安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司动态分析/证券研究报　　松德股份(300173)

维持评级

工业机械/装备制造

转型发展，业绩符合预期

——松德股份 2012 中报点评

评级：增持-B

上次评级：增持-B

目标价格：10.00 元

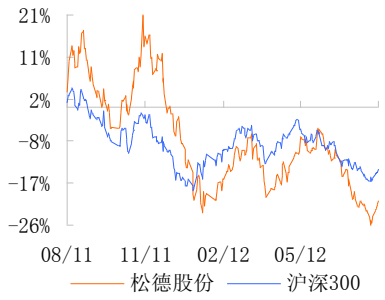
期限：6 个月　上次预测：10.00 元

现价（2012 年 08 月 10 日）：8.04 元

报告日期：2012-08-13

总市值(百万元)	912.63
流通市值(百万元)	337.42
总股本(百万股)	113.23
流通股本(百万股)	41.86
12 个月最低/最高	7.52/16.73 元
十大流通股东(%)	14.66%
股东户数	5,681

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.79)	(2.33)	(6.34)
绝对收益	(1.88)	(12.40)	(20.93)

张殚　助理行业分析师

021-68765905　zhangdan@essence.com.cn

执业证书编号　S1450511080006

报告关键点：

- 报告期内公司实现归属于母公司净利润0.204亿元、同比增长5.04%；
- 巩固原有优势，积极主动转型发展，提升公司价值；
- 维持“增持-B”评级，6个月合理目标价10.00元。

报告摘要：

- **公司业绩符合预期。**公司实现销售收入1.42亿元、同比增长28.73%，归属于母公司净利润0.204亿元、同比增长5.04%，实现摊薄后每股收益0.18元。二季度单季实现销售收入0.87亿元、同比增加31.21%，净利润0.13亿元、同比下滑2.37%，上半年整体业绩符合预期。

- **巩固原有优势，积极主动转型发展。**公司继续定位于行业中高端市场，在保证凹印机市场份额增长的前提下，通过对以新材料机械、光电材料机械为代表的非凹印机产品规模化的提升，使产品结构不断改善。从产品结构看，新产品涂布机和复合机收入分别同比增长213.6%和54.05%，发展好于预期。并且，两项新机器毛利率水平也较2011全年上升3%-7%，市场认可度较高。从销售区域看，境外东亚、中亚、东南亚、南美洲等市场将会成为公司中高端机械设备的又一盈利来源。

- **预计2012-2014年实现销售收入2.89、3.47、4.06亿元，**净利润0.45、0.50、0.58亿元，期间复合增速分别为17.52%及13.53%。预计2012-2014年EPS分别为0.40、0.45、0.52元，对应PE为21、18、16倍，维持“增持-B”投资评级，6个月合理目标价至10.00元，对应2012年PE为25倍。

- 风险提示：市场竞争风险；超募资金闲置风险；流动资金短缺风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	251.2	238.3	289.0	346.8	405.8
Growth(%)	*24.6%*	*-5.1%*	*21.3%*	*20.0%*	*17.0%*
净利润	39.4	39.4	44.8	50.4	58.3
Growth(%)	*27.2%*	*0.2%*	*13.6%*	*12.5%*	*15.7%*
毛利率(%)	35.7%	37.6%	33.0%	31.9%	30.7%
净利润率(%)	15.7%	16.6%	15.5%	14.5%	14.4%
每股收益(元)	0.35	0.35	0.40	0.45	0.52
每股净资产(元)	1.67	4.97	5.27	5.60	5.99
市盈率	23.4	23.4	20.6	18.3	15.8
市净率	4.9	1.6	1.5	1.5	1.4
净资产收益率(%)	20.8%	6.9%	7.4%	7.8%	8.5%
ROIC(%)	29.9%	22.7%	12.9%	11.0%	11.7%
EV/EBITDA	-	17.0	11.9	10.6	9.6
股息收益率	0.0%	1.5%	1.2%	1.4%	1.6%

