

纸凹机持续低迷，新业务拓展仍需等待

谨慎推荐（首次）

松德股份（300173）调研报告

风险评级：一般风险

莫景成（SAC 执业证书编号：S0340511010005）

电话：0769-22119441

2012 年 7 月 2 日

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

事件描述：

近日，我们调研了中山松德股份（300173），与公司董秘和证代就公司目前的经营发展情况进行了讨论，下面是本次调研的要点。

事件评论：

1、公司介绍：中高端凹版印刷设备供应商

松德股份主要从事凹版印刷及其成套设备的研发、生产及销售，是国内处于领先地位的凹版印刷及其成套设备供应商。公司以创建“世界一流的凹版印刷机及其成套设备供应商”为发展目标，产品定位于中高端的凹版印刷机市场，主要产品包括纸凹机、塑凹机、涂布机、复合机等。

凹印机：凹印是指印版上图文部位是凹陷的，然后通过压印胶辊给印刷版之间的被印刷物上，加以适当的压力，把油墨从凹面内挤压到被印刷物上。印出来的图文，其油墨也是凸起的，主要优点有：（1）墨层厚、色彩鲜艳（2）耐印力高（3）适合连续大批量印刷（4）凹版印刷既可在传统的纸张上进行印刷，又可在薄膜、铝箔、转印纸等其他材料上印刷。

图 1：凹版印刷机

连线横切凹版印刷机生产线



资料来源：东莞证券研究所，招股书

涂布机：主要将成卷的基材，如：纸张、布匹、皮革、铝箔、塑料薄膜等，涂上一层特定功能的胶、涂料或油墨等，并烘干后收卷。用于各类电化铝膜、光学膜、全息膜、保护膜等的涂布。

图 2：涂布机



资料来源：东莞证券研究所，招股书

复合机：是将两层或两层以上相同或不同的材料等用一种特制粘合剂复合为一体的机械。主要用于纸张、塑料薄膜、铝箔的复合。产品系列包括干法复合机、湿法复合机、挤出复合机、无溶剂复合机。

图 3：复合机

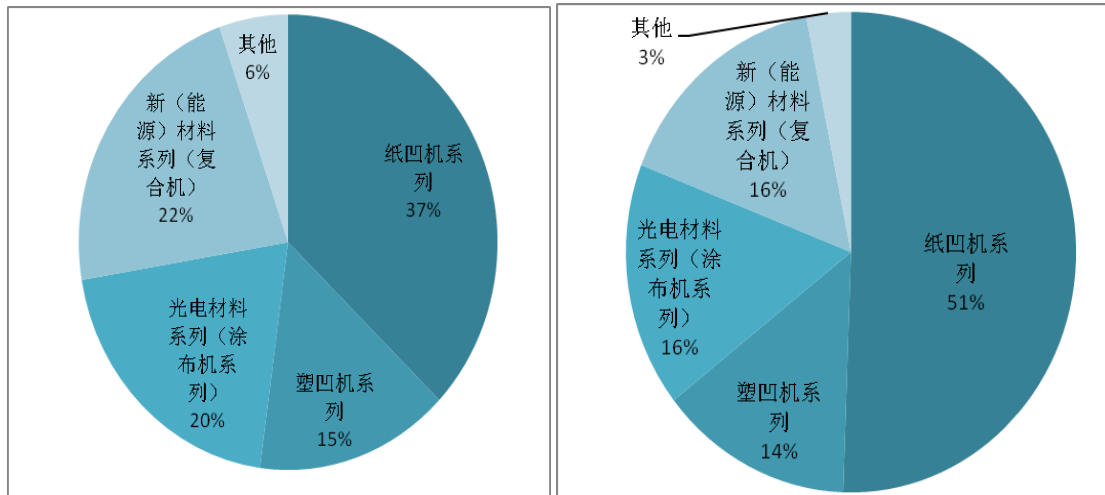


资料来源：东莞证券研究所，招股书

纸凹机仍是公司主要收入来源：2011年，公司实现主营业务收入2.38亿元，其中产品结构发生明显变化，主导产品纸凹机收入8589万，比重至37%，涂布机收入4670万，占比20%，复合机收入5160万，占比22%。但纸凹机毛利占比仍超过50%。

