

常林股份 600710.SH

2010.5.27

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

业绩改善与资产整合预期双重因素推动

——常林股份（600710）调研报告

事件：

近日，我们调研了常林股份（600710），就关心的问题与公司高管进行了交流，并参观了生产基地。

分析与点评：

一、公司目前订单饱满、产销旺盛

公司主导产品包括装载机、压路机、平地机等土方机械，合资公司江苏现代生产挖掘机、小松则以配件为主，这些产品更多依赖于国家基础建设、城镇化的推进、修桥筑路、农田水利等，受房地产调控政策影响轻微，目前为止公司订单饱满、产销旺盛。

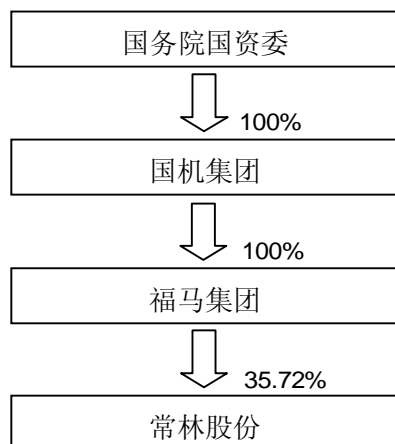
由于各地方政府建设力度加大，公司内销力度明显好于外销，新近召开的新疆工作会议，更是体现出国内发展建设梯度纵深仍然很大。

受真实需求的拉动，预计这一旺销趋势至少可以延续至3季度。

二、国机集团给公司带来机遇和前景

公司控股股东是福马集团，实际控制人是国务院国资委。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



（数据来源：公司公告 爱建证券）

机械 设备

评级：推荐（首次）

上次评级：

目标价格：¥

上次预测：

当前价格：¥8.26

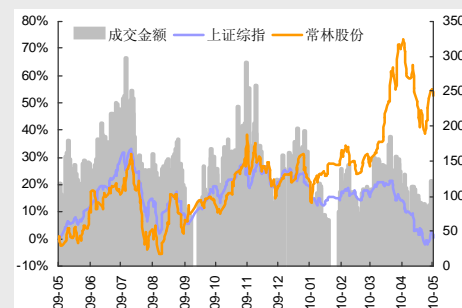
基础数据 2010.5.27

总股本/流通 A 股（亿股）	4.862/4.862
总市值（亿元）	40.16
流通市值（亿元）	40.16
每股净资产（元）	2.54
ROE（%,2010Q1）	5.36

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.91 ~ 9.40
PE（TTM，倍）	33.0
动态 PE（倍）	17.3
PB（倍）	3.25

52 周内股价走势



褚艳辉 行业研究员
侯英民 S0820108050369
证书编号：S0820209040017
电话：021-32229888*3507
邮箱：chuyanhu@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

福马集团于 07 年末并入国机集团，成为其全资子公司。国机集团的入主，给公司带来机遇和前景：

- ◇ 强大的股东背景：国机集团是 32 家 A 级央企之一，是中国机械工业排名第一的综合性企业，2009 年底资产总额 975 亿元，营业收入 1020 亿元。
- ◇ 国机集团能够为公司争取到更多客户：国机集团拥有机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务三大业务板块，通过外贸渠道帮助公司促进出口、以工程建筑带动工程机械销售，已经实现了合计有几千万元的订单。
- ◇ 国机集团技术研发力量雄厚：具有国内机械工业实力最强的科研设计力量，拥有 26 家国家一类研究院所，覆盖了机械工业的各个领域，支持各成员公司技术研发。
- ◇ 给予低息资金支持：公司获得关联方国机财务 5000 万元的低息贷款授信，用以补充流动资金，随着业务的增长，预计这一额度仍可增加。
- ◇ 具备利用现有平台做大做强做精的资产整合预期：国机集团全资及控股企业有 51 家，其中装备企业 6 家，上市公司 6 家，客观上给公司带来更多的压力和动力，需要做大做强做精。

三、本部经营逐步好转

1、上半年可实现扭亏

受行业竞争激烈、产品结构单一以及以往经营相对保守的影响，本部业绩近两年处于亏损状态，但一季度大幅减亏，扣除投资收益后的营业利润为-444 万，较去年同期亏损约 3000 万的情况大幅扭转。我们预计，上半年本部即可实现扭亏。

