

2011-01-03

工业机械

博深工具 002282.SZ

高铁装备系列报告之三：

高铁刹车片价值几何？

◇ 报告起因：深度研究

◇ 潜在催化因素：电动工具订单，高铁刹车片试车运行

◆ 高铁刹车片万事俱备，只欠东风，给予“买入”评级

基于在金刚石工具及冶金粉末材料领域的领先优势，公司多年前已经开始了动车组刹车片研究，已研发出了动车组刹车片并通过了试验环境验证，目前只待铁道部拿去论证和上车试验。可以说是万事俱备，只欠东风。

动车组刹车片是耗材，毛利率奇高，据我们定量测算，动车组刹车片 2012 年和 2015 年市场容量分别为 37 亿和 70 亿左右。博深工具作为国内最领先的厂家有望分享高铁大餐。

◆ 传统金刚石工具业务进展顺利，2011 年将是业绩释放年

全球金刚石工具的需求量以每年 15% 左右的速度增长。2008 年，全球金刚石工具市场容量已达到约 200 亿美元左右。中国正承接全球产业转移，行业容量增幅巨大。

公司上市募投项目去年开始部分达产，2011 年随着新增产能的全部达产，公司业绩将快速提升。2011 年开始将是业绩释放年。

◆ 电动工具业务有望连续翻番增长

目前国内电动工具行业以年均 12% 的速度增长。截至 2008 年，中国专业电动工具市场容量达到 40 亿元人民币。全行业增长稳定，市场潜力巨大。

凭借渠道和技术优势，电动工具将是未来几年公司的重点业务，随着明年多个品种投放市场，产品线大幅完善，依托不断完善的销售渠道，将有效满足客户一站式采购，预计公司规划的销售连续 2-3 年翻番目标不难达到。

◆ 优质公司，股价还有 50% 的空间

据估算公司 2010-2012 年净利润复合增速达到 51.0%。考虑行业的成长性和公司后续电动工具及高铁刹车片可能带来的业绩爆发式增长，我们给予公司目标价 28 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 60 倍、47 倍、26 倍。我们给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	389	350	433	596	915
营业收入增长率	4.74%	-9.91%	23.56%	37.69%	53.39%
净利润（百万元）	55	57	80	103	147
净利润增长率	2.22%	2.42%	42.08%	27.79%	43.07%
EPS（元）	0.32	0.33	0.46	0.59	1.05
ROE（归属母公司） （摊薄）	21.54%	7.33%	10.04%	11.68%	14.76%
P/E	54	52	37	29	16
P/B	12	4	4	3	3
EV/EBITDA	26	29	26	21	15

首次

买入

当前价格	18.70 元
目标价格	28.00 元
目标期限	6 个月

分析师：袁瑶（执业证书编号：S0930510120023）

联系人：

邹润芳

021-22169041

zourf@ebsecn.com

陆洲

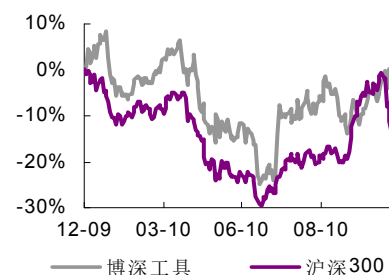
021-22169322

luzhou@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	173
总市值(百万元)	2,969
流通比例(%)	33.36%
12 个月最高/最低(元)	19.60/11.30
近 3 月日均成交量(百万股)	2.48
主要股东	陈怀荣

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.63	31.15	32.54
绝对收益	18.39	37.72	20.03

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

金刚石工具行业增速15-20%;

高铁刹车片2011年能顺利试车, 2012年能顺利获得铁道部订单;

2010-2013年公司持续享受15%的优惠税率。

我们不同于市场的观点

市场普遍把博深工具只看成一个金刚石工具和合金工具的厂家。我们认为这不是它的全部价值所在。由于渠道的优势, 博深工具的电动工具进展会超市场预期。

此外, 博深工具研发出的高铁刹车片具有广阔的市场空间, 如果试车成功公司收入和利润将会有爆发性的增长。

股价上涨的催化因素

- 公司电动工具业务明年订单超预期;
- 铁道部明确提出刹车片等附属设备国产化率目标;
- 高铁刹车片拿去铁道部上车试验运行;
- 公司收购国外电动工具厂家。

估值和目标价格

公司上市时金刚石工具扩产项目今年年底能提前达产, 2012年完全达产, 2011年是业绩释放年。

公司的电动工具业务由于具有渠道和技术优势, 有望实现连续翻番的增长, 高铁刹车片是公司最大看点, 高铁刹车片目前全部进口, 毛利率其高, 每年30-70亿市场, 2012年开始公司有望分享高铁大餐。

据我们估算2010-2012年EPS分别为0.46元、0.59元、1.05元, 复合增速达到51.0%。考虑行业的成长性和公司后续电动工具及高铁刹车片可能带来的业绩爆发式增长, 我们给予公司目标价28元, 对应2010-2012年PE分别为60倍、47倍、26倍。我们给予“买入”评级。

