

证券研究报告—深度报告

机械设备

工业机械

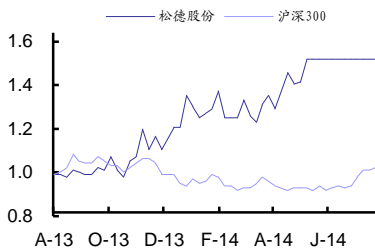
松德股份 (300173)

谨慎推荐

合理估值: 元 昨收盘: 16.58 元 (首次评级)

2014年08月22日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	113/83
总市值/流通(百万元)	1,877/1,375
上证综指/深圳成指	2,230/8,011
12个月最高/最低(元)	16.58/8.03

相关研究报告:

证券分析师: 朱海涛

电话: 0755-22940097

E-MAIL: zhuht@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100004

证券分析师: 陈玲

电话: 021-60875162

E-MAIL: chenling2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

首次覆盖

收购大宇精雕——触摸屏面板
自动化加工设备商

●松德股份: 应对凹版印刷行业调整, 转型 9.8 亿收购大宇精雕

公司是我国凹版印刷机龙头, 在整体印刷设备行业不景气大背景下谋求转型, 以 75% 股份及 25% 现金收购深圳大宇精雕, 同时向现有大股东定增配套融资 2.65 亿。大宇精雕 2014~16 年净利润不低于 8390、10810、12000 万元。

●玻璃精雕机: 得益于全球消费类电子迅猛发展

玻璃精雕机是一种专用于玻璃面板加工的机床, 主要应用于钻孔、开槽和精修外边。在智能手机、平板电脑普及使用触摸屏的浪潮中, 获得高速发展。

由于设备具有投资品属性, 其销量与下游扩产增速息息相关, 未来增长依赖于:

1. 触摸屏行业继续快速扩张产能; 2. 一体化触摸屏生产厂继续为提高玻璃屏自供率而进行产能投资 (原供应链为触摸屏厂从专业玻璃屏加工商处采购玻璃屏); 3. 蓝宝石盖板应用渗透率提升, 拉动新一轮设备投资

●大宇精雕未来增长点: 自动化水平提升 & 新产品拓展

大宇拥有信利、超声、方兴、合力泰、长信、莱宝等优质客户, 在机械手及自动化生产线技术上领先于竞争对手, 上市后企业综合实力将进一步增强。

未来增长来自于: 1. 自动化需求提升: 带机械手的自动化线占比将提高到 75%; 2. 新品: 蓝宝石加工设备 (在洽谈销售)、手机 PAD 的金属外壳加工设备 (有少量订单)、工业机器人 (直角坐标机器人实现配套销售, 其余处于研发) 等。

●预计 EPS 为 0.47/0.62/0.75, 给予“谨慎推荐”评级

公司的独特价值在于 1. 中国人力替代需求将持续拉动自动化行业; 2. 下游技术更新快, 不断带动新设备需求; 3. 公司服务于优质客户, 利于紧贴行业最前沿需求。考虑松德股份原有凹版印刷机业务, 我们预计, 公司 2014~16 年的净利润为 0.92、1.20、1.46 亿元(+227%/+31%/+21%), 摊薄后股本 1.95 亿股, EPS 为 0.47/0.62/0.75 元, 对应估值为 35X/27X/22X, 给予“谨慎推荐”评级

●风险提示

1. 触摸屏需求增速放缓从而导致玻璃屏扩产速度放缓; 2. 玻璃屏加工环节的利润率下降, 垂直一体化的触摸屏厂商不再扩大玻璃屏自主供应比例; 3. 蓝宝石盖板渗透率提升缓慢; 4. 新产品拓展风险

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	245	203	514	624	726
(/-%)	2.6%	-16.9%	153.0%	21.4%	16.4%
净利润(百万元)	23	-22	92	120	146
(+/-%)	-42.5%	-195.8%	-522.4%	31.2%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.20	-0.19	0.47	0.62	0.75
EBIT Margin	12.0%	-9.8%	23.0%	24.3%	24.9%
净资产收益率(ROE)	4.0%	-4.1%	5.7%	7.0%	7.9%
市盈率(PE)	82.7	-86.4	35.3	26.9	22.3
EV/EBITDA			27.7	21.8	18.5
市净率(PB)	3.3	3.5	2.0	1.9	1.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

松德股份公司概况	4
传统主业为凹版印刷机及其成套设备	4
及时调整战略布局以应对产业调整，积极布局新兴产业	5
拟收购大宇精雕，进军自动化装备制造业	5
大宇精雕：受益触摸屏发展迅猛，未来提升自动化和开拓新产品	5
交易方案介绍	8
承诺大宇精雕 2014~2016 年净利润不低于 8390、10810、12000 万元.....	9
玻璃精雕机：得益于全球消费类电子迅猛发展	9
玻璃精雕机应用于触摸屏的钻孔、开槽和精修外边	9
下游触摸屏行业：预计 2013~16 全球市场复合增长率将达 17%.....	10
竞争格局：大宇精雕的产品自动化程度较高	12
外延增长：布局工业机器人与储备新产品	12
布局工业机器人：直角坐标机器人实现量产并配套销售	12
金属高速攻牙钻孔机等：金属外壳为未来发展趋势，实现部分进口替换	13
蓝宝石智能设备：具有爆发式增长潜力	15
公司盈利预测	16
业绩承诺	16
分产品预测：关注下游触摸屏行业的产能扩张	16
给予“谨慎推荐”评级	17
风险提示	17
附表：财务预测与估值	18
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 松德股份收入与净利润	4
图 2: 2013 年松德股份营业收入构成 (万元)	4
图 3: 2013 年松德股份主营业务毛利构成 (万元)	4
图 4: 公司控制关系	5
图 5: 玻璃精雕机	6
图 6: 全自动玻璃精雕机 (带机械手)	6
图 7: 2012~2014E, 大字精雕分业务收入	6
图 8: 2012~2014E, 大字精雕净利润及增速	6
图 9: 2012~2013 年, 大字精雕分业务毛利率	7
图 10: 公司主要产品及新产品情况	7
图 11: 精雕机的客户为玻璃面板加工厂商和触摸屏加工厂商	10
图 12: 全球触摸屏模组出货量预测 (百万组)	10
图 13: 车用触摸屏出货量 (百万组)	11
图 14: 智能手表触摸屏出货量 (千组)	11
图 15: 大字精雕各年主营业务构成	13
图 16: 大字精雕各产品毛利率预测	13
图 17: 全球触摸屏模组出货量预测 (百万组)	14
图 18: 大字精雕金属高速攻牙钻孔机	15
图 19: 大字精雕高光机	15
图 20: 大字精雕收入预测	16
图 21: 大字精雕销售收入新产品预测	16
表 1: 大字精雕自动化专用设备产品发展情况	8
表 2: 发行股份及现金收购大字精雕的交易方案	8
表 3: 交易前后松德股份股权结构变化	9
表 4: 精雕机行业主要公司	12

