

纸包印刷升级及新领域市场拓展带来增长

——松德股份(300173) 调研简报

核心观点

纸包印刷升级凹印机产能释放带来增长。公司是当前国内凹印和柔印设备制造行业龙头企业，主要产品有凹印机、复合机、涂布机、流涎机等。其中纸凹机应用于香烟、酒盒、乳制品等纸质包装印刷，公司在该领域能够提供连线印刷等成套设备，是纸凹机行业细分龙头。随着烟包、白酒等的包装升级，对高端凹印机的需求不断增加。公司“高速多色印刷成套设备项目”于今年2月投产，新增加纸凹机产能14台，新增加塑凹机36台，将解决产能瓶颈问题。公司截至6月底在手订单2亿左右，预计凹印机业务将保持稳定增长。

进入白酒包装行业，明年有望带来业绩增厚。公司拟3060万元增资收购四川中飞包装公司51%的股权。江苏中彩承诺将西南地区的酒包装业务（但不包括五粮液黄金酒的包装业务）全部转交由四川中飞承接，将以泸州老窖、郎酒、习酒等业务为主体，以江苏中彩印务公司原有的客户资源为依托，打造白酒包装基地；公司预计未来四年净利润分别不少于100万元、1800万元、2160万元、2592万元，将增厚公司2013、2014年EPS0.16元、0.19元。

在新领域寻求新的利润增长点。公司掌握高精度涂布设备的微凹版涂布技术、狭缝涂布技术、多辊转移涂布以及气浮式烘箱技术等关键技术。公司将技术应用于太阳能EVA封装胶膜生产、锂电池隔膜和锂电池极片的生产、LCD背光模组中的光学涂布、光学膜硬化膜涂布、电子粘胶带涂布等领域。公司于去年与苏州斯迪克电子胶粘材料公司签订优先采购协议及总数量为18台，8666万元设备采购合同。公司与3M中国、东莞新能源等公司达成合作，未来新能源领域增长可期。

盈利预测与评级。我们预计2012—2014年的EPS分别为0.44元、0.57元、0.69元，对应7月17日收盘价PE分别为18倍、14倍和12倍；给予“推荐-A”评级。

风险提示：经济下滑带来包装投资下降。

财务数据与估值

| | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 238.26 | 305.26 | 386.01 | 492.12 |
| 同比增速(%) | -5.14% | 28.12% | 26.45% | 27.49% |
| 净利润(百万) | 39.45 | 50.36 | 64.44 | 78.28 |
| 同比增速(%) | 0.21% | 27.67% | 27.96% | 21.48% |
| EPS(元) | 0.35 | 0.44 | 0.57 | 0.69 |
| P/E | 22.83 | 18.16 | 14.02 | 11.58 |

股价走势图



基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 11323.00 |
| 流通A股(万股) | 4186.41 |
| 52周内股价区间(元) | 7.79-12.68 |
| 总市值(亿元) | 9.05 |
| 总资产(亿元) | 7.94 |
| 每股净资产(元) | 6.54 |

