

博深工具 (002282.SZ)

其它通用设备行业

评级：持有 首次评级

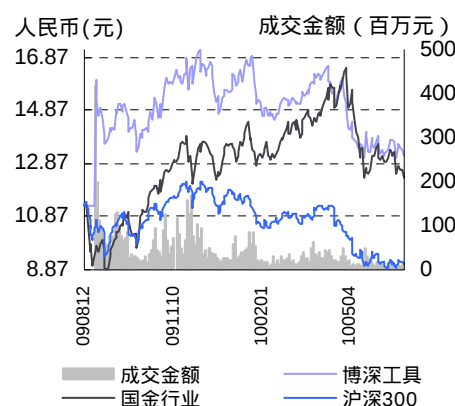
公司研究

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

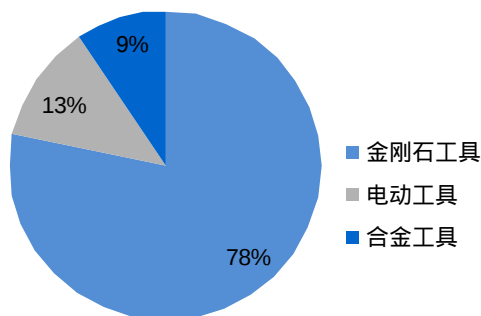
图表 1：2009 年主业收入占比	4
图表 2：2009 年主业毛利占比	4
图表 3：公司内外销情况	4
图表 4：2009 年降收但增利 单位：万元	5
图表 5：分产品销售毛利率	5
图表 6：金刚石工具按用途分类	6
图表 7：金刚石工具按焊接方式分类	6
图表 8：电动工具按用途分类	8
图表 9：2006 -2012 年全球电动工具销售额（亿美元）	8
图表 10：全球电动工具市场区域占比	8
图表 11：电动工具分级和主要品牌分布图	9
图表 12：与主要竞争对手比较	10
图表 13：与安泰工具营业比较	10
图表 14：富士华集团扩张历程（标注年份为并购时间点）	11
图表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

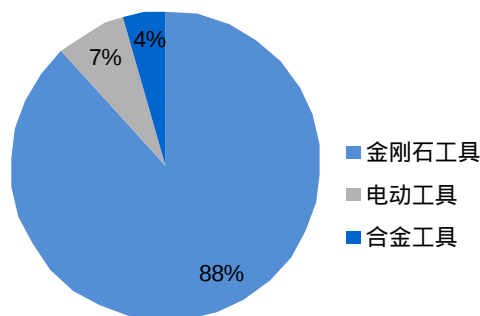
公司概况：国内金刚石工具领导者，扩产高档产品

- 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。

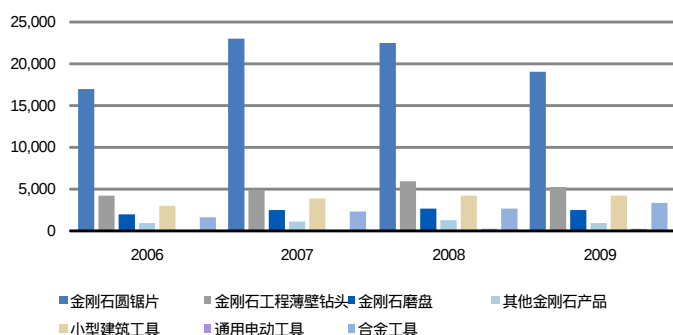
图表3：公司内外销情况

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

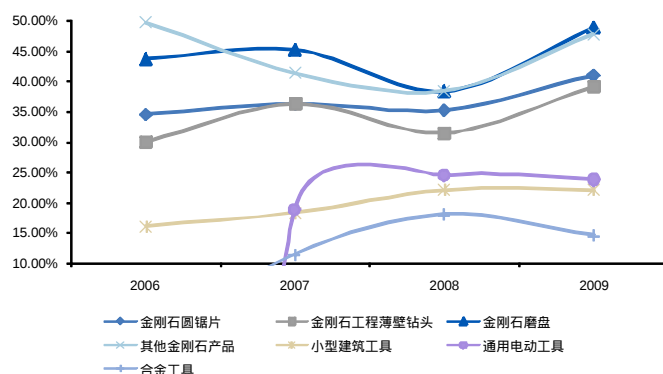
- 外销占比接近一半使得公司收入与国际经济波动有一定相关性，但公司本身也在不断增加高利润产品比例，在金刚石工具方面扩张激光焊接锯片和钻头产能；同时依托于金刚石工具多年建立的品牌和渠道优势，通过定制生产方式进入以小型建筑施工机具为主的电动工具，以及硬质合金刀具。
- 2009 年受到外贸萎缩影响，公司实现营业收入 35049.90 万元，同比减少 9.91%；但由于公司加大控制成本力度，增加高利润产品比例，毛利率不降反升，达 36.70%，同比提高 4.36%，归属公司股东净利润为 5664.55 万元，同比增长 2.42%。
- 2009 年控制成本、增加高利润产品比例，向下游延伸的经营思路在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