投资风险

原材料大幅涨价的风险;

外国反倾销风险;

人民币过快升值风险。

高铁刹车片是大看点

基于在金刚石工具及冶金粉末材料领域的领先优势，公司多年前已经开始了动车组刹车片研究，这在招股说明书里有披露。当年的中华之星动车组，公司是刹车片供应商，成功参与机架试验。对于现在运行中的动车组，公司也是唯一获取刹车盘图纸及技术的厂家，目前已经基于刹车盘研制出300公里以下及以上时速动车组的刹车片。

未来高铁设备国产化是必然趋势，公司有望分享大餐

目前铁道部全部采购法国诺克尔的刹车片，知识产权保护期4年，到2011年底结束，一旦2012年铁道部同国外刹车片厂商技术保护协议到期，国内厂家有望迅速进口替代，以公司为代表的企业有望逐步占据国内动车组刹车片市场。

由于刹车片是非常重要的产品，动车组安全性要求很高，必须要通过立项、车上试验等程序，估计与动车组轮轴国产化进程类似，预计发生在2012年前后。但趋势是不变的，而且铁道部明确表示这块离国产化已经很近了，在两三年之内一定国产化。

刹车片等耗材产品市场广阔

动车组刹车片是类似于时代新材和中鼎股份的产品都属耗材，一列动车组一年需更换刹车片3-4次，市场容量很大。据我们定量测算，动车组刹车片2012年和2015年市场容量分别为37亿和70亿左右。

对于国内企业而言，南北车等巨头没有介入该市场，而国内其它中小企业则无实力在2-3年内完成研制，博云新材2010年中才开始立项该项目，预计2012年前后难以对公司形成实质性威胁。

图表 1：高铁刹车片市场容量

注：假设动车组刹车片国产化后价格下降40%，公司产品净利润率为20%。

	2012	2013	2014	2015
新车交付量				
300 公里以上		200	200	200
300 公里以下		200	300	300
总计		400	500	500
动车组保有量				
300 公里以上	780	980	1180	1380
300 公里以下	390	590	890	1190
总计	1170	1570	2070	2570
300 公里以上（列）				
每列需闸片（片）	160	160	160	160
每年更换次数（次）	4	4	4	4

单价（万/片）	0.65	0.65	0.65	0.65
市场容量 1（亿元）	32.45	40.77	49.09	57.41
300 公里以下（列）				
每列需闸片（片）	160	160	160	160
每年更换次数（次）	3	3	3	3
单价（万/片）	0.25	0.25	0.25	0.25
市场容量 2（亿元）	4.68	7.08	10.68	14.28
合计市场容量（亿元）	37.13	47.85	59.77	71.69
国产化市场容量（亿元）	22.28	28.71	35.86	43.01
公司市占率	20%	30%	35%	40%
公司收入（亿元）	4.46	8.61	12.55	17.21
净利润（亿元）	0.89	1.72	2.51	3.44

资料来源：光大证券研究所

公司2009年收入3.5个亿，净利润0.57亿元，可以预见，高铁刹车片将给公司收入和净利润带来几何倍数的增长。

未来高铁建设将上调规划，南北车动车组景气期可延长

我们预计，铁路固定资产投资在十二五和十三五规划期间可以保持年均10%以上的增幅，2020年铁路营运里程目标很可能会被上调到15万公里。高铁作为铁路建设的排头兵，同时作为战略性新兴产业之一。京津城铁和京沪高铁建设已经带动了一轮“高铁热”，按照铁道部和各地的规划，到2016年底前竣工的高铁及城轨里程就有将近2.8万公里。

南车和北车在此背景下，动车组订单有望延续，再加上国际化步伐稳步推进，我们认为市场容量比我们目前估算的还要大。

金刚石工具领导者，高端产品占比扩大

博深是国内金刚石工具的领导者，目前正往高档产品和电动工具拓展，产品形成以金刚石工具为主导，以小型建筑施工机具、硬质合金工具为补充的主营业务格局，产品体系涵盖“切”、“钻”、“磨”等三大类2,000多个品种，是目前国内少数同时开发生产上述三类工具产品的企业之一。目前募投项目进展较顺利，公司业绩大幅增长将出现在募投项目完全释放后。

未来公司将继续保持金刚石工具的核心地位，重点加强中高档专业产品的开发，扩大国内外市场占有率。重点发展高性能激光焊接产品，大力发展高性能激光焊接混凝土锯片、沥青锯片、陶瓷锯片及高性能激光焊接工程薄壁钻头等产品。未来两年，专业产品销售额要占到外贸出口的三分之一以上。

扩大出口：通过在美国、新加坡两家子公司和欧洲办事处，在北美、西欧、东南亚、印度、澳大利亚等地区已经建立了销售网络，促进了公司近年来出口业务的快速发展。未来两年，重点加强对南美、东欧、北欧、日本等国家的销售网络建设，完善国际销售网络，扩大产品出口和影响力。