图 4：公司收入结构构成

图 5：公司毛利构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2、凹印机行业状况

1) 外资技术领先，高端设备占主导优势。目前，印刷机械制造主要集中在生产技术发达的德国、日本、美国等国家，其中德国印刷机械制造技术处于全球绝对领先地位，其在全球的市场占有率超过30%。随着国民经济、生产技术的快速发展、全球制造中心转移，发展中国家印刷机械产值占比将越来越高。

2) 行业发展趋势：自动化、成套化、高端化。电子轴传动技术将广泛应用；成套设备制造为凹版印刷机未来发展方向；高端凹版印刷机市场份额将越来越高。因此未来掌握电子轴传动技术的凹版印刷机生产企业以及具有成套设备制造能力的高端设备厂商将是未来竞争的主角。高端市场由于技术含量高，产品附加值高，且能提供高端设备的企业较少，因此高端设备的毛利率整体较高；低端设备市场竞争较为激烈，毛利率整体较低。

3) 设备升级推动高端装备需求。随着我国商品销售规模扩大和消费升级，近5年国内包装行业复合增长速度达到10%以上，且包装质量不断提高。随着大中型印刷企业设备要求提高，高速、宽幅和高精度的高端印刷设备将占据更多市场份额，将实现凹印机向独立驱动技术和以电子轴传动技术平台的升级换代，含苯油墨逐渐淘汰，适应环保型油墨的凹印机将被广泛应用。目前我国凹印机存量中只有不足20%为高端设备，其都是价格昂贵的进口设备，未来升级换代空间仍十分广阔。

3、香烟限价令，短期压制纸凹机需求

烟标凹印机是松德的拳头产品，在过去几年一度贡献了超过50%的收入和利润。继2011年烟标印刷行业由于招标方式变化和警示图案调整，导致烟包印刷出现了疲软，随后香烟最高限价令也直接打击了烟包印刷的积极性，从而导致了烟标凹印机需求的持续疲软。

香烟限价令（禁止零售价格超过1000元/条）的直接打击了公司烟标凹印机需求，而且限价令的执行力度和持续时间仍较难判断，我们认为短期内公司高毛利率的纸凹机需求将受到制约。

如何应对香烟限价令冲击，公司已经找到了应对措施——调整产品结构，开拓新增长领域：纸凹机方面，公司将积极开拓酒标印刷客户；加大塑凹机投入，提升塑凹机市场份额；开拓新能源材料及功能薄膜领域，开拓非凹印设备市场。

4、募投产能消化，短期看塑凹机，长期看新能源材料和光电材料设备

公司募投项目于2月份正式投入使用，按募募计划，项目达产后每年将新增加纸凹机产能21台，其中

折叠纸盒凹版印刷机12台、装饰装潢凹版印刷机9台；新增加塑凹机48台。由于香烟限价令的推出，纸凹机需求表现疲弱，公司正积极开拓纸凹机酒标市场。短期公司募投产能消化主要依靠塑凹机的上量，但考虑到了塑凹机市场竞争激烈，价格战严重，公司募投项目短期对经营的贡献主要体现在销售收入上，而盈利能力的恢复仍取决于纸凹机的复苏进度，和新能源材料和光电材料设备业务的市场开拓。

5、新能源材料和光电材料设备有望成新业务增长点

公司于2011年11月1日正式更改工商注册，将公司名从过去的“中山松德包装机械股份有限公司”更名为“松德机械股份有限公司”。同时变更经营范围，新增了“光电材料及其设备；新能源材料及其设备的技术开发与研究”。从中我们可以看出公司的定位已经悄然发生转变，从过去的包装机械领域拓展开来，将“光电材料、新能源材料设备”作为未来的战略重点。公司内部也成立了光电材料事业部，积极拓展新兴产业市场。

