

业绩略低于预期，转型发展缓慢

松德股份三季报点评

报告关键点:

- 前三季度归属于母公司净利润同比下滑15.34%，业绩略低于预期；
- 受国内宏观经济影响，公司转型发展缓慢，下调公司业绩预期；
- 下调至“中性-A”投资评级，6个月目标价为7.33元。

报告摘要:

- 公司业绩略低于预期。前三季度公司实现销售收入1.99亿元、同比增长14.75%，归属于母公司净利润0.25亿元、同比下滑15.34%，实现摊薄后每股收益0.22元。三季度单季实现销售收入0.58亿元、同比下滑9.31%，净利润0.04亿元、同比下滑53.42%。业绩下滑除了补贴收入减少外，产品毛利率下滑明显，所以整体业绩略低于预期。
- 受国内宏观经济影响，公司转型发展缓慢。公司产品主要定位于行业中高端市场，并且经过一年多的市场开发，正在从凹印机市场向涂布机和复合机市场转型。但从报告期内相关数据来看，由于受国内宏观经济影响，下游客户对行业未来市场形势的判断趋于谨慎，部分客户因此推迟了订单的签订、生效或交付时间，订单争夺十分激烈从而使得公司转型发展趋于缓慢。目前，公司已签订且尚未出机的合同总金额约为1.4亿元，其中10月份新增合同总金额约为4,600万元。公司积极持续开拓市场值得关注，但是由于公司产品定位、转型、以及国内经济形势等因素，我们仍然对公司趋于谨慎业绩预测。
- 下调2012-2014年销售收入为2.73、3.16、3.61亿元，下调归属于母公司净利润为0.34、0.38、0.40亿元，期间复合增速分别为14.83%及0.66%。下调2012-2014年EPS分别为0.30、0.33、0.36元，对应PE为25、23、21倍，下调至“中性-A”投资评级，6个月目标价为7.33元，对应2013年PE为22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。

评级:

中性-A

上次评级: 增持-B

目标价格:

7.33元

期限: 6个月 上次预测: 10.00元

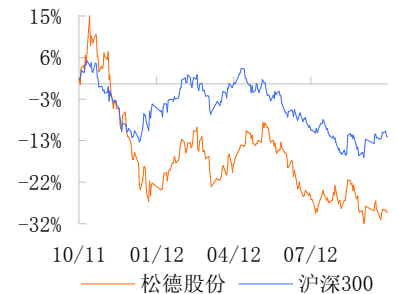
现价(2012年10月24日): 7.60元

报告日期:

2012-10-25

总市值(百万元)	860.55
流通市值(百万元)	319.45
总股本(百万股)	113.23
流通股本(百万股)	42.03
12个月最低/最高	7.32/16.73元
十大流通股东(%)	28.68%
股东户数	5,924

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.58)	(2.75)	(17.18)
绝对收益	0.84	(4.97)	(29.28)

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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	251.2	238.3	272.8	316.4	360.7
Growth(%)	24.6%	-5.1%	14.5%	16.0%	14.0%
净利润	39.4	39.4	34.4	37.7	40.2
Growth(%)	27.2%	0.2%	-12.8%	9.7%	6.7%
毛利率(%)	35.7%	37.6%	30.8%	30.5%	29.6%
净利润率(%)	15.7%	16.6%	12.6%	11.9%	11.2%
每股收益(元)	0.35	0.35	0.30	0.33	0.36
每股净资产(元)	1.67	4.97	5.20	5.45	5.72
市盈率	21.9	21.8	25.0	22.8	21.4
市净率	4.5	1.5	1.5	1.4	1.3
净资产收益率(%)	20.8%	6.9%	5.7%	6.0%	6.1%
ROIC(%)	29.9%	22.7%	10.0%	8.5%	8.6%
EV/EBITDA	-	17.0	13.1	12.2	11.7
股息收益率	0.0%	1.6%	1.0%	1.1%	1.2%

前期研究成果

松德股份: 转型发展, 业绩符合预期

2012-08-13

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

1. 业绩略低于预期，转型发展缓慢

前三季度公司实现销售收入 1.99 亿元、同比增长 14.75%，归属于母公司净利润 0.25 亿元、同比下滑 15.34%，实现摊薄后每股收益 0.22 元。报告期内，业绩下滑除了补贴收入减少外，产品盈利能力下滑明显。公司前三季度销售净利率为 12.73%、毛利率为 32.66%，分别同比下滑 1.73%和 0.74%，业绩略低于预期。