ODM逐步向自主品牌发展

公司产品外销主要以美国为主的美洲市场和以德国为主的欧洲市场，主要通过ODM销售。08-09年受金融危机影响，出口销售产品价格快速下滑，但在东南亚的销售主要以“BOSUN”自主品牌进行销售。绝大部分客户为专业经销商。公司正经历从ODM到自主品牌经历的过程。

自主品牌竞争力增强。观察公司出口产品销售均价情况不难发现以自主品牌出口的产品虽然受金融危机影响，但销售单价不降反升，体现自主品牌建立才是公司盈利真正提升的关键。而与此对应的是ODM形式乘客产品单价快速下滑，受金融危机影响较大。

随着外需的回暖，公司销售增长将受益出口复苏逐步向好。

图表 2: 公司出口收入占比情况

	2006	2007	2008	2009	20101H
主营业务收入（万元）	28,365	37,142	38,904	35,050	20,515
出口销售占比	46.20%	53.54%	48.18%	42.80%	40.97%
ODM 出口销售占比	40.19%	46.08%	39.82%	34.67%	34.5%

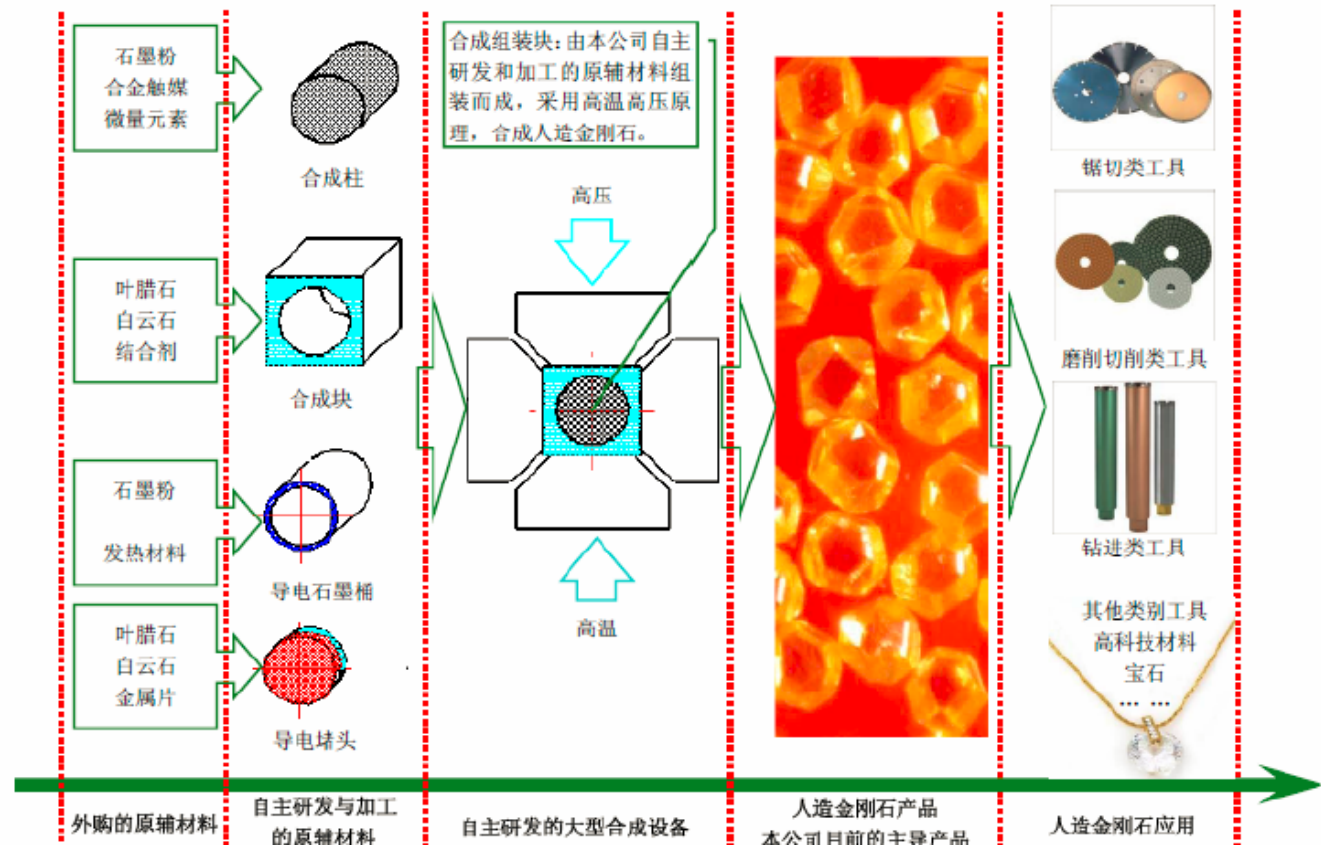
资料来源：公司资料、光大证券研究所

金刚石工具市场有多大？

2008年，全球金刚石工具市场容量已达到约200亿美元左右。中国正承接全球产业转移，行业容量增幅巨大。

而金属加工工具行业，公司还没进入（被国外金刚石工具企业垄断，中国汽车业金刚石工具60亿）。全球通用工具市场是180亿美元，而园林工具要比通用工具还要大，全球有240亿美元。金融危机下，只有园林工具是增长的。

