



渠道扩张拉动公司收入增长，金刚石工具毛利下滑拖累业绩

——博深工具（002282）2011 年年报点评

2012 年 4 月 10 日

推荐/维持

博深工具

财报点评

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

博深工具披露了年报：2011 年，公司营业收入完成 56,099.18 万元，实现归属于上市公司股东的净利润 6,751.81 万元，分别比上年增长 36.81%和 0.65%。

公司分季度财务指标

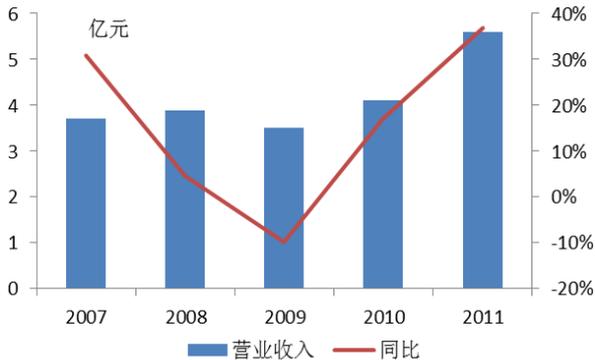
指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	118.00	114.77	90.12	110.76	146.62	155.64	147.98
增长率（%）	24.10%	13.88%	5.68%	27.09%	24.25%	35.61%	64.19%
毛利率（%）	37.38%	35.36%	46.97%	31.68%	37.68%	38.57%	33.61%
期间费用率（%）	13.26%	14.52%	25.07%	17.86%	19.78%	25.29%	21.01%
营业利润率（%）	21.54%	20.11%	22.15%	12.92%	17.38%	12.05%	11.74%
净利润（百万元）	21.18	19.08	16.48	11.63	22.93	16.54	16.04
增长率（%）	31.64%	13.52%	-3.92%	14.51%	8.26%	-13.33%	-2.65%
每股盈利（季度，元）	0.122	0.110	0.096	0.067	0.102	0.074	0.072
资产负债率（%）	8.80%	9.12%	8.72%	20.23%	23.51%	24.49%	25.55%
净资产收益率（%）	2.82%	2.48%	2.09%	1.45%	2.94%	2.08%	1.98%
总资产收益率（%）	2.57%	2.25%	1.91%	1.16%	2.25%	1.57%	1.48%

评论：

积极因素：

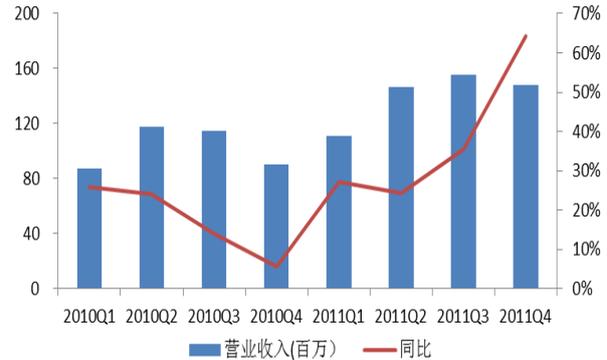
- **渠道下沉及业务多元化支撑公司营业收入持续增长。**2011年，公司在国内市场实施的聚焦战略与渠道下沉策略取得了明显成效。报告期内公司国内销售3.53亿元，比上年同期增加54.66%。国际市场方面，公司对空白市场制定切实可行的产品及市场推广计划，俄语区市场开发取得进展，年度销售收入突破百万美元。报告期内公司海外销售2.06亿元，比上年同期增加14.03%。

图 1：2007-2011 年公司营业收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

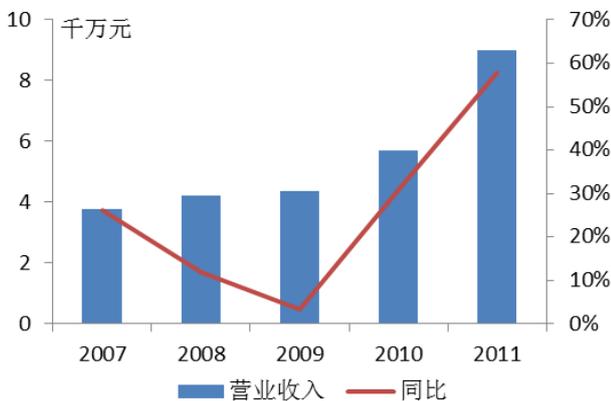
图 2：2010-2011 年公司单季度营业收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

