

博深工具 (002282.SZ)

其它通用设备行业

评级：持有 首次评级

公司研究

市价(人民币)：13.05元
目标(人民币)：12.99-14.05元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	43.40
总市值(百万元)	2,262.87
年内股价最高最低(元)	17.17/11.28
沪深300指数	2716.78
中小板指数	5578.17



金刚石工具领导者，横向纵向扩展在即

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.425	0.327	0.430	0.562	0.782
每股净资产(元)	1.98	4.46	4.91	5.47	6.25
每股经营性现金流(元)	0.20	0.35	0.61	0.57	0.68
市盈率(倍)	N/A	48.61	31.87	24.39	17.53
行业优化市盈率(倍)	32.61	68.61	68.61	68.61	68.61
净利润增长率(%)	2.22%	2.42%	31.67%	30.71%	39.10%
净资产收益率(%)	21.54%	7.33%	8.76%	10.28%	12.51%
总股本(百万股)	130.00	173.40	173.40	173.40	173.40

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内最大的金刚石工具厂商，扩产高档激光焊接产品**：公司多年以来一直是全国最大的金刚石工具生产厂商，产品齐全，质量可靠；募集资金用于扩产激光焊接的金刚石产品，供应国外市场和快速发展的国内市场。我们预计金刚石工具 2010-2012 年销售增速分别为 12.04%，45.93%，29.20%。
- **依托金刚石工具优势，进入电动工具市场**：公司的电动工具产品主要为小型建筑施工机具，其中使用金刚石工具，并共享销售渠道；募投项目将扩大现有产品线产能，我们预计电动工具 2010-2012 年销售增速分别为 48.47%，94.93%，67.47%。
- **硬质合金工具是未来发展重点**：坚持中高档产品定位，针对国内木材、铝材和塑钢加工等专业市场，在 3-5 年的时间里使合金工具销量从 2009 年的 3200 万增长到 2 亿元。我们预计合金工具 2010-2012 年销售增速均为 30%。

投资建议和估值

- 我们预测博深工具 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.430 元、0.562 元和 0.782 元。
- 我们给予公司未来 6-12 个月 12.99-14.05 目标价位，相当于 30x10PE 和 25x11PE，建议持有。

风险

- 外贸风险，新产品销售风险

赵乾明 分析师 SAC 执业编号：S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：国内金刚石工具领导者，扩产高档产品	4
行业分析：小工具，大市场	5
金刚石工具市场舞台巨大	5
电动工具市场容量快速扩大	7
合金工具稳步发展	9
公司分析：把握行业机会，通过募投项目促进自身发展	9
回答问题一：公司金刚石工具行业规模第一，但面临众多公司的竞争	9
回答问题一：电动工具市场面向专业市场，争取替代进口产品	10
回答问题二：募投项目瞄准中高端金刚石和电动工具市场，提升市场地位	11
总结：竞争有优势，期待未来做大做强	12
盈利预测、估值与投资建议	13
盈利预测	13
估值与投资建议	15
风险和机遇	16
外贸风险	16
新产品推广风险	16
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

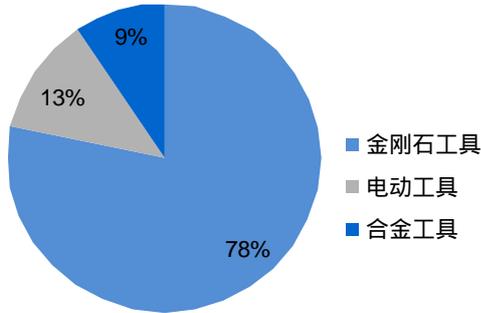
图表 1：2009 年主业收入占比	4
图表 2：2009 年主业毛利占比	4
图表 3：公司内外销情况	4
图表 4：2009 年降收但增利 单位：万元	5
图表 5：分产品销售毛利率	5
图表 6：金刚石工具按用途分类	6
图表 7：金刚石工具按焊接方式分类	6
图表 8：电动工具按用途分类	8
图表 9：2006 -2012 年全球电动工具销售额（亿美元）	8
图表 10：全球电动工具市场区域占比	8
图表 11：电动工具分级和主要品牌分布图	9
图表 12：与主要竞争对手比较	10
图表 13：与安泰工具营业比较	10
图表 14：富士华集团扩张历程（标注年份为并购时间点）	11
图表 15：募投项目总结	12
图表 16：募投产能达产进度表及相应收入	14

图表 17：主营业务收入预测.....	15
图表 18：中小盘工程机械类股票相对估值比较.....	16

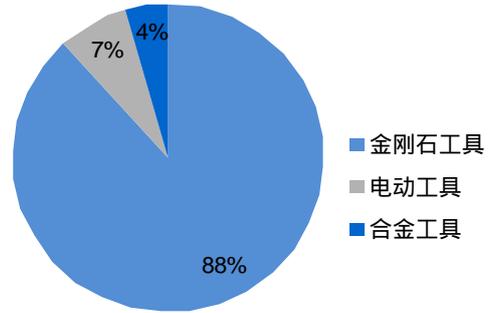
公司概况：国内金刚石工具领导者，扩产高档产品

- 博深工具是专业研发、生产和销售金刚石工具、电动工具、合金工具产品的国家级高新技术企业，也是国内最大的金刚石工具生产企业。
- 三大类产品中，金刚石工具收入占比达 78%、总毛利占比接近 80%，是公司起家 and 发展的重点。

图表1：2009 年主业收入占比



图表2：2009 年主业毛利占比



来源：国金证券研究所

- 公司自 1994 年成立以来一直坚持全面开拓国内外市场的销售战略：
 - 1) 在国内，博深的营销网络覆盖了 30 个省市自治区的 200 多个城市，与 300 多家经销商建立了长期稳定的合作关系，市场占有率连续多年位居国内同行之首。
 - 2) 在国外，产品通过 ODM 模式出口到欧美，博深营销网络已覆盖美国 30 个州，且在德国等 20 多个欧洲国家发展了 50 多家忠诚稳定的客户；在东南亚市场，公司坚持推广自主品牌，“BOSUN”已成为东南亚金刚石工具市场的知名品牌。