图表3：金刚石产业链示意图

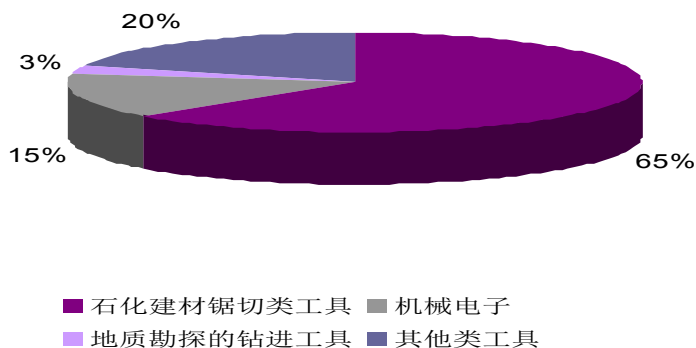


资料来源：光大证券研究所

人造金刚石及其工具年复合增速15-20%

人造金刚石作为超硬材料的一种，具有很高的抗压强度、高耐磨性、耐腐蚀性，因此被广泛应用于锯、磨、切、钻等各类工具中，如用于石材建材等领域的锯切类工具（60-70%）、用于机械电子加工等领域的磨削切削类工具（15%）、用于建筑地质勘探等领域的钻进类工具（3%）及其他类别工具（20%）等。

图表 4：目前金刚石工具用途分类



资料来源：行业协会、光大证券研究所

图表 5：公司主要产品市场容量和市场占有率情况

产品	国际市场容量 (人民币)	国内市场容量 (人民币)	未来市场容量 (人民币)	国际市场占有率	国内市场占有率
金刚石锯片	250亿	50亿		0.5%	2%
其中：激光焊接类锯片	200亿	1亿	10亿		3%
金刚石工程薄壁钻头	70亿	30亿			
其中：激光焊接钻头	50亿	0.6亿	15亿	0.5%	15%
混凝土钻孔机和切割机	400亿	35亿			较低

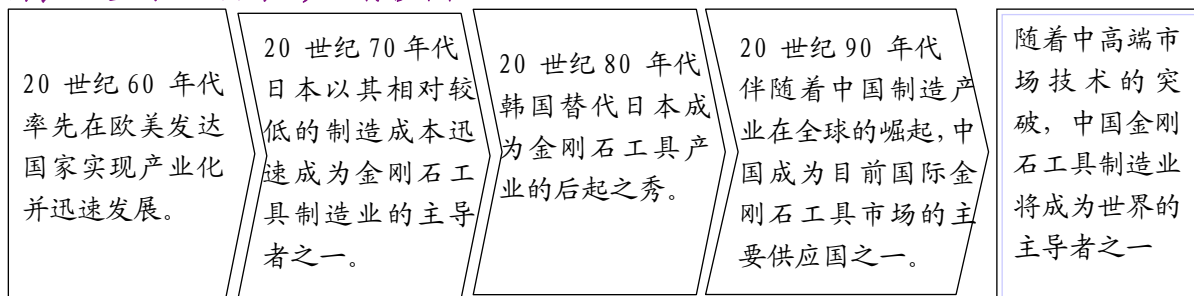
资料来源：光大证券研究所

承接全球产业转移，公司加快国际并购和合作脚步

行业经历从欧美－日本－韩国－中国的产业转移路径。随着产业转移进程，中国将成为重要的金刚石工具行业的重要生产国，20 世纪60 年代，金刚石工具制造业率先在欧美发达国家实现产业化并迅速发展。70 年代，日本以其相对较低的制造成本赢得竞争优势，迅速成为金刚石工具制造业的主导者之一。80 年代，韩国替代日本成为金刚石工具产业的后起之秀。

90 年代，伴随着中国制造产业在全球的崛起，中国金刚石工具制造业也开始起步，并逐渐显示出强大竞争力，经过十多年的发展，中国已有金刚石工具生产厂家上千家，年产值超过百亿元，已成为继韩国之后目前国际金刚石工具市场的主要供应国之一。