前期研究成果

松德股份：业绩略低预期，产能紧张制约公司增长　2012-03-01

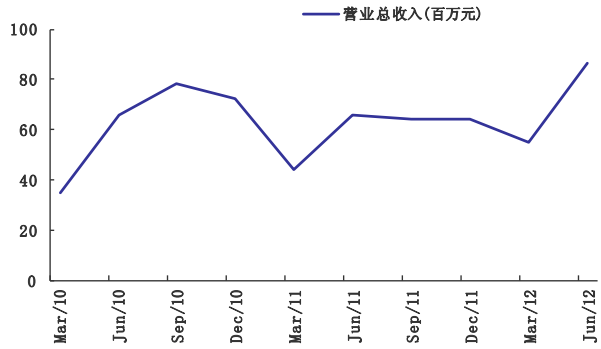
松德股份：开拓新产品市场，产能如期释放　2011-12-30

松德股份：中高端凹印机需求上升，未来出口可期　2011-01-18

1. 转型发展,业绩符合预期

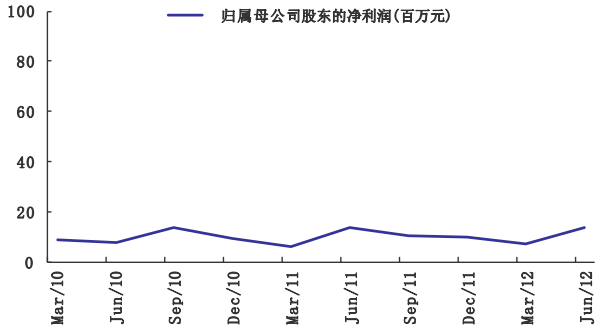
报告期内公司实现销售收入 1.42 亿元、同比增长 28.73%，利润总额 0.24 亿元、同比增长 17.15%，归属于母公司的净利润 0.204 亿元、同比增长 5.04%，实现摊薄后每股收益 0.18 元。公司实现销售净利率为 14.71%、同比降低 16.7%，销售毛利率为 26.94%、同比增长 48.7%，公司业绩符合预期。

图 1 公司销售收入情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

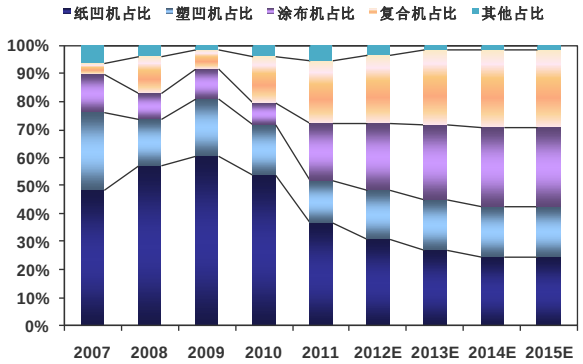
图 2 公司归属于母公司净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

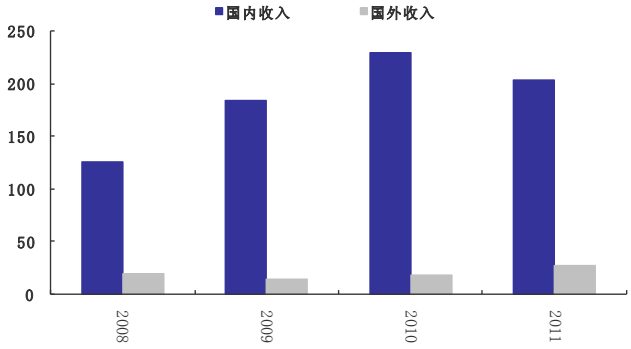
报告期内，公司综合毛利率较上年同期下降 1.74%，主要是因为纸凹机销售结构变化所致，高毛利率纸凹机销售情况不佳。在此基础上，公司积极执行转型发展的思路，光电材料的涂布机和新材料的复合机，两者销售收入分别同比增长 213.6%和 54.05%，在一定程度上弥补了传统主营业务带来的收入和盈利下滑。我们认为，随着新产品市场认可度的不断提升，公司整体销售产品结构将得到优化，收入与盈利水平预计将保持平稳增长。