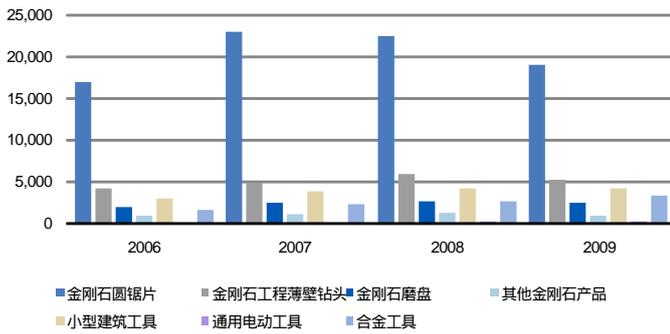
图表3：公司内外销情况

产品	2006	2007	2008	2009
内销占比	53.8%	46.5%	51.8%	57.2%
外销占比	46.2%	53.5%	48.2%	42.8%
其中：ODM	40.2%	46.1%	39.8%	34.7%
其中：自有品牌	6.0%	7.5%	8.4%	8.1%

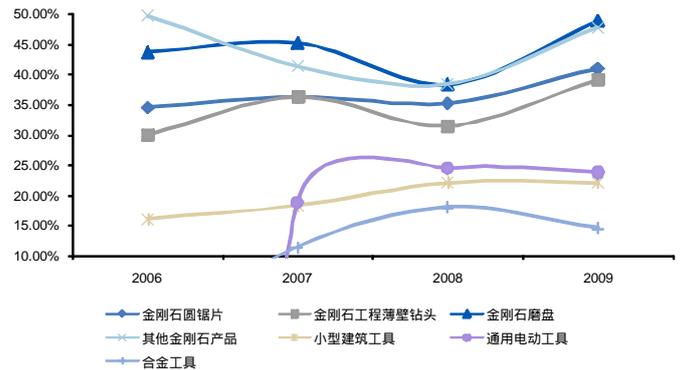
来源：国金证券研究所

- 外销占比接近一半使得公司收入与国际经济波动有一定相关性，但公司本身也在不断增加高利润产品比例，在金刚石工具方面扩张激光焊接锯片和钻头产能；同时依托于金刚石工具多年建立的品牌和渠道优势，通过定制生产方式进入以小型建筑施工机具为主的电动工具，以及硬质合金刀具。
- 2009 年受到外贸萎缩影响，公司实现营业收入 35049.90 万元，同比减少 9.91%；但由于公司加大控制成本力度，增加高利润产品比例，毛利率不降反升，达 36.70%，同比提高 4.36%，归属公司股东净利润为 5664.55 万元，同比增长 2.42%。
- 2009 年控制成本、增加高利润产品比例，向下游延伸的经营思路在 2010 年继续贯彻并体现在经营业绩中；一季度公司收入和净利润分别同比增长 25.84%和 52.56%。

图表4：2009年降收但增利 单位：万元



图表5：分产品销售毛利率



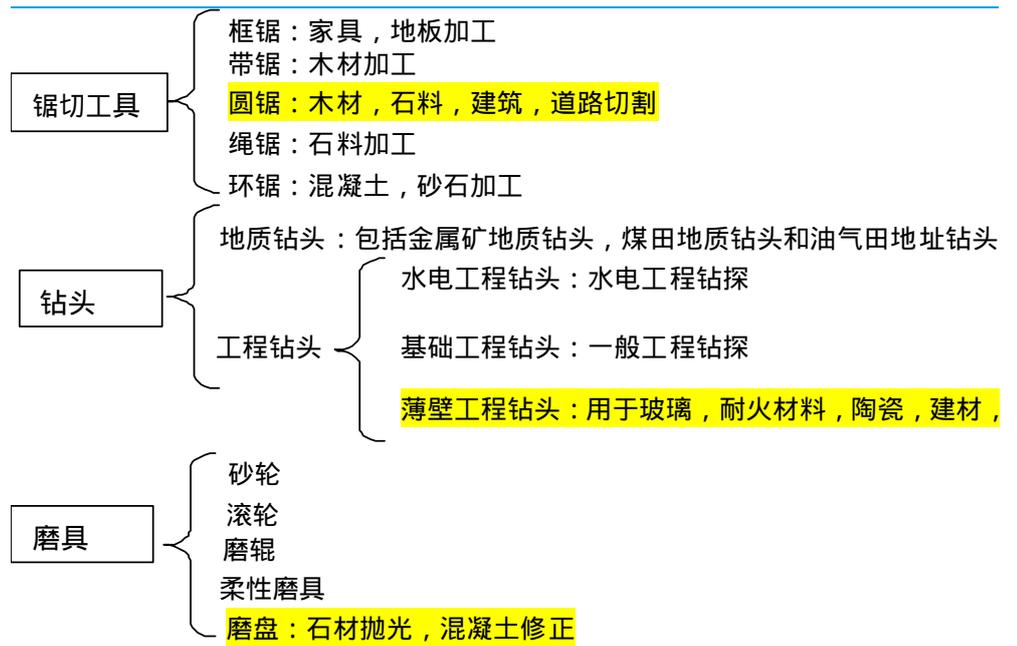
来源：国金证券研究所

行业分析：小工具，大市场

金刚石工具市场舞台巨大

- 金刚石工具以其无与伦比的性能优势，成为当今公认的、唯一有效的硬脆非金属材料加工工具，其应用领域非常广泛，并在不断延伸。
 - 它广泛应用于建筑业、石材加工业、汽车工业、交通工业、地勘与国防工业等领域，且在宝石、医疗器械、木材、玻璃钢、石材工艺品、陶瓷和复合非金属硬脆材料等众多新领域不断得到应用。
 - 随着金刚石工具性能不断提升、功能不断扩展，它的应用范围逐渐延伸至半导体、航空航天、信息等诸多领域，这些新的应用领域，为金刚石工具行业开拓崭新的市场空间。
- 可以按照用途和焊接工艺对金刚石工具进行分类：
 - **按用途分类：**金刚石工具分成“钻”、“切”、“磨”三大类，其中博深工具的产品为金刚石圆锯片，金刚石工程薄壁钻头和金刚石磨盘，广泛应用于石材、木材加工，建筑维修和公路桥梁整修等领域。

图表6：金刚石工具按用途分类



来源：国金证券研究所

- 按焊接工艺分类，现在市场主流产品采用烧结，高频和激光等三种工艺，其中激光焊接产品焊接强度高，热影响区小，产品精度高，具有较高的剪切强度和高温强度，在使用时能承受高温和较大的冲击力，即使在缺水的情况下也不易出现刀头脱落的情况，因而可以大大延长钻头的使用寿命，国外在 90 年代就采用激光焊接代替钎焊，现在已经是市场消费的主流品种。