图表6：金刚石工具行业产业转移路径



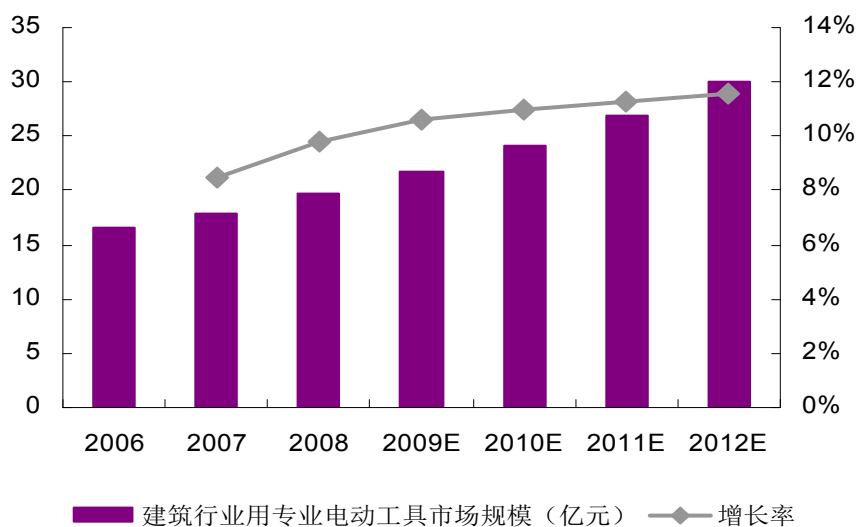
资料来源：光大证券研究所

博深工具现在在全球排前三，另外2家都是韩国企业。国内金刚石工具领域，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，技术上处于中上游。

博深后发进入新型电动工具将迎来快速增长

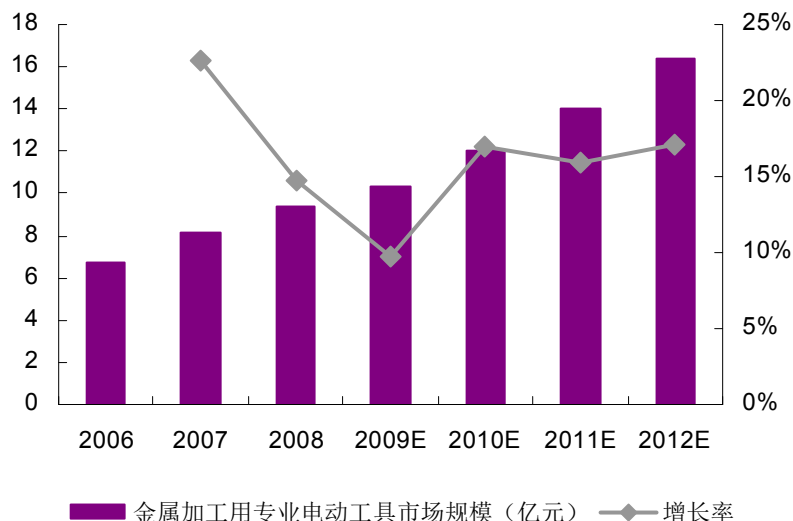
目前国内电动工具行业以年均12%的速度增长。截至2008年，中国专业电动工具市场容量达到40亿元人民币。全行业增长稳定，市场潜力巨大。

图表 7：建筑行业用专用电动工具市场规模与增长情况



资料来源：中国电动工具网，光大证券研究所

图表 8：金属加工用专用电动工具市场规模与增长情况



资料来源：中国电动工具网，光大证券研究所

电动工具行业整体可以分为工业级、专业级和通用级三个级别，分别对应市场金字塔结构的高端、中端和低端市场。

工业级的技术含量高，但是市场容量较小，目前主要由国外厂商占据。专业级电动工具用途广泛，市场需求巨大，且需求量仍在逐年增加，是增长潜力较大的一块市场。而通用级电动工具技术含量不高，且产品之间的替代性较强，目前竞争较为激烈。

图表 9：电动工具分级和主要品牌分布图



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

博深工具后发进入，增长较快

电动工具是未来几年公司的重点业务，今年由于产品系列较少，收入预计仅增长50%，为0.5亿元，但随着明年多个品种达产进入市场，产品线大幅完善，另外依托不断完善的销售渠道，将有效满足客户配套采购需求，预计公司规划的

销售额连续2-3年翻番目标将实现。

博深进入电动工具领域可以说是看到了这个领域的庞大市场机遇，公司有几大优势：

一是新业务电动工具依托现有金刚石工具销售渠道，满足客户一站式采购；

二是电动工具的很多刀头、钻头都是采购博深等专业厂家，公司可以说是做产业链的拓展，在成本技术等上会有一定的优势；

三是配套能力较强，不少设备都是国外进口，比如串激电机等均都能自己提供，其转定子生产线就是从瑞士进口的；

四是与德国威卡合作，有相关电动工具配件的生产和销售经验

五是今年与上海电动工具研究所开展高端电动工具的合作研发。上海电动工具研究所是原国家机械工业部直属的科技开发类研究所，其下属检验检测所是国家质检总局授权的唯一国家电动工具质量监督检验中心，承担着相关国家标准的起草制修订任务。研发成果的优先使用有利于公司新产品的推出及升级。

公司目前的想法电动工具是大力发展的业务之一。目前国内很多企业主要是为国外厂家做OEM生产，缺乏在本土市场的品牌影响力，而且很少能生产高等级的专业电动工具，电动工具业内做的很好的有：江苏东成等。