图 1 公司销售收入情况

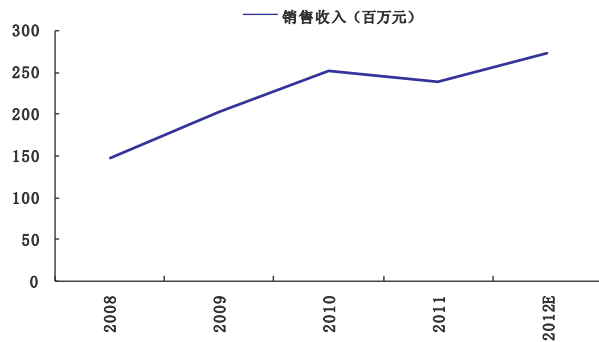
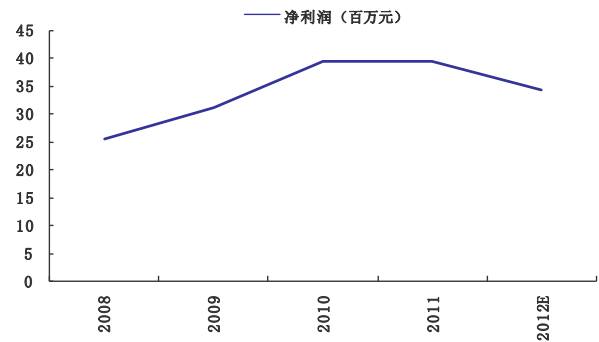


图 2 公司归属于母公司净利润情况

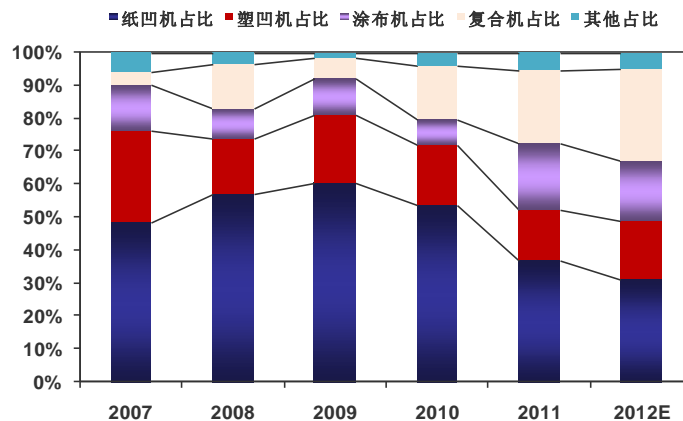


数据来源：wind，安信证券研究中心

数据来源：wind，安信证券研究中心

受国内宏观经济影响，公司转型发展缓慢。公司产品主要定位于行业中高端市场，并且经过一年多的市场开发，正在从凹印机市场向涂布机和复合机市场转型。但从报告期内相关数据来看，由于受国内宏观经济影响，下游客户对行业未来市场形势的判断趋于谨慎，部分客户因此推迟了订单的签订、生效或交付时间，订单争夺十分激烈从而使得公司转型发展趋于缓慢。目前，公司已签订且尚未出机的合同总金额约为 1.4 亿元，其中 10 月份新增合同总金额约为 4,600 万元。公司积极持续开拓市场值得关注，但是由于公司产品定位、转型、以及国内经济形势等因素，我们仍然对公司趋于谨慎业绩预测。

图 3 公司产品结构占比情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

2. 三季度单季经营及盈利状况均下滑

就三季度单季而言，实现销售收入 0.58 亿元、同比下滑 9.31%；归属母公司净利润为 0.04 亿元、同比下降 53.42%，单季度净利率 8.13%、毛利率 30.84%，分别环比下降 7.04% 及 4.18%，单季度经营及盈利状况均下滑。我们认为，报告期内盈利下滑主要受收入的产品结构变动和材料成本、职工薪酬均同比上涨所致。

