



东兴证券
DONGXING SECURITIES

顺势而为，双轮驱动

——博深工具（002282）年报点评

2015 年 02 月 16 日

强烈推荐/维持

博深工具

财报点评

张雷

分析师

执业证书编号：S1480514040001

zhang-lei@dxzq.net.cn 010-66555445

事件：

1、公司发布 2014 年报。2014 年，公司实现营业收入 5.48 亿元，同比下降 3.11%；实现营业利润 2807.09 万元，同比增长 89.9%；实现归属母公司净利润 3,059.44 万元，同比增长 89.61%。实现每股收益 0.14 元。分配方案为每 10 股转增 5 股，派现金股利 1 元。公司业绩完全符合我们的预期。

2、公司公告对全资子公司美国先锋工具有限公司增资，拟以自有资金对全资子公司美国先锋工具公司增资不超过 1000 万美元，并在韩国设立高端金刚石工具研发中心。

3、公司公告实施公司厂区优化整合方案，拟对现有三个厂区资源进行优化整合。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	149.84	157	139.08	136.62	140.95	160.35	110.54
增长率（%）	-6.77%	13.35%	18.81%	13.73%	-5.94%	2.14%	-20.52%
毛利率（%）	25.74%	25.80%	24.35%	27.15%	34.42%	27.75%	31.78%
期间费用率（%）	22.10%	22.72%	30.94%	21.36%	22.92%	20.44%	30.09%
营业利润率（%）	19.95%	2.74%	-17.84%	4.46%	10.36%	6.17%	-2.29%
净利润（百万元）	25.60	4.50	-19.41	5.80	12.95	10.17	1.68
增长率（%）	42.07%	31.31%	-05.67%	06.41%	-49.41%	125.76%	-108.66%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.02	-0.09	0.03	0.06	0.05	0.01
资产负债率（%）	34.33%	32.81%	27.78%	29.08%	25.81%	25.07%	21.27%
净资产收益率（%）	3.22%	0.56%	-2.49%	0.74%	1.64%	1.27%	0.21%
总资产收益率（%）	2.11%	0.38%	-1.80%	0.52%	1.22%	0.96%	0.17%

观点：

- **产品结构优化和降本控费见成效，利润恢复性增长。** 金刚石工具占收入比重的76%，是公司目前的核心产品，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，下游行业与经济形势相关度较高。2014年国内需求继续萎缩，竞争进一步加剧，行业整体盈利能力下滑，但公司优化了产品结构，减少低毛利品种，并加大海外市场开拓力度，保证了销售收入的基本稳定。通过降本增效，公司盈利能力明显回升，综合毛利率30.13%，同比上升3.78个百分点；通过费用管控，期间费用率23.25%，

同比下降2.21个百分点。综上，公司销售净利率5.58%，同比上升了2.73个百分点。

2015年公司的总体经营目标是实现营业收入5.74亿元，实现归母净利润4416.07万元，分别同比增长4.67%和44.34%。净利润的大幅增长主要依赖于成本和费用的降低和毛利水平的提高，提升主营业务的盈利能力。

- **海外布局效果显现，海外业务大有潜力。**2014年公司海外收入2.69亿元，同比基本持平。海外收入占比为49%，毛利占比为64%。公司对加拿大、美国、泰国等海外基地布局效果开始显现，其中，针对美国反倾销而设立的博深工具（泰国）公司规模效应逐渐体现，加上降本增效，2014年实现营业收入8133.30万元，同比增长80.19%；实现净利润2467万元，较2013年的44.85万元大幅增长。随着海外经济的复苏和公司海外基地的布局，海外业务仍大有潜力。
- **金刚石工具的高端化有序推进，发展态势良好。**虽然中低端金刚石工具行业竞争激烈，但国外顶尖的高端产品实则非常赚钱。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。公司通过增资美国先锋工具公司并在韩国设立高端金刚石工具研发中心，加大在高端领域的研发投入，将快速提升公司在高端金刚石工具领域的研发实力，提升公司在欧美高端专业金刚石工具市场的竞争能力。

公司收购的普瑞高（上海）工具公司主营聚晶金刚石工具，主要用于对切割精度要求较高的木地板加工行业，并可应用于PVC和金属加工领域，曾有过iphone6金属加工的铣刀订单，目前运营逐步正常化，规模效应逐步体现，2014年实现营业收入1351.11万元，同比增长66.54%，实现净利润88.60万元，实现了扭亏为盈。未来普瑞高（上海）可能在汽车、3C领域继续拓展。

- **高铁刹车片研发进入关键阶段，业绩弹性极大，未来有望打造高铁零部件系统平台。**为了降低高铁动车组的采购、运行、维护成本，铁总有很强的动力推进动车组零部件国产化，2012年与德国克诺尔的采购协议到期之后，铁总欢迎、鼓励本土企业打破外资垄断，进入供货体系。此外，部分耗材采购权下也放到地方路局，以博深工具为代表的本土厂商面临高铁动车组刹车片国产化加速的大好机遇。

根据我们之前报告中的测算，未来几年高铁动车组刹车片仅存量市场规模即有望超百亿，市场容量庞大。公司的高铁刹车片项目已经到了研发突破的关键阶段，目前已完成1:1台架实验，公司力争年内完成专家技术评审、上车工业试验等工作，我们预计2016年可实现产业化。凭借在高速刹车片研发上的领先地位，公司市场份额有望占到20%。由于高铁刹车片技术壁垒极高，盈利能力极强，高铁动车组刹车片的产业化将为公司贡献极大的业绩弹性。

此外，公司未来将以高速列车刹车闸片的产业化为突破口，进入列车零部件领域，未来有可能打造一个高铁零部件系统的平台，有望将产品链延伸至摩擦副、制动钳、刹车盘等相关产品，培育新的业务和利润增长点，市场空间也将进一步打开。