今年开始是业绩释放年

2009年募投项目9月份资金到位，建设期2年半。到2010年底投资可以完成40%，今年释放40%，2011释放70-80%。要到2012年可以完全投产，业绩释放从今年开始。

公司未来规划：不计高铁刹车片业务，公司打算在3-5年时间内，金刚石合金收入和利润占到40%，电动工具占到30-40%，合金工具占到20-30%。金刚石工具现在2个多亿，募投项目5个亿，金刚石一起有7个亿。未来企业每年15-16个亿的收入，2个多亿的净利润。

毛利率成本有望保持稳定

从公司过往毛利率情况看，随着公司产品结构的调整，即使在公司产品单价下降的2008年，公司毛利率仍维持在一个稳定的水平。

财务稳健，助力公司跨越式发展

图表 10：财务比率分析表

	2007	2008	2009
成长能力 (%YoY)	-	-	-
收入增长率	30.94%	4.74%	-9.91%
净利润增长率	43.89%	2.22%	2.42%

EBIT 增长率	47.20%	0.50%	-6.49%
EBITDA 增长率	42.69%	5.33%	-3.37%
盈利能力 (%)	-	-	-
毛利率	33.64%	32.34%	36.70%
EBITDA 率	23.42%	23.55%	25.25%
EBIT 率	19.29%	18.50%	19.21%
税后净利润率 (归属母公司)	14.57%	14.22%	16.16%
ROA	14.49%	13.08%	6.69%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.32%	21.54%	7.33%
经营性 ROIC	19.19%	16.36%	15.41%
资本结构	-	-	-
资产负债率	42.79%	39.25%	8.72%
权益乘数	1.75	1.65	1.10
流动资产/总资产	53.22%	55.63%	78.61%
非流动资产/总资产	46.78%	44.37%	21.39%
偿债能力	-	-	-
流动比率	1.45	1.62	9.04
速动比率	0.69	0.84	7.84
归属母公司权益/有息债务	3.02	2.69	25.94
有形资产/有息债务	4.90	4.15	27.59
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	14.62	12.73	20.92
营运能力	-	-	-
应收账款周转率	7.65	6.39	4.59
应收账款周转天数	47.04	56.32	78.36
存货周转率	2.66	2.43	2.20
存货周转天数	135.33	147.96	163.58
应付账款周转率	6.61	6.40	6.65
应付账款周转天数	54.50	56.26	54.10
营业周期	182.37	204.28	241.93
现金周期	127.87	148.02	187.83
总资产周转率	1.11	0.98	0.55
现金流量	-	-	-
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	114.67%	43.12%	96.02%
自由现金流 (FCFF)	12.82	6.95	63.16

受金融危机影响,公司产品外销较多,出口下滑对公司影响很大,所以公司2008年-2009年成长性一般,但今年公司成长能力较好,特别是随着募投项目的达产以及电动工具市场的开拓,公司将进入快速扩张期。

财务健康,偿债风险小:公司一直以来,稳健经营,利用自有资金来扩大再生产,所以公司资产负债率低于行业平均水平,偿债风险很小,我们认为公司未来能适当利用财务杠杆,加快公司发展。

公司营运能力和管理能力比较出色：应收账款周转率和存货周转率也控制在比较合理的水平，保持稳定。

盈利预测与估值

盈利预测前提：

- 1、募投项目2010年开始达产，明年年底全部达产；
- 2、公司未来几年电动工具进展迅速；
- 3、高铁刹车片2012年开始产生收入；
- 4、公司税率维持15%。

图表 11：细分产品收入预测

销售收入（万元）		2007	2008	2009	2010E	2011E
金刚石工具产品	金刚石圆锯片	22,856	22,481	18,966	24,097	29,317
	金刚石工程薄壁钻头	4,787	5,876	5,094	6,956	8,502
	金刚石磨盘	2,485	2,520	2,413	2,774	3,083
	金刚石其他产品	992	1,170	945	1,142	1,314
	金刚石工具产品合计	31,118	32,047	27,417	32,352	40,375
电动工具		10	132	4,350	6,525	13,050
小型建筑施工机具		3,754	4,078	4,000	8,000	15,000
合金工具		2,259	2,647	3,235	4,037	6,056

资料来源：光大证券研究所

图表 12：公司收入及毛利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入（不计高铁刹车片）	350.5	433.1	596.3	914.7	1202.8
金刚石工具(百万元)	274.17	323.52	403.75	605.63	757.04
合金工具(百万元)	32.83	44.32	62.05	80.66	103.25
电动工具(百万元)	43.5	65.25	130.50	228.38	342.56
营业收入增速	1.0%	23.6%	37.7%	53.4%	31.5%
金刚石工具(百万元)	-14.5%	18.0%	24.8%	50.0%	25.0%
合金工具(百万元)	24.0%	35.0%	40.0%	30.0%	28.0%
电动工具(百万元)	3.3%	50.0%	100.0%	75.0%	50.0%
毛利率	36.4%	35.4%	34.7%	34.4%	33.9%
金刚石工具(%)	41.03%	40.03%	39.63%	39.23%	39.00%
合金工具(%)	17.50%	18.0%	19.0%	19.0%	19.0%
电动工具(%)	21.17%	24.0%	27.0%	27.0%	27.0%