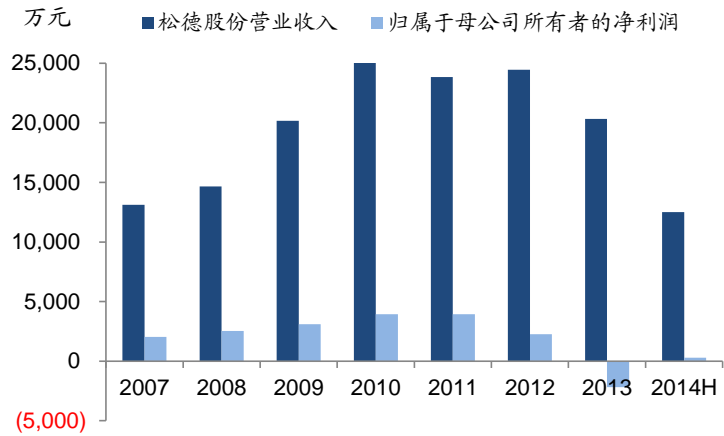
松德股份公司概况

传统主业为凹版印刷机及其成套设备

松德股份是一家在国内处于领先地位的凹版印刷机及其成套设备供应商(2011年上市),是中国包装联合会认定的中国包装龙头企业。

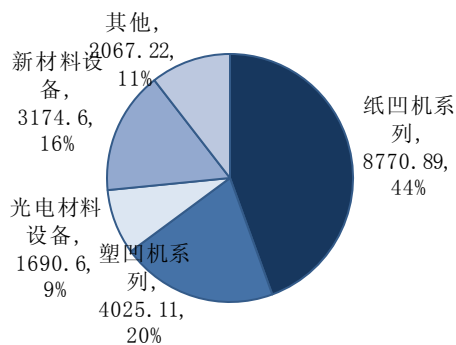
公司主营业务有凹版印刷机与新(能源)材料设备和光电材料设备,其中凹版印刷机主要产品为纸凹机和塑凹机,纸凹机代表凹版印刷机的最高水平,其成功研制打破了国内高端纸凹机市场长期依赖进口的格局;新(能源)材料和光电材料设备国内领先,广泛应用于太阳能EVA封装胶膜生产、锂电池隔膜及锂电池极片生产、LCD背光模组中的光学涂料等领域。

图 1: 松德股份收入与净利润



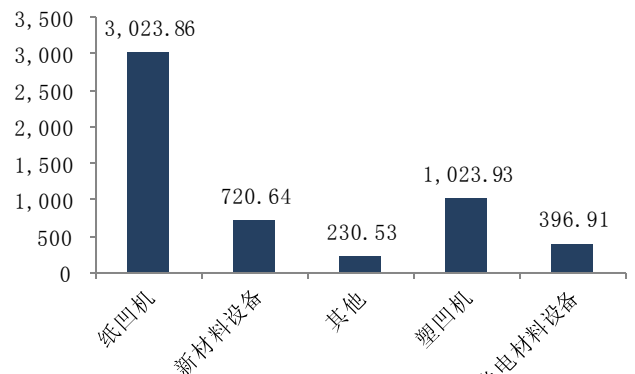
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2013 年松德股份营业收入构成 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

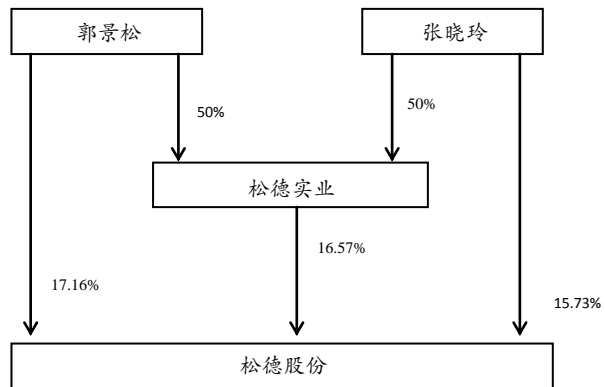
图 3: 2013 年松德股份主营业务毛利构成 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

郭景松先生与张晓玲女士系夫妻关系,为公司实际控制人。二人合计持有上市公司 49.46%的股权。

图 4: 公司控制关系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

及时调整战略布局以应对产业调整，积极布局新兴产业

2012年以来，我国印刷设备行业进入产业调整期，资金和劳动力成本上升，下游客户投资动力减弱，部分小型印刷设备制造企业出现倒闭状况，而规模较大的企业也出现了通过压低销售价格，抢夺及维持市场份额的情形。据中国印刷及设备器材工业协会 62 家骨干企业运营情况显示，2013 年度 62 家企业的产品销售收入同比下降 6.49%，利润总额同比下降 50.67%，利润总额连续两年降幅超过 50%，达到历史最低点。

面对严峻的经济形势与和日益加剧的行业竞争，公司及时调整战略布局。一方面，在保持国内折叠纸盒纸凹机最大市场份额的同时，对凹版印刷机的投资采取谨慎态度；另一方面，积极布局新兴产业，对产品结构优化升级，主要体现在：1、加快推进以新(能源)材料设备和光电材料设备为代表的新兴市场；2、实行外延式扩张，逐步开拓基于机械控制原理的其他应用领域。

此次收购大字精雕是公司转型的重要一步。

拟收购大字精雕，进军自动化装备制造制造业

大字精雕：受益触摸屏发展迅猛，未来提升自动化和开拓新产品

大字精雕发源于深圳市联合大宇数控设备有限公司，2007 年 2 月玻璃精雕机研制成功，联合大宇与蓝思科技股份有限公司、维达力实业（深圳）有限公司等达成 200 台左右的玻璃精雕机订单，该订单为苹果手机屏幕加工所需。2007-2009 年期间平均每年销售约 300 台玻璃精雕机。该期间，公司自主研发设计但无自有生产工厂，主要依靠外协加工，对外协加工产品加以改进、调试后对外销售，并做好售后服务。

