

## 积极做大附件蛋糕，股权激励行权仍可能

增持维持

### 投资要点：

- 公司积极全力做大附件业务蛋糕；
- 发挥出口优势做强电动工具业务；
- 今年仍可能达到股权激励行权条件；

### 报告摘要：

- **全年公司营收与去年同比增长不大。**公司下游在国内和宏观经济、投资紧密相关，在下游没有明确恢复前，公司业绩增长确实较难，尤其是利润。今年营业收入与2011年基本持平，增长非常小，且利润下降很多（公司客户对价格较为敏感）。
- **公司积极全力做大附件业务蛋糕。**附件具有较高盈利能力，比电动工具高；公司自身渠道喜欢销售该类利润高产品；但市场并不一定认可，还得看公司未来的技术突破和渠道能力（博深和小蜜蜂的销售量和渠道做的也非常好，且形成了自己的品牌和客户粘度，规模也较大）。
- **发挥出口优势做强电动工具业务。**东成在内资品牌中销售规模最大，2011年东成销售额约16亿（公司5.65亿）。但公司出口（2.74亿）超出东成(<1亿)很多，公司可发挥出口优势发展电动工具业务。
- **达到股权激励行权条件今年可能。**公司表示目前没有放弃股权激励想法，要达到本期行权条件，2012年要比2010年增长44%，那么公司2012年要实现归属上市股东净利润7796万元，即2012年要同比增长5%，我们认为公司要达到该行权条件有可能。（行权价13.95元）
- **投资建议。**预测公司2012年、2013年和2014年可实现每股收益基0.52元、0.58元和0.69元，对应动态PE16倍、14倍和12倍，下半年业绩有望转好，首次给予“增持”评级。

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	564.93	613.12	718.09	873.00
增长率(%)	35.21%	8.53%	17.12%	21.57%
净利润	74.25	78.54	87.66	104.67
增长率(%)	37.15%	5.77%	11.61%	19.41%
每股收益(EPS)	0.49	0.52	0.58	0.69

### 机械研究组

#### 分析师：

庞琳琳 (S1250209110200)

电话: 010-88085971

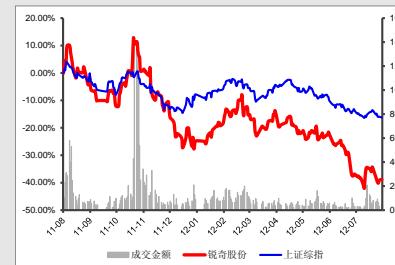
Email: [panglinlin@hysec.com](mailto:panglinlin@hysec.com)

#### 联系人：

朱颖

Email: [zhuying@hysec.com](mailto:zhuying@hysec.com)

### 市场表现



### 公司数据

总股本(亿股)	1.52
流通股(万股)	4875
当前股价	8.18
52周最高/最低价(元)	12.95/7.70
总市值(亿元)	12.43

### 相关研究

无

本次调研我们分别约见了锐奇股份董秘、上海区某工具经销代理商（主要代理博世、瑞凌、博深、小蜜蜂、锐奇等品牌），对公司及行业的最新情况进行了深入沟通。

#### 我们对公司发展附件的看法：

- (1) 附件是具有较高盈利能力的产品，比原有电动工具较高；
- (2) 公司原有的渠道也喜欢销售该类利润高产品；
- (3) 但市场并不一定认可，还得看公司未来的技术突破和渠道能力（博深和小蜜蜂的销售量和渠道做的也非常好，且形成了自己的品牌和客户粘度，规模也较大）。

#### 我们对公司业绩的判断：

经过与经销商的交流，今年相比去年增长非常小，且公司产品的下游在国内还是和宏观经济、投资紧密相关，在下游没有明确恢复前，公司业绩增长确实较难，尤其是利润（公司客户对价格较为敏感，经销商反映卖电动工具考虑到售后几乎不赚钱）。

不过公司也表示目前没有放弃股权激励的想法，要达到本期行权条件，2012年要比2010年增长44%，那么公司2012年要实现归属上市股东净利润7796万元，即2012年要比2011年同比增长5%，我们认为公司要达到这样的行权条件还是有可能的（行权价13.95元）。预测公司2012年、2013年和2014年可实现每股收益0.54元、0.65元和0.72元，对应动态PE16倍、14倍和12倍，维持“增持”评级。

## 一、调研内容：

### 1、公司所处行业情况：

全球制造业向中国转移及跨国公司实施的全球采购战略，为国内专业电动工具制造企业提供了良好的发展机遇。全球电动工具行业的产业转移是从上世纪初开始的，本世纪产业转移已移至中国，以东成和公司为代表的内资龙头厂商将会在此产业转移中率先受益。