图表7：金刚石工具按焊接方式分类

焊接方法	特点
烧结焊接	焊接温度高，影响金刚石的使用寿命，设备投入小
高频焊接	能耗低，生产效率高，使用时必须加水（湿切），设备投入小
激光焊接	能量密度大，可焊透深度大，使用时不必加水（干切）设备投入大

来源：国金证券研究所

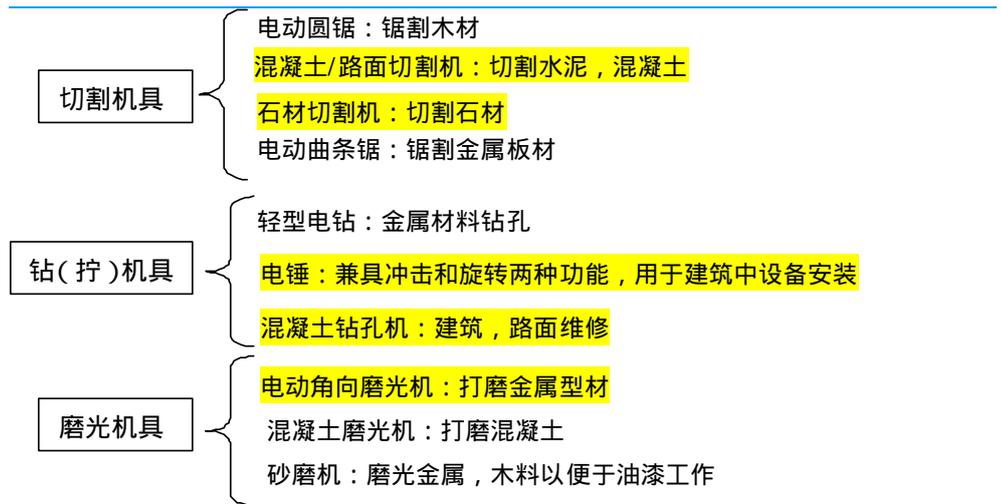
- 2009 年，金刚石工具全球市场总额保守估计为 200 亿美元，其中以金刚石钻切工具的应用最为广泛，约占市场容量的 70%；在未来一段时期内，金刚石工具的市场需求仍将继续快速增长，原因如下：
 - 随着建筑行业的迅速发展、工程环保要求不断提高与施工理念不断更新，金刚石工具将更加广泛地取代传统加工方式。目前在部分发达国家市政工程施工中已明文规定在高速公路、机场跑道、公共广场修复中必须用金刚石锯片进行切割，禁止采用传统的手工开挖。这一趋势必将很快向其它国家和地区扩展。
 - 新技术、新工艺、新产品的不断推出，为金刚石工具创造新的市场需求。如链锯、环锯、绳锯等新产品，树脂结合剂、塑料结合剂等新工艺技术，半导体切割、陶瓷切割、玻璃切割、铸铁切割等新用途开发，极大地拓宽了金刚石工具的市场领域。
 - 目前欧、美等主要发达工业国家的高速公路和机场因为均已近百年的历史，而已进入修补、重建高峰期；同时亚洲等新兴发展中国家则正开始高速公路、大型机场兴建的高峰期。
- 预计未来 5-10 年内，金刚石工具的需求仍将保持每年 10% 以上的速度增长；对金刚石工具制造企业来说，未来 10 年仍将面对巨大的市场空间。

- 我国金刚石工具使用范围还较小，和国外发达国家有很大差距，特别是专业金刚石工具国内还用的很少。未来随着石材建筑市场的产业升级，金刚石工具产品的国内市场将有望扩大；其次，伴随着国人购买力的不断增长和对加工精度以及环保要求的不断提高，国内金刚石工具市场的消费结构将不断升级。
 - **石材行业**：我国已经成为石材加工和出口大国，石材产量居世界第一，约占世界产量的 25%左右。2007 年规模以上石材企业石板材产量达到 2.23 亿平米。按照 1 片金刚石切割锯片的使用寿命以切割 120 平方米石材，潜在市场 185 万片。
 - **陶瓷行业**：2006 年中国国内市场对建筑陶瓷的年需求量近 30 亿平方米，未来还将保持 5-10 年的增长，目前在国内是金刚石工具第二大的市场。
 - **公路桥梁建设**：中国 2009 年高速公路里程数已经达到 7.5 万公里，未来维修需求非常大。用于切割混凝土、沥青等各种硬脆性非金属材料、修理破损路面，金刚石锯片显示出了其使用寿命长、具备较强的抗变形能力等优点，尤其是激光焊接金刚石锯片由于整体性能好，在美国已经成为了标准工具。按照 1 片金刚石切割锯片的使用寿命以切割 200 平方米的高等级公路路面计，国内高速公路修缮市场容量超过 200 万片。
 - **建筑装饰**：目前中国建筑和装饰行业产值已经达到 1 万亿以上，随着中国城镇化进程的加快还将保持年 10%左右的增长。建筑装饰需要使用金刚石工具来切割、钻孔，市场容量也非常巨大。
- 目前国内金刚石工具行业的发展可谓是机遇与挑战并存：
 - **发展机遇**：
 - 1) 金刚石工具行业发源于欧美，因为成本原因在 80 年代向日本韩国转移，90 年代末中国企业进入国际市场并凭借价格优势取得快速增长。目前，主要国产厂商如博深工具，安泰工具，除了部分特殊产品不能生产，主流产品已经和韩国厂商质量不相上下，未来有望取代韩国厂商的国际地位。
 - 2) 国内石材、陶瓷和建筑市场巨大，随着对金刚石工具认知度的提高和购买力的增长，国内的金刚石市场发展速度将快于世界其他地区。
 - **问题和挑战**：
 - 1) **市场规范**：国内市场信誉差，没有国家规范和全国性的行业协会，不利于行业整合，在国内外各个市场存在着低层次的恶性竞争。
 - 2) **品牌实力**：国外市场中国金刚石工具产品品牌弱势，极大影响市场开发。
 - 3) **技术水准**：国内小厂林立，大部分厂商仅生产同质化产品而没有技术积累，在专业级和工业级金刚石市场竞争力不强。

电动工具市场容量快速扩大

- 小型建筑施工机具是在金刚石工具切割技术发展的基础上产生的，广泛应用于混凝土、石材、陶瓷等建筑、装修材料的钻、切、磨作业，主要用于建筑、道路和墙体的维修改造。按用途有如下分类：