估值

前提假设

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.50%
无风险利率 R_f	3.40%
β ($\beta_{levered}$)	0.96
$R_m - R_f$	9.12%
K_e (levered)	12.16%
税率	15.00%
K_d	0.00%
V_e	1,503.2
V_d	0.0
目标资本结构	0.00%
WACC	12.16%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	33.84	0.81%
第二阶段	1,454.60	34.94%
第三阶段 (终值)	2,675.08	64.25%
企业价值 AEV	4,163.52	100.00%
加：非经营性净资产	376.48	9.04%
价值		
减：少数股东权益 (市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	4,540.00	109.04%
股本 (百万股)	173.40	-
每股价值 (元)	26.18	-
PE (隐含)	56.41	-
PE (动态)	36.89	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
11.16%	28.51	29.52	30.66	31.93	33.37
11.66%	26.44	27.31	28.28	29.36	30.58

12.16%	24.60	25.35	26.18	27.10	28.13
12.66%	22.95	23.60	24.32	25.11	25.98
13.16%	21.46	22.03	22.65	23.33	24.09

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值	敏感度分析区间
FCFF	26	21	- 33	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	26	21	- 33	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	24	21	- 30	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

投资结论及分析

公司上市时金刚石工具扩产项目今年年底能提前达产, 2012年完全达产, 2011年开始将是业绩释放年。

公司的电动工具业务由于具有渠道和技术优势, 有望实现连续翻番的增长, 高铁刹车片是公司最大看点, 高铁刹车片目前全部进口, 毛利其高, 每年30-70亿市场, 2012年开始公司有望分享高铁大餐。

据我们估算2010-2012年EPS分别为0.46元、0.59元、1.05元, 复合增速达到51.0%。考虑行业的成长性和公司后续电动工具及高铁刹车片可能带来的业绩爆发式增长, 我们给予公司目标价28元, 对应2010-2012年PE分别为60倍、47倍、26倍。我们给予“买入”评级。

风险分析

原材料大幅涨价的风险

公司产品所需的原材料主要是金刚石、钢材、金属粉末等, 占产品总成本的40-50%以上, 属于原材料密集型产业。原材料价格的波动将影响企业的盈利。公司的技术改进和产品结构升级成为抵抗原材料上涨影响盈利的关键。

外国反倾销风险

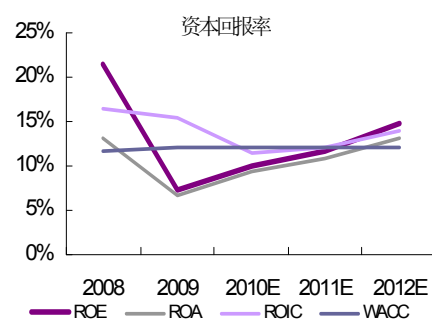
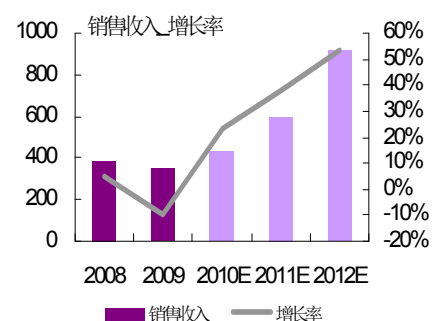
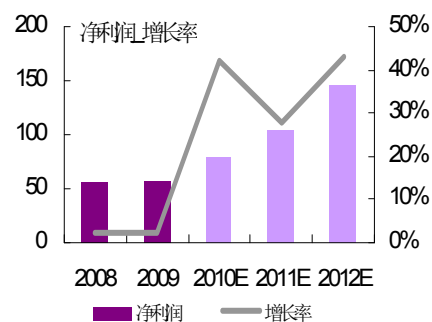
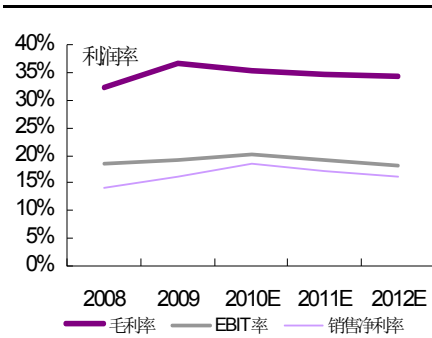
近两年, 美国等国家针对中国金刚石制品的反倾销案件引人关注, 2009年曾征35.5%的反倾销税, 目前反倾销对出口影响的最坏时刻已基本过去, 未来反倾销之风进展如何还有待观察