从产品的行业地位来看，装载机、压路机、平地机分别位居第 9、第 4、第 3。虽然不是一线公司，但是，在平地机和 5 吨装载机细分市场上具有较强的竞争力。

图 2：营业收入构成

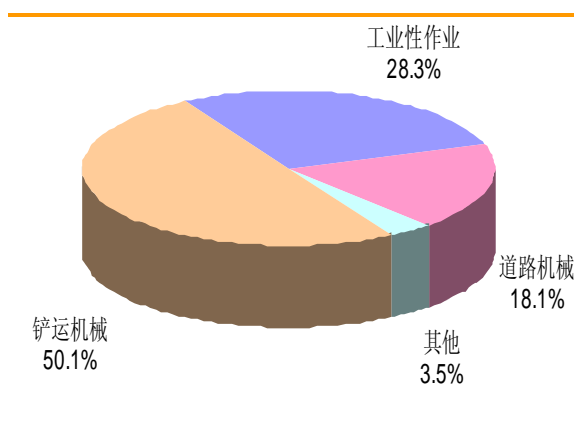
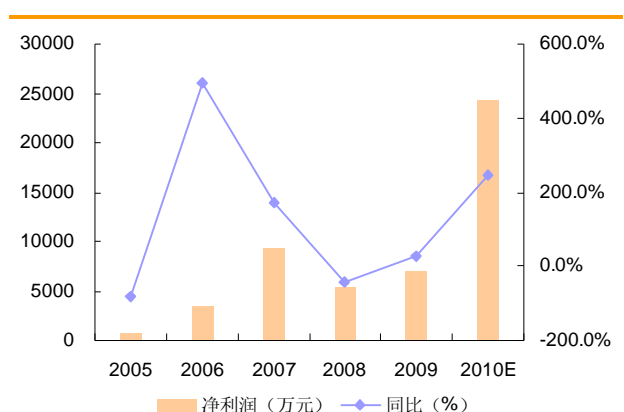


图 3：进入业绩上升周期



（数据来源：公司公告 爱建证券）

工业性作业即高档次结构件生产，作为传动、控制等部件的载体，技术含量体现在热加工、变形、加工精度等。结构件 80% 以上供江苏现代配套，现代挖掘机销售火爆带动结构件生产供不应求。公司目标是将结构件尽量做大，不断提高盈利水平

预计今年道路机械（压路机、平地机）收入增幅在 200%以上。

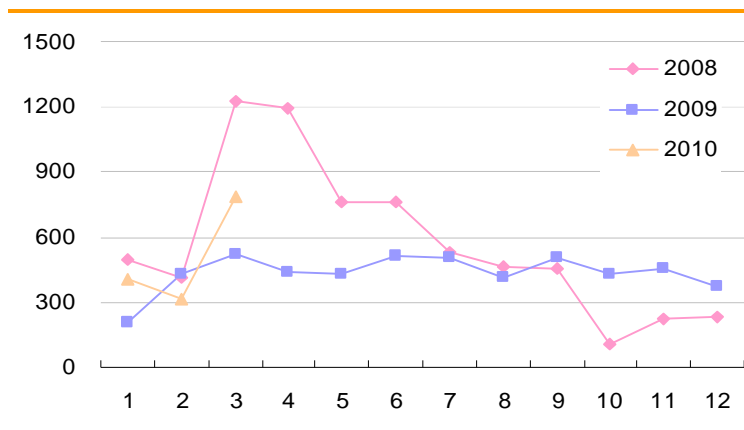
公司新的产品经营思路是：整体性提高经营质量，调整优化盈利能力不强的产品，扩容提高盈利能力较强的产品，发展壮大产业链里没有充分挖掘的产品，并开拓新的产品领域。

随着本部经营形式的持续好转，江苏现代贡献的投资收益巨大，预计公司业绩走出低谷，进入向上周期，10 年业绩将显著具备弹性。

2、“精品 956 创造新优势”

装载机行业已处于充分竞争状态，少有新进入者，业内公司在单项产品上各有优势、各自占有一定的细分市场。根据协会数据，公司 09 年销量为 5245 台，占有 3.7%的市场份额，较 08 年下降约 0.5 个百分点；今年 1 季度，公司装载机销量同比增长 29.3%，但低于行业 56.2%的增幅。公司提出，全力以赴，力争市场份额提升。