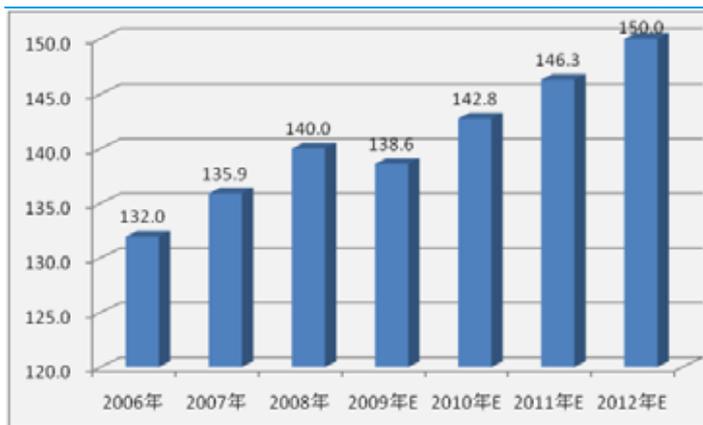
图表8：电动工具按用途分类



来源：国金证券研究所

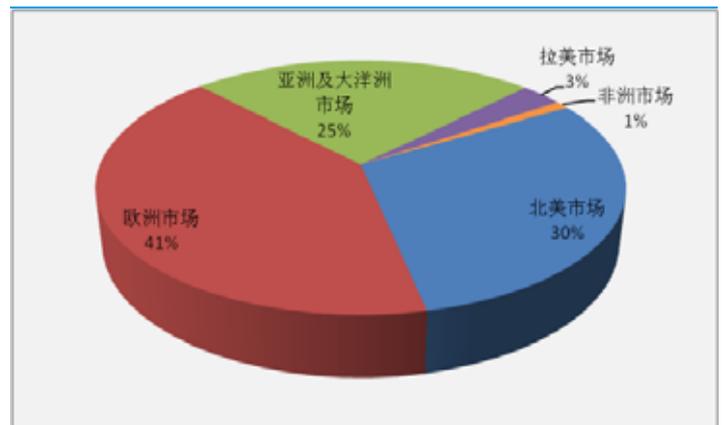
- 全球电动工具的市场容量在 2008 年已达到约 140 亿美元，虽然 2008 年受到金融危机的影响，但从 2009 年的情况来看，市场正逐步恢复，预计全球电动工具市场容量在 2012 年将超过 150 亿美元。
 - 从具体国别看，2008 年美国市场为全球最大市场，占全球市场的 25%，规模超过 42 亿美元；欧盟各国中德国、法国、英国等国家市场规模较大；目前发展中国家市场规模占全球电动工具市场比例还不高，部分发展中国家市场增速较快。增长速度排前的国家为中国、巴西、墨西哥、印度等。
 - 从应用领域来看，建筑道路行业仍是专业电动工具主要的下游行业，其占到专业电动工具应用市场的 50% 左右。根据中国电动工具网统计，截止到 2008 年，建筑道路用专业电动工具市场规模达到 19.72 亿元，增长率为 9.78%。随着国家对基础建设投资力度的加大，未来 3 年建筑道路用专业电动工具市场将保持较高的增速。

图表9：2006-2012 年全球电动工具销售额（亿美元）



来源：国金证券研究所

图表10：全球电动工具市场区域占比



- 随着电动工具应用的发展，电动工具整体的产品体系大致可以分为工业级、专业级和通用级三个级别，在专业级和工业级市场基本被国外厂商垄断。

图表11：电动工具分级和主要品牌分布图



来源：汉鼎咨询，国金证券研究所

- 根据中国电动工具网统计，2008年我国专业电动工具的产量达到5,200万台，其中出口3,700万台。产量相比2007年增长了15.56%。与此同时，电动工具企业的数量也在不断增长，规模不断扩大，竞争日趋激烈。由于我国大部分企业生产导向为主，主要为国外厂商进行OEM生产，缺乏对本土市场的深刻理解，因此较少内资企业能够生产高等级的专业电动工具。

合金工具稳步发展

- 近年来，现代化木材加工工业发展迅猛，木质复合材料的加工因此得到了高速发展。目前我国是亚洲生产中密度纤维板(MDF)最大的国家。在切削人造板等木质复合材料时使用的刀具材料主要是硬质合金，硬质合金的耐磨性、耐热性和硬度很高。现有的硬质合金刀具在耐磨和耐腐蚀性方面已经不能满足要求，为了达到良好的经济效益和社会效益，市场迫切需要高性能的、高质量的木工加工刀具。
- 聚晶金刚石(PCD)具有极高的硬度和耐磨性，特别是聚晶金刚石，是刀具材料中最硬的材料。同时摩擦系数小，热膨胀系数低，与非铁金属无亲和性，切屑易流出，导热率高，切削时不易产生积屑瘤，可以避免热量对刀刃和工件的影响，因此刀刃不易钝化，切削变形小，可以获得较高质量的表面。它能有效地加工非铁金属材料和非金属材料，如铜、铝材、陶瓷、各种纤维和颗粒加强的复合材料(尤其是实木和胶合板等复合材料)。
- 国内中高档次木工产品虽然销量只占10%，但价格占销售总额的50%以上。随着中国实木地板使用面积越来越大，木工刀具的需求也在快速上升。

公司分析：把握行业机会，通过募投资项目促进自身发展

- 博深工具能否把握住金刚石工具和电动工具行业的发展机会，趁机做大做强呢？我们认为可以从两个方面来评价其把握机会的能力：
 1. 公司处于什么产业地位，相对于同行竞争优势何在？
 2. 公司未来如何把握住行业机会，生产和销售能否支持公司的扩张？

回答问题一：公司金刚石工具行业规模第一，但面临众多公司的竞争

- 公司是国内第一批金刚石工具生产企业，从94年的小作坊发展成今天的现代化集团，是国内规模最大的金刚石工具生产企业，在国内的石材和陶瓷加工行业已经成为知名品牌。

- 金刚石工具领域，公司最大的竞争对手是安泰工具，富士华冀凯，武汉万邦，广州奔朗，福建万龙等。公司在规模、渠道和管理上有综合优势，在激烈竞争中处于有利地位，但技术上处于中上游。

图表12：与主要竞争对手比较

竞争对手名称	优势	劣势
安泰工具	科研院所下属企业，技术实力强，产品90%以上出口	2008年才进入国内市场，渠道建设需要时间
福建万龙/ 武汉万邦	技术实力强，能做大型石材锯片，在国外二线国家有一定知名度	国内整体规模不如博深