图 4 公司各单季度销售收入情况

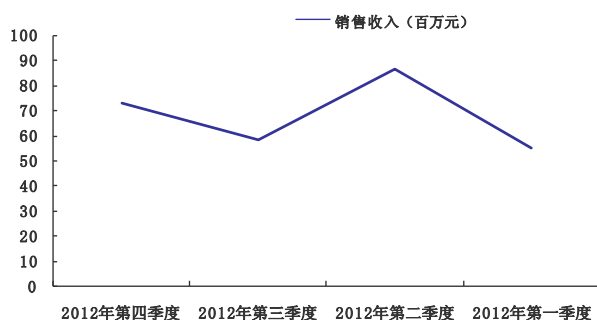
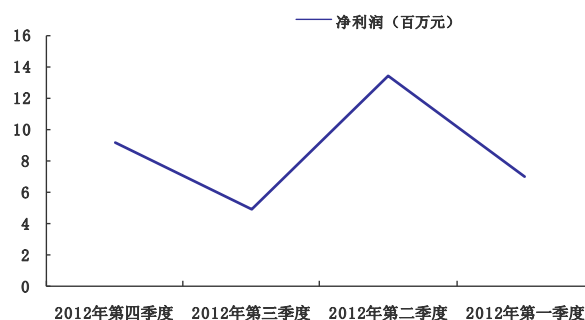


图 5 公司各单季度净利润情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

数据来源：wind，安信证券研究中心

3. 整体费用控制良好

报告期内销售和管理费用分别同比增长 41.65% 及 5.05%。其中，销售费用大幅增长主要由于公司加大宣传推广，并先后参加德鲁巴展会 (Drupa)、第三届国际纸品胶片薄膜加工印刷技术设备及材料博览会 (ICE Asia 2012)、2012 北京国际包装博览会、第十届中国国际电池技术交流会/展览会 (Cibf2012) 等国内外大型专业展会所致。长期来看，对于公司不断提升行业知名度和影响力，寻求与下游客户的全面沟通有积极作用。而管理费用保持平稳，公司对管理与工作效率的提高收到良好效果，整体费用控制良好。

图 6 公司销售费用情况

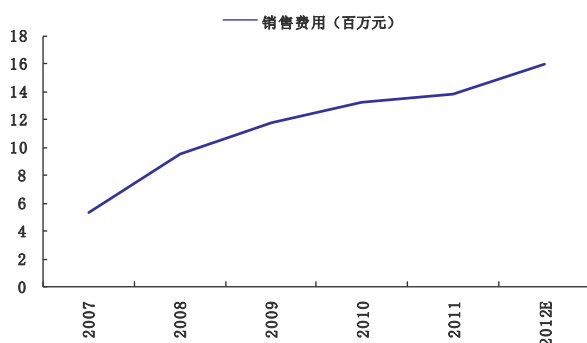
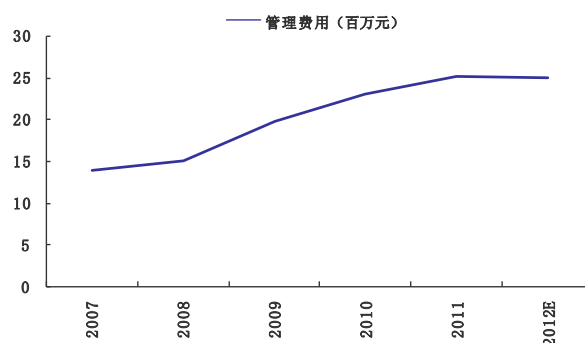


图 7 公司管理费用情况



数据来源：wind，安信证券研究中心

数据来源：wind，安信证券研究中心

4. 盈利与估值

盈利：基于上述分析，我们下调 2012-2014 年销售收入为 2.73、3.16、3.61 亿元，下调归属于母公司净利润为 0.34、0.38、0.40 亿元，期间复合增速分别为 14.83%及 0.66%。

