

博深工具 (002282)

公司研究/动态报告

高铁规划维持高位，公司刹车闸片产业化落地

动态研究报告/机械行业

2018 年 01 月 08 日

报告摘要：

● 2018 高铁里程规划维持高位，动车组采购需求望迎小高峰

近期铁总召开工作会议，会议对 2018 年铁路投资等工作作出了明确安排，高铁新增里程维持高位，动车组采购望迎小高峰。2017 年完成新增通车里程 3038 公里，高铁占比 88%，约 2700 公里；2018 年计划新增投产线路 4000 公里，其中高铁计划 3500 公里，新增里程同比增长近 30%。与通车里程同时公布的还有未来三年的动车组采购规模 900 组和 2018 年铁路行业 7320 亿元投资额。我们认为，虽然总投资额度低于前两年年均 8000 多亿元的规模，但加上城际路线的采购量之后，动车组的采购需求相比前两年仍有大幅增长，预计未来三年动车组招标规模将保持在年均 400 列以上的水平。

● 高铁刹车闸片产业化落地，后续将陆续参与项目竞标

公司是目前市场上高铁刹车闸片取得 CRCC 认证且具备 350km 资质的三大公司之一。12 月 25 日，公司公告中标中国铁路建设投资公司“铁路运营物资联合采购项目（动车组闸片）”2000 片，金额 403 万元，意味着公司高铁刹车闸片产业化落地。国内标准动车组刹车闸片按照目前 2000 元/片的价格，3800 辆标准动车组的保有量，每辆车按照年更新 2.5 次刹车片的频率，目前市场空间 60 亿元左右，其中 80% 从国外进口。预计随着“复兴号”动车组招标的加速，公司高铁刹车闸片进口替代进程加快，有望为公司贡献新的利润增长点。

● 定增收购金牛研磨进军涂附磨具获批，将贡献新盈利增长点

公司是国内金刚石工具制造领先企业，主营业务近年来增长乏力。近期以 12 亿（现金对价 23.6% 和股份对价 76.4%）收购金牛研磨 100% 股权，进军涂附磨具领域，发行价 12.25 元/股，按 17 年承诺净利润算，收购 PE 约 15 倍，金牛研磨承诺净利润 2017~2019 年分别为 0.825、0.975 和 1.11 亿元。目前定增获批通过。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 0.57 亿元、1.78 亿元和 2.34 亿元，按照摊薄后股本计算，每股收益分别为 0.17、0.43 和 0.57 元，对应 PE 分别为 93.9x、37.0x 和 28.0x，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示

高铁刹车闸片项目推进不及预期；金牛研磨承诺业绩不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	430	442	1,196	1,380
增长率（%）	-1.0%	2.8%	170.6%	15.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	12	57	178	234
增长率（%）	89.3%	359.0%	210.2%	31.9%
每股收益（元）	0.04	0.17	0.43	0.57
PE（现价）	397.8	93.9	37.0	28.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院（按照摊薄后股本计算）

强烈推荐

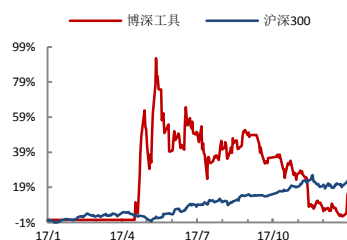
首次评级

交易数据

2018-01-05

收盘价（元）	15.46
近 12 个月最高/最低（元）	26.48/14.29
总股本（百万股）	413.15
流通股本（百万股）	184.07
流通股比例（%）	45%
总市值（亿元）	63.87
流通市值（亿元）	28.46