来源：国金证券研究所

图表13：与安泰工具营业比较

分产品	2009	2008	2007
博深工具	金刚石相关收入 27416.86	32047.35	31118.35
	净利润率 18.00%	15.80%	17.20%
安泰钢研	金刚石相关收入 23140.05	27153.56	28816.69
	净利润率 7.30%	2.60%	6.10%

- 公司相比于国内其他企业有若干优势：
 - **规模**：企业规模全国第一，内销和外销产品均居全国前茅。公司现有2000多种产品，品种齐全，质量稳定，满足客户多方面的需求。
 - **品牌**：在国内市场，公司产品比同类价格高出10%，且销售情况良好，金刚石工具产品基本全部满负荷生产，这主要得益于国内用户对公司品牌的认可。国内金刚石工具产业很不规范，劣等产品充斥市场，公司的长期建立起来的良好品牌形象显得尤为重要。
 - **渠道**：经过多年的建设和积累，公司在国内外有了一批长期合作的渠道伙伴，他们和公司一起成长，能将公司的新产品快速传递给终端用户。
 - **技术**：公司历年新产品营业收入占年营业收入的比例均在35%以上，目前拥有111项国家专利，持续研发的能力较强。金刚石工具应用领域非常广泛，不同领域对工具的要求都有区别，持续的研发能力能将公司和大部分中小公司区别开来。
- 国内金刚石工具产业已经发展了近20年，涌现出了很多优秀的公司，公司在国内外市场都承受着激烈的竞争：
 - **技术**：国内高档石材市场（福建，云南）已经在大量使用金刚石工具，开采时需要用到专业级大锯片，这部分市场技术较强的是福建万龙，武汉万邦等厂商，博深在这种专业高档领域技术处于中游水平。如石材市场大量使用的大尺寸金刚石锯片，一块1.6米的锯片需用金刚石600多克拉，利润率非常高，国内能做的非常少。
 - **市场**：中国过去过年在欧美市场低价销售金刚石工具，已经被当地用户看做低档产品，严重影响了我国产品的利润。比如美国市场，350mm的激光焊接锯片中国产品卖100美元，而“韩国二和”同等质量产品能卖600美元，美国用户还非常认可。要改变中国产品形象需要长期努力。目前在一些原来的空白市场（土耳其，俄罗斯等），中国部分企业（如福建富力等）已经建立了自有品牌，能取到高额利润。
- 公司每年研发费用均占营业收入的5%左右，努力提升自身的产品质量。目前已经有计划在海外空白市场（南美，印度等）开展业务，为新增产能寻找市场。

回答问题一：电动工具市场面向专业市场，争取替代进口产品

- 公司在电动工具市场属于一个新进入者，这个市场有三道门槛，但公司都有相应的应对之道：

1. 技术障碍

门槛：专业电动工具是一个需要运用多种综合学科的产业，进入本行业需要一批具有交叉学科专业知识和丰富实践经验的高级技术人才及技术管理团队。

对策：公司在 2010 年 4 月 21 日和上海电动工具研究所合作，共建“博深工具股份有限公司电动工具产品研发中心”。公司提供资金及派出研发人员，上海电动工具研究所提供经验丰富的研发团队、地点及相应的研发条件，共同开展高端电动工具项目开发。

2. 营销和售后服务网络障碍

门槛：目前，国内专业电动工具销售一般采取经销商模式。专业电动工具行业经过多年的发展，专业电动工具厂家和经销商已经建立了相对比较稳定的战略合作关系，而且这种合作关系对于外部的加入者具有较强的排他性。

对策：公司金刚石工具用于混凝土和建筑切割钻孔，而电动工具也是用于混凝土方面的，两者可以共享市场和销售渠道。公司利用现有的强势渠道来推销电动工具，能起到事半功倍的效果。

3. 市场声誉障碍

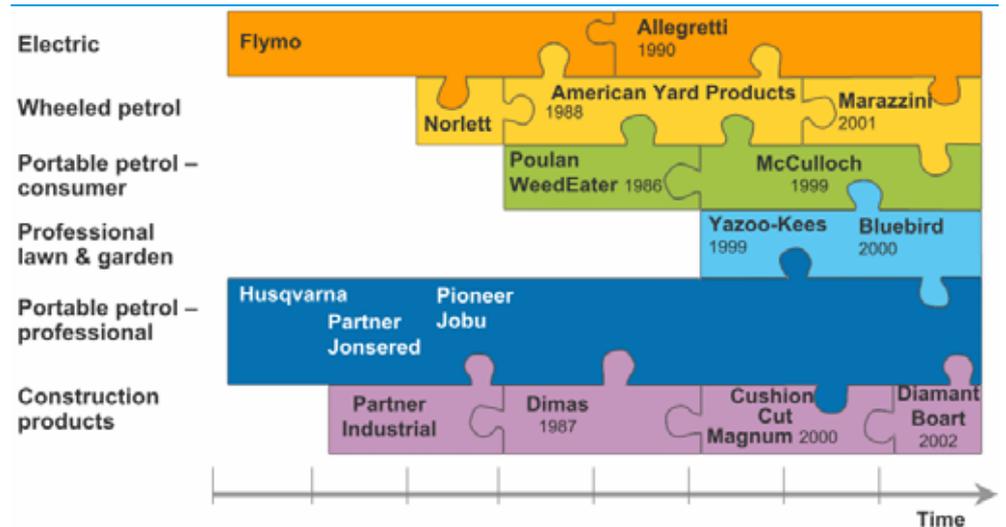
门槛：专业电动工具的客户对生产商的选择非常慎重。老客户出于对产品质量可靠性和服务稳定性的考虑，倾向于选择长期合作；新客户在不了解产品质量的条件下会将产品的品牌和市场声誉作为最重要的参考因素之一，因此新进入者较难在短时间内获得客户认可。

对策：公司电动工具的目标市场是建筑施工企业，在这个市场的公司的锯片和钻头已经有很高的知名度。通过共享品牌，公司也较容易取得用户信任，进入这个广大的市场。

回答问题二：募投项目瞄准中高端金刚石和电动工具市场，提升市场地位

- 从国际金刚石厂商的发展道路看，延伸产业链，实现跨越式发展是可行的可行战略。
 - 世界户外电动工具巨头富士华(HUSQVARNA)在 30 年前只是一个生产园艺工具的厂商，最近几十年里获得了飞速发展。主要途径是利用现有技术、人员、渠道优势开拓其他相关领域，通过兼并合作和内生性成长实现企业的长期持续发展。
 - 富士华金刚石工具部门的前身是 Partner Industrial 和 Dimas，两家公司在并购之前是地区性的生产厂商，并购到富士华集团后共享了集团的渠道和品牌资源，现在已经成了世界金刚石工具最大的生产者。