图1：专业电动工具行业向中国转移



资料来源：公司公告，宏源证券

全球电动工具行业的公司按照产品性能分类，分为三大类：工业级、专业级和 DIY 家用级。

- 工业级主要生产在德国/美国，市场面对全球，高技术/高价位，品牌一般为德国/美国品牌；
- 专业级主要生产在欧美/中国，市场面对全球，技术含量较高，品牌是国内企业被消费者认可品牌较少；
- DIY 家用级主要生产在中国，市场面向欧美，产品技术含量低，品牌是国内企业缺乏消费者认可品牌。

其中，工业级公司的产品毛利率最高，一般 30%以上；专业级公司的产品毛利率 15-25%，大约是 DIY 家用级的 3 倍。跨国公司品牌的产品毛利率更高，一般平均在 25%-35% 之间。DIY 家用级公司的毛利率最低，一般约 5-8%。DIY 家用级行业的特征是介入门槛不高，分散式经营，目前国内排名前 5 位的家用级工具生产企业合计市场占有率不足 10%。特别指出的是，巨星科技属于 DIY 家用级公司，但 95% 出口欧美市场（大部分已 ODM 形式），所以毛利率较高（超 20% 以上）。

公司专注于专业级产品，并逐步向工业级延伸，成为替代进口的首选品牌。

**图 2：电动工具行业级别分类**



资料来源：公司公告，宏源证券 注：雷顿是公司的自主品牌

## 2、公司经营情况：

**盈利情况：**公司今年经营情况没有问题，但内销方面稍微有受到影响。营业收入与 2011 年基本持平，增长非常小，且利润下降很多，今年上半年毛利率降至 21.9%，主要原因是公司给与了全国经销商返利的支持，对经销商在广告、售后、零配件方面给与的支持力度很大。

**订单方面：**公司上半年订单同期相比数量大量下滑，对公司半年报业绩影响很大。拆分至月度来看，上半年 1-5 月订单数量依然不错，仅 6 月订单下滑严重，环比来看变化不

大。但与去年同比下滑严重，原因在于 2011 年 6 月公司做了促销活动（方式为买送，变相降价），订单大幅增加，但今年 6 月没有做促销活动。

**应收账款：**公司应收账款管理能力一直都很好，每年年末都会结清货款。

**国内外市场：**上半年公司在国内市场费用投入比较大，给客户很多支持；上半年公司在海外市场的销售额在增长，采用 ODM 方式，但毛利低的原因在于现在公司的海外市场战略主要是为了抢占市场，公司层面反映，下半年公司在海外市场的毛利会有所上升。

**渠道下沉：**公司的产品渠道下沉已经做到很厉害（地域辐射至地县级、经济发达的镇），尽最大的力量缩短公司的销售服务链。主要渠道下沉方式是分片区，40 多人分区下沉至地县级服务；且公司层面表示，县级经销商，1 个季度至少见一次，保证将公司的服务到位；此外，公司还引进了大量的销售人才。

### 3、公司销售模式：

公司采用的是经销商的销售模式，在中国市场上经销的是海外的一些知名品牌，如家得宝、百安居、麦德龙等，公司与劳氏也正在洽谈合作中。公司在国内的经销商主要有 330 多家，可同时代理很多家公司，每年都会与经销商提一个任务，签定协议。

公司会与部分外资品牌合作，例如，与博世的合作产品是钢材切割机，采用 ODM 的合作方式，博世提供给公司产品要求，公司提供设计加工；此外，有时公司会采用联合研发的方式，如博世会给公司一定的技术支持。需要指出的是，ODM 方式不同于外协方式，两家合作是因为公司技术比博世好，博世没必要自己生产，交付公司制造即可。公司与美国的得伟、米沃奇也会合作。

### 4、附件业务：

**战略：**公司在附件业务方面的战略是“10 年拿钱，11 年拿人，12 年拿项目”。上半年，公司挖了一个附件团队，9 月锯片就有新产品推出。公司新成立的附件团队已属于公司，但不负责制造产品，生产方面找外协，再以公司团队销售。公司成立团队的初衷主要想依托于锐奇的整机销售渠道，做大附件业务。

**原因：**附件业务利润率很高，一般为 30% 以上，原因可类比于巨星科技的产品利润率很高，主要是鉴于产品不用售后服务，单价低，批量大（客户对价格敏感性低）。

但同时我们也发现，真正能做好附件的公司并不多。当前，附件厂商正面临着行业洗牌，目前公司拥有 3 亿左右超募资金，去年收购豪迈工具仅仅是一个开始。公司正努力寻找业绩好的附件厂商，通过资本运作的方式，如收购、控股等来发展壮大公司的附件业务。