为了规范公司运作，建立现代化企业制度，便于引进战略投资者，2010 年大字精雕成立，承接联合大宇原有业务，同时为保证产品质量，大字精雕租赁厂房，业务模式由外协加工转型为自主生产。

目前，大宇精雕已经是我国玻璃精雕领域的领先企业。2012~2014上半年精雕机销量迅猛增长，分别达到 467、994、778 台（包含自动化设备、智能设备和生产线）。

图 5: 玻璃精雕机



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 全自动玻璃精雕机（带机械手）



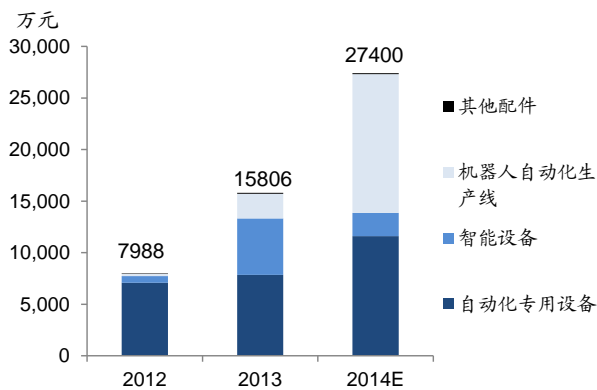
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司的客户包括信利光电、超声技术、安徽方兴科技股份有限公司、合力泰、芜湖长信科技股份有限公司、深圳莱宝高科技股份有限公司等优质客户，这些客户中不乏苹果、三星产业链中的供应商，公司与行业内关键客户建立了稳定的合作关系，业务规模持续、快速的增长。

公司 2013 年销售收入较 2012 年增长 105%，2014 年依然维持着较高的增长势头。快速增长背后是触摸屏行业格局发生重大变化：部分触摸屏生产商不再对外采购玻璃面板，开始自己新建产能，从而大量采购精雕机。

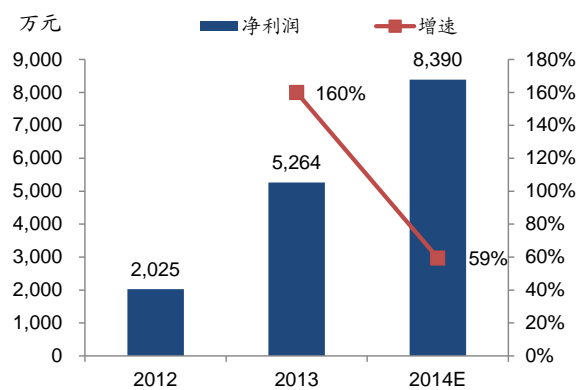
同时，公司产品结构向着智能化、柔性化程度更高的机器人自动化生产线发展，后者占比逐步提高。

图 7: 2012~2014E，大宇精雕分业务收入



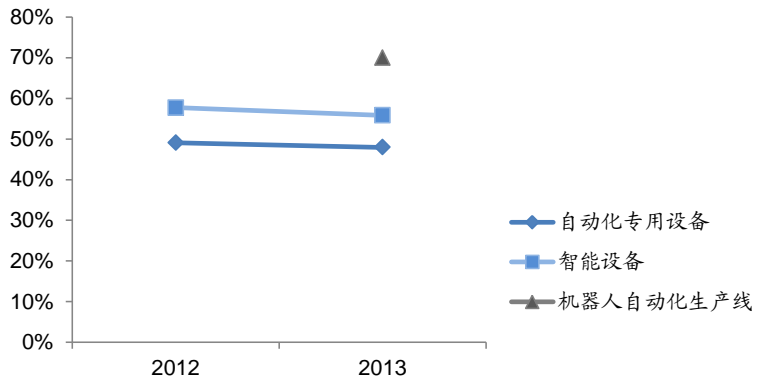
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 2012~2014E，大宇精雕净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

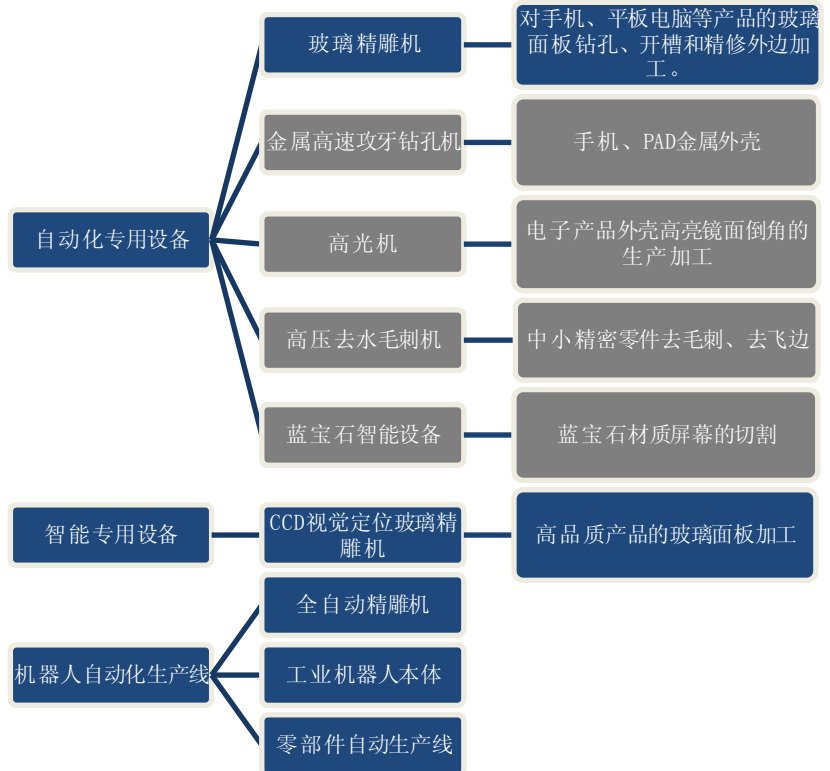
图 9: 2012~2013 年, 大宇精雕分业务毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