图表14：富士华集团扩张历程（标注年份为并购时间点）



来源：富士华投资者交流会，国金证券研究所

- 目前，博深工具正在复制这条发展道路：

- 公司利用现有的渠道和品牌优势进入电动工具和合金工具市场，主攻方向是低噪声“钻、切、磨”类小型建筑施工机具包括混凝土钻孔机、台式及路面切割机小型建筑施工机具，为金刚石工具的配套设备，是沥青、混凝土、石材、瓷砖等材料的钻、切、磨专业工具。
- IPO 募投项目为台式混凝土钻孔机、手持式混凝土钻孔机、台式切割机和路面切割机，这些种类可以填补国内空白，能替代进口的中高档产品并外销出口，企业产品标准高于国家标准，达到国际同类产品的生产标准。通过这些项目，公司能提升产能和增加产品种类，扩大市场份额。

图表15：募投项目总结

IPO募投项目	扩产前产能 (万)	新增产能 (万)	新增产能预计 销售额(亿)
金刚石圆锯片	45.0	84.0	3.9
金刚石钻头	15.0	90.0	1.1
混凝土钻孔机	6.5	35.0	2.1
切割机	0.4	3.0	1.2

来源：招股说明书，国金证券研究所

1. 激光焊接金刚石锯片

国内金刚石锯片市场容量达 50 亿元，其中激光焊接类锯片仅占 2% 左右，市场容量为 1 亿元左右，由于公司现有产能优先满足国外市场，国内该类产品市场占有率仅为 3% 左右。随着大功率、高转速小型建筑施工机具的大量应用，以及激光焊接技术和装备日趋成熟，成本逐步降低，预计未来国内激光焊接锯片的市场需求量将迅速达到 10 亿元以上。目前，国内生产激光焊接锯片的企业有数十家，相对规模均较小，且设备相对落后，产销规模远远不能满足市场需求的增长。

2. 激光焊接金刚石钻头

金刚石工程薄壁钻头国内市场容量达 30 亿元，其中 90% 以上是高频焊接钻头，激光焊接钻头仅占 2% 左右。激光焊接钻头具有安全性能高、可干钻等优点，随着生产技术、设备日趋成熟，将快速替代高频焊接类钻头。如能够满足供应，市场容量可迅速达到 15 亿元以上。由于技术等门槛较高，目前，国内生产激光焊接钻头的企业仅有十几家，规模均较小，产销规模远远不能满足市场需求。目前公司国内市场占有率为 15% 左右，随着公司产能的增加及激光焊接钻头市场容量的快速增加，公司激光焊接钻头的国内销售收入将迅速增长。

3. 小型建筑施工机具

混凝土钻孔机和切割机国际市场容量已达到人民币 400 亿元以上。由于国内起步较晚，市场容量正处于快速增长期，市场容量较小，但仍然有不低于 20 亿元的市场需求。目前，国内外市场中高档混凝土钻孔机和切割机生产商主要来自于欧美一些发达国家，国内极少企业生产，公司目前产能及市场占有率均很小。

- 电动工具领域国内主要是外资品牌，有部分中国品牌如锐奇也有很好的市场知名度。这个市场对技术和销售的要求均较高，公司现在已经有了很好的销售渠道，同时和上海电动工具研究所合作开发中高档电动工具，未来有望分享这个市场的高速成长。

总结：竞争有优势，期待未来做大做强

- 总结国内金刚石工具和电动工具市场格局和公司优劣势，我们认为公司在金刚石工具领域规模最大但技术市场不是最强，随着金刚石工业逐渐向中国转移，公司有必要进一步扩大规模以提升市场地位。
- 公司销售渠道、品牌和技术的优势可以让公司向其他方向拓展，为电动工具和合金工具未来的跨越式发展提供了可能性。

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测

- 上市前受制于产能瓶颈和经济危机的影响，销售额的增长并不明显，但随着募集资金项目投产带来产能瓶颈的突破，及下游需求的扩张，公司将进入一个快速增长的阶段，预计能维持 3 年左右；预计到 2010 年底投资进度约占总投资的 32%，2011 年这部分已经投入的产能可以发挥 70%。2011 年底完成全部投资，并在 2012 年达产 70%。因此未来 2 年内高速增长是有保证的。
- 主要假设条件：
 - 2010 年毛利率保持稳定，之后逐年小幅下降。
 - 非募投品种因技改等原因在 2010 年后以约 5% 的速度增长。
 - 公司投产的电动工具可以替代进口产品，因而预测电动工具毛利率从 2009 年的 21.30% 逐年提高到 2013 年的 28%，与电动工具厂商“上海锐奇工具”2009 年毛利率持平。其中通用电动工具基数较小，根据过去几年的高增长情况预测 2010-2013 年收入增速为 40%，35%，30%，30%。
 - 公司木工 PCD 刀具开发顺利，同时通过和德国 Prewi 合作提高自身技术，因而预测合金工具毛利率从 2009 年的 17.52% 逐年提高到 2010 年的 25%。
- 募投产能实现进度表以及相应收益和按照该扩产计划做出的主营业务预测如下：