图 3 公司产品收入占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 4 公司区域收入情况 单位：百万元



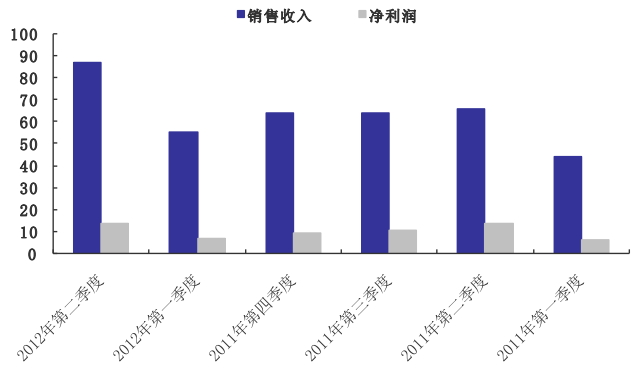
数据来源：wind，安信证券研究中心

从销售区域来看，国内销售华南、西南、华中地区有所下降，主要受宏观经济下行影响，部分大客户本年采购下降；华东、华北地区销售有所增长，主要原因为公司对上述区域不断加强销售力度所致。境外主要销住东亚、中亚、东南亚、南美洲等国家，我们认为海外市场的突起，主要是因为公司中高端机械设备正好符合上述市场的需求，在追求机械设备性能的时候又对价格因素敏感，公司以性价比赢得海外市场认可。

2. 二季度业绩符合预期，公司盈利能力稳定

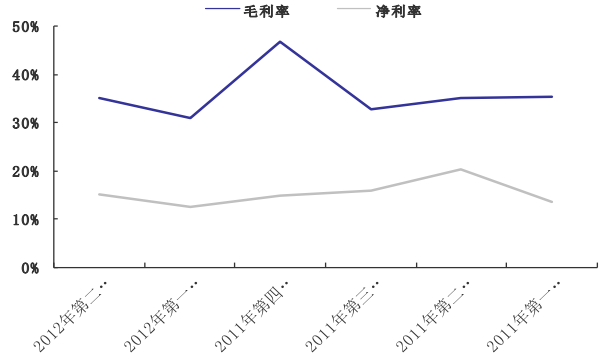
二季度单季实现销售收入 0.87 亿元、同比增加 97.07%，净利润 0.13 亿元、同比下滑 2.37%，单季盈利略有下滑。期间销售毛利率为 35.02%，净利率为 15.17%，相比于一季度有小幅上升，整体盈利相对保持平稳。

图 5 单季度收入及净利润情况 单位：百万元



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 6 单季度净利率及毛利率变化情况

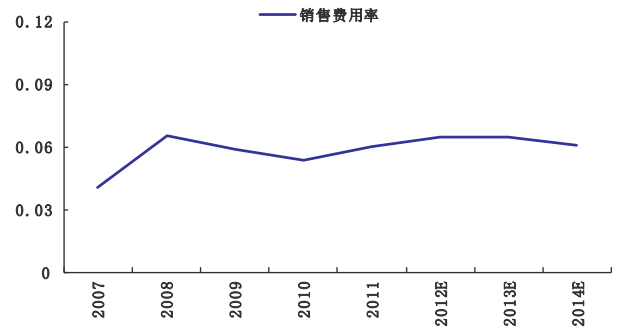


数据来源：wind，安信证券研究中心

3. 两项费用略有上升，整体保持平稳

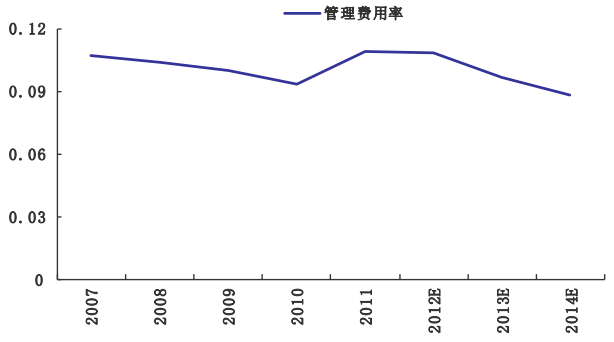
报告期内，公司销售费用和管理费用略有上升，同比分别增长 34.11%、15.20%。主要是因为差旅费，办公费工资性支出增加所致。后期销售网络和销售人员业绩提升明显，整体费用率将会回归正常水平，整体保持平稳。