此外, 在原有的业务优势基础上, 大宇精雕也不断延伸消费电子类产品产业链上的其它加工设备, 如用于手机、PAD 金属外壳加工的金属高速攻牙钻孔机、高压水去毛刺机, 用于手机按键、触摸屏、金属外壳高光的高光机等, 同时加大工业机器人本体及与专用设备结合的机器人自动化生产线的研发、市场开拓力度, 逐步发展成为自动化专用设备、智能专用设备、机器人自动化生产线等产品系列的供应商, 为客户提供自动化、智能化综合解决方案。

图 10: 公司主要产品及新产品情况



*其中灰色框内的产品为在研的新产品

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

大宇精雕目前主要产品玻璃精雕机已经发展到机器人自动化生产线阶段，金属高速攻牙钻孔机、高光机、高压水去毛刺机等则处于自动化阶段。未来，具有人工替代功能的工业机器人自动化生产线（各种专用设备与工业机器人本体的结合）将逐步成为大宇精雕的主要产品。

表 1: 大宇精雕自动化专业设备产品发展情况

期间	主要产品	主要在研产品情况	产品及业务特点	产品阶段
2011年	玻璃精雕机	全自动玻璃精雕机(带直角坐标机器人)、CCD视觉定位玻璃精雕机、2.5D曲面玻璃精雕机	主要为单轴(主轴)、双轴产品;开始研发带直角坐标机器人的全自动玻璃精雕机	自动化
2012年	玻璃精雕机、2.5D曲面玻璃精雕机、CCD视觉定位玻璃精雕机(用于OGS产品)	CCD视觉定位玻璃精雕机、自动化生产线	以单轴、双轴产品为主,出现多轴产品(如三轴、六轴);玻璃精雕机改进,全自动精雕机开始试用,2.5D曲面玻璃精雕机量产,CCD视觉定位玻璃精雕机大量用于OGS产品,并开始研发自动化生产线	自动化、智能化
2013年	全自动精雕机、CCD视觉定位玻璃精雕机、自动化生产线	工业机器人本体产品、金属高速攻牙钻孔机	以单轴、双轴、六轴产品为主,由单一非智能精雕机产品向全自动精雕机、机器人自动化生产线等智能装备迈进。	自动化、智能化、机器人自动化生产线
2014年	玻璃精雕机、自动化生产线	工业机器人本体、高光机、高压水去毛刺机、蓝宝石智能设备、更柔性的自动化生产线	新产品工业机器人本体产品、金属高速攻牙钻孔机、高光机产品已成形,并部分形成意向性订单,机器人自动化生产线等智能装备规模扩大	机器人自动化生产线占比较高
未来	整厂自动化生产线	整厂自动化生产线	行业范围得到更大拓展	机器人自动化生产线

资料来源:松德股份公告、国信证券经济研究所整理

交易方案介绍

2014年8月18日,松德股份发布公告,拟通过向交易对方发行股份及支付现金相结合的方式购买雷万春等13位股东合计持有的大宇精雕100%的股权,其中发行股份购买惠州三协74.49%股权,支付现金购买惠州三协25.51%股权,并以非公开发行股份方式募集配套资金。大宇精雕100%股权的评估值为9.8046亿元,交易各方一致同意最终交易价格为人民币9.8亿元。具体交易方式如下:

表 2: 发行股份及现金收购大宇精雕的交易方案

标的资产	交易对方	支付现金(万元)	支付股份数(万股)	交易金额(万元)
大宇精雕 100%股权	雷万春	12,146.96	2,559.06	43,137.15
	肖代英	3,983.03	839.12	14,144.83
	向日葵朝阳	-	1,318.74	15,969.98
	青岛金石	1,223.73	301.95	4,880.40
	卫伟平	-	376.79	4,562.88
	何锋	954.79	183.97	3,182.65
	张太巍	830.63	174.99	2,949.80
	陈武	642.43	135.34	2,281.44
	雷万友	2,281.44	-	2,281.44
	雷波	2,281.44	-	2,281.44
	杜晋钧	262.21	55.24	931.20
	唐水花	262.21	55.24	931.20
	李智亮	131.11	27.62	465.60
小计		25,000.00	6,028.08	98,000.00
标的资产	交易对方	交易支付现金(万元)	交易支付股份(万股)	交易金额(万元)
配套融资	郭景松	-	2,188.27	26,500.00
合计		25,000.00	8,216.35	124,500.00

资料来源:松德股份公告、国信证券经济研究所整理

同时,公司向郭景松或其控制的企业发行股份2,188.27万股募集配套资金,配

套资金总额 2.65 亿元，用于支付本次交易的现金对价及补充上市公司流动资金。配套资金在支付现金对价及扣除本次重组相关费用后仍有剩余的，则用于支付收购的标的公司研发及运营费用。

以本次交易标的的交易价格 9.8 亿元、募集配套资金总额 2.65 亿元和发行价格 12.11 元/股计算，本次交易向雷万春等 13 位标的公司股东及郭景松发行股份数量合计为 8,216.35 万股。

交易完成后，上市公司实际控制人未发生变更。本次交易完成前后的上市公司股权结构如下：

表 3：交易前后松德股份股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
郭景松	1,943.50	17.16%	4,131.77	21.15%
张晓玲	1,740.70	15.37%	1,740.70	8.91%
松德实业	1,875.90	16.57%	1,875.90	9.60%
小计	5,560.10	49.10%	7,748.37	39.66%
其他股东	5,762.90	50.9%	5,762.90	29.49%
雷万春、肖代英	-	-	3,398.18	17.39%
何锋、张太巍、陈武、杜晋钧、唐水花、李智亮	-	-	632.41	3.24%
向日葵朝阳、卫伟平	-	-	1,695.53	8.68%
小计			5,726.12	29.31%
青岛金石	-	-	301.95	1.55%
合计	11,323.00	100.00%	19,539.35	100.00%

资料来源：松德股份公告、国信证券经济研究所整理

承诺大宇精雕 2014-2016 年净利润不低于 8390、10810、12000 万元

补偿义务人承诺，大宇精雕 2014 年度、2015 年度和 2016 年度经审计归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润承诺数分别为人民币 8,390 万元、人民币 10,810 万元和人民币 12,000 万元。若本次重组于 2014 年 12 月 31 日之后实施完成，业绩承诺期和利润补偿期往后顺延。

