

业绩略低预期，产能紧张制约公司增长

评级： 增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格： 13.00 元

期限： 6个月 上次预测： 13.00元

现价(2012年02月29日)： 11.97元

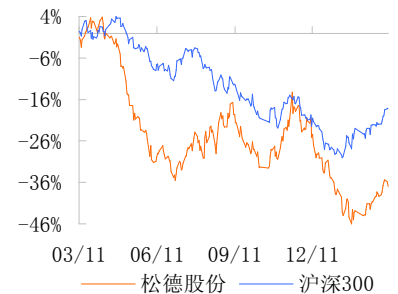
报告日期： 2012-03-01
报告关键点：

- 📖 公司业绩快报显示，2011年归属于母公司净利润同比增长0.22%，略低预期；
- 📖 公司产能紧张制约业绩增长，减少相对低端产品订单；
- 📖 维持“增持-B”投资评级，6个月合理目标价为13元。

报告摘要：

- **2011全年业绩略超预期。**根据业绩快报披露，公司2011年营业收入2.38亿元、同比下降5.14%，归属于母公司净利润0.39亿元、同比增长0.22%，实现摊薄后每股收益0.46元、同比下降41.77%，业绩略低预期。并且对单季四季度而言，实现销售收入0.64亿元、同比下降11.11%，净利润0.09亿元、同比持平。四季度单季净利率为14.06%，同比上升1.56%，环比下降1.57%，由产品结构调整所致。
- **产能紧张制约业绩增长。**2011全年公司收入出现同比下降主要是因为产能不足所致。从2010年开始，公司产能已出现饱和状态，随着公司上市及募投资金的到账，新募投项目才开始启动。因此公司生产场地受限，只能着重发展高端客户，放弃部分相对低端产品的订单，从而导致业绩增速放缓。另一方面，受2011年银根紧缩的影响，部分客户资金紧张，延迟了设备的提机时间也导致收入下滑且生产场地不够使用。2012年，随着新产能的逐步释放，以及新技术产品涂布机和流延机的上市，将进一步切入新能源及电子信息材料领域，推动公司业绩增长。
- **预计公司2011-2013年将实现销售收入2.55亿元、3.06亿元及3.76亿元。**归属于母公司净利润为0.43亿元、0.52亿元及0.67亿元，期间复合增长率分别为15.78%与20%。预计2011-2013年EPS分别为0.49元、0.59元及0.77元，对应PE为25、21、16倍。维持“增持-B”投资评级，6个月合理目标价为13元，对应2012年PE为22倍。
- **风险提示：**募投项目延期风险；技术研发风险；下游新客户开拓风险。

总市值(百万元)	1,054.78
流通市值(百万元)	345.37
总股本(百万股)	87.10
流通股本(百万股)	28.52
12个月最低/最高	10.30/26.28 元
十大流通股股东(%)	17.91%
股东户数	5,798

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.87	(22.61)	(18.74)
绝对收益	10.19	(20.54)	(36.55)

张琛
 021-68765905
 执业证书编号

助理行业分析师
 zhangdan@essence.com.cn
 S1450511080006

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	201.7	251.2	254.8	305.8	376.1
Growth(%)	37.7%	24.6%	1.4%	20.0%	23.0%
净利润	30.9	39.4	43.0	51.5	66.8
Growth(%)	21.9%	27.2%	9.2%	19.8%	29.8%
毛利率(%)	36.1%	35.7%	35.0%	34.9%	34.8%
净利率(%)	15.3%	15.7%	16.9%	16.8%	17.8%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.49	0.59	0.77
每股净资产(元)	1.72	2.18	7.04	7.63	8.40
市盈率	34.1	26.8	24.5	20.5	15.8
市净率	7.0	5.6	1.7	1.6	1.4
净资产收益率(%)	20.6%	20.8%	7.0%	7.7%	9.1%
ROIC(%)	42.3%	29.9%	23.4%	17.3%	18.4%
EV/EBITDA	-	-	12.4	10.3	7.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