相关报告

研究员：魏静

电话：01084183343

Email: weijing@guodu.com

执业证书编号：S0940510120008

联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|--------------|--------|---------|---------|---------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 586.44 | 798.00 | 841.86 | 981.41 | 营业收入 | 238.26 | 305.26 | 386.01 | 492.12 |
| 现金 | 310.10 | 582.70 | 423.98 | 549.60 | 营业成本 | 148.63 | 192.62 | 243.57 | 310.53 |
| 应收账款 | 111.92 | 101.11 | 174.52 | 192.57 | 营业税金及附加 | 1.49 | 1.90 | 2.41 | 3.07 |
| 其它应收款 | 4.22 | 1.85 | 5.71 | 5.00 | 营业费用 | 13.88 | 17.79 | 22.49 | 28.67 |
| 预付账款 | 16.88 | 38.18 | 24.78 | 57.10 | 管理费用 | 25.15 | 32.22 | 40.74 | 51.94 |
| 存货 | 140.85 | 65.06 | 207.88 | 165.37 | 财务费用 | 2.70 | -1.67 | -3.12 | 0.46 |
| 其他 | 2.47 | 9.11 | 4.98 | 11.77 | 资产减值损失 | 5.00 | 6.41 | 8.11 | 10.34 |
| 非流动资产 | 205.95 | 222.34 | 254.14 | 293.15 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 15.74 | 15.91 | 16.14 | 16.45 | 投资净收益 | 0.55 | 0.17 | 0.23 | 0.31 |
| 固定资产 | 56.03 | 82.97 | 107.23 | 130.89 | 营业利润 | 41.97 | 56.16 | 72.03 | 87.43 |
| 无形资产 | 49.94 | 63.65 | 79.17 | 99.97 | 营业外收入 | 3.31 | 1.78 | 1.96 | 2.35 |
| 其他 | 84.25 | 59.81 | 51.61 | 45.83 | 营业外支出 | 0.25 | 0.30 | 0.27 | 0.27 |
| 资产总计 | 792.39 | 1020.34 | 1096.00 | 1274.56 | 利润总额 | 45.02 | 57.64 | 73.73 | 89.51 |
| 流动负债 | 219.07 | 225.22 | 237.10 | 341.51 | 所得税 | 5.74 | 7.35 | 9.41 | 11.42 |
| 短期借款 | 110.00 | 49.67 | 56.56 | 72.07 | 净利润 | 39.28 | 50.29 | 64.32 | 78.09 |
| 应付账款 | 62.62 | 90.16 | 104.14 | 148.95 | 少数股东损益 | -0.17 | -0.07 | -0.12 | -0.20 |
| 其他 | 46.45 | 85.40 | 76.41 | 120.48 | 归属母公司净利润 | 39.45 | 50.36 | 64.44 | 78.28 |
| 非流动负债 | 5.70 | 4.86 | 6.85 | 6.13 | EBITDA | 46.58 | 54.39 | 68.91 | 87.73 |
| 长期借款 | 0.00 | 1.10 | 1.82 | 1.30 | EPS (摊薄) | 0.35 | 0.44 | 0.57 | 0.69 |
| 其他 | 5.70 | 3.77 | 5.02 | 4.83 | | | | | |
| 负债合计 | 224.77 | 230.08 | 243.94 | 347.63 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4.73 | 4.66 | 4.54 | 4.35 | | | | | |
| 母公司股东权益 | 562.89 | 785.59 | 847.52 | 922.58 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 792.39 | 1020.34 | 1096.00 | 1274.56 | | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | -45.92 | 181.96 | -130.14 | 162.02 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 39.28 | 50.29 | 64.32 | 78.09 | 营业收入增长率 | -5.14% | 28.12% | 26.45% | 27.49% |
| 折旧摊销 | 4.26 | 5.33 | 7.05 | 8.92 | 净利润增长率 | 0.21% | 27.67% | 27.96% | 21.48% |
| 财务费用 | 2.70 | -1.67 | -3.12 | 0.46 | 获利能力 | | | | |
| 投资损失 | -0.55 | -0.17 | -0.23 | -0.31 | 毛利率 | 37.62% | 36.90% | 36.90% | 36.90% |
| 营运资金变动 | -90.75 | 127.25 | 197.83 | 214.96 | 净利率 | 16.49% | 16.47% | 16.66% | 15.87% |
| 其它 | -0.85 | 0.93 | -0.34 | -0.09 | ROE | 6.92% | 6.36% | 7.55% | 8.42% |
| 投资活动现金流 | -94.71 | -22.48 | -38.29 | -47.53 | ROIC | 5.44% | 5.09% | 5.92% | 6.87% |
| 筹资活动现金流 | 364.31 | 113.11 | 9.72 | 11.12 | 偿债能力 | | | | |
| 现金净增加额 | 223.68 | 272.60 | 289.71 | 305.62 | 资产负债率 | 28.37% | 22.55% | 22.26% | 27.27% |
| | | | | | 净负债比率 | 19.38% | 6.46% | 6.91% | 7.97% |
| | | | | | 流动比率 | 2.68 | 3.54 | 3.55 | 2.87 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2.38 | 2.87 | 2.80 | 2.68 |
| | | | | | 每股经营现金流 | -0.41 | 1.61 | 1.72 | 1.86 |

资料来源: 公司报表、国都证券

国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平 |
| | C | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上 |
| 长期评级 | A | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平 |

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域 | E-mail | 研究员 | 研究领域 | E-mail |
|-----|-----------|------------------------|-----|-----------|------------------------|
| 邓婷 | 金融 | dengting@guodu.com | 肖世俊 | 有色金属、新能源 | xiaoshijun@guodu.com |
| 魏静 | 工程机械、普通机械 | weijing@guodu.com | 赵宪栋 | 商业 | zhaoxiandong@guodu.com |
| 王树宝 | 煤炭、钢铁 | wangshubao@guodu.com | 刘洵 | IT | liuyun@guodu.com |
| 王双 | 石化 | wangshuang@guodu.com | 李韵 | 纺织服装、轻工制造 | liyun@guodu.com |
| 张崴 | 房地产 | zhangweiwei@guodu.com | 丰亮 | 汽车及零部件 | fengliang@guodu.com |
| 卢珊 | 食品饮料 | lushan@guodu.com | 王寅 | 医药 | wangyin@guodu.com |
| 袁放 | 有色 | yuanfang@guodu.com | 杨志刚 | 家电/旅游 | yangzhigang@guodu.com |
| 王方 | 基金、融资融券 | wangfang@guodu.com | 赵锴 | 股指期货 | zhaokai@guodu.com |
| 张咏梅 | IT | zhangyongmei@guodu.com | 向磊 | 机械 | xianglei@guodu.com |
| 李春艳 | 基金联络 | lichunyan@guodu.com | | | |