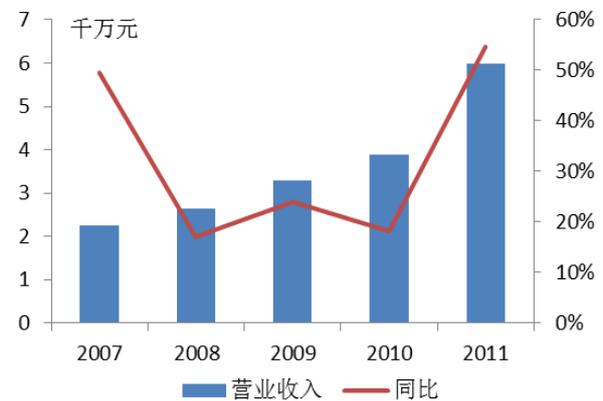
- **电动工具及合金工具等新业务增长明显。**2011年，公司加大了对电动工具、合金工具的推广力度，销售收入均实现了50%以上的增长。随着销售规模的提升，这两类产品的盈利能力开始增强。电动工具的毛利率比2010年增加10.54个百分点，达到28%；合金工具的毛利率比2010年增加3.93个百分点，达到28.84%。不过由于公司电动工具产品当年的研发计划未能全部完成，销售收入未达年初的预期。此外，瓷砖加工工具项目作为公司重点投资的金刚石工具新产品项目，全年签订23条瓷砖生产线的金刚石磨具供货合同，其中17条瓷砖生产线已实现供货销售，全年实现销售收入2,042万元。

图 3：2007-2011 年公司电动工具销售情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：2007-2011 年公司合金工具销售情况

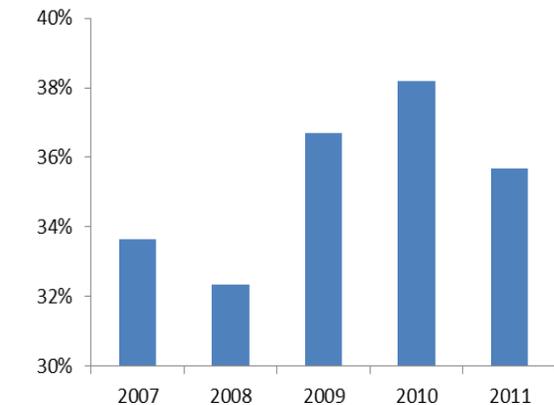


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

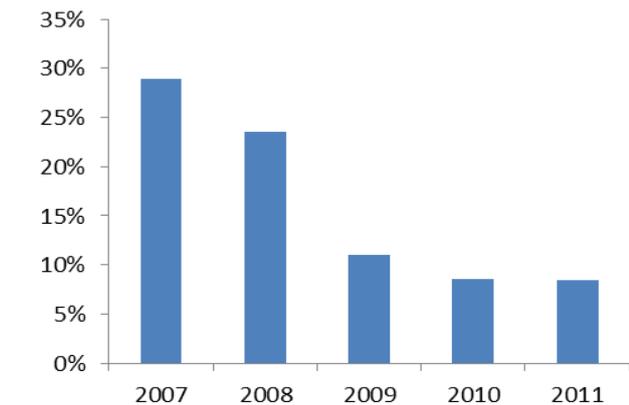
- **泰国生产基地产能释放将有助于公司海外销售的增长。**按照美国商务部于2009年11月4日发布的反倾销税令，针对中国和韩国金刚圆锯片及部件产品征收关税保证金。自2009年11月以来，公司出口到美国的金刚石圆锯片及部件等涉案产品按照35.51%的税率征收关税保证金。公司于2011年在泰国投资建设金刚石工具生产基地，作为公司对美产品出口及拓展南亚市场的产品生产基地，彻底消除美国对原产于中国的金刚石锯片反倾销调查对公司的影响。目前，泰国子公司建设项目进展顺利，预计将于2012年7月试生产，4季度开始将释放产能。

消极因素：

- **金刚石工具毛利率下滑影响公司综合毛利率水平。** 2011年，公司综合毛利率有所下降，主要是由于主营产品金刚石工具业务毛利率大幅下滑所致。报告期内公司金刚石工具业务毛利率为38.28%，比2010年下降5.29个百分点。金刚石工具毛利率下滑一方面和成本上涨有关，另一方面也和市场竞争激烈导致价格下降有关。此外，公司之前收购的几家公司2011年处于亏损状态，也影响了公司的净资产回报率水平。

图 5：2007-2011 年公司毛利率情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：2007-2011 年公司 ROE 情况


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **销售与管理费用同比大幅增长。** 2011年，公司三项费用比2010年增加65.42%，高于主营业务收入的增速。公司2011年实施渠道下沉战略，加大了产品销售推广支出，同时扩大销售队伍，导致销售费用大幅增加。管理费用增长则主要是因为公司加大了新产品研发投入。