松德股份：开拓新产品市场，产能如期释放

2011-12-30

松德股份：中高端凹印机需求上升，未来出口可期

2011-01-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间 2012-2-28

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	201.7	251.2	254.8	305.8	376.1	成长性					
减: 营业成本	128.8	161.5	165.7	199.1	245.3	营业收入增长率	37.7%	24.6%	1.4%	20.0%	23.0%
营业税费	0.9	1.5	1.4	1.6	2.1	营业利润增长率	32.3%	30.8%	1.0%	27.4%	28.8%
销售费用	11.8	13.2	15.0	18.0	22.0	净利润增长率	21.9%	27.2%	9.2%	19.8%	29.8%
管理费用	19.9	23.1	26.0	30.0	33.0	EBITDA 增长率	36.9%	33.5%	8.8%	23.3%	22.9%
财务费用	2.8	4.2	0.3	-2.1	-2.5	EBIT 增长率	35.5%	32.2%	-6.9%	22.0%	29.3%
资产减值损失	2.3	1.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	25.8%	29.1%	-0.8%	15.0%	30.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.2%	27.1%	54.9%	22.6%	5.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	91.7%	26.2%	223.5%	8.4%	10.1%
营业利润	35.2	46.0	46.5	59.2	76.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.9	0.5	4.1	1.4	2.4	毛利率	36.1%	35.7%	35.0%	34.9%	34.8%
利润总额	36.1	46.6	50.6	60.6	78.6	营业利润率	17.4%	18.3%	18.2%	19.4%	20.3%
减: 所得税	5.1	7.2	7.6	9.1	11.8	净利润率	15.3%	15.7%	16.9%	16.8%	17.8%
净利润	30.9	39.4	43.0	51.5	66.8	EBITDA/营业收入	20.0%	21.4%	23.0%	23.6%	23.6%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.8%	20.0%	18.4%	18.7%	19.6%
货币资金	71.6	81.5	414.0	404.7	458.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	47	54	121	178	160
应收账款	71.8	90.9	102.2	119.0	144.4	流动营业资本周转天数	87	85	131	142	143
应收票据	7.0	4.7	5.1	7.5	7.9	流动资产周转天数	363	370	643	758	678
预付账款	18.1	20.6	20.6	20.6	20.6	应收账款周转天数	126	121	133	127	123
存货	68.8	81.7	89.1	104.7	128.3	存货周转天数	108	108	121	114	111
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	478	526	853	998	886
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	201	237	333	376	345
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	2.4	-	-	-	ROE	20.6%	20.8%	7.0%	7.7%	9.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	10.0%	5.3%	5.8%	6.9%
固定资产	33.2	41.5	129.2	173.3	161.4	ROIC	42.3%	29.9%	23.4%	17.3%	18.4%
在建工程	16.8	17.0	-	-	-	费用率					
无形资产	51.9	50.6	47.2	44.1	41.1	销售费用率	5.8%	5.3%	5.9%	5.9%	5.8%
其他非流动资产	1.4	2.5	7.0	7.0	7.0	管理费用率	9.9%	9.2%	10.2%	9.8%	8.8%
资产总额	340.7	393.5	814.4	880.8	969.5	财务费用率	1.4%	1.7%	0.1%	-0.7%	-0.7%
短期债务	29.0	10.0	-	-	-	三费/营业收入	17.1%	16.1%	16.2%	15.0%	14.0%
应付账款	59.1	65.7	77.5	88.5	107.9	偿债能力					
应付票据	6.5	10.8	6.5	10.4	12.9	资产负债率	55.9%	51.8%	24.7%	24.5%	24.6%
其他流动负债	57.9	44.6	44.5	44.5	44.5	负债权益比	126.8%	107.6%	32.8%	32.5%	32.5%
长期借款	38.0	67.0	67.0	67.0	67.0	流动比率	1.56	2.13	4.91	4.57	4.59
其他非流动负债	-	5.6	5.6	5.6	5.6	速动比率	1.11	1.51	4.21	3.84	3.82
负债总额	190.5	203.9	201.2	216.1	238.0	利息保障倍数	13.49	11.91	153.89	26.92	30.03
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.0	50.0	87.1	87.1	87.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	100.2	139.5	526.0	577.6	644.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	150.2	189.5	613.1	664.7	731.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	30.9	39.4	43.0	51.5	66.8	EPS(元)	0.36	0.45	0.49	0.59	0.77
加: 折旧和摊销	2.3	3.5	11.7	15.1	14.9	BVPS(元)	1.72	2.18	7.04	7.63	8.40
资产减值准备	2.3	1.6	-	-	-	PE(X)	34.1	26.8	24.5	20.5	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	5.6	1.7	1.6	1.4
财务费用	2.7	4.0	0.3	-2.1	-2.5	P/FCF	76.6	106.7	-15.4	-79.4	21.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.2	4.2	4.1	3.4	2.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	12.4	10.3	7.8
营运资金的变动	-3.0	-34.9	-11.3	-19.8	-27.6	CAGR(%)	18.5%	19.3%	23.8%	25.9%	22.1%
经营活动产生现金流量	35.4	13.6	43.7	44.7	51.6	PEG	1.8	1.4	1.0	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-67.5	-10.8	-81.6	-56.0	-	ROIC/WACC	4.4	3.1	2.4	1.8	1.9
融资活动产生现金流量	86.9	6.1	370.3	2.1	2.5	REP	-	-	1.1	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张殚，安信证券中小板行业助理分析师，武汉大学法学学士，2007年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张殚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034