从松德切入的光学膜、光伏膜、电子胶粘材料、动力电池、保护膜等相关薄膜材料来看，主要都要应用到精密涂布、复合、流延等工艺。而回顾公司的发展历程，纵观公司的发展历程，开始即是以高精度复合机、涂布机起家，后来抓住国内高端凹印机的市场需求的趋势发展壮大，凹印机成了主营业务。十二五期间，信息技术、新能源技术等新兴产业发展进入如火如荼的新阶段，各种新型材料和功能薄膜层出不穷。精密涂布、流延、挤出复合工艺成为许多重要功能性材料不可或缺的关键工艺。在松德公司发展过程中曾经做出重要贡献的非凹印设备，将重新成为松德的战略发展重点，打开更大的市场空间，为企业下一个阶段的快速发展做出重要贡献。

我们认为松德具备了在精密涂布、复合、流延设备中脱颖而出的技术和能力，但短期仍需求时间去开拓市场和取得大客户的信赖，因此短期公司新能源材料和光电材料设备业务仍难有突出表现，但长期发展前景看好。

5、12年转型期，关注纸凹机复苏和新业务进展开拓

虽然2012年随着募投项目的逐步投产，困扰公司的产能瓶颈问题得到了解决，但公司短期仍难以摆脱纸凹机市场的持续低迷带来的不利影响。目前公司仍处于传统业务转型和新业务开拓的关键时期，12年在募投项目释放的推动下，公司经营情况有所好转，但主要产品的复苏和新业务的开拓仍需求等待。

预计公司12-13年每股收益为0.46元和0.57元，对应市盈率分别为18.85倍和15.14倍，估值水平处于行业中等水平，12年受募投产能释放推动，经营有望出现恢复性增长，首次给予“谨慎推荐”评级。

表 1：主要财务指标及盈利预测

| (百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 251.18 | 336.58 | 440.91 | 586.42 |
| 同比% | 24.56% | 34.00% | 31.00% | 33.00% |
| 归属母公司净利润 | 39.36 | 52.27 | 65.08 | 82.67 |
| 同比% | 27.19% | 32.78% | 24.52% | 27.02% |
| 毛利率% | 35.70% | 34.00% | 33.00% | 32.00% |
| ROE% | 166.00% | 29.00% | 28.00% | 27.00% |
| 每股收益(元) | 0.35 | 0.46 | 0.57 | 0.73 |
| 每股净资产(元) | 0.21 | 1.59 | 2.05 | 2.70 |
| 市净率(倍) | 41.54 | 5.47 | 4.24 | 3.22 |
| 市盈率(倍) | 25.03 | 18.85 | 15.14 | 11.92 |

资料来源：东莞证券研究所

表 2：相关公司估值对比

| 代码 | 简称 | 收盘价 | 总股本 | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | 41092 | (百万) | 2011 | 2012 | 2013 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 300195.SZ | 长荣股份 | 24.63 | 140 | 1.28 | 1.43 | 1.8 | 19.24 | 17.22 | 13.68 |
| 002611.SZ | 东方精机 | 9.92 | 176.8 | 0.52 | 0.6 | 0.82 | 19.08 | 16.53 | 12.1 |
| 300173.SZ | 松德股份 | 8.7 | 113.23 | 0.35 | 0.46 | 0.57 | 24.86 | 18.91 | 15.26 |
| 002209.SZ | 达意隆 | 7.99 | 195.24 | 0.27 | 0.32 | 0.44 | 29.59 | 24.97 | 18.16 |
| | 行业平均 | | | | | | 23.19 | 19.41 | 14.8 |