**定位：**公司目前打算仅做一种附件——锯片（金刚石锯片、合金锯片）。金刚石锯片主要下游为与房屋装修密切相关，包括居民和商业、机场等，可关注此方面的情况。

公司在附件业务方面的标的是外资品牌博世，其附件业务占比已达 35%，且涵盖种类繁多。公司打算以金刚石锯片为切入点开展附件业务，未来仍以锐奇的品牌销售。钻头的主要下游是工程类企业，公司未来也有计划收购几家钻头类公司。

**发展方向:** 公司产品未来将主要向上游覆盖, 不是因为主营业务发展空间小, 而是想控制如附件等更多的上游资源。

**未来采购量变化:** 一台整机最核心的部件是电机, 电机占 20-30%的金额比重。但公司最主要的采购仍是锯片、钻头等附件。2011 年公司采购的附件量要多 1-2 倍所需配的附件。今年公司自己开拓了附件业务, 预计最快三季度末就有附件提供。此外, 锯片的定价主要看锯片的使用领域和寿命, 例如竞争对手博深工具最便宜的锯片约 8-10 元, 最贵的不等。

**市场规模:** 附件业务的市场规模大约是整机业务的 3 倍, 即附件: 整机=3: 1。附件市场中内资品牌小蜜蜂、博深工具的市场份额最高, 两家每年份额占比合计约 60-70%。

据经销商反映, 今年上半年整个市场销售金额与去年基本持平, 增长不大, 但促销与去年相比更频繁, 力度稍大。

#### 我们对公司发展附件的看法:

公司现在想组织自己的附件团队, 包括营销、技术、品牌各方面人员, 经销模式是找合适的外协厂商贴牌生产。公司介入附件业务的切入点是利用原有的电动工具销售渠道, 快速切入市场。

但是, 从经销商的反映来看, 买公司的电工工具, 并非一定要购买公司的锯片(并非必须的关系)。如果各品牌的附件价格、质量差不多, 从消费习惯上讲公司的产品会形成一定的粘性和客户吸引度; 但如果公司的附件价格高出同类产品很多, 对客户的吸引力就不大。

概括来讲, 我们对发展附件业务的主要观点如下:

- (1) 附件是具有较高盈利能力的产品, 比原有电动工具较高;
- (2) 自己的渠道也喜欢销售该类利润高产品;
- (3) 但市场并不一定认可, 还得看公司未来的技术突破和渠道能力(博深和小蜜蜂的销售量和渠道做的也非常好, 且形成了自己的品牌和客户粘度, 规模也较大)。

## 5、电动工具业务:

在电动工具业务方面, 博世属于第一梯队, 产品与内资厂商相比质量遥遥在上, 单价 2000 块以上的电动工具只有博世一家(产品、技术性能都高出内资品牌很多)。而博深、锐奇、东成等内资厂商属于第二梯队。其中, 东成的性价比在内资品牌中最高, 产品质量相差无几但价格便宜。

内资品牌中销售规模最大的是东成, 2011 年东成总销售额 16 亿左右(出口 <1 亿), 博深工具销售额为 5.61 亿(出口约 2.08 亿), 公司销售额为 5.65 亿(出口 2.74 亿)。公司出口规模(2.74 亿)超出东成出口规模(<1 亿)很多, 将来公司可发挥出口优势发展公司的电动工具业务。

具体来看, 各个公司的主营业务占比不同。其中, 东成主要以电动工具为主; 博深工具主要以附件为主, 电动工具刚开始涉足; 公司主要以电动工具为主, 附件刚刚涉足。

据代理商反映，销售电动工具基本不赚钱，毛利率的下限约 2-3%，上限约 5-6%。而附件业务销售量大（销售金额，电动工具：附件=1: 1），毛利率高，总代理商的毛利率约 15%，零售商毛利率约 20-30%。

## 6、股权激励：

公司表示目前没有放弃股权激励的想法，要达到本期行权条件，2012 年要比 2010 年增长 44%，那么公司 2012 年要实现归属上市股东净利润 7796 万元，即 2012 年要比 2011 年同比增长 5%。根据公司 2012 年全年的业绩规划，我们认为，公司要达到这样的行权条件还是有可能的。（行权价 13.95 元）