图表16：募投产能达产进度表及相应收入

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
普通激光锯片（现有产品）								
销售额（万元）	6,234.46	9,791.51	8,286.72	6,570.00	8,100.00	6,840.00	6,480.00	7,290.00
销售毛利（万元）	3,055.51	4,555.99	3,431.53	2,562.30	3,240.00	2,736.00	2,527.20	2,843.10
毛利率	49.01%	46.53%	41.41%	39.00%	40.00%	40.00%	39.00%	39.00%
均价（元）	199.91	205.99	214.51	200.00	200.00	190.00	180.00	180.00
产能（片）	380,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00
产量（片）	360,728.00	479,911.00	412,721.00	328,500.00	405,000.00	360,000.00	360,000.00	405,000.00
产能利用率	94.93%	106.65%	91.72%	73.00%	90.00%	80.00%	80.00%	90.00%
销量（片）	311,862.00	475,345.00	386,317.00	328,500.00	405,000.00	360,000.00	360,000.00	405,000.00
产销率	86.45%	99.05%	93.60%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
高档激光锯片（募投项目）								
销售额（万元）					0.00	5,720.06	16,934.40	25,704.00
销售毛利（万元）					0.00	2,288.03	6,604.42	10,024.56
毛利率					40.00%	40.00%	39.00%	39.00%
国内均价（元）					400.00	380.00	360.00	340.00
国外均价（元）					400.00	380.00	360.00	340.00
产能（片）					0.00	188,160.00	588,000.00	840,000.00
产量（片）					0.00	150,528.00	470,400.00	756,000.00
产能利用率					90.00%	80.00%	80.00%	90.00%
销量（片）					0.00	150,528.00	470,400.00	756,000.00
产销率					100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
混凝土钻孔机								
销售额（万元）	2558.25	3198.91	3286.58	3298.10	4876.25	8964.00	13539.38	15500.25
国内均价（元）	418.50	460.40	485.77	430.00	430.00	430.00	430.00	430.00
出口均价（元）	1040.47	1475.39	1700.93	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00
产能（套）	55,000	65,000	65000.00	65000.00	117500.00	240000.00	362500.00	415000.00
产量（套）	53,786	61,160	59981.00	65000.00	117500.00	216000.00	326250.00	373500.00
产能利用率	97.8%	94.1%	92.28%	100.00%	100.00%	90.00%	90.00%	90.00%
销量（套）	51,165	58,162	62011.00	76700.00	117500.00	216000.00	326250.00	373500.00
产销率	95.1%	95.1%	103.38%	118.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
切割机								
销售额（万元）	346	471	980.40	868.00	1415.49	3559.54	6140.72	7962.12
国内均价（元）	2734.88	2586.39	3258.14	3100.00	3100.00	3100.00	3100.00	3100.00
出口均价（元）	6065.25	4215.90	1682.89	2104.00	2104.00	2104.00	2104.00	2104.00
产能（台）	1,000	4,000	4000.00	4000.00	8500.00	19000.00	29500.00	34000.00
产量（台）	628	1,573	1376.00	1400.00	3400.00	11400.00	23600.00	30600.00
产能利用率	62.8%	39.3%	34.40%	35.00%	40.00%	60.00%	80.00%	90.00%
销量（台）	865	1,569	3268.00	2800.00	5440.00	13680.00	23600.00	30600.00
产销率	137.7%	99.7%	237.50%	200.00%	160.00%	120.00%	100.00%	100.00%

来源：国金证券研究所

图表17：主营业务收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
金刚石工具					
销售收入（百万元）	274.17	323.48	402.35	572.41	690.42
增长率（YOY）	-14.45%	17.99%	24.38%	42.27%	20.62%
毛利率	41.44%	40.07%	39.62%	38.58%	38.54%
销售成本（百万元）	160.57	193.86	242.95	351.60	424.36
增长率（YOY）	-23.09%	20.74%	25.32%	44.72%	20.70%
毛利（百万元）	113.60	129.63	159.40	220.81	266.06
增长率（YOY）	1.70%	14.10%	22.97%	38.53%	20.49%
占总销售额比重	78.22%	76.46%	69.51%	66.88%	62.61%
占主营业务利润比重	88.32%	85.78%	77.78%	74.10%	70.26%
电动工具					
销售收入（百万元）	43.50	56.92	121.02	211.29	318.49
增长率（YOY）	3.34%	30.85%	112.61%	74.59%	50.74%
毛利率	21.30%	25.00%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本（百万元）	34.24	42.69	87.14	152.13	229.31
增长率（YOY）	4.51%	24.70%	104.10%	74.59%	50.74%
毛利（百万元）	9.27	14.23	33.89	59.16	89.18
增长率（YOY）	-0.75%	53.56%	138.12%	74.59%	50.74%
占总销售额比重	12.41%	13.45%	20.91%	24.69%	28.88%
占主营业务利润比重	7.21%	9.42%	16.53%	19.85%	23.55%
合金工具					
销售收入（百万元）	32.83	42.68	55.48	72.12	93.76
增长率（YOY）	24.03%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	17.52%	17.00%	21.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	27.08	35.42	43.83	54.09	70.32
增长率（YOY）	24.74%	30.81%	23.73%	23.42%	30.00%
毛利（百万元）	5.75	7.25	11.65	18.03	23.44
增长率（YOY）	20.82%	26.17%	60.59%	54.76%	30.00%
占总销售额比重	9.37%	10.09%	9.58%	8.43%	8.50%
占主营业务利润比重	4.47%	4.80%	5.68%	6.05%	6.19%
销售总收入（百万元）	350.50	423.08	578.85	855.82	1102.67
销售总成本（百万元）	221.88	271.97	373.92	557.82	723.99
毛利（百万元）	128.62	151.11	204.94	298.01	378.68
平均毛利率	36.70%	35.72%	35.40%	34.82%	34.34%

来源：国金证券研究所

- 根据模型计算结果，我们预测博深工具 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.430 元、0.562 元和 0.782 元。
 - 预计 2010-2012 年营业收入分别为 423 百万、578 百万和 855 百万；同比分别增长 20.70%、36.81%和 47.85%。
 - 预计公司 2010-2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 74 百万元、97 百万元和 136 百万元；同比增速分别为 31.38%、30.98%和 39.10%。

估值与投资建议

- 我们选取了同为中小板的工程机械和金刚石类公司做分析，可以看出博深工具在毛利润率和净利润率相对其他家有优势，给予 30X10PE，25X11PE 得出公司的估值区间为 12.99-14.05 元。

图表18：中小盘工程机械类股票相对估值比较

股票代码	股票名称	毛利率	净利润率	收盘价	EPS (元)	EPS (元)	EPS (元)	P/E	P/E	P/E
		%	%	(元)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600172.SH	黄河旋风	33.01	4.99	8.19	0.08	0.16	0.57	102.38	51.19	14.37
600499.SH	科达机电	17.57	12.82	23.14	0.30	0.53	0.75	77.13	43.66	30.85
002026.SZ	山东威达	23.58	8.31	10.10	0.24	0.28	0.32	42.08	36.07	31.56
002150.SZ	江苏通润	28.58	8.29	17.88	0.24	0.32	0.37	74.50	55.88	48.32
002237.SZ	赛象科技	32.09	12.37	27.40	0.43	0.60	0.80	63.72	45.67	34.25
002282.SZ	博深工具	40.53	16.16	13.57	0.33	0.43	0.56	41.50	31.34	24.15
市盈率平均值								66.89	38.74	26.56
博深工具EPS					0.33	0.43	0.56			
采纳市盈率								30.00	25.00	
博深工具相对估值结果						12.99	14.05			