资料来源：东莞证券研究所

5、风险提示

烟标凹印机市场持续低迷；新业务拓展低于预期；产能利用率低于预期。

表 3：分产品盈利预测表

| | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|----------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 纸凹机 | | | | | | |
| 收入（万元） | 12063.93 | 13306.84 | 8589.10 | 9448 | 10393 | 11432 |
| 增长率（%） | | 10% | -35% | 10% | 10% | 10% |
| 毛利率（%） | 43.69% | 46.32% | 49.52% | 49.00% | 49.00% | 49.00% |
| 毛利（万元） | 5271 | 6164 | 4253 | 4630 | 5092 | 5602 |
| 复合、流延机系列 | | | | | | |
| 收入（万元） | 1056.52 | 3194.42 | 5159.86 | 7740 | 11223 | 16273 |
| 增长率（%） | | 202% | 62% | 50% | 45% | 45% |
| 毛利率（%） | 18.24% | 20.45% | 25.93% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 毛利（万元） | 193 | 653 | 1338 | 1935 | 2806 | 4068 |
| 涂布机 | | | | | | |
| 收入（万元） | 2141.03 | 1914.04 | 4670.09 | 7005 | 10157 | 14728 |
| 增长率（%） | | -11% | 144% | 50% | 45% | 45% |
| 毛利率（%） | 22.39% | 22.50% | 29.70% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利（万元） | 479 | 431 | 1387 | 2102 | 3047 | 4418 |
| 塑凹机 | | | | | | |
| 收入（万元） | 4141.89 | 4551.48 | 3467.96 | 5202 | 7023 | 9481 |
| 增长率（%） | | 10% | -24% | 50% | 35% | 35% |
| 毛利率（%） | 29.51% | 28.36% | 33.67% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| 毛利（万元） | 1222 | 1291 | 1168 | 1717 | 2317 | 3129 |
| 其他 | | | | | | |
| 收入（万元） | 269.10 | 951.99 | 1230.69 | 1477 | 1698 | 1953 |
| 增长率（%） | | 254% | 29% | 20% | 15% | 15% |
| 毛利率（%） | 21.64% | 23.60% | 21.77% | 21.00% | 21.00% | 21.00% |
| 毛利（万元） | 58 | 225 | 268 | 310 | 357 | 410 |
| 合计收入（万元） | 19672 | 23919 | 23118 | 30872 | 40494 | 53867 |

| 增长率 (%) | | 22% | -3% | 34% | 31% | 33% |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 合计毛利 (万元) | 7165 | 8538 | 8146 | 10383 | 13263 | 17217 |
| 综合毛利率 (%) | 36% | 36% | 35% | 34% | 33% | 32% |

资料来源：东莞证券研究所

表 4：盈利预测表

| 科目(百万元) | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 201.65 | 251.18 | 336.58 | 440.91 | 586.42 |
| 营业总成本 | 166.47 | 205.11 | 275.78 | 365.45 | 490.26 |
| 营业成本 | 128.78 | 161.51 | 222.14 | 295.41 | 398.76 |
| 营业税金及附加 | 0.91 | 1.45 | 1.51 | 1.98 | 2.64 |
| 销售费用 | 11.77 | 13.20 | 16.83 | 22.05 | 29.32 |
| 管理费用 | 19.87 | 23.10 | 31.30 | 41.00 | 54.54 |
| 财务费用 | 2.82 | 4.22 | 2.00 | 3.00 | 3.00 |
| 资产减值损失 | 2.33 | 1.63 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 其他经营收益 | | | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | -0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其中 对联营和合营投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 35.19 | 46.02 | 60.79 | 75.47 | 96.16 |
| 加 营业外收入 | 1.25 | 0.79 | 1.00 | 1.50 | 1.50 |
| 减 营业外支出 | 0.39 | 0.25 | 0.30 | 0.40 | 0.40 |
| 利润总额 | 36.06 | 46.56 | 61.49 | 76.57 | 97.26 |
| 减 所得税 | 5.11 | 7.19 | 9.22 | 11.49 | 14.59 |
| 实际所得税率 | 14.17% | 15.45% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 净利润 | 30.95 | 39.36 | 52.27 | 65.08 | 82.67 |
| 减 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归母公司所有者的净利润 | 30.95 | 39.36 | 52.27 | 65.08 | 82.67 |
| 最新总股本(万股) | 11,323 | 11,323 | 11,323 | 11,323 | 11,323 |
| 基本每股收益(元) | 0.27 | 0.35 | 0.46 | 0.57 | 0.73 |
| 市盈率 (倍) | 31.83 | 25.03 | 18.85 | 15.14 | 11.92 |

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 风险偏好评级 | |
| 高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上 |
| 较高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间 |
| 一般风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间 |
| 低风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
 广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
 邮政编码：523000
 电话：(0769) 22119450
 传真：(0769) 22119453
 网址：www.dgzq.com.cn