

常林股份(600710)

公司研究/调研报告

产品升级及横向拓展，增发和搬迁迎来发展

民生精品---调研报告/机械行业

2011 年 05 月 16 日

一、事件概述

我们近期对常林股份就生产经营及公司搬迁调整等情况进行了实地调研。我们认为，公司 9 系列装载机产品升级、提高融资租赁比例、海外布局等措施，使今年销量增长具有一定的确定性；公司将以搬迁调整为契机，加快产品、设备和技术升级，提高生产效率，向处于市场导入期的市政专用车领域拓展，公司的前景值得关注。

二、分析与判断

► 公司近期订单饱满，生产任务紧张，半年业绩有望大幅提高

公司生产订单饱满，主营收入增速较快，在 4 月份行业装载机销量有所下滑的情况下，公司销量仍保持较快增长。我们认为主要受益如下措施：

- (1) 以 9 系列装载机为代表的产品升级继续推进，既提高了产品吸引力又提高了附加值。9 系列装载机提高了驾驶舒适性和铲运效率，性价比提升快。公司一季度销售 2000 余台装载机，近 1/3 为 9 系列产品。
- (2) 提高融资租赁比例。公司融资租赁通过国机财务公司，截止目前公司只有约 10% 产品左右采用融资租赁模式销售，低于行业主要企业，有上升的空间。公司已向国机财务公司申请提高额度，并扩大代理商融资租赁范围。
- (3) 加大国外布局，分享全球经济复苏，主要出口南美、独联体、非洲、东南亚等地区。

► 增发即将过会，年底完成搬迁，产品、技术和设备升级、提高生产效率、横向拓展、海外布局是看点

公司总部所在地常林路 10 号将于年内完成搬迁，公司计划在新厂区具备大部分生产条件情况下开展搬迁工作，对本年度生产经营影响有限。公司新厂区规划面积约 41.5 万平方米（原面积约 13 万平方米），搬迁初期产能将增加 10% 左右，后续将通过定增项目逐步增加产能。

市场对本次定增投向装载机的市场前景存有疑虑，我们认为本次定增是国机集团工程机械板块整体规划的一部分，装载机和路面机械将是未来发展的重点，国机集团的规模效益和海外战略将提供有力保证。我们认为本次增发和搬迁的看点如下：

- (1) 规模化效益提高及产品升级的进一步推进。公司搬迁前后土地使用面积将由 13 万平方增加至 41.5 万平方米，公司将以增发项目为开端，逐步扩大装载机、结构件等核心产品产能，同时加快产品升级。
- (2) 生产效率的提高；公司现有设备老旧，生产效率相对较低。公司将以本次搬迁为契机，优化生产流程，更新老旧设备，大幅提高生产效率。
- (3) 海外营销平台建设。装载机零件基本国产化，在国际竞争中具有较为明显的性价比优势，将充分受益全球经济复苏。公司增发项目将加强海外营销平台建设，进一步拓展海外市场，将对公司销售形成有力支撑。
- (4) 产品的横向拓展值得期待。本次增发项目包括年产直臂式随车起重运输车 500 台、折臂式随车起重运输车 500 台、高空作业车 250 台、车厢可卸式垃圾车 250 台，这些市政专用车正处于市场导入期，将伴随着城市化进程推进、生活质量提高、人身安全日益重视等进入快速发展阶段，具有较好的市场前景。

► 投资收益预计将增长 30% 左右

公司短期内盈利仍将主要依靠现代(江苏)工程机械有限公司的投资收益，公司对其具有较强的控制能力，受益挖掘机销量井喷，一季度投资收益大幅增长。近期国内挖掘机产能释放（粗略估计产能达到 30 万台），竞争日趋白热化，内资企业 0 首付等促销手段虽然将对外资品牌产生一定的冲击，但我们预计挖掘机的竞争将是液压元器件、发动

谨慎推荐

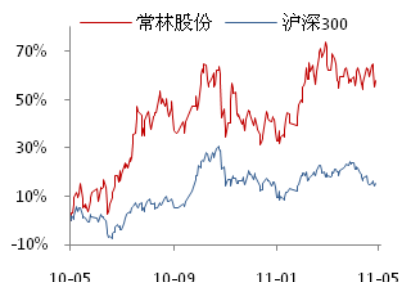
首次

合理估值： 13.8 元

交易数据 (2011-05-16)

收盘价(元)	11.80
近 12 个月最高/最低	13.38/7.36
总股本(百万股)	486.20
流通股本(百万股)	486.20
流通股比例%	100%
总市值(亿元)	57.37
流通市值(亿元)	57.37

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：张琢

执业证号：S0100210110002

邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：刘利（行业专家）

电话：(8610)8512 7661

Email: liuli@mszq.com

相关研究

机等关键零部件采购途径及采购成本的竞争,在此方面具有优势的外资企业的销量和利润水平在短期内仍将保持稳定增长。

► 国机重工处于仍处于培育期,整合尚需时日

根据前期公开资料,国机集团已确定常林股份为其工程机械和专用车业务的唯一运作平台,国机集团将国机重工和一拖集团及其旗下从事与公司构成同业竞争或潜在同业竞争的企业,在本次定向增发完成后两年内完成初步梳理,5年内完成注入。

国机集团去年对下属的工程机械资源进行整合,于2011年1月成立了中国国机重工集团有限公司,按照“三个中心(管理中心、研发中心、营销中心)、三大基地(常州产业基地、天津产业基地和洛阳产业基地)”的总体构架,积极推进工程机械板块资源整合。

