



主业底部回升，高铁刹车片有望贡献极大业绩弹性

——博深工具（002282）调研快报

关注 1：主业底部回升

公司主营金刚石工具、电动工具以及合金工具，产品主要应用于建筑装饰装修、基础设施工程建设、装修装饰材料加工等领域。金刚石工具是公司的主要产品，约占营业收入的 77%左右。近年受国内经济增速下滑影响，公司 12 年以来国内收入出现下滑，出口业务随着欧美经济的复苏，呈现稳中有升的态势，整体营收基本保持平稳。但由于前期募投项目投入较大，竞争激烈，产品毛利率大幅下滑，且费用高企，公司 12-13 年呈微利状态。预计公司 14 年收入同比基本持平，外贸好于内贸。由于管理费用、财务费用明显下降，利润显著回升。公司预计全年归母净利润区间为 2581.6 万元 -3388.4 万元，增速为 60%-110%。

关注 2：工具产品结构升级，由中端向高端突破，海外潜力大

公司近年来收购并新设了多家子公司，主要布局高端产品和海外市场，目前公司海外业务占比 45%以上，海外业务增势良好，拥有极大潜力。

- 1) 公司在 10 年、12 年分两次收购了德国普瑞高的上海分公司，利用德国技术优势，拟进入木工和金属加工金刚石刀具市场。该公司主营聚晶金刚石工具，用于地板制造等领域，复合地板对接缝处理精度要求比较高，公司技术优势明显。公司当前规模还没上去，14 上半年收入和净利润分别为 640 万元、71 万元，未来有较大的提升潜力。
- 2) 公司在 10 年收购加拿大赛克隆，实现专业金刚石工具在北美地区本地化生产和自主品牌销售。
- 3) 公司 11 年在泰国设立子公司以规避美国的反倾销，泰国子公司 13 年全面投产，并实现扭亏为盈。
- 4) 韩国在高端金刚石工具方面非常突出，两家金刚石工具龙头 SHINHAN 与 EHWA 合计年收入达 20 亿美元。公司拟在韩国成立研发中心，加大在高端领域的研发投入。

此外，公司过去几年由金刚石工具向电动工具行业进行延伸，但由于电动工具行业市场格局比较稳定，公司目前电动工具业务收入不到 1 亿元，利润贡献较小，电动工具业务开拓低于公司之前的预期。

2014 年 12 月 09 日

推荐/首次

博深工具

调研快报

张雷

010-66555445

zhang-lei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514040001

王宗超

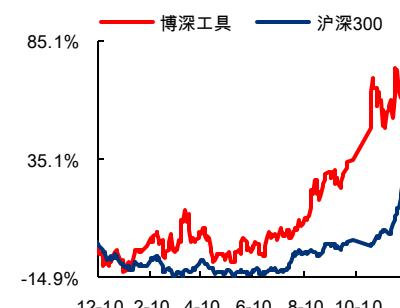
010-66554024

wangzc@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	13.06-8.63
总市值 (亿元)	29.44
流通市值 (亿元)	15.65
总股本/流通 A 股 (万股)	22542/11983
流通 B 股 H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

关注 3: 高铁刹车片有望突破, 将贡献极大业绩弹性

当前市场竞争格局: 目前高铁刹车片基本被国外公司垄断, 最大供应商是德国克诺尔, 其他还有法国法维莱、日本川崎。铁道部 03 年与世界三大巨头签订的 8 年合作协议于 2012 年到期, 刹车片等核心零部件技术保护期到期, 铁总力推核心零部件的国产化, 部分国内企业已经进入高铁刹车片市场, 其中两家民营企业: 天宜上佳、浦然已经分别于 2013 年、2014 年拿到 CCRC 认证, 并开始供货。

公司研发进展和展望: 公司在 2003 年与石家庄铁道学院、铁科院合作承接了中华之星的刹车片项目。后来因引进海外车型, 中华之星项目终止, 但公司没有放弃高铁刹车片项目。公司目前正在积极筹备台架测试, 按照一般的流程, 台架测试后进行专家评审, 之后是上车实验 6-12 个月, 拿 CRCC 认证。我们认为如果各个环节顺利的话, 公司高铁刹车片将于 16 年将实现产业化。

高铁刹车片市场容量: 到今年底我们预计动车组保有量将达到 1400 列, 简单假设 300 公里以上和以下动车组各占一半。300 公里以上动车组, 每辆动车配刹车片 20 片, 一标准列动车组需配 160 片; 200-250 公里动车, 动车、拖车比例配制不同, 一般每辆动车配刹车片 16 片, 每辆拖车刹车片 32 片, 一标准列动车组需配刹车片 160 片-192 片, 简单平均为 176 片。目前 300 公里以上动车刹车片单价 1.3 万元左右, 200-250 公里动车刹车片单价大概 5、6 千元。我们按照国产后 300 公里动车刹车片 1 万元, 200-250 公里动车刹车片 5000 元的单价, 并按动车年更换刹车片 3.5 次计算, 目前高铁刹车片市场容量大约 61 亿元。

表 1: 高铁刹车片市场容量测算

类型	保有量 (列)	刹车片单 价(元)	单列动 车刹车 片配置 (片)	单列动车刹车片 年需求量(片) (每年更换 3.5 次)	单列动车刹车 片年需求金额 (万元)	存量动车年 刹车片需求 金额(亿元)	备注
300KM 以上	700	10,000	160	560	560	39	每列 160 片(每辆 20 片)
200-250KM	700	5,000	176	616	308	22	每列 160-192 片(根 据动拖比例不同)
合计	1,400					61	