截至 2014 年 7 月 20 日发货收款及未执行订单情况，大宇精雕目前基本确定 2014 年度至少可完成其业绩承诺 27,325.58 万元的 97.22%，2014 年度预测收入可实现性较高。

玻璃精雕机：得益于全球消费类电子迅猛发展

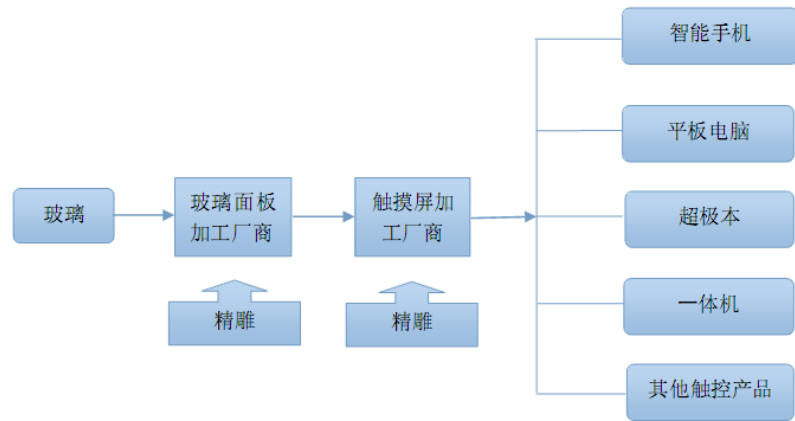
玻璃精雕机应用于触摸屏的钻孔、开槽和精修外边

精雕机是一种由程序控制的自动化机床，广泛用于玻璃面板、金属加工、机械加工、工装模具、广告业、印章业、木器加工业、建筑业、艺术模型业等行业。各行业的应用要求各不相同，其中应用于玻璃面板行业要求的精度、稳定性较高。由于其高精度、高稳定性的特点，精雕机加工玻璃面板已成为了发展趋势，被行业内定为玻璃面板加工专用机。精雕机在玻璃面板加工中主要被应用于钻孔、开槽和精修外边。

近年来，触控技术在消费类电子中得到普及，这要求屏幕具有更好的硬度、抗摔、抗划性能，从而拉动能够加工较硬材料的精雕机的需求。

在触摸屏行业产业链中，部分触摸屏加工厂商的玻璃面板外购，部分选择自建产能生产，所以，精雕机的下游客户既有玻璃面板加工厂商、也有触摸屏加工厂商。

图 11: 精雕机的客户为玻璃面板加工厂商和触摸屏加工厂商



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

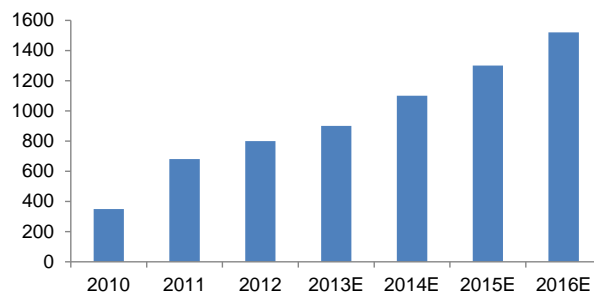
下游触摸屏行业：预计 2013-16 全球市场复合增长率将达 17%

智能手机、平板电脑等触控产品的迅速发展拉动我国精雕机行业快速成长。

(1) 触摸屏进入稳定增长期，长期成长动力依赖于笔记本、车载触控、智能手表等需求

根据 Display Search 的估计，2010 年至 2013 年整体触控市场出货量复合增长率高达 26%，为触控市场的爆发性成长期。随着智能手机渗透率已达 62% 和平板电脑市场发展进入稳定成长期，触摸屏市场亦进入稳定成长期。根据 Display Search 估计，2014 年全球触摸屏有望达到 11.36 亿组，2013-2016 全球整体触摸屏市场复合增长率将达到 17%。未来触控市场的成长将着重于既有电子产品触控渗透率的提升（如：中低端手机、笔记本电脑、一体机等），以及触控创新应用，例如：车载触摸屏、穿戴式电子产品等。

图 12: 全球触摸屏模组出货量预测（百万组）



资料来源：DisplaySearch、TPK 公司年报、国信证券经济研究所整理

(2) 智能手机增速放缓，平板电脑和触控笔记本电脑仍保持快速增长

➤ 智能手机

智能手机增速放缓，手机触控屏增长动力主要来自于中低端智能手机。根据 DisplaySearch 估计，中低端智能手机市场出货量将由 2013 年的 5.4 亿台到 2016 年的 11.0 亿台，三年复合增长率达 27%。

➤ 平板电脑

根据瑞银全球科技团队预测，全球平板电脑出货量仍保持较快增长，2014 年增长 33%，出货量将达到 3.14 亿台，2016 年将达到 4 亿台。

➤ 触控笔记本

受益于触控体验的普及化与触控笔记本电脑价格的下调，根据 DisplaySearch 估计，触控笔记本电脑的出货量由 2013 年的 2,100 万台增长至 2016 年的 4,600 万台，三年复合增长率高达 30%。

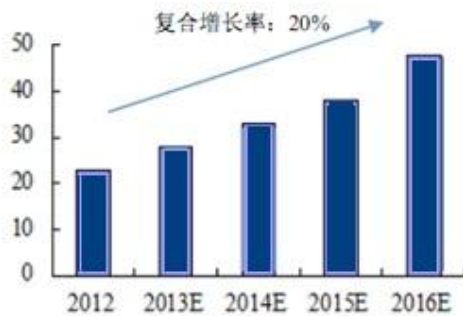
(3) 未来触控行业新动力：汽车触控屏应用和智能手表等新型市场

除中低端智能手机、平板电脑、触控笔记本电脑的市场发展和渗透率上升外，触摸屏在其他领域（如汽车应用、智能手表）的应用推陈出新：

1) 以 Tesla 为代表的厂商在汽车领域使用车用触摸屏进行行驶操作。根据 DisplaySearch 报告，车用触摸屏出货量将由 2013 年的 2,800 万组增长至 2016 年的 4,800 万组，三年复合增长率为 20%；