图 7 公司销售费用率变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 8 公司管理费用率变化情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

4. 2012 年第三季度业绩预告说明

公司募投项目工程“高速多色印刷成套设备项目” 已于 2012 年 2 月初投入使用，新增产能逐步释放将保障公司产能水平。公司在新材料设备和光电材料设备领域，拥有较好的行业基础和技术储备，掌握部分关键的技术，并取得了部分高端客户的认可。该业务的竞争力将为公司带来新的利润增长，预计三季度公司业绩仍保持平稳发展。

5. 盈利与估值

盈利：预计 2012-2014 年实现销售收入 2.89、3.47、4.06 亿元，净利润 0.45、0.50、0.58 亿元，期间复合增速分别为 17.52%及 13.53%。

表 1　公司业务预测情况　　**单位：百万元**

项目		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
产品总收入		145.42	199.08	247.40	231.18	289.00	346.80	405.76	454.45
产品总成本		90.15	126.41	158.09	147.04	193.67	236.17	281.15	315.39
综合毛利率		38.01%	36.50%	36.10%	36.40%	32.99%	31.90%	30.71%	30.60%
纸凹机	收入	83.20	120.64	133.07	85.89	90.00	93.64	101.44	113.61
	收入增速		45.00%	10.30%	-35.45%	4.78%	4.04%	8.33%	12.00%
	收入占比	57.21%	60.60%	53.79%	37.15%	31.14%	27.00%	25.00%	25.00%
	成本	47.16	67.93	71.43	43.36	53.82	56.18	61.88	70.44
	成本增速		44.03%	5.15%	-39.30%	24.13%	4.39%	10.14%	13.84%
	成本占比	52.32%	53.74%	45.19%	29.49%	27.79%	23.79%	22.01%	22.33%
	毛利率	43.31%	43.69%	46.32%	49.52%	40.20%	40.00%	39.00%	38.00%
塑凹机	收入	24.57	41.42	45.51	34.68	50.00	62.42	73.04	81.80
	收入增速		68.61%	9.89%	-23.80%	44.18%	24.85%	17.00%	12.00%
	收入占比	16.89%	20.80%	18.40%	15.00%	17.30%	18.00%	18.00%	18.00%
	成本	15.25	29.19	32.61	23.00	40.00	50.56	60.62	67.89
	成本增速		91.48%	11.70%	-29.45%	73.89%	26.41%	19.89%	12.00%
	成本占比	16.91%	23.09%	20.63%	15.64%	20.65%	21.41%	21.56%	21.53%
	毛利率	37.94%	29.52%	28.36%	33.67%	20.00%	19.00%	17.00%	17.00%
涂布机	收入	13.33	21.41	19.14	46.70	70.00	93.64	113.61	127.25
	收入增速		60.58%	-10.60%	144.00%	49.89%	33.77%	21.33%	12.00%
	收入占比	9.17%	10.75%	7.74%	20.20%	24.22%	27.00%	28.00%	28.00%
	成本	10.53	16.61	14.83	32.83	46.96	63.20	77.82	86.53
	成本增速		57.81%	-10.72%	121.34%	43.02%	34.60%	23.13%	11.18%
	成本占比	11.68%	13.14%	9.38%	22.33%	24.25%	26.76%	27.68%	27.44%
	毛利率	21.04%	22.40%	22.50%	29.70%	32.92%	32.50%	31.50%	32.00%
复合机	收入	19.20	12.92	40.15	51.60	70.00	93.64	113.61	127.25
	收入增速		-32.69%	210.71%	28.50%	35.66%	33.77%	21.33%	12.00%
	收入占比	13.20%	6.49%	16.23%	22.32%	24.22%	27.00%	28.00%	28.00%
	成本	13.40	10.56	31.94	38.22	47.54	64.14	78.39	87.80
	成本增速		-21.15%	202.36%	19.64%	24.40%	34.91%	22.22%	12.00%
	成本占比	14.86%	8.36%	20.21%	25.99%	24.55%	27.16%	27.88%	27.84%
	毛利率	30.21%	18.25%	20.45%	25.93%	32.08%	31.50%	31.00%	31.00%
其他	收入	5.12	2.69	9.52	12.31	9.00	3.47	4.06	4.54
	收入增速		-47.47%	253.73%	29.29%	-26.87%	-61.47%	17.00%	12.00%
	收入占比	3.52%	1.35%	3.85%	5.32%	3.11%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	3.81	2.11	7.27	9.63	5.35	2.08	2.43	2.73
	成本增速		-44.65%	244.95%	32.38%	-44.47%	-61.08%	17.00%	12.00%
	成本占比	4.23%	1.67%	4.60%	6.55%	2.76%	0.88%	0.87%	0.86%
	毛利率	25.64%	21.65%	23.59%	21.77%	40.60%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：wind，安信证券研究中心