资料来源: 东興证券研究所

业绩弹性: 由于高铁刹车片进入壁垒较高, 验证周期长, 我们预计未来几年中国高铁刹车片市场大概会容纳 3-4 家本土企业, 这几家本土企业可能会逐渐占到 50% 的市场份额, 而在这 50% 的本土份额中, 我们预计博深工具可能会占到 20%-30%, 即达到 6-9 亿元的收入。由于进入壁垒极高, 即使考虑到国产后的价格下降, 我们预计公司高铁刹车片的盈利能力仍然是相当可观的, 简单假设 30% 的净利率, 可贡献 1.8-2.7 亿净利润。如按 25 倍市盈率计算, 高铁刹车片业务的市值即可达到 45-68 亿元。

关注 4: 向大股东定增, 彰显对公司发展信心

公司在 2014 年 10 月 28 日发布增发预案, 拟发行 2532 万股, 融资 2.49 亿元, 发行对象为博智投资、陈哲(董事长陈怀荣之子)、靳发斌(总经理)三名特定对象, 拟发行价为 9.83 元/股, 锁定期 3 年, 募集资金用途为偿还银行贷款, 补充流动资金。此次增发将为公司各业务发展提供资金保障, 显著降低财务费用, 并彰显了公司大股东对公司未来发展和新业务开拓的信心。

结论:

公司前期投入步入收获期, 主业底部回升, 高端产品开拓和海外市场布局态势良好。高铁刹车片处于关键的台架测试阶段, 有望 16 年实现产业化, 为公司贡献极大的业绩弹性。我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.14 元、0.20 元、0.63 元, 对应动态市盈率分别为 96 倍、65 倍、21 倍, 给予公司“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	604	582	605	642	792	营业收入	541	566	591	641	1,002
货币资金	68	98	117	116	150	营业成本	387	417	415	446	575
应收账款	235	259	269	292	329	营业税金及附加	5	4	4	4	7
其他应收款	107	47	49	53	83	营业费用	69	57	56	60	130
预付款项	19	14	14	14	14	管理费用	59	65	65	71	120
存货	175	162	154	165	213	财务费用	7	23	10	4	4
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	8	15	6	7	8
非流动资产合计	597	498	545	575	593	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	153	83	81	78	76	投资净收益	0	28	-3	0	3
固定资产	283	314	339	358	371	营业利润	5	15	32	49	161
无形资产	78	82	78	75	72	营业外收入	6	4	4	4	4
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0	1	1	1	1
资产总计	1,201	1,080	1,150	1,217	1,385	利润总额	11	18	35	52	164
流动负债合计	416	229	177	161	186	所得税	4	2	5	7	21
短期借款	228	130	75	50	50	净利润	8	16	31	45	143
应付账款	75	64	68	73	95	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	3	3	3	3	归属母公司净利润	8	16	31	45	143
一年内到期的非	60	0	0	0	0	EBITDA	45	74	70	87	205
非流动负债合计	1	71	71	71	71	71BPS(元)	0.03	0.07	0.14	0.20	0.63
长期借款	0	70	70	70	70	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	417	300	248	232	257	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-3.52%	4.59%	4.34%	8.56%	56.27%
实收资本(或股)	225	225	225	225	225	营业利润增长	-92.76%	168.99%	116.30%	52.31%	229.84%
资本公积	421	421	550	550	550	归属母公司净利润	-88.63%	110.25%	89.65%	47.55%	215.67%
未分配利润	119	123	139	161	218	获利能力					
归属母公司股东	784	780	945	972	1,044	毛利率(%)	28.58%	26.35%	29.68%	30.36%	42.58%
负债和所有者权	1,201	1,080	1,150	1,217	1,385	净利润率(%)	1.39%	2.85%	5.18%	7.04%	14.23%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	0.64%	1.49%	2.66%	3.71%	10.29%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	0.98%	2.07%	3.24%	4.64%	13.66%
经营活动现金流	-18	34	80	150	200	偿债能力					
净利润	8	16	31	45	143	资产负债率(%)	35%	28%	21%	19%	20%
折旧摊销	32	36	28	34	40	流动比率	1.45	2.54	3.42	3.98	4.25
财务费用	7	23	10	4	4	速动比率	1.03	1.84	2.55	2.96	3.11
应收账款减少	-33	-23	-10	-23	-38	营运能力					
预收帐款增加	-2	1	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.50	0.52	0.53	0.80
投资活动现金流	-172	115	-56	-54	-52	应收账款周转率	2.47	2.29	2.24	2.29	3.23
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.43	8.10	8.91	9.05	11.93
长期股权投资减	-14	70	3	3	3	每股指标(元)					
投资收益	0	28	-3	0	3	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.07	0.14	0.20	0.63
筹资活动现金流	109	-138	-5	-97	-113	每股净现金流(最新	-0.36	0.05	0.08	-0.01	0.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.48	3.46	4.19	4.31	4.63
长期借款增加	-60	70	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	435.33	186.57	96.21	65.20	20.66
资本公积增加	0	0	129	0	0	P/B	3.76	3.77	3.11	3.03	2.82
现金净增加额	-81	11	19	-1	35	EV/EBITDA	71.08	41.32	42.58	33.88	14.23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张雷

2008年获得对外经济贸易大学工商管理硕士学位,具有3年实业经验和6年行业研究经验。2014年加盟东兴证券研究所,现从事机械行业研究,重点覆盖油气设备、节能环保机械、自动化设备等细分行业。

联系人简介

王宗超

天津大学测控技术与仪器专业学士,清华大学精密仪器与机械学系硕士,从事航天航空自动化测试设备研发工作2年,2014年加盟东兴证券研究所,从事机械行业研究,重点关注:高端智能装备、自动化设备、仪器仪表、航天装备制造等。

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。