## 二、公司基本情况：

公司是中国电动工具行业中少数具有自主品牌的高等级专业电动工具厂商，是内资领导品牌之一，自主品牌产品销售收入占比达到 70% 以上。

公司主要从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售，拥有 24 个系列、100 多个规格，根据使用用途可分为砂磨类、建筑道路类、金属切削类、木工类等 4 大类系列产品。公司产品系列和规格齐全，产品线丰富，大大增强了公司和经销商的合作空间，有利于公司在专业电动工具行业的品牌推广和市场拓展。公司在专业级电动工具市场排名第 4，在内资企业中排名第 2。

公司渠道网络广，拥有 300 多家国内经销商和 30 多家海外经销商，产品远销德国、比利时等欧美国家和马来西亚、印度等经济发展较快的东南亚国家和地区。公司以自主研发为主，新产品研发周期从 3 个月到 2 年不等，近年来每年推出十多款新产品，新产品销售收入占当年销售收入比重约为 10%。

**附表：盈利预测**

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	564.93	613.12	718.09	873.00	货币资金	649.16	818.87	825.61	1008.20
增长率(%)	35.21%	8.53%	17.12%	21.57%	应收和预付款项	126.78	10.36	150.44	45.06
归属母公司股东净利润	74.25	78.54	87.66	104.67	存货	112.63	113.28	153.22	170.86
增长率(%)	37.15%	5.77%	11.61%	19.41%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股收益 (EPS)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.52</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.18	1.00	-0.09	1.06	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	22.39%	22.14%	21.58%	21.56%	固定资产和在建工程	143.48	126.06	107.63	89.21
销售净利率	13.14%	12.81%	12.21%	11.99%	无形资产和开发支出	74.46	66.59	58.72	50.84
净资产收益率 (ROE)	7.73%	7.62%	7.90%	8.70%	其他非流动资产	0.29	0.14	0.00	0.00
投入资本回报率 (ROIC)	19.80%	13.38%	18.90%	18.10%	<b>资产总计</b>	<b>1106.80</b>	<b>1135.30</b>	<b>1295.63</b>	<b>1364.18</b>
市盈率 (P/E)	17	16	14	12	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率 (P/B)	1	1	1	1	应付和预收款项	136.51	94.34	175.77	150.12
<b>利润表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	564.93	613.12	718.09	873.00	其他负债	10.32	10.32	10.32	10.32
减: 营业成本	438.44	477.35	563.12	684.80	<b>负债合计</b>	<b>146.84</b>	<b>104.66</b>	<b>186.09</b>	<b>160.44</b>
营业税金及附加	2.13	2.31	2.71	3.29	股本	151.56	151.56	151.56	151.56
营业费用	24.13	29.12	33.39	40.16	资本公积	636.50	636.50	636.50	636.50
管理费用	32.61	36.17	41.65	50.20	留存收益	171.89	242.58	321.47	415.67
财务费用	-13.29	-23.24	-25.91	-28.60	归属母公司股东权益	959.96	1030.64	1109.53	1203.74
资产减值损失	1.34	-1.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>股东权益合计</b>	<b>959.96</b>	<b>1030.64</b>	<b>1109.53</b>	<b>1203.74</b>
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1106.80</b>	<b>1135.30</b>	<b>1295.63</b>	<b>1364.18</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
<b>营业利润</b>	<b>79.57</b>	<b>92.40</b>	<b>103.13</b>	<b>123.14</b>					
加: 其他非经营损益	7.72	0.00	0.00	0.00					
利润总额	87.29	92.40	103.13	123.14	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
减: 所得税	13.04	13.86	15.47	18.47	经营性现金净流量	27.51	151.88	-13.27	160.96
<b>净利润</b>	<b>74.25</b>	<b>78.54</b>	<b>87.66</b>	<b>104.67</b>	投资性现金净流量	-149.43	0.00	0.00	0.00
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	-10.10	17.84	20.01	21.62
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>74.25</b>	<b>78.54</b>	<b>87.66</b>	<b>104.67</b>	现金流量净额	-132.11	169.72	6.74	182.59

资料来源：宏源证券研究所

**分析师简介:**

**庞琳琳:** 中国人民大学企业管理专业硕士, 北京航空航天大学自动化专业学士, 2011 年加盟宏源证券研究所。从事证券研究工作 4 年。

**朱颖:** 中央财经大学金融学专业硕士, 南京理工大学机械工程及自动化专业学士, 2012 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 新研股份、天立环保、森远股份、航空动力、长荣股份、天地科技等。

**机构销售团队**

华北 区域	牟晚凤	李倩	王燕妮	张瑶
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141
	xiasuyun@hysec.com	jiahaoisen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰		孙婉莹
	010-88085842	010-88085843		0755-82934785
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com		sunwanying@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。