来源：国金证券研究所

图表5：分产品销售毛利率

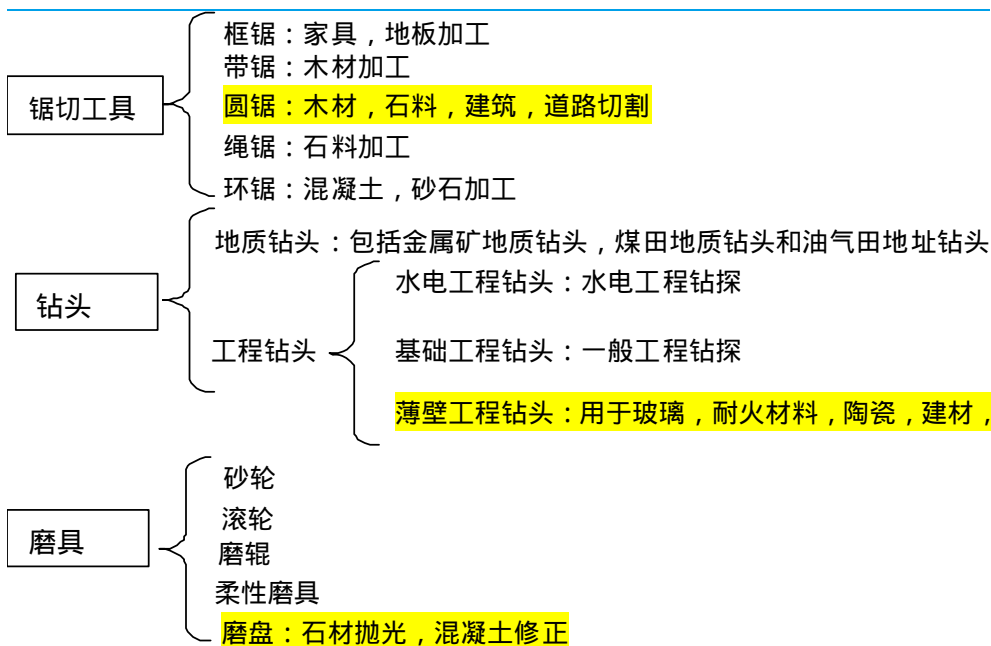


行业分析：小工具，大市场

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

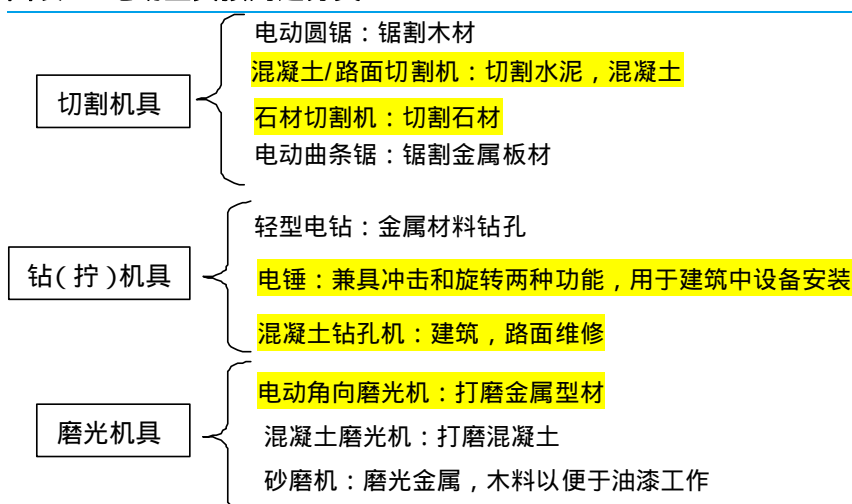
- 2009 年，金刚石工具全球市场总额保守估计为 200 亿美元，其中以金刚石钻切工具的应用最为广泛，约占市场容量的 70%；在未来一段时期内，金刚石工具的市场需求仍将继续快速增长，原因如下：
 - 随着建筑行业的迅速发展、工程环保要求不断提高与施工理念不断更新，金刚石工具将更加广泛地取代传统加工方式。目前在部分发达国家市政工程施工中已明文规定在高速公路、机场跑道、公共广场修复中必须用金刚石锯片进行切割，禁止采用传统的手工开挖。这一趋势必将很快向其它国家和地区扩展。
 - 新技术、新工艺、新产品的不断推出，为金刚石工具创造新的市场需求。如链锯、环锯、绳锯等新产品，树脂结合剂、塑料结合剂等新工艺技术，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，金刚石工具的需求将仍保持每年 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。建筑装修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

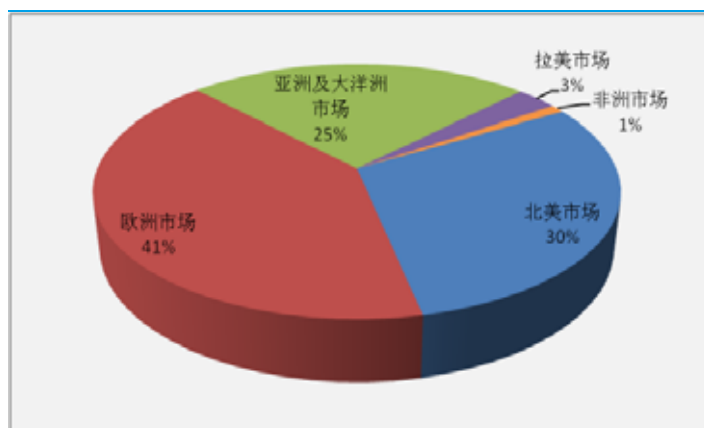
- 全球电动工具的市场容量在 2008 年已达到约 140 亿美元，虽然 2008 年受到金融危机的影响，但从 2009 年的情况来看，市场正逐步恢复，预计全球电动工具市场容量在 2012 年将超过 150 亿美元。
- 从具体国别看，2008 年美国市场为全球最大市场，占全球市场的 25%，规模超过 42 亿美元；欧盟各国中德国、法国、英国等国家市场规模较大；目前发展中国家市场规模占全球电动工具市场比例还不高，部分发展中国家市场增速较快。增长速度排前的国家为中国、巴西、墨西哥、印度等。
- 从应用领域来看，建筑道路行业仍是专业电动工具主要的下游行业，其占到专业电动工具应用市场的 50% 左右。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。