

成本控制能力持续提升 电动工具系列前景堪好

谨慎推荐 维持评级分析师: 孙津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

4月23日, 公司发布了2010年一季度以及关于与上海电动工具研究所签订技术合作合同的公告。

2010年第一季度, 公司实现营业收入8,714.53万元, 与上年同期相比上升了25.84%; 母公司的营业毛利率为33.41%, 比上年同期的30.97%高出了2.44个百分点; 归属上市公司股东的净利润为1,015.77万元, 与上年同期相比上升了52.56%; 基本每股收益为0.06元, 与上年同期相比上升了20%。

公司在关于与上海电动工具研究所签订技术合作合同的公告中公布, 公司已于2010年4月21日与上海电动工具研究所签订了《技术服务合同》, 双方将合作在上海共建“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研发。合作期限为2010年5月—2014年12月, 总共5年, 期间公司将向上海电动工具研究所支付总额为400万元人民币的技术服务费。

2. 我们的分析与判断

1) 一季报显示公司成本控制能力渐强:

整体来看, 公司一季度收入同比上升25.84%, 与此同时归属上市公司股东净利润则同比上升了52.56%; 若按照母公司报表来看, 公司一季度营业收入同比上升了35.12%, 而营业利润则同比上升了121.12%。公司一季度收入增长情况较好, 而利润的增长情况更是骄人, 这反映出了公司逐渐提升的成本控制能力, 我们认为公司的成本控制能力提升主要有以下几个原因:

a. 技术革新, 营业成本下降: 贵重金属粉末是公司生产中最主要的原材料之一, 其采购金额占公司约10%-20%的营业成本。由于贵重金属粉末的价格波动过大, 不利于公司对产品毛利率及销售价格的把握。为了解决这一问题, 公司于2009年引进了预合金粉技术, 替代了原本的贵重金属粉末的部分用量, 大约可降低40%的材料成本。但由于新技术的应用需要一定过渡期, 2009年一季度公司的成本控制能力并未有显著提高, 直到2009年下半年起新技术降低成本的优势才开始在毛利率上有所体现, 我们认为这种优势将会继续延伸下去。

b. 费用控制: 我们分别计算了营业总成本中除营业成本外的各类费用同比增减, 发现各类费用的同比增长率均小于营业收入增长率, 而财务费用则同比大幅度下降。在合并报表上, 营业税金及附加同比上升约24%, 销售费用同比上升约13%, 管理费用同比上升约20%, 财务费用同比下降约27%。另外, 在一季度总营业成本中, 营业税金及附加占比0.77%, 销售费用占比8.19%, 管理费用占比10.03%, 财务费用占比1.49%。综合来看, 我们认为在这几项费用中, 销售费用对总营业成本下降的带动最为明显, 其次是管理费用。管理费用的降低主要是因为公司在费用分析后, 通过缩短原有的流程。

由于2009年公司IPO发行上市, 取得了较多可用资金, 借贷利息得以减轻, 公司财务费用的下降最为明显, 但由于财务费用在总营业成本中占比较小, 我们认为这并不是成本降低的主因。

2) 看好公司电动工具业务的未来发展:

我们认为,公司与上海电动工具研究所的合作共建“博深工具股份有限公司电动工具产品研发中心”将有利于公司电动工具业务的未来发展。上海电动工具研究所长期承担国内电动工具、器具开关、电工特种测试仪器设备行业的技术归口工作,在电动工具研发方面经验丰富、能力强,这样的合作将有利于加快公司电动工具产品的开发速度,完善产品系列,提高产品质量,提升公司电动工具产品研发水平和生产制造能力。公司无需自行成立专门的研究机构以及召集大批研究人才,并节省了电动工具核心技术从初级到高级的摸索成本。公司现在可以借助上海电动工具研究所的丰富经验迅速开展对较高端产品的研究。我们将公司 2010-2012 年销售收入增速上调至 35%、70%、140%,业务毛利率上调至 25%、30%、30%。

3. 投资建议

我们预测公司2010-2012年营业收入分别为4.3、5.5、9.1亿元;归属上市公司股东的净利润分别0.81、9.99、1.56亿元;每股收益分别为0.47、0.58、0.90元。公司近期的成本控制表现较为出色,电动工具业务中的通用工具2011年正式开始生产销售,这将有利于公司收入及利润的进一步增长。总的来说,我们看好公司长期发展。但由于近期A股市场整体波动较强,维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 博深工具 (002282.SZ) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	389.0	350.5	430.4	550.1	908.9
收入增长率%	4.74%	-9.91%	22.80%	27.81%	65.22%
EBITDA(百万元)	91.1	91.3	111.0	135.4	237.9
净利润(百万元)	55.3	56.6	80.8	99.9	156.4
摊薄 EPS(元)	0.43	0.39	0.47	0.58	0.90
PE	48.8	47.6	33.4	27.0	17.3
EV/EBITDA(X)	23.0	25.2	21.3	18.8	10.6
PB	10.51	3.49	3.18	2.86	2.48
ROIC	24.1%	18.8%	19.7%	18.4%	19.2%
总资产周转率	0.93	0.42	0.45	0.54	0.70