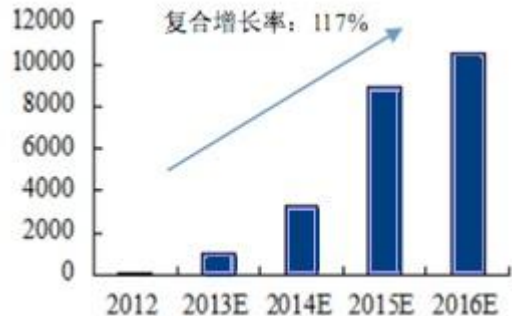
2) 智能手表、手环等触控应用推陈出新。智能手表触摸屏出货量或将由 2013 年的 103 万组增长至 2016 年的 1,050 万组，三年复合增长率达到 117%。

图 13: 车用触摸屏出货量 (百万组)



资料来源: DisplaySearch、TPK 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 14: 智能手表触摸屏出货量 (千组)



资料来源: DisplaySearch、TPK 公司年报、国信证券经济研究所整理

玻璃精雕机由最初单轴非智能化的产品发展为现在的机器人自动化生产线阶段，每一次的产业升级，都会淘汰部分落后设备，给行业内优秀企业带来新的市场机遇。理解下游应用领域，贴近细分行业，把握市场未来发展趋势的企业将会扩大在行业内的市场份额，进一步提高其竞争力。

竞争格局：大宇精雕的产品自动化程度较高

精雕机行业下游适用领域较多，但用于玻璃面板尤其触控产品领域的精度要求较高。精雕机行业主要生产商为北京精雕、大宇精雕、苏州恒远精密数控设备有限公司（恒远数控）、江门佳铁自动化有限公司、大量科技股份有限公司，占据了触控市场大部分份额。

表 4：精雕机行业主要公司

公司	简介
北京精雕科技有限公司	成立于 1994 年，座落于北京石龙工业区，为国内最大的精雕机生产企业。具有年产 1 万台精雕机的生产能力。
苏州恒远精密数控设备有限公司	是“恒远数控”品牌下的苏州生产基地。“恒远数控”品牌在东莞、苏州两地生产精雕机，设备广泛应用于手机制造业、玻璃制造业、数码产品制造业、模具制造业及精密机械零件制造业。
江门佳铁自动化有限公司	成立于 1998 年，位于广东江门市，拥有不同系列的高速数控雕铣加工中心、雕刻机、新型电脑锣加工中心系列产品
大量科技股份有限公司	成立于 1980 年，位于中国台湾，2013 年在台湾证券交易所挂牌上市，主要从事 PCB 设备制造、玻璃精雕机、贴合设备等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其中在机器人自动化生产线方面，大宇精雕走在市场前列，有利于保持在该细分行业的竞争优势。同时大宇精雕利用其在消费类电子行业的触控产品设备优势，积极拓展行业内其他设备，延伸消费类电子产品加工设备产业链，如：金属高速攻牙钻孔机、高压水去毛刺机、高光机、蓝宝石智能设备等，产业链的延伸增强了大宇精雕的综合竞争力。

外延增长：布局工业机器人与储备新产品

大宇精雕未来业绩将持续增长，一方面依托玻璃精雕机产品在消费类电子行业的发展优势，拓展在该细分行业的竞争领域；另一方面凭借在消费类电子行业的竞争优势，加快对柔性化、智能化要求较高的工业机器人产品在各行业的拓展，各专用设备与工业机器人结合的机器人自动化生产线将成为大宇精雕未来主要产品，实现大宇精雕在未来的可持续增长。

布局工业机器人：直角坐标机器人实现量产并配套销售

大宇精雕工业机器人产品实施“实用性、低成本、人工替代”的战略发展方向。根据工业机器人由机械体、驱动系统、控制系统三部分组成，大宇精雕主要竞争优势如下：

（1）机械体

大宇精雕工业机器人产品在满足一般工业加工所有需求的同时，不追求不必要的高精度，注重需求量较大的“人工替代”，因此采用批量化、模具化生产机械体，不采用高成本的单件机械加工方式。核心部件不采用谐波减速器（价格昂贵），而采用同步带轮结构，大大降低其成本。

（2）驱动系统

大宇精雕采用国内较少使用的直流伺服技术，而不是交流伺服（该技术来源于核心管理团队的原刻字机产品）。直流伺服电机速度快，运转性能稳定，成本较低，仅为交流伺服电机的 1/5。

（3）控制系统

控制系统自主研发，成本相对较低。

(4) 整体自主研发生产

大字精雕采取差异化发展战略，本体、驱动、控制均采用自主研发、生产的模式，专注于实用性、低成本、整体化，大大降低因部件外购引起的高成本，同时整体化生产有利于提高产品的协调性、性能稳定性。

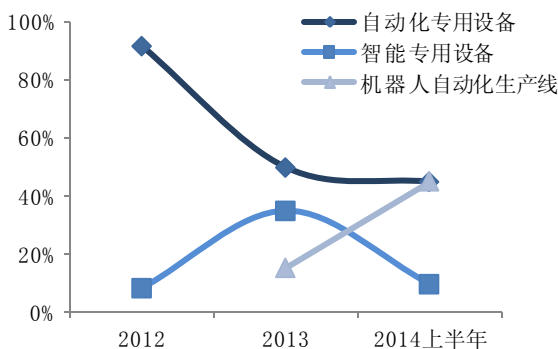
(5) 具备工业机器人技术与应用基础

大字精雕的玻璃精雕机产品在消费类电子产品中的触控屏这一细分领域具备一定的市场地位，对下游应用场景及产业升级理解较为深入。精雕机产品已实现由非视觉识别向视觉识别的智能化转变、无机械手向带机械手的机器人自动化转变、单一设备向机器人自动化生产线的转变（更柔性化）。

目前大字精雕工业机器人本体产品中直角坐标机器人已经量产。2013年、2014年1-6月机器人自动化生产线（精雕机配套直角坐标机械手的生产线）已分别实现销售收入2,393.85万元、5,206.88万元。