表 1 公司主营业务预期情况

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	272.79	316.44	360.74	404.02
产品总成本	90.15	126.41	158.09	147.04	188.72	219.86	254.07	287.18
综合毛利率	38.01%	36.50%	36.10%	36.40%	30.82%	30.52%	29.57%	28.92%
收入	83.20	120.64	133.07	85.89	84.56	91.77	97.40	101.01
收入增速		45.00%	10.30%	-35.45%	-1.54%	8.52%	6.14%	3.70%
收入占比	57.21%	60.60%	53.79%	37.15%	31.00%	29.00%	27.00%	25.00%
成本	47.16	67.93	71.43	43.36	52.43	56.90	61.36	64.64
成本增速		44.03%	5.15%	-39.30%	20.92%	8.52%	7.85%	5.35%
成本占比	52.32%	53.74%	45.19%	29.49%	27.78%	25.88%	24.15%	22.51%
毛利率	43.31%	43.69%	46.32%	49.52%	38.00%	38.00%	37.00%	36.00%
收入	24.57	41.42	45.51	34.68	49.10	53.79	54.11	60.60
收入增速		68.61%	9.89%	-23.80%	41.59%	9.56%	0.59%	12.00%
收入占比	16.89%	20.80%	18.40%	15.00%	18.00%	17.00%	15.00%	15.00%
成本	15.25	29.19	32.61	23.00	40.26	44.11	44.91	50.91
成本增速		91.48%	11.70%	-29.45%	75.04%	9.56%	1.81%	13.35%
成本占比	16.91%	23.09%	20.63%	15.64%	21.34%	20.06%	17.68%	17.73%
毛利率	37.94%	29.52%	28.36%	33.67%	18.00%	18.00%	17.00%	16.00%
收入	13.33	21.41	19.14	46.70	49.10	72.78	97.40	121.21
收入增速		60.58%	-10.60%	144.00%	5.14%	48.22%	33.83%	24.44%
收入占比	9.17%	10.75%	7.74%	20.20%	18.00%	23.00%	27.00%	30.00%
成本	10.53	16.61	14.83	32.83	34.37	50.95	69.15	86.06
成本增速		57.81%	-10.72%	121.34%	4.69%	48.22%	35.74%	24.44%
成本占比	11.68%	13.14%	9.38%	22.33%	18.21%	23.17%	27.22%	29.97%
毛利率	21.04%	22.40%	22.50%	29.70%	30.00%	30.00%	29.00%	29.00%
收入	19.20	12.92	40.15	51.60	76.38	88.60	101.01	113.13
收入增速		-32.69%	210.71%	28.50%	48.03%	16.00%	14.00%	12.00%
收入占比	13.20%	6.49%	16.23%	22.32%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
成本	13.40	10.56	31.94	38.22	53.47	62.02	71.71	80.32
成本增速		-21.15%	202.36%	19.64%	39.90%	16.00%	15.63%	12.00%
成本占比	14.86%	8.36%	20.21%	25.99%	28.33%	28.21%	28.23%	27.97%
毛利率	30.21%	18.25%	20.45%	25.93%	30.00%	30.00%	29.00%	29.00%
收入	5.12	2.69	9.52	12.31	13.64	9.49	10.82	8.08
收入增速		-47.47%	253.73%	29.29%	10.83%	-30.40%	14.00%	-25.33%
收入占比	3.52%	1.35%	3.85%	5.32%	5.00%	3.00%	3.00%	2.00%
成本	3.81	2.11	7.27	9.63	8.18	5.89	6.93	5.25
成本增速		-44.65%	244.95%	32.38%	-15.00%	-28.08%	17.68%	-24.17%
成本占比	4.23%	1.67%	4.60%	6.55%	4.34%	2.68%	2.73%	1.83%
毛利率	25.64%	21.65%	23.59%	21.77%	40.00%	38.00%	36.00%	35.00%

数据来源：wind，安信证券研究中心

估值：下调 2012-2014 年 EPS 分别为 0.30、0.33、0.36 元，对应 PE 为 25、23、21 倍，下调至“中性-A”投资评级，6 个月目标价为 7.33 元，对应 2013 年 PE 为 22 倍。