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘振宇

执业证号：S0100517050004

电话：(8610)8512 7653

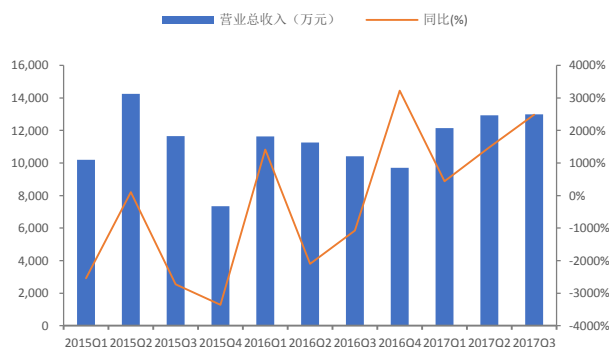
邮箱：liuzhenyu@mszq.com

相关研究

一、领先的金刚石工具制造商，主业经营保持稳定

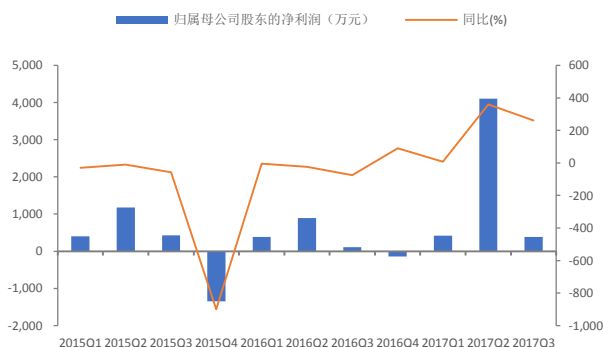
公司是国内领先的金刚石工具制造商，产品包括金刚石工具、电动工具和合金工具等，是国内规模最大的金刚石制造企业。金刚石业务占比接近 80%，金刚石工具核心工艺是粉末冶金工艺，下游主要应用在建筑建材领域。受下游需求的影响，公司主业近年来保持低速增长甚至略有下滑趋势。2017 年前三季度收入 3.8 亿元，同比增长 14.3%，归母净利润 4900 万，同比增长 254%。

图 1：2017 年以来营业收入逐季增长



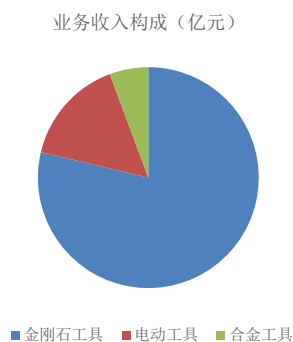
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2017 年净利润有较大幅度增长



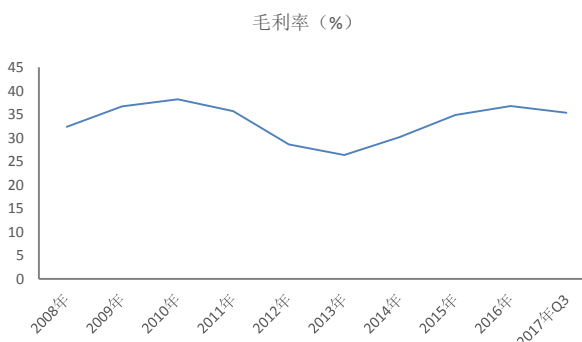
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：金刚石工具是公司主营业务



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：毛利率略有提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

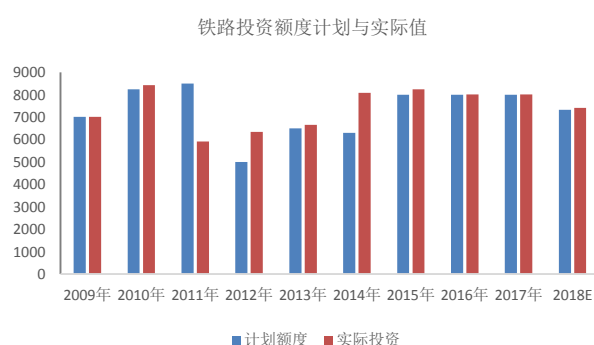
二、前瞻布局高铁刹车闸片，产业化终落地

公司利用在粉末冶金领域的工艺优势，自 2014 年起开始前瞻布局高铁刹车闸片，2016 年 1 月取得 CRCC 认证，成为继天宜上佳、蒲兰之外，第三家获得认证并产业化的企业。12 月 25 日，公司公告中标中国铁路建设投资公司“铁路运营物资联合采购项目（动车组闸片）”2000 片，金额 403 万元，意味着公司高铁刹车闸片产业化落地。

