

增发项目推动装载机业务增长

推荐 维持评级分析师: 鞠厚林 ✉: juhoulin@chinastock.com.cn ☎: 010-66568946 执业证书编号: S0130207091557

1. 事件

11 月 23 日, 常林股份发布董事会决议公告, 公司将非公开发行股票, 数量不超过 7000 万股, 发行价格不低于 10.46 元, 募集资金总额不超过 5.2 亿元, 资金将投向以下项目: 一是 9 系列高性能装载机及高档传动件产业化项目, 二是市政专用车产业基地项目, 三是海外营销平台建设项目。

2. 我们的分析与判断

1) 公司主营产品为装载机、道路机械等, 目前公司装载机的产量为每年 8000 台左右, 现有产品在国内市场上竞争优势不突出, 因此公司将全面升级装载机产品。根据规划, 9 系列产品将成为 5 吨机型的主力, 956 型是公司研发的升级型装载机产品, 输出功率和动力提高, 同时能耗降低, 在国内市场上具有明显的竞争力。在产品性能和竞争力提高的同时, 公司装载机产能上不会有大规模的增长, 年产能将增加至 1 万台左右。

2) 除装载机外, 公司生产道路机械及工程机械结构件等, 道路机械主要包括平地机和压路机, 公司的平地机目前在国内位于行业二, 预计 2010 年销量为 1000 台左右, 由于该产品盈利能力强, 将成为公司重要的增长点之一。公司的压路机产量大于平地机, 今年销售势头也较好。公司结构件和部件主要给现代江苏和公司本部等配套, 近两年受益于挖掘机等工程机械的高增长, 需求形势较好。通过此次增发, 公司进入市政专用车生产领域, 将受益于人工成本上升使机械化比率提高的发展趋势。

3) 公司的出口业务未来将加快发展。目前工程机械行业的增长主要依靠国内市场需求增长, 国际市场的拉动作用有限。2010 年 1-9 月工程机械行业完成销售额为 3194 亿元, 比去年同期增长 51.6%; 1-9 月工程机械出口交货额为 128 亿元, 同比增长 44.2%。可以看出, 工程机械出口增长的速度低于行业整体增速, 而且出口额占行业销售额的比例不到 5%, 说明国内企业对国际市场的参与度不高。常林股份在出口业务方面将得到国机集团的大力帮助, 借助于国机集团在海外的影响和实力, 加上公司加快建设海外营销平台, 我们预计, 未来几年公司的出口业务将呈现加速增长的态势。

4) 2010 年前 3 季度公司完成营业收入 15.93 亿元, 同比增长 55.63%, 实现营业利润 2.45 亿元, 同比增长 490%, 归属上市公司的净利润 2.44 亿元, 每股收益为 0.50 元, 公司利润大幅增长的主要原因是参股的现代江苏公司挖掘机销量大幅增长, 使公司的投资收益提高。2011 年公司将搬迁至新厂区, 生产能力将大幅扩张, 加上装载机产品的升级, 预计公司本部的业绩将快速增长, 不过现代江苏未来一段时间的利润增长面临不确定性, 可能会对常林股份的业绩增速产生影响。

3. 投资建议

我们预计公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.61 元、0.69 元、0.76 元, 按 2011 年 20 倍市盈率, 公司合理估值为 12 元左右; 考虑到国机集团的资本运作和下属上市公司的资产重组可能会加快速度, 公司投资价值将有较大的提升空间, 因此给予公司一定估值溢价, 维持“推荐”评级。

主要风险: 如果国际市场环境发生变化, 将给公司出口增长带来负面影响。

表 1: 常林股份 (600710.SH) 关键指标预测

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	1856	1470	2132	2483	2915
销售收入增长率	0.8%	-20.8%	45.0%	16.5%	17.4%
净利润(百万元)	54	69	296.46	335.34	369.4
净利润增长率	-42.6%	27.8%	329.7%	13.1%	10.1%
摊薄 EPS(元)	0.11	0.14	0.61	0.69	0.76
PE(X)	94.7	74.4	17.1	15.1	13.7
PB(X)	4.6	4.3	3.5	2.8	2.3
PS(X)	2.7	3.4	2.4	2.0	1.7
ROE(%)	4.9%	5.8%	20.2%	18.6%	17.0%

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

表 2: 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
优势	公司的平地机在国内具有竞争优势, 发展较快; 公司参股 40% 的现代江苏是国内挖掘机市场的主要生产商之一, 是公司盈利的重要来源。此外公司的实际控制人国机集团可以提高公司产品的出口优势。	4.6
劣势	公司主营的装载机科头跳足在国内市场上相对饱和, 而且公司与行业龙头相比, 在规模、技术、营销等方面具有一定差距。	4.4
机会	国机集团对下属上市公司的整合将加快, 公司将面临外延式增长的机会。	4.8
威胁	国家对房地产进行调控, 可能给装载机和挖掘机的销售带来不利影响。	4.5

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 波特“五力”评价

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.5
供应商力量	钢铁供应商规模较大, 谈判力量较强; 其它部件供应商谈判力量较小。总体上看, 公司的谈判能力处于中等水平。	4.6
新进入壁垒	公司主营工程机械产品, 具有一定技术壁垒和资金壁垒。公司主导产品装载机的技术壁垒相对不高。总体上看, 新进入壁垒不高。	4.5
客户力量	下游客户包括经销商和最终用户, 由于客户比较分散, 谈判力量较小, 因此公司的谈判力量较强。	4.8
替代产品	公司的装载机可能被挖掘机替代, 这个趋势在国内已经开始, 公司对装载机的规模不会大幅扩张, 而且公司也大幅受益于挖掘机的增长。	4.4
竞争对手	主要竞争对手规模和技术力量具有优势, 对公司有一定的竞争力。	4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

中国银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908