.51%	-6.59%	0.61%	0.11%	1.19%
偿债能力					
流动比率	1.17	1.32	1.65	1.82	1.93
速动比率	64.81%	87.30%	105.02%	116.43%	127.25%
归属母公司权益/有息债务	3.43	2.93	7.97	14.01	16.52
有形资产/有息债务	6.66	5.33	13.00	22.72	26.88
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.11	0.14	0.50	0.66	0.80
每股红利	0.00	0.00	0.15	0.19	0.24
每股经营现金流	0.04	-0.02	0.73	0.68	0.83
每股自由现金流(FCFF)	0.30	0.30	-0.09	-0.28	-0.21
每股净资产	2.26	2.41	2.90	3.40	4.01
每股销售收入	3.82	3.02	3.78	4.73	5.67

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

恽敏，南京大学金融工程硕士，从业 6 年，曾从事投资银行业务，目前任机械行业分析师。

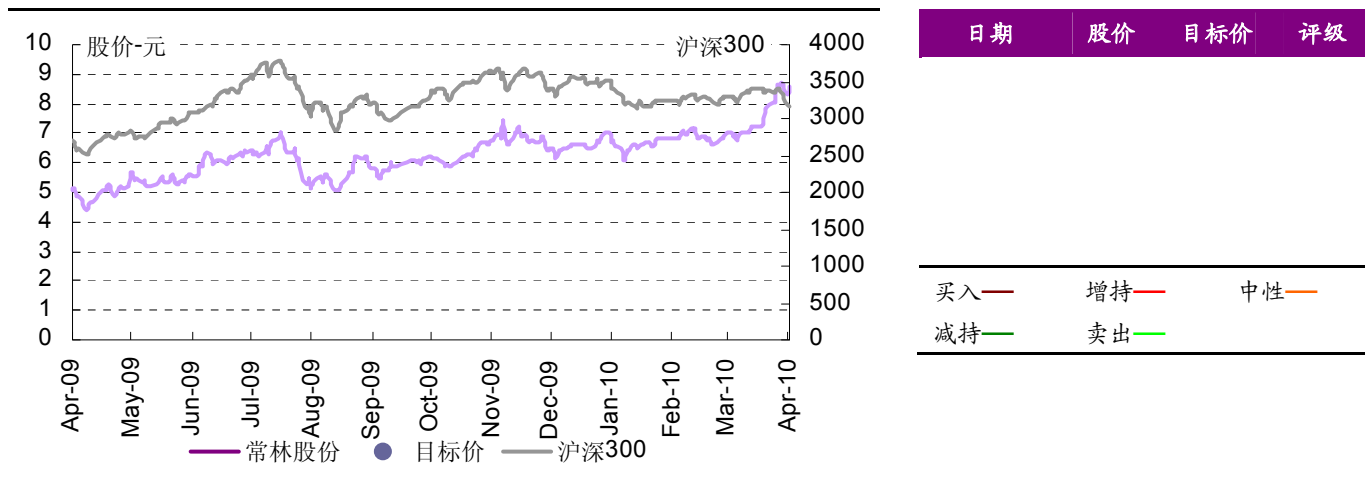
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

常林股份（600710）

分析师：恽敏



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。