刹车闸片是易耗品，根据协会数据，每组动车组年均更新 2.5 次，根据新宏泰收购天宜上佳时披露的公开资料，2016 年国内高铁闸片市场量在 1034400 片左右，同比增长 35%，其中天宜上佳占比接近 20%，整个市场规模在 60 亿元左右。

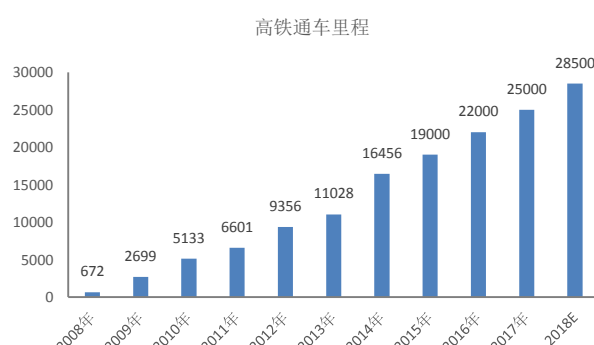
动车组招标采购小高峰有望带动刹车闸片销量。近期铁总召开工作会议，会议对 2018 年铁路投资等工作目标作出了明确安排，高铁新增里程维持高位，动车组采购望迎小高峰。2017 年完成新增通车里程 3038 公里，高铁占比 88%，约 2700 公里；2018 年计划新增投产线路 4000 公里，其中高铁计划 3500 公里，新增里程同比增长近 30%。与通车里程同时公布的还有未来三年的动车组采购规模 900 组和 2018 年铁路行业 7320 亿元投资额。我们认为，虽然总投资额度低于前两年年均 8000 多亿元的规模，但加上城际路线的采购量之后，动车组的采购需求相比前两年仍有大幅增长，预计未来三年动车组招标规模将保持在年均 400 列以上的水平。

图 5：2018 年铁路投资额度处于低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：高铁通车里程稳步增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

德国克诺尔目前占据我国 80% 左右的市场份额。高铁列车刹车闸片对技术和稳定性均有着非常高的要求，即使在国际上，也只有德国、法国、美国和日本等少数几个国家能够生产，其中比较有代表性的厂商有德国的克诺尔、日本的川崎和美国的西屋。其中，德国克诺尔是高铁列车刹车片市场的领头羊，市场占有率非常高，占据绝对的统治地位。高垄断带来高毛利，据天宜上佳公告称，其毛利率高达 70% 以上。

国产化进程使得闸片价格逐步下跌。随着国内天宜上佳、北京蒲然、博深工具、青岛亚通达等国内厂商的进入，高铁刹车闸片价格逐步下跌。以天宜上佳粉末冶金闸片 TS122(200-250)产品为例，从 2015 年的 2753.38 元/片，降到目前的 2133.25 元/片。

表 1：国产化后，刹车闸片价格逐步下跌

项目	2015	2016	2017-10
粉末冶金闸片 TS122(200-250)	2753.38	2327.04	2133.25
粉末冶金闸片 TS566(200-250)	1356.06	1329.65	1171.85
粉末冶金闸片 TS355(300-350)	2774.29	2501.03	2006.97
粉末冶金闸片 TS399	2774.29	2344.88	2249.27
粉末冶金闸片 TS588A	2831.80	2438.42	2435.90
合成闸片	2435.90	605.94	473.70
合成闸瓦	225.30	211.03	223.25

资料来源：新宏泰公司公告，民生证券研究院

公司是目前市场上在高铁刹车闸片领域取得CRCC认证且具备350km资质的三大公司之一。12月25日，公司公告中标中国铁路建设投资公司“铁路运营物资联合采购项目（动车组闸片）”2000片，金额403万元，意味着公司高铁刹车闸片产业化落地。我们预计公司到2020年，公司有望占到15%~20%的市场份额。