注：收盘价为6月21日数据,盈利预测来自朝阳永续和Bloomberg

来源：国金证券研究所

- 综合以上估值结果，给予公司目标价 12.99-14.05 元；目前价位建议持有。

风险和机遇

外贸风险

- 公司历年外销收入占比均超过 40%，2009 年对美国销售占总收入的 20%。2009 年 11 月 4 日,美国商务部发布反倾销税令,自 2009 年 1 月 23 日起对进口的原产于中国和韩国的金刚石锯片及其部件征收进口关税保证金。其中北京安泰钢研超硬材料制品有限责任公司税率仅 2.82%，而博深工具高达 35.51%，远高于中国企业的一般税率 21.43%。
- 公司过去应对关贸纠纷经验不足，目前正积极应对 2010 年 11 月的复审。如果复审后税率降低，公司将恢复对美国的出口；如果复审结果不利，会对公司对美国出口造成负面影响。
- 因中国金刚石生产企业一般税率为 21.43%，国外进口商如果从中国直接购买金刚石工具需要垫付高额关税，因而他们会谨慎从中国直接购买产品。公司在美国有分公司，能自己垫付关税，因而出口受益于反倾销关税；但为了应对 11 月份关税复审，公司目前在美国销售以保价为主。

新产品推广风险

- 公司在电动工具和硬质合金工具领域是一个新进入者，行业经验不足，未来推广中面临国外厂商的技术市场优势和国内厂商的竞争。
- 目前公司正积极寻求与其他厂商和科研院所的合作来提高公司竞争力。通过与上海电动工具研究所和德国 Prewi 合作，引入对方的技术来加强自身实力。
- 公司进入新市场最大的优势在于强势的渠道。电动工具，木工硬质合金工具和金刚石工具都在五金商店销售，渠道完全重合，公司能够复用现有渠道来实现跨越式发展。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	371	389	350	423	579	856	货币资金	30	41	485	450	296	329
增长率	4.7%	-9.9%	20.7%	36.8%	47.8%		应收款项	53	70	84	92	126	187
主营业务成本	-246	-263	-222	-272	-374	-558	存货	103	113	89	112	154	229
% 销售收入	66.4%	67.7%	63.3%	64.3%	64.6%	65.2%	其他流动资产	13	11	7	16	21	30
毛利	125	126	129	151	205	298	流动资产	199	235	666	670	597	775
% 销售收入	33.6%	32.3%	36.7%	35.7%	35.4%	34.8%	% 总资产	53.2%	55.7%	78.6%	71.6%	56.1%	61.6%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-3	-5	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	148	161	156	231	425	432
营业费用	-23	-27	-28	-34	-46	-68	% 总资产	39.5%	38.0%	18.5%	24.7%	40.0%	34.4%
% 销售收入	6.3%	7.1%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	无形资产	23	24	22	31	40	49
管理费用	-25	-24	-29	-34	-46	-68	非流动资产	175	187	181	266	468	483
% 销售收入	6.7%	6.3%	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%	% 总资产	46.8%	44.3%	21.4%	28.4%	43.9%	38.4%
息税前利润 (EBIT)	73	71	69	80	108	154	资产总计	373	423	847	935	1,064	1,258
% 销售收入	19.8%	18.2%	19.6%	18.9%	18.6%	18.0%	短期借款	51	75	30	0	0	0
财务费用	-8	-10	-4	9	8	6	应付款项	74	67	40	72	99	148
% 销售收入	2.1%	2.7%	1.1%	-2.1%	-1.3%	-0.8%	其他流动负债	13	2	4	12	17	25
资产减值损失	-2	1	-1	-1	0	-1	流动负债	137	145	74	84	116	173
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	20	20	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	160	166	74	84	116	174
营业利润	64	62	63	88	115	160	普通股股东权益	214	257	773	851	949	1,084
营业利润率	17.2%	15.8%	18.1%	20.8%	19.9%	18.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	4	4	0	0	0	负债股东权益合计	373	423	847	935	1,065	1,258
税前利润	65	66	67	88	115	160	比率分析						
利润率	17.5%	16.9%	19.1%	20.8%	19.9%	18.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-11	-11	-10	-13	-18	-24	每股指标						
所得税率	16.9%	16.0%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.416	0.425	0.327	0.430	0.562	0.782
净利润	54	55	57	75	97	136	每股净资产	1.644	1.975	4.458	4.908	5.470	6.252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.565	0.204	0.351	0.611	0.572	0.683
归属于母公司的净利润	54	55	57	75	97	136	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	14.6%	14.2%	16.2%	17.6%	16.8%	15.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.32%	21.54%	7.33%	8.76%	10.28%	12.51%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	14.49%	13.08%	6.69%	7.97%	9.16%	10.78%
净利润	54	55	57	75	97	136	投入资本收益率	21.44%	16.85%	7.25%	7.97%	9.62%	12.04%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	15	20	23	28	51	72	主营业务收入增长率	30.94%	4.74%	-9.91%	20.71%	36.82%	47.85%
非经营收益	8	11	3	2	0	0	EBIT增长率	51.12%	-3.65%	-2.81%	16.45%	34.56%	43.22%
营运资金变动	-4	-58	-21	1	-50	-89	净利润增长率	43.89%	2.22%	2.42%	31.67%	30.71%	39.10%
经营活动现金净流	73	28	61	106	99	119	总资产增长率	27.45%	13.19%	100.37%	10.45%	13.80%	18.18%
资本开支	-52	-27	-10	-113	-253	-87	资产管理能力						
投资	-3	-1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	47.7	57.1	79.4	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	137.2	150.0	165.8	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-55	-28	-10	-114	-253	-87	应付账款周转天数	55.3	57.0	54.9	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	482	0	0	0	固定资产周转天数	137.9	136.5	140.9	180.6	254.4	158.6
债权募资	1	29	-66	-30	0	1	偿债能力						
其他	-7	-16	-26	3	0	0	净负债/股东权益	19.17%	21.23%	-58.94%	-52.89%	-31.23%	-30.26%
筹资活动现金净流	-6	13	390	-27	0	1	EBIT利息保障倍数	9.6	6.8	17.2	-9.0	-13.9	-23.9
现金净流量	11	12	441	-35	-154	33	资产负债率	42.79%	39.25%	8.72%	9.03%	10.90%	13.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室