人民币升值过快从而影响出口销售

公司产品40%的出口, 人民币升值对出口导向型企业产生影响。

高铁刹车片进展低于我们预期的风险

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	389	350	433	596	915
营业成本	263	222	280	389	600
折旧和摊销	20	21	21	23	27
营业税费	3	3	4	5	7
销售费用	27	28	33	45	70
管理费用	24	29	31	43	69
财务费用	10	4	-3	-2	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	62	63	90	115	167
利润总额	66	67	95	121	173
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	55.31	56.65	80.48	102.85	147.14

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	423	847	854	949	1,119
流动资产	235	666	439	477	599
货币资金	41	485	226	177	137
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	69	83	80	119	189
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	1	1	2	3
存货	113	89	118	163	249
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	146	135	129	175	215
无形资产	23	22	21	20	19
总负债	166	74	53	69	122
无息负债	71	44	53	69	103
有息负债	95	30	0	0	19
股东权益	257	773	802	880	997
股本	130	173	173	173	173
公积金	57	489	497	507	522
未分配利润	73	114	135	203	305
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	27	61	-170	53	46
净利润	55	57	80	103	147
折旧摊销	20	21	21	23	27
净营运资金增加	45	6	37	96	175
其他	-93	-23	-308	-169	-303
投资活动产生现金流	-28	-10	-10	-80	-75
净资本支出	27	10	10	80	75
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-55	-20	-20	-160	-150
融资活动现金流	15	390	-79	-22	-11
股本变化	0	43	0	0	0
债务净变化	25	-66	-30	0	19
无息负债变化	-19	-26	9	16	34
净现金流	11	441	-260	-49	-39

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.74%	-9.91%	23.56%	37.69%	53.39%
净利润增长率	2.22%	2.42%	42.08%	27.79%	43.07%
EBITDA 增长率	5.33%	-3.37%	21.86%	26.60%	41.82%
EBIT 增长率	0.50%	-6.49%	29.19%	30.25%	46.90%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	54	52	37	29	16
PB	12	4	4	3	3
EV/EBITDA	26	29	26	21	15
EV/EBIT	32	38	32	25	18
EV/NOPLAT	39	45	38	30	21
EV/Sales	6	7	6	5	3
EV/IC	6	7	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	32.34%	36.70%	35.36%	34.72%	34.39%
EBITDA 率	23.55%	25.25%	24.91%	22.90%	21.18%
EBIT 率	18.50%	19.21%	20.08%	19.00%	18.19%
税前净利润率	16.92%	19.08%	21.86%	20.29%	18.93%
税后净利润率 (归属母公司)	14.22%	16.16%	18.58%	17.25%	16.09%
ROA	13.08%	6.69%	9.42%	10.84%	13.15%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.54%	7.33%	10.04%	11.68%	14.76%
经营性 ROIC	16.36%	15.41%	11.54%	12.14%	13.92%
偿债能力					
流动比率	1.62	9.04	8.34	6.98	4.92
速动比率	84.10%	783.57%	610.37%	459.38%	287.51%
归属母公司权益/有息债务	2.69	25.94	-	-	51.28
有形资产/有息债务	4.15	27.59	-	-	43.84
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.33	0.46	0.59	1.05
每股红利	0.00	0.30	0.14	0.18	0.25
每股经营现金流	0.15	0.35	-0.98	0.31	0.27
每股自由现金流(FCFF)	0.04	0.36	0.27	-0.32	-0.46
每股净资产	1.48	4.46	4.62	5.08	5.75
每股销售收入	2.24	2.02	2.50	3.44	5.27

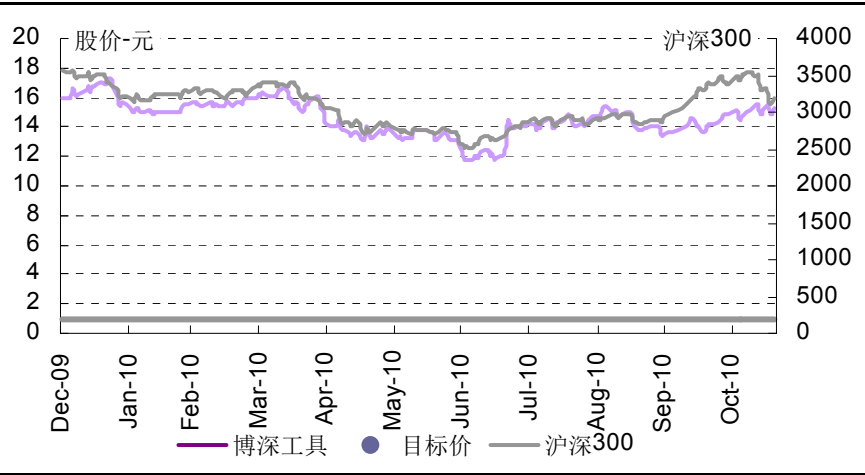
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

博深工具（002282）



日期	股价	目标	评级
2009-08-20	16.33	11.50	无评级

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。