估值：预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.40、0.45、0.52 元，对应 PE 为 21、18、16 倍，维持“增持-B”投资评级， 6 个月合理目标价至 10.00 元，对应 2012 年 PE 为 25 倍。

6. 风险提示

市场竞争风险；超募资金闲置风险；管理风险；流动资金短缺风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-8-9

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**251.2**	**238.3**	**289.0**	**346.8**	**405.8**
减:营业成本	161.5	148.6	193.7	236.2	281.1
营业税费	1.5	1.5	1.9	2.3	2.6
销售费用	13.2	13.9	17.0	19.0	21.5
管理费用	23.1	25.1	24.0	28.0	32.0
财务费用	4.2	2.7	1.3	1.7	1.5
资产减值损失	1.6	5.0	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	0.5	-	-	-
营业利润	**46.0**	**42.0**	**51.2**	**59.7**	**66.9**
加:营业外净收支	0.5	3.1	1.0	-1.0	1.0
利润总额	**46.6**	**45.0**	**52.2**	**58.7**	**67.9**
减:所得税	7.2	5.7	7.8	8.8	10.2
净利润	**39.4**	**39.4**	**44.8**	**50.4**	**58.3**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	81.5	310.1	249.9	251.8	257.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	90.9	116.1	147.7	177.2	207.3
应收票据	4.7	2.2	2.8	3.3	3.9
预付帐款	20.6	16.9	16.9	16.9	16.9
存货	81.7	140.9	185.7	226.5	269.6
其他流动资产	-	0.3	0.3	0.3	0.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.4	15.7	15.0	15.0	15.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	41.5	56.0	161.1	150.5	139.9
在建工程	17.0	62.6	-	-	-
无形资产	50.6	49.9	46.6	43.5	40.6
其他非流动资产	2.5	21.6	24.9	24.9	24.9
资产总额	**393.5**	**792.4**	**850.9**	**909.9**	**976.1**
短期债务	10.0	110.0	108.9	107.8	106.7
应付帐款	65.7	63.0	85.4	104.2	124.0
应付票据	10.8	14.9	18.6	22.6	27.0
其他流动负债	44.6	31.0	31.3	31.3	31.3
长期借款	67.0	-	-	-	-
其他非流动负债	5.6	5.7	5.7	5.7	5.7
负债总额	**203.9**	**224.8**	**250.1**	**271.8**	**294.9**
少数股东权益	**-**	**4.7**	**4.3**	**3.8**	**3.2**
股本	50.0	87.1	113.2	113.2	113.2
留存收益	139.5	475.8	483.3	521.1	564.8
股东权益	**189.5**	**567.6**	**600.8**	**638.1**	**681.3**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	39.4	39.3	44.8	50.4	58.3
加:折旧和摊销	3.5	4.3	13.9	13.7	13.5
资产减值准备	1.6	5.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	4.0	4.3	1.3	1.7	1.5
投资收益	-	-0.5	-	-	-
少数股东损益	-	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6
营运资金的变动	-34.9	-132.4	-50.9	-48.0	-49.7