三、盈利预测与风险提示

近期以12亿（现金对价23.6%和股份对价76.4%）收购金牛研磨100%股权，进军涂附磨具领域，发行价12.25元/股，按17年承诺净利润算，收购PE约15倍，金牛研磨承诺净利润2017~2019年分别为0.825、0.975和1.11亿元。目前定增获批通过。

我们预计公司2017~2019年归母净利润0.57亿元、1.78亿元和2.34亿元，按照摊薄后股本计算，每股收益分别为0.17、0.43和0.57元，对应PE分别为93.9x、37.0x和28.0x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：高铁刹车闸片项目推进不及预期；金牛研磨承诺业绩不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	430	442	1,196	1,380
营业成本	272	265	684	761
营业税金及附加	6	5	13	16
销售费用	54	55	152	174
管理费用	61	60	167	192
EBIT	37	56	180	238
财务费用	4	0	0	0
资产减值损失	23	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	(1)	(1)
营业利润	8	56	179	237
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	13	59	183	241
所得税	0	2	5	6
净利润	12	57	178	234
归属于母公司净利润	12	57	178	234
EBITDA	76	93	215	271

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	179	248	911	1078
应收账款及票据	201	240	640	743
预付款项	7	7	18	19
存货	144	145	374	416
其他流动资产	19	19	19	19
流动资产合计	560	669	1990	2307
长期股权投资	53	53	53	53
固定资产	249	236	226	214
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	470	417	367	318
资产合计	1030	1086	2357	2625
短期借款	111	111	111	111
应付账款及票据	83	82	209	234
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	223	222	395	430
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	228	227	401	435
股本	338	338	413	413
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	802	859	1956	2190
负债和股东权益合计	1030	1086	2357	2625

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-1.0%	2.8%	170.6%	15.4%
EBIT 增长率	28.4%	54.1%	218.7%	32.0%
净利润增长率	89.3%	359.0%	210.2%	31.9%
盈利能力				
毛利率	36.8%	40.0%	42.8%	44.9%
净利润率	2.9%	13.0%	14.9%	17.0%
总资产收益率 ROA	1.2%	5.3%	7.5%	8.9%
净资产收益率 ROE	1.6%	6.7%	9.1%	10.7%
偿债能力				
流动比率	2.5	3.0	5.0	5.4
速动比率	1.9	2.4	4.1	4.4
现金比率	0.8	1.1	2.3	2.5
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	188.3	196.8	193.9	194.9
存货周转天数	198.5	200.2	199.7	199.9
总资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.2	0.4	0.6
每股净资产	2.4	2.5	4.7	5.3
每股经营现金流	0.3	0.1	(0.7)	0.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	397.8	93.9	37.0	28.0
PB	6.7	6.3	3.4	3.0
EV/EBITDA	85.9	69.4	26.9	20.7
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12	57	178	234
折旧和摊销	63	36	35	33
营运资金变动	22	(42)	(483)	(116)
经营活动现金流	100	48	(274)	148
资本开支	34	(21)	(19)	(20)
投资	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(42)	20	18	19
股权募资	0	0	919	0
债务募资	(17)	0	0	0
筹资活动现金流	(57)	0	919	0
现金净流量	0	69	663	167

插图目录

图 1：2017 年以来营业收入逐季增长.....	2
图 2：2017 年净利润有较大幅度增长.....	2
图 3：金刚石工具是公司主营业务.....	2
图 4：毛利率略有提升	2
图 5：2018 年铁路投资额度处于低位.....	3
图 6： 高铁通车里程稳步增长.....	3

表格目录

表 1：国产化后，刹车闸片价格逐步下跌.....	3
--------------------------	---

分析师简介

刘振宇，大机械组组长，北京科技大学材料学专业本科及硕士。曾任中国中冶控制经理岗，北京市规划委规划验收岗，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。