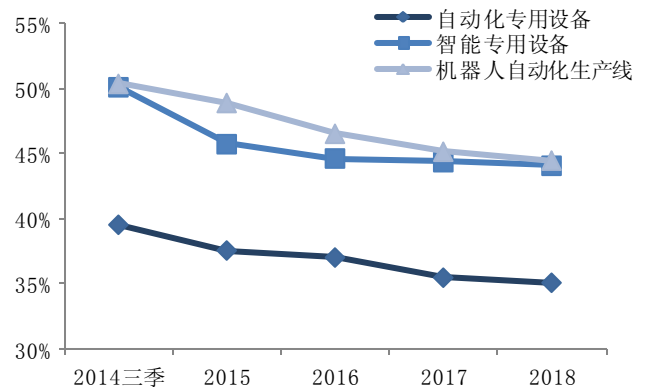
除直角坐标机器人已量产外，其他类型工业机器人产品已处于产品成形阶段，未来随着制造业对柔性化、智能化要求的不断提升，其该类产品将逐步实现量产。

图 15: 大字精雕各年主营业务构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 大字精雕各产品毛利率预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

金属高速攻牙钻孔机等：金属外壳为未来发展趋势，实现部分进口替换

金属外壳为消费类电子产品未来发展趋势。自 2012 年年底 iPhone 5 以全镁铝合金开启金属风潮之后，HTC One、联想 K900、华为 P6、小米 3 等多款手机机型都不同程度的采用了金属外观件。相比塑料外壳，金属外壳强度、韧性更高，硬度更高但重量仅为塑料外壳的三分之一，此外，外观及触摸质感也更出色。

图 17: 全球触摸屏模组出货量预测 (百万组)



资料来源: DisplaySearch、TPK 公司年报、国信证券经济研究所整理

大宇精雕的三款新产品将应用于金属外观件的加工:

➤ 攻牙钻孔机

攻牙机是一种在机件壳体、设备端面、螺母、法兰盘等各种具有不同规格通孔或盲孔的零件孔内侧面加工出内螺纹、螺丝或叫牙扣的机械加工设备, 金属高速攻牙钻孔机同时具有雕、铣、攻牙、钻孔功能, 技术基本原理同精雕机相似, 由于其设备配件 (如刀具) 等基础材料较多, 主轴、控制系统等要求较高, 设备价格较高, 一般为玻璃精雕机的 2-3 倍。适合于消费电子产品金属外观件和结构件、小型精密模具制造等行业, 如手机、PAD 金属外壳。

➤ 高光机

高光机其外形类似精雕机。主要针对手机、MP3、MP4、PAD 等电子产品外壳高亮镜面倒角的生产加工, 适用于手机按键、手机镜面、铝合金器件等产品的高速、高精度加工, 从而达到镜面效果, 看不到刀纹, 同时还适用于手表、首饰、铜工等行业小工件的高精度大批量加工。精雕机与高光机所能加工的产品基本一致。区别在于加工高光产品 (镜面效果) 时, 高光机更加合适; 对打孔、开槽之类的产品加工时精雕机更合适。高光机采用的主轴的转速比精雕机要高, 高出精雕机主轴转速的 2 倍左右。

图 18: 大字精雕金属高速攻牙钻孔机



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 大字精雕高光机



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 去毛刺机

去毛刺机用于中小精密零件去毛刺、去飞边等，广泛用于电子零部件去毛刺、仪表仪器去毛刺、钟表零件去毛刺、军工航天器材去毛刺、汽车零部件去毛刺等多种行业领域。消费类电子行业，目前去毛刺主要针对高端手机外壳及平板电脑外壳（铝材）加工成型后去除加工过程中所产生的毛刺、飞边、油渍等。传统去毛刺方法为手工去毛刺或用超声波清洗，高压水去毛刺机可以满足去毛刺、去金属表面保护膜、去除飞边，并在去除过程中，不改变工件尺寸精度，工件表面不会造成任何损伤，外观及手感显著提高。该产品市场上较少，主要生产企业上海丰禾精密机械有限公司为一家中日合资企业，其产品主要用于汽车行业去毛刺问题。

国内金属高速攻牙钻孔机、高压水去毛刺机主要为日本进口设备，价格较高。面对消费类电子行业对金属外壳需求的高速增长以及国家对高端智能设备替代进口的鼓励，大字精雕利用其技术基础、成本优势、贴近客户并快速响应的服务优势以及在消费类电子行业的市场基础、客户基础，将在新的细分市场形成竞争优势，实现部分设备进口替代。

目前大字精雕的金属高速攻牙钻孔机、高光机样机试制完成后已向下游客户试用并获得客户的较高认同，且高光机已取得两台销售订单；高压水去毛刺机由于为市场新产品，样机已内部试制完成。

蓝宝石智能设备：具有爆发式增长潜力

由于蓝宝石具有高耐磨性、防划痕和高光学性能等特点，已有部分手机厂商将其应用于摄像头防护镜片，兰博基尼 Spyder 手机、LG 与范思哲合作的 LG Versace Unique 手机已将蓝宝石应用于保护屏。由于蓝宝石的价格较高，目前尚未在保护屏领域得到大规模应用，随着蓝宝石生产工艺和保护屏加工工艺的发展，蓝宝石可能会成为高端消费电子产品防护屏的原材料之一。

大字精雕设计开发了蓝宝石产品生产的部分关键设备，解决了多个技术难题，使生产的蓝宝石产品达到较高的光学指标，如大字精雕已研发出适用于蓝宝石

材质屏幕的切割机、倒边机等系列设备，正与潜在客户进行洽谈，迎接产业即将到来的爆发式增长。

公司盈利预测

业绩承诺

大字精雕 2014 年度、2015 年度和 2016 年度承诺经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数分别为人民币 8,390 万元（较 2013 年的 5264 万增长 59%）、人民币 10,810 万元（+29%）和人民币 12,000 万元（+11%）。

如本次重组于 2014 年 12 月 31 日之后实施完成，业绩承诺期和利润补偿期往后顺延。在利润补偿期内任一会计年度，如大字精雕截至当期期末累积净利润实现数小于截至当期期末累积净利润承诺数，补偿义务人将对松德股份进行补偿。

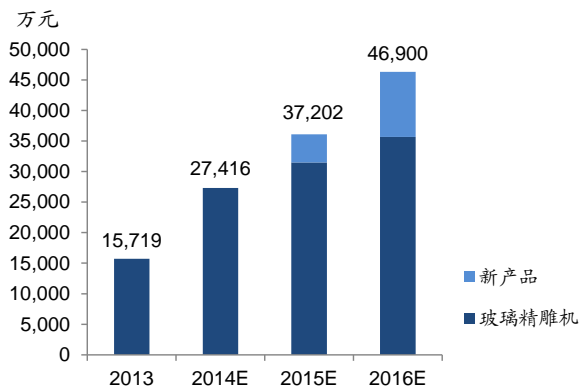
截至 2014 年 7 月 20 日发货收款及未执行订单情况，大字精雕目前基本确定 2014 年度至少可完成其业绩承诺 27,325.58 万元的 97.22%，2014 年度预测收入可实现性较高。