5. 风险因素

市场竞争风险；超募资金闲置风险；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	2012-10-24		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业收入	251.2	238.3	272.8	316.4	360.7	营业收入增长率	24.6%	-5.1%	14.5%	16.0%	14.0%
减: 营业成本	161.5	148.6	188.7	219.9	254.1	营业利润增长率	30.8%	-8.8%	-4.6%	9.7%	6.7%
营业税费	1.5	1.5	1.8	2.1	2.3	净利润增长率	27.2%	0.2%	-12.8%	9.7%	6.7%
销售费用	13.2	13.9	16.0	19.0	22.0	EBITDA 增长率	33.5%	-9.1%	12.9%	7.2%	4.4%
管理费用	23.1	25.1	25.0	30.0	34.0	EBIT 增长率	32.2%	-11.1%	-7.5%	10.2%	6.2%
财务费用	4.2	2.7	1.3	1.6	1.5	NOPLAT 增长率	29.1%	-3.7%	-16.4%	10.2%	6.2%
资产减值损失	1.6	5.0	-	-	-	投资资本增长率	27.1%	89.8%	29.4%	5.6%	5.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.2%	199.5%	4.5%	4.7%	4.8%
投资和汇兑收益	-	0.5	-	-	-						
营业利润	46.0	42.0	40.0	43.9	46.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	3.1	-	-	-	毛利率	35.7%	37.6%	30.8%	30.5%	29.6%
利润总额	46.6	45.0	40.0	43.9	46.9	营业利润率	18.3%	17.6%	14.7%	13.9%	13.0%
减: 所得税	7.2	5.7	6.0	6.6	7.0	净利润率	15.7%	16.6%	12.6%	11.9%	11.2%
净利润	39.4	39.4	34.4	37.7	40.2	EBITDA/营业收入	21.4%	20.5%	20.2%	18.7%	17.1%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	20.0%	18.7%	15.1%	14.4%	13.4%
货币资金	81.5	310.1	252.7	257.3	262.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	54	74	143	177	145
应收帐款	90.9	116.1	139.4	161.7	184.3	流动营业资本周转天数	85	184	261	283	288
应收票据	4.7	2.2	2.6	3.0	3.5	流动资产周转天数	370	654	778	707	679
预付帐款	20.6	16.9	16.9	16.9	16.9	应收帐款周转天数	121	151	163	165	167
存货	81.7	140.9	181.0	210.8	243.6	存货周转天数	108	168	212	223	227
其他流动资产	-	0.3	0.3	0.3	0.3	总资产周转天数	526	896	1,077	981	906
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	237	405	532	532	493
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.4	15.7	15.0	15.0	15.0	ROE	20.8%	6.9%	5.7%	6.0%	6.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.0%	5.0%	4.1%	4.2%	4.3%
固定资产	41.5	56.0	161.1	150.5	139.9	ROIC	29.9%	22.7%	10.0%	8.5%	8.6%
在建工程	17.0	62.6	-	-	-	费用率					
无形资产	50.6	49.9	46.6	43.5	40.6	销售费用率	5.3%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
其他非流动资产	2.5	21.6	24.9	24.9	24.9	管理费用率	9.2%	10.6%	9.2%	9.5%	9.4%
资产总额	393.5	792.4	840.5	884.0	931.0	财务费用率	1.7%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%
短期债务	10.0	110.0	108.9	107.8	106.6	三费/营业收入	16.1%	17.5%	15.5%	16.0%	15.9%
应付帐款	65.7	63.0	83.2	97.0	112.1	偿债能力					
应付票据	10.8	14.9	18.1	21.1	24.4	资产负债率	51.8%	28.4%	29.4%	29.8%	30.1%
其他流动负债	44.6	31.0	31.3	31.3	31.3	负债权益比	107.6%	39.6%	41.7%	42.4%	43.1%
长期借款	67.0	-	-	-	-	流动比率	2.13	2.68	2.45	2.53	2.59
其他非流动负债	5.6	5.7	5.7	5.7	5.7	速动比率	1.51	2.03	1.70	1.71	1.70
负债总额	203.9	224.8	247.4	263.0	280.2	利息保障倍数	11.91	16.56	33.01	28.61	32.99
少数股东权益	-	4.7	4.4	4.0	3.6	分红指标					
股本	50.0	87.1	113.2	113.2	113.2	DPS(元)	-	0.12	0.08	0.08	0.09
留存收益	139.5	475.8	475.4	503.7	533.9	分红比率	0.0%	34.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	189.5	567.6	593.1	621.0	650.8	股息收益率	0.0%	1.6%	1.0%	1.1%	1.2%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	39.4	39.3	34.4	37.7	40.2	EPS(元)	0.35	0.35	0.30	0.33	0.36
加: 折旧和摊销	3.5	4.3	13.9	13.7	13.5	BVPS(元)	1.67	4.97	5.20	5.45	5.72
资产减值准备	1.6	5.0	-	-	-	PE(X)	21.9	21.8	25.0	22.8	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	1.5	1.5	1.4	1.3
财务费用	4.0	4.3	1.3	1.6	1.5	P/FCF	87.1	-9.2	-12.3	78.6	74.4
投资收益	-	-0.5	-	-	-	P/S	3.4	3.6	3.2	2.7	2.4
少数股东损益	-	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	EV/EBITDA	-	17.0	13.1	12.2	11.7
营运资金的变动	-34.9	-132.4	-40.3	-35.9	-37.5	CAGR(%)	-1.7%	0.5%	7.6%	6.6%	6.5%
经营活动产生现金流量	13.6	-64.5	8.9	16.8	17.3	PEG	-12.5	46.9	3.3	3.5	3.3
投资活动产生现金流量	-10.8	-81.6	-55.3	-	-	ROIC/WACC	3.2	2.4	1.1	0.9	0.9
融资活动产生现金流量	6.1	367.9	-11.0	-12.1	-12.7	REP	-	1.0	1.5	1.7	1.6

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

张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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