表 1：2011 年公司三项费用率同比下降

项目	2011 年度		2010 年度		比上年增减 (%)
	金额(万元)	占当期营业收入比例 (%)	金额 (万元)	占当期营业收入比例 (%)	
销售费用	6,549.62	11.68%	3691.96	6.58%	77.40%
管理费用	5,793.18	10.33%	3986.99	7.11%	45.30%
财务费用	-419.75	-0.75%	-471.25	-0.84%	-10.93%
合计	11,923.05	21.25%	7207.70	12.85%	65.42%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **应收账款快速上升。** 2011年底，公司应收账款余额达2.02亿元，较上年末增长117.97%。积极的销售政策和销售渠道的拓宽是造成公司去年应收账款急速增长的主要原因。应收账款的增加导致公司经营活动产生的现金流量净额较上年减少85.81%。

风险提示:

- 1) 公司募投项目建设进度低于预期;
- 2) 原材料价格大幅上涨。

投资建议:

2012年,公司在成本方面的压力将得到缓解,但海外生产基地产能的释放要等到2013年。我们预计公司2012-14年的净利润分别为8012万元、10057万元、13067万元, EPS分别为0.36、0.45、0.58元,对应当前股价PE为26.5X、21.2X, 16.4X, 维持“推荐”评级。

表 2: 盈利预测和估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	560.99	684.16	873.42	1,154.64
主营收入增长率	36.81%	21.96%	27.66%	32.20%
EBITDA(百万元)	97.17	124.03	175.63	232.43
EBITDA 增长率	0.81%	27.64%	41.61%	32.34%
净利润(百万元)	67.52	80.12	100.57	130.67
净利润增长率	0.65%	18.67%	25.52%	29.93%
ROE	8.37%	9.19%	10.67%	12.64%
EPS(元)	0.300	0.355	0.446	0.580
P/E	33.13	27.97	22.28	17.15
P/B	2.78	2.57	2.38	2.17
EV/EBITDA	23.00	18.43	13.25	9.95

资料来源:东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	560.99	684.16	21.96%	873.42	27.66%	1,154.64	32.20%
营业成本	360.89	439.66	21.83%	552.32	25.62%	740.32	34.04%
营业费用	65.50	75.26	14.90%	91.71	21.86%	115.46	25.90%
管理费用	57.93	65.00	12.19%	82.98	27.66%	109.69	32.20%
财务费用	(4.20)	5.19	N/A	21.98	323.40%	27.36	24.45%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	75.93	94.26	24.15%	118.32	25.52%	153.73	29.93%
所得税	10.49	14.14	34.84%	17.75	25.52%	23.06	29.93%
净利润	67.15	80.12	19.32%	100.57	25.52%	130.67	29.93%
归属母公司所有者的净利润	67.52	80.12	18.67%	100.57	25.52%	130.67	29.93%
NOPLAT	62.04	84.53	36.26%	119.26	41.07%	153.93	29.07%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	145.82	95.26	-34.67%	53.56	-43.78%	68.95	28.75%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	202.66	153.70	-24.16%	196.22	27.66%	221.44	12.85%
预付款项	45.58	71.96	57.88%	105.10	46.05%	142.11	35.22%
存货	162.38	196.34	20.92%	246.65	25.62%	304.24	23.35%
流动资产合计	652.71	633.54	-2.94%	749.97	18.38%	932.97	24.40%
非流动资产	434.66	491.20	13.01%	467.82	-4.76%	413.70	-11.57%
资产总计	1,087.38	1,124.74	3.44%	1,217.78	8.27%	1,346.67	10.58%
短期借款	80.00	80.00	0.00%	80.00	0.00%	80.00	0.00%
应付帐款	53.03	84.32	59.00%	105.92	25.62%	141.98	34.04%
预收款项	3.94	3.94	0.00%	3.94	0.00%	3.94	0.00%
流动负债合计	216.88	188.60	-13.04%	210.21	11.46%	246.26	17.15%
非流动负债	60.92	61.61	1.12%	62.66	1.71%	64.22	2.50%
少数股东权益	2.78	2.78	0.00%	2.78	0.00%	2.78	0.00%
母公司股东权益	806.79	871.75	8.05%	942.15	8.08%	1,033.62	9.71%
净营运资本	435.83	444.93	2.09%	539.76	21.31%	686.71	27.23%
投入资本IC	803.75	919.27	14.37%	1,031.37	12.19%	1,107.45	7.38%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	67.15	80.12	19.32%	100.57	25.52%	130.67	29.93%
折旧摊销	25.44	30.27	18.97%	35.33	16.72%	51.34	45.32%
净营运资金增加	(161.67)	(39.82)	N/A	14.36	N/A	21.57	50.21%
经营活动产生现金流	7.94	(30.57)	N/A	21.36	N/A	30.58	43.17%
投资活动产生现金流	(316.41)	(26.65)	N/A	(45.61)	N/A	(24.57)	N/A
融资活动产生现金流	84.96	17.40	-79.52%	(19.23)	N/A	9.12	N/A
现金净增（减）	(223.51)	(39.82)	N/A	(43.48)	N/A	15.13	N/A

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，多年工程机械行业上市公司从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。