分产品预测：关注下游触摸屏行业的产能扩张

公司未来成长来自于玻璃精雕机业务的增长以及其他新产品的放量。

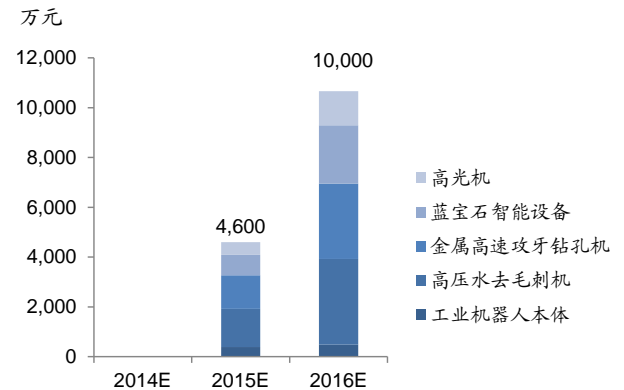
预计 2014 年大字精雕的收入将大幅增长 74%，主要为玻璃精雕机迅猛增长。2015-16 年收入复合增速 30%，其中玻璃精雕机的复合增速为 14%；新产品将快速放量，预计 15、16 年可达到约 4600 万、1 亿。

图 20：大字精雕收入预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21：大字精雕销售收入新产品预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

由于在手订单的支撑，我们认为公司完成 2014 年的大幅增长问题不大。

相对而言，2015-16 年将面临更多挑战。行业层面上，由于设备具有投资品属性，其销量与下游扩产的增速息息相关，其增长依赖于：

- 触摸屏行业的产能继续维持较高扩张速度（由于触摸屏销量增速逐步放缓，产能扩张的速度可能也会放缓）

- 或者触摸屏生产厂继续为提高玻璃屏的自供率而进行产能投资（玻璃屏加工环节维持较高的利润率，如蓝思科技净利率高达18%，从而吸引一体化的触摸屏生产厂减少外购，提高自供率）
- 蓝宝石盖板在智能手机中的应用渗透率提升，成为可部分替代玻璃屏的新主流材料，从而拉动新一轮的大规模产能投资

而公司层面上，期待公司获得更多客户的认可：

- 凭借较为领先的自动化水平
- 注入上市后的综合实力提升
- 新产品研发推广获得成功

给予“谨慎推荐”评级

考虑松德股份原有的凹版印刷机业务，我们预计公司2014~16年的净利润为9200万、1.2亿、1.46亿元，同比增长227%、31%和21%。按照发行后股本1.95亿股计算，对应的EPS为0.47、0.62和0.75元/股。

我们认为，公司的独特价值在于：

1. 公司所处的自动化行业长期前景明确，中国人力替代需求将持续维持高速增长
2. 下游属于消费类电子领域，技术更新较快，所以也需要不断的新产能投资及新设备需求
3. 公司服务于优质客户，有助于准确把握行业最前沿需求，占领先机

综合考虑，目前公司股价16.58对应14~16年估值为35X/27X/22X，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

1. 触摸屏需求增速放缓从而导致玻璃屏扩产速度放缓；
2. 玻璃屏加工环节的利润率下降，垂直一体化的触摸屏厂商不再扩大玻璃屏自主供应比例；
3. 蓝宝石盖板渗透率提升缓慢；
4. 新产品拓展风险

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	178	286	299	370
应收款项	113	211	256	298
存货净额	204	255	306	354
其他流动资产	34	26	31	36
流动资产合计	529	778	892	1059
固定资产	165	174	180	185
无形资产及其他	53	51	49	47
投资性房地产	24	922	922	922
长期股权投资	17	17	17	17
资产总计	789	1941	2060	2230
短期借款及交易性金融负债	134	130	100	100
应付款项	52	76	92	106
其他流动负债	57	108	129	149
流动负债合计	242	314	321	355
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
长期负债合计	8	8	8	8
负债合计	251	323	329	363
少数股东权益	3	6	10	14
股东权益	535	1613	1721	1852
负债和股东权益总计	789	1941	2060	2230

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	-0.19	0.47	0.62	0.75
每股红利	0.18	0.05	0.06	0.07
每股净资产	4.73	8.25	8.81	9.48
ROIC	-1%	9%	8%	9%
ROE	-4%	6%	7%	8%
毛利率	27%	39%	39%	39%
EBIT Margin	-4%	23%	24%	25%
EBITDA Margin	0%	25%	26%	27%
收入增长	-17%	153%	21%	16%
净利润增长率	-196%	-522%	31%	21%
资产负债率	32%	17%	16%	17%
息率	1%	0%	1%	1%
P/E	-149.1	35.3	26.9	22.3
P/B	3.5	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	-11,682.7	27.7	21.8	18.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	203	514	624	726
营业成本	149	316	379	439
营业税金及附加	1	3	3	4
销售费用	23	35	42	49
管理费用	38	42	48	53
财务费用	6	4	3	1
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(13)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	(27)	112	147	177
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	(26)	112	147	178
所得税费用	(4)	17	22	27
少数股东损益	(1)	4	5	6
归属于母公司净利润	(22)	92	120	146

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	(22)	92	120	146
资产减值准备	8	0	1	0
折旧摊销	8	10	12	14
公允价值变动损失	13	3	3	3
财务费用	6	4	3	1
营运资本变动	(8)	(962)	(65)	(61)
其它	(10)	3	3	4
经营活动现金流	(11)	(854)	75	106
资本开支	(11)	(20)	(20)	(20)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(20)	(20)	(20)
权益性融资	0	995	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(20)	(9)	(12)	(15)
其它融资现金流	32	(4)	(30)	0
融资活动现金流	(8)	982	(42)	(15)
现金净变动	(30)	108	13	72
货币资金的期初余额	208	178	286	299
货币资金的期末余额	178	286	299	370
企业自由现金流	(19)	(871)	56	87
权益自由现金流	14	(878)	24	86

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
		倪婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226