从目前情况看,国机重工已基本完成工程机械相关业务的整合,但由于各板块的盈利能力有待加强,我们预计在未来两年内仍将处于投入与培养期。洛阳基地主要为一拖集团的工程机械、建筑机械等存量资源,国机重工正在以此为基础建设国机重工(洛阳)产业园,分三期建设,其中一期固定资产投资7.7亿元,达产后形成年产1.05万台工程机械的综合生产能力,销售收入30亿元,成为国机重工重要的压路机、推土机等产品的生产制造基地。天津基地主要为原鼎盛天工的平地机、摊铺机、压路机、装载机等相关业务,以出口为主,盈利能力仍需要培养。

三、风险提示

提醒投资者关注下述事项风险:

- 1、经济大幅下滑而导致工程机械销量大幅下降的风险;
- 2、国际局势动荡引发出口波动风险;
- 3、挖掘机竞争白热化导致毛利率下降的风险。

四、盈利预测与投资建议

公司是国机集团工程机械和专用车的资本运作平台,近期的搬迁和定向增发是国机集团整体战略的一部分。短期看,公司投资收益将为2011年业绩提供有力支撑,产品升级和提高融资租赁比例将保证主营收入稳定增长;中期看,公司将以搬迁和增发为契机,提高生产效率,加速产品升级换代,并横向拓展处于市场导入期的市政专用车业务,有利于逐步摆脱对投资收益的依赖;长期看,国机集团整合将为公司提供规模效益和协同效应。考虑整个工程机械板块估值水平及面临的系统性风险,搬迁调整、增发和国机集团重组给予公司一定的估值溢价,按照2011年20倍PE(合摊薄前17.5倍),六个月目标价13.8元,首次给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,090	2,719	3,422	4,589
增长率(%)	42.13%	30.12%	25.84%	34.10%
归属母公司股东净利润(百万元)	280	382	465	626
增长率(%)	300.44%	36.64%	21.68%	34.67%
每股收益(增发摊薄后,元)	0.51	0.69	0.84	1.13
每股收益(摊薄前,元)	0.58	0.79	0.96	1.29
毛利率(%)	12.8%	12.9%	12.5%	13.3%
净资产收益率 ROE(%)	21.2%	19.5%	17.6%	20.7%
每股净资产(元)	3.00	4.45	5.05	5.87
PE	20.36	17.18	14.12	10.49
PB	/	2.66	2.34	2.01
EV/EBITDA	/	69.81	59.01	36.08

资料来源:民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,090	2,719	3,422	4,589
减：营业成本	1,823	2,369	2,995	3,980
营业税金及附加	3	4	5	7
销售费用	111	145	182	244
管理费用	86	126	148	189
财务费用	14	0	(4)	(6)
资产减值损失	25	30	35	40
加：投资收益	253	327	402	502
二、营业利润	280	373	463	637
加：营业外收支净额	2	14	10	3
三、利润总额	282	387	473	640
减：所得税费用	2	4	7	13
四、净利润	280	383	466	627
归属于母公司的利润	280	382	465	626
五、基本每股收益 (元)	0.58	0.69	0.84	1.13

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	69.81	59.01	36.08
成长能力:				
营业收入同比	42.13%	30.12%	25.84%	34.10%
营业利润同比	287.6%	33.2%	24.2%	37.6%
净利润同比	300.67%	36.65%	21.68%	34.7%
营运能力:				
应收账款周转率	5.81	6.73	6.63	6.82
存货周转率	3.99	3.71	3.65	3.76
总资产周转率	0.81	0.78	0.78	0.91
盈利能力与收益质量:				
毛利率	12.8%	12.9%	12.5%	13.3%
净利率	13.4%	14.1%	13.6%	13.7%
总资产净利率 ROA	10.9%	11.0%	10.7%	12.4%
净资产收益率 ROE	21.2%	19.5%	17.6%	20.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.51	2.02	1.91	1.86
资产负债率	49.4%	33.1%	35.9%	38.6%
长期借款/总负债	7.0%	7.4%	6.0%	4.7%
每股指标:				
每股收益	0.58	0.69	0.84	1.13
每股经营现金流量	0.05	0.13	0.19	0.23
每股净资产	3.00	4.45	5.05	5.87

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	488	1,170	1,276	1,463
应收票据	0	0	1	1
应收账款	351	457	575	771
预付账款	47	61	77	104
其他应收款	3	14	11	15
存货	638	829	1,048	1,392
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,527	2,532	2,987	3,745
长期股权投资	632	702	772	842
固定资产	324	384	433	473
在建工程	185	235	185	135
无形资产	206	196	186	175
其他非流动资产	0	40	80	110
非流动资产合计	1,356	1,557	1,656	1,735
资产总计	2,884	4,089	4,643	5,481
短期借款	91	111	126	111
应付票据	293	380	481	639
应付账款	536	697	881	1,170
预收账款	37	48	60	80
其他应付款	41	41	41	41
应交税费	(24)	(24)	(24)	(24)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,012	1,253	1,565	2,018
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	100	100	100	100
负债合计	1,424	1,353	1,665	2,118
股本	486	556	556	556
资本公积	213	876	876	876
留存收益	751	1,032	1,365	1,819
少数股东权益	9	10	11	12
所有者权益合计	1,460	2,474	2,807	3,263
负债和股东权益合计	2,884	3,827	4,472	5,380

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	25	73	103	127
投资活动现金流量	177	67	242	352
筹资活动现金流量	(204)	651	(114)	(181)
现金及等价物净增加	(3)	792	231	298

分析师与行业专家简介

刘利，清华大学机械工程及自动化专业本科、材料科学与工程学博士，三年行业工作经验，2011年3月加盟民生证券研究所。对钢铁、冶金、汽车、能源、发电等上下游产业，对机械各子行业的现状及发展趋势理解深刻，目前主要研究专用机械和铁路、航空设备。

张琢，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，具有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。