- **“顺势而为”，战略规划更加清晰；“双轮驱动”，为业绩腾飞插上翅膀。**在年报中，公司对未来的发展战略做了新的定位：1）坚持做好工具制造主业，以金刚石工具为核心，定位中高档专业产品，加大研发投入，优化产品结构，巩固国内市场，大力开拓国际市场；2）加快高速列车刹车闸片的技术成果转化，为公司培育新的业务和利润增长点；3）转变经营模式，积极稳妥开展外延扩张，助推企业健康快速发展。围绕上述战略定位，公司将以“金刚石工具产品高端化、高铁刹车闸片产业化”为中心，打造公司的两大核心业务。我们认为公司正面对高铁零部件国产化加速的极佳发展机遇，公司“顺势而为”，战略规划更

加清晰，金刚石工具和高铁零部件“双轮驱动”，为公司业绩腾飞插上翅膀。

- **拟优化整合现有厂区，体现公司思路的变化和业务架构、管控体系的变革。**公司目前拥有生产用地260亩，目前生产经营已占用170亩，分布在三个厂区。相对分散的厂区布局不利于将来各业务板块的运营管理。公司将对厂房资源进行整合，现有业务集中到一个厂区，空余厂区经过整理修缮，可用于高铁刹车闸片项目的规模生产场地，剩余厂区及生产、办公资源可充分利用，通过对外租赁、合作经营等多种方式为公司创收，提高公司综合收益水平。站在公司发展战略角度，这是公司调整管理思路的一种体现，是整合、优化公司资源调配的一步棋，也预示着公司未来业务架构、管控体系正在发生变革。

结论：

公司传统主业正底部回升，高端产品开拓和海外市场布局态势良好，高铁刹车片研发进入关键阶段，有望16年实现产业化，为公司贡献极大的业绩弹性，除高铁刹车片之外，公司有望打造高铁零部件平台，成长空间进一步打开。我们预计公司2015-2017年的每股收益分别为0.22元、0.72元、1.80元，对应动态市盈率分别为87倍、27倍、11倍。目标市值100亿，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	582	542	622	718	1,136	营业收入	566	548	580	880	1,585
货币资金	98	85	167	132	238	营业成本	417	383	393	498	728
应收账款	259	264	264	362	564	营业税金及附加	4	4	5	7	13
其他应收款	47	18	19	28	51	营业费用	57	57	55	89	206
预付款项	14	7	7	7	7	管理费用	65	61	62	97	174
存货	162	164	162	184	269	财务费用	23	9	4	6	6
其他流动资产	1	2	2	2	2	资产减值损失	15	3	4	4	4
非流动资产合计	498	472	493	526	547	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	83	57	56	54	52	投资净收益	28	-2	-3	0	0
固定资产	314	286	313	334	349	营业利润	15	28	54	180	454
无形资产	82	80	76	73	70	营业外收入	4	5	4	9	12
其他非流动资产	0	6	0	0	0	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	1,080	1,014	1,116	1,244	1,683	利润总额	18	32	58	188	465
流动负债合计	229	191	184	187	241	所得税	2	2	7	24	60
短期借款	130	31	75	50	50	净利润	16	31	50	163	405
应付账款	64	70	70	89	130	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	2	2	2	2	归属母公司净利润	16	31	50	163	405
一年内到期的非流	0	40	0	0	0	EBITDA	74	76	84	218	498
非流动负债合计	71	24	22	22	22	BPS (元)	0.07	0.14	0.22	0.72	1.80
长期借款	70	22	22	22	22	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	300	216	206	208	263	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	4.59%	-3.11%	5.83%	51.62%	80.07%
实收资本(或股本)	225	225	225	225	225	营业利润增长	168.99	89.90%	93.94%	229.78	152.85
资本公积	421	421	550	550	550	归属于母公司净利润	110.25	89.61%	63.91%	225.69	147.77
未分配利润	123	142	164	238	420	获利能力					
归属母公司股东权	780	798	971	1,053	1,255	毛利率(%)	26.35%	30.13%	32.26%	43.43%	54.07%
负债和所有者权	1,080	1,014	1,116	1,244	1,683	净利率(%)	2.85%	5.58%	8.64%	18.56%	25.54%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	1.49%	3.02%	4.50%	13.13%	24.05%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	2.07%	3.83%	5.16%	15.51%	32.23%
经营活动现金流	34	117	80	150	200	偿债能力					
净利润	16	31	50	163	405	资产负债率(%)	28%	21%	17%	17%	17%
折旧摊销	36	38	26	32	38	流动比率	2.54	2.83	3.39	3.85	4.72
财务费用	23	9	4	6	6	速动比率	1.84	1.97	2.51	2.86	3.60
应收账款减少	-23	-6	0	-98	-203	营运能力					
预收帐款增加	1	-1	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.72	1.14
投资活动现金流	115	7	-26	-52	-52	应收账款周转率	2.29	2.10	2.20	2.81	3.42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.10	8.14	8.27	11.09	14.52
长期股权投资减少	70	2	25	2	2	每股指标(元)					
投资收益	28	-2	-3	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.14	0.22	0.72	1.80
筹资活动现金流	-138	-142	28	-133	-42	每股净现金流(最新	0.05	-0.08	0.37	-0.16	0.47
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.46	3.54	4.31	4.67	5.57
长期借款增加	70	-48	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	275.86	137.93	86.80	26.65	10.76
资本公积增加	0	0	129	0	0	P/B	5.58	5.45	4.48	4.13	3.47
现金净增加额	11	-17	83	-35	106	EV/EBITDA	60.44	57.66	50.75	19.69	8.40

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 年以上行业研究经验。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。

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。单击此处输入文字。

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。