图 4：常林装载机月度销量（台）



（数据来源：行业协会 爱建证券）

公司目前全力推动精品 956 项目，技术部与市场部成立联合项目小组，决定在 5 吨装载机领域树立新的竞争优势。956 针对以前的不足进行了改进和完善，技术附加值更高，大大提升了可靠性、舒适性，具有更好的性价比。

预计在 3 季度以后大规模推向市场，单价在 20+万，比以前产品提价近 2 万，盈利能力较强，且存在涨价预期。公司表示，要扭转市场对于装载机行业的看法，引导用户调整心态，对于钢材等上游传导的成本压力，会向下游用户转移，凸现质量和品质。

公司将精品 956 作为拳头产品，希望带动常林品牌的全面提升，预计用 3 年的时间使 956 装载机在国内市场占有率达到 2.5%以上，占公司 5 吨装载机的 65%以上。

3、常林工业园项目稳步推进

公司现有年产能为工程机械整机 10000 台，高档次结构件 35000 吨。

公司正在以物流最优、工艺先进、布局优化为目标推进常林工业园项目建设，厂区面积有望从现有的 300 余亩扩展至 800 余亩。预计到 2012 年年中建成一个全新的常林。

新常林立足智能化工程机械和高档次结构件，装载机产能增加至单班 10000 台，对新品也预留了空间，在改装车、小型多功能特种工程机械、环卫机械上有技术储备。

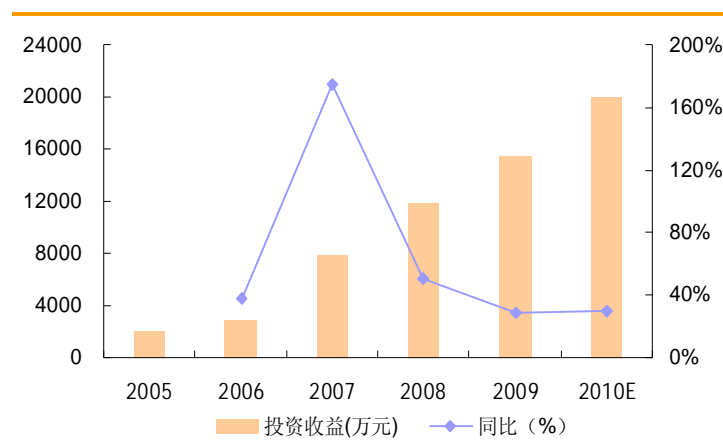
此次搬迁共可收到补偿款 2.78 亿，年内预计可以到帐 2.2 亿左右。

公司表示，生产经营不会受搬迁影响，能够实现平稳过渡。

四、投资收益成为稳定的利润来源

公司的投资收益来自于小松常州、现代（江苏）、常州现代、福马贸易等长期股权投资。多年来，一直保持稳定增长，08、09 年投资收益对于 EPS 的贡献在 0.245 元、0.317 元；10Q1 投资收益达到 6940 万元，劲增 71%，合 EPS0.143 元，保守估计，全年有望增长 30%。

图 5：投资收益贡献稳定利润



（数据来源：公司公告 爱建证券）

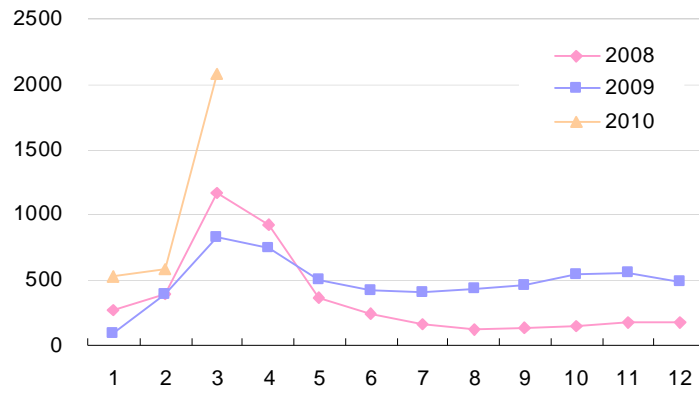
表 1：公司主要参股、联营的企业

	持股比例 (%)	年末净资产 (万元)	当年营业收入 (万元)	当年净利润 (万元)
小松常州	8%	90948.04	334810.79	32363.25
现代（江苏）	40%	104172.18	374394.32	34099.86
常州现代	40%	32812.87	13869.22	324.88
福马贸易	23.33%	540.49	1296.22	7.34