经营活动产生现金流量	**13.6**	**-64.5**	**8.7**	**17.3**	**23.1**
投资活动产生现金流量	**-10.8**	**-81.6**	**-55.3**	**-**	**-**
融资活动产生现金流量	**6.1**	**367.9**	**-13.6**	**-15.3**	**-17.2**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	24.6%	-5.1%	21.3%	20.0%	17.0%
营业利润增长率	30.8%	-8.8%	22.0%	16.7%	12.1%
净利润增长率	27.2%	0.2%	13.6%	12.5%	15.7%
EBITDA 增长率	33.5%	-9.1%	35.8%	13.1%	9.2%
EBIT 增长率	32.2%	-11.1%	17.5%	17.0%	11.6%
NOPLAT 增长率	29.1%	-3.7%	8.2%	12.9%	15.1%
投资资本增长率	27.1%	89.8%	32.8%	8.4%	8.1%
净资产增长率	26.2%	199.5%	5.8%	6.2%	6.8%
利润率					
毛利率	35.7%	37.6%	33.0%	31.9%	30.7%
营业利润率	18.3%	17.6%	17.7%	17.2%	16.5%
净利润率	15.7%	16.6%	15.5%	14.5%	14.4%
EBITDA/营业收入	21.4%	20.5%	23.0%	21.7%	20.2%
EBIT/营业收入	20.0%	18.7%	18.2%	17.7%	16.9%
运营效率					
固定资产周转天数	54	74	135	162	129
流动营业资本周转天数	85	184	254	277	284
流动资产周转天数	370	654	741	664	635
应收帐款周转天数	121	151	158	163	165
存货周转天数	108	168	203	214	220
总资产周转天数	526	896	1,023	914	837
投资资本周转天数	237	405	509	504	466
投资回报率					
ROE	20.8%	6.9%	7.4%	7.8%	8.5%
ROA	10.0%	5.0%	5.2%	5.5%	5.9%
ROIC	29.9%	22.7%	12.9%	11.0%	11.7%
费用率					
销售费用率	5.3%	5.8%	5.9%	5.5%	5.3%
管理费用率	9.2%	10.6%	8.3%	8.1%	7.9%
财务费用率	1.7%	1.1%	0.4%	0.5%	0.4%
三费/营业收入	16.1%	17.5%	14.6%	14.0%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	51.8%	28.4%	29.4%	29.9%	30.2%
负债权益比	107.6%	39.6%	41.6%	42.6%	43.3%
流动比率	2.13	2.68	2.47	2.54	2.61
速动比率	1.51	2.03	1.71	1.69	1.68
利息保障倍数	11.91	16.56	41.22	37.08	44.39
分红指标					
DPS(元)	-	0.12	0.10	0.11	0.13
分红比率	0.0%	34.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息收益率	0.0%	1.5%	1.2%	1.4%	1.6%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.35	0.35	0.40	0.45	0.52
BVPS(元)	1.67	4.97	5.27	5.60	5.99
PE(X)	23.4	23.4	20.6	18.3	15.8
PB(X)	4.9	1.6	1.5	1.5	1.4
P/FCF	93.3	-9.8	-12.9	88.7	56.4
P/S	3.7	3.9	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	-	17.0	11.9	10.6	9.6
CAGR(%)	8.2%	13.7%	13.5%	14.0%	12.4%
PEG	2.8	1.7	1.5	1.3	1.3
ROIC/WACC	3.2	2.4	1.4	1.2	1.2
REP	-	1.0	1.2	1.3	1.2

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

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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