资料来源: 中国银河证券研究所

表 2: 博深工具 (002282.SZ) 公司财务预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	41.2	483.9	404.2	237.7	304.3	营业收入	389.0	350.5	430.4	550.1	908.9
应收票据及账款	69.5	83.1	55.6	121.7	171.3	营业成本	263.2	221.9	270.7	345.5	575.2
预付款项	11.1	3.5	19.4	9.8	38.9	营业税金及附加	3.2	2.7	3.6	4.6	7.5
其他应收款	0.7	1.4	1.1	2.0	3.2	销售费用	27.5	27.9	34.2	43.7	72.2
存货	113.1	88.6	134.1	150.1	323.1	管理费用	24.4	29.3	36.0	46.0	76.0
其他流动资产	0.0	3.8	3.8	3.8	3.8	财务费用	10.4	4.0	-9.2	-7.2	-6.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-1.3	1.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	145.5	135.3	133.9	111.6	439.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	15.1	21.0	174.7	365.4	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	-1.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	22.6	22.0	19.3	16.6	13.8	营业利润	61.6	63.3	95.1	117.6	183.9
长期待摊费用	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	4.3	3.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	420.0	842.8	946.6	1018.9	1298.3	税前利润	65.8	66.9	95.1	117.6	183.9
						减: 所得税	10.5	10.2	14.3	17.6	27.6
短期借款	75.4	29.8	0.0	0.0	0.0	净利润	55.3	56.6	80.8	99.9	156.4
应付票据及账款	62.5	33.3	90.4	67.5	195.5	归属于母公司的净利润	55.3	56.6	80.8	99.9	156.4
预收款项	2.8	3.4	4.0	5.5	10.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付职工薪酬	2.5	3.2	0.0	0.0	0.0	基本每股收益	0.32	0.33	0.47	0.58	0.90
应交税费	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	稀释每股收益	0.43	0.39	0.47	0.58	0.90
其他应付款	2.0	3.2	3.2	3.2	3.2	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	4.7%	-9.9%	22.8%	27.8%	65.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	2.2%	-2.0%	22.6%	28.5%	61.2%
负债合计	163.2	69.7	97.6	76.1	208.7	净利润增长率	2.2%	2.4%	42.7%	23.6%	56.5%
						盈利性					
股东权益合计	256.8	773.1	849.0	942.8	1089.6	销售毛利率	32.3%	36.7%	37.1%	37.2%	36.7%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	14.2%	16.2%	18.8%	18.2%	17.2%
净利润	55.3	56.6	80.8	99.9	156.4	ROE	21.5%	7.3%	9.5%	10.6%	14.3%
折旧与摊销	19.6	21.2	25.1	25.1	60.1	ROIC	24.1%	18.8%	19.7%	18.4%	19.2%
经营活动现金流	31.3	61.6	120.6	23.0	90.1	估值倍数					
投资活动现金流	-28.4	-10.2	-174.7	-190.6	-20.0	PE	48.8	47.6	33.4	27.0	17.3
融资活动现金流	14.5	390.4	-25.5	1.1	-3.5	P/S	6.9	7.7	6.3	4.9	3.0
现金净变动	15.9	441.4	-79.7	-166.6	66.6	P/B	10.5	3.5	3.2	2.9	2.5
期初现金余额	29.7	40.9	483.9	404.2	237.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%
期末现金余额	40.9	483.9	404.2	237.7	304.3	EV/EBITDA	23.0	25.2	21.3	18.8	10.6

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 博深工具 (002282.SZ) DCF 模型

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
EBIT	7150	7009	8590	11034	17785	25096	30800	37844	43521	47873	52661		
所得税	969	1427	1763	2759	3901	4824	5961	6916	7691	8542	9479		
NOPLAT	5637	7302	9379	15117	21332	26180	32168	36993	40692	44761	49238		
营运资金净变动	773	-1193	11275	17407	9231	14314	13062	11479	7673	12058	9647		
资本支出	-1091	-17474	-19063	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000	-2000		
自由现金流	5892	-6474	-18454	1719	16292	16239	23660	29488	35895	35504	42558		
WACC	10.74%	Ke	12.4%	估值				g					
永续增长率	2.0%	Kd	11.0%					2.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	
终值	172781	t	25%					9.24%	29.26	30.22	31.30	32.55	34.01
企业价值	401349	Rf	2.00%					9.74%	26.45	27.23	28.11	29.11	30.26
非核心资产价值	48544	E(Rm)	15.00%					10.24%	24.01	24.65	25.36	26.17	27.08
债务价值	2980	Rm - Rf	13%					10.74%	21.86	22.39	22.97	23.63	24.37
股权价值	398369	D/A	40.0%					11.24%	19.97	20.41	20.89	21.43	22.03
股本	17340	E/A	60.0%					11.74%	18.30	18.66	19.06	19.50	20.00
每股价值	22.97	Beta	0.80					12.24%	16.81	17.11	17.44	17.81	18.22

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908