（数据来源：公司公告 爱建证券 数据截止 2009 年）

4 月，公司公告称，常州现代的主要业务与设备已全部归并和移入现代（江苏），因此对常州现代实施清算，根据清算后剩余净资产总额和公司可享受的权益，公司获得 13321 万元现金。

图 6：江苏现代挖掘机销量穿出新高（台）



（数据来源：行业协会 爱建证券）

一季度，江苏现代挖掘机销量为 3195 台，同比增长 142%，大大高于行业 94.2% 的增幅；市场占有率也由 08、09 年的 5.69%、6.21% 提升至今年 1 季度的 6.85%

五、国机集团存在资产整合预期

国机集团资产整合预期来自于以下几点：

- ◇ 国资委对于加快央企资产证券化率的要求与国机集团资产证券化率偏低的现实。
- ◇ 国机集团的远景规划和在资本结构上的目标：逐渐实现国际化和公众化，绝大部分子公司逐步实现由国有独资的单一资本结构向以国机集团为主导的多元资本结构转变。
- ◇ 同一母公司下同业竞争问题的存在：由于历史原因，上市公司中，鼎盛天工、第一拖拉机都存在工程机械类资产，与公司业务存在重叠，具备整合的预期。
- ◇ 集团旗下还存在同类经营性资产和研发类资产。

表 2：国机集团旗下拥有 6 家上市公司

证券代码	证券简称	总资产 (亿元)	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	国机持股 (%)
0038. HK	第一拖拉机	58.43	30.28	8.459	52.48%
002051. SZ	中工国际	31.23	66.5	1.9	62.04%
600710. SH	常林股份	22.76	40.16	4.862	35.72%
600335. SH	鼎盛天工	9.89	22.46	2.7596	41.77%
002046. SZ	轴研科技	7.15	30.89	1.0809	40.47%
600099. SH	林海股份	5.14	19.17	2.1912	44.15%

总资产采用 09 年年报数据、其余数据采用最新，单位：人民币元

（数据来源：公司公告 爱建证券）

六、提升核心竞争力、推进非公开发行项目进展，实现“四年战略规划”

请务必阅读正文之后的重要声明

公司的核心竞争力体现在，利用高效运行机制，提高、做强自身的核心制造能力。而核心制造能力又体现在变速箱、变速器、驱动桥，高档次结构件的技术与生产上。

公司在 07 年进行了非公开发行，但项目进度一直落后于计划，主要原因在于公司考虑到此次搬迁和常林项目园区建设，避免重复建设，预计该募投项目进度将明显加快，年内有望完成大部分工程。

公司希望在高档次结构件和小型多功能工程机械上获得突破，预计在“2009-2012 四年战略规划期”后，规模更大、产品链更丰富、管理与运营效率更高，达到做大做强做精的目标。

七、盈利预测与投资建议

预计 2010 年、2011 年 EPS 为 0.48 元、0.60 元，对应目前股价下的动态 PE 为 17.3 倍、13.7 倍。

基于公司基本面有望发生较大改善、投资收益贡献稳定的利润来源、国机集团资产整合预期等因素，我们首次给予“**推荐**”的投资评级。

表 3：利润表预测（百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1856.79	1470.48	1785.00	2142.00
减：营业成本	1703.92	1344.65	1570.80	1874.25
营业税金及附加	2.13	4.53	3.40	4.08
营业费用	107.66	85.33	95.91	112.30
管理费用	76.73	68.35	73.08	87.70
财务费用	18.71	17.81	12.16	9.13
资产减值损失	13.17	31.52	12.00	15.00
加：投资收益	119.16	153.95	218.00	260.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.63	72.23	235.64	299.54
加：其他非经营损益	2.26	-1.05	0.00	0.00
利润总额	55.89	71.18	235.64	299.54
减：所得税	0.83	1.23	3.70	7.13
净利润	55.06	69.94	231.95	292.41
减：少数股东损益	1.05	0.07	0.02	0.04
归属母公司股东净利润	54.01	69.87	231.93	292.37
EPS（元）	0.11	0.14	0.48	0.60

（数据来源：公司公告 爱建证券）

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。