

看好公司长远的发展前景

博深工具深度分析报告

报告关键点:

- 公司调整收入结构, 电动工具将迎来高速发展期。
- 陶瓷加工用金刚石磨具是公司今年一大亮点。
- 下调评级至“增持-A”。

报告摘要:

- **公司是我国金刚石工具行业的龙头企业。**主营业务为金刚石工具、小型建筑施工机具、合金工具的生产和销售。2005-2010年间, 营业收入复合增速为18.64%, 净利润复合增速28.12%。
- **电动工具是公司未来发展的重点。**预计全球电动工具行业市场规模在2012年能达到150亿美元。2012年中国专业电动工具市场规模将增长至60亿元以上。公司电动工具业务可以享受金刚石工具已经积累起的品牌优势和销售渠道。2011年底公司电动工具的募投项目将建设完后将逐步释放产能, 预计下半年将有更多新产品投放市场。我们预计2011年公司电动工具业务收入有望达到1亿元左右, 2012年有望达到2亿元。
- **公司合金工具定位于中高端, 即将迎来快速发展。**通过收购上海普锐高, 进入PCD刀具领域, 开拓机加工切削刀具市场。不断开发中高档专业硬质合金锯片新产品。我们预计公司2011年合金工具有望实现销售收入6000万元以上, 2012年有望达到1亿元。
- **金刚石工具业务:** 1) 陶瓷加工用金刚石磨具是公司今年一大亮点。预计我国陶瓷生产每年需要价值约40亿元的金剛石磨具。公司今年有望完成20条左右的瓷砖生产线承包任务, 将带来4000万元左右的收入。2) 通过收购加拿大CYCLON公司和泰国子公司的建设, 公司进入金刚石锯片的高端领域, 拓展北美市场和东南亚市场, 规避反倾销。
- 不考虑高铁项目的突破, 我们预计公司未来三年每股收益分别为0.37元、0.54元和0.73元, 净利润的复合增长率在35%左右。目前股价13.15元, 对应2011-2012年的市盈率为36、24倍, 给予6个月目标价15.00元, 下调评级至“增持-A”。
- **风险提示:** 金刚石工具反倾销不利和汇率波动的风险。高铁项目进展慢于预期。出口退税可能下调的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	350.5	410.0	565.1	812.4	1,066.2
Growth(%)	-9.9%	17.0%	37.8%	43.8%	31.2%
净利润	56.6	67.1	82.9	120.7	164.6
Growth(%)	2.4%	18.4%	23.6%	45.5%	36.4%
毛利率(%)	36.7%	38.2%	36.9%	37.7%	38.2%
净利润率(%)	16.2%	16.4%	14.7%	14.9%	15.4%
每股收益(元)	0.25	0.30	0.37	0.54	0.73
每股净资产(元)	3.43	3.50	3.82	4.25	4.84
市盈率	47.6	40.2	32.5	22.3	16.4
市净率	3.5	3.4	3.1	2.8	2.5
净资产收益率(%)	7.3%	8.5%	9.7%	12.7%	15.2%
ROIC(%)	16.5%	16.8%	17.8%	12.0%	14.2%
EV/EBITDA	19.2	18.4	20.6	14.7	11.5
股息收益率	0.4%	1.9%	0.6%	0.9%	1.2%

评级:

增持-A

上次评级: 买入-B

目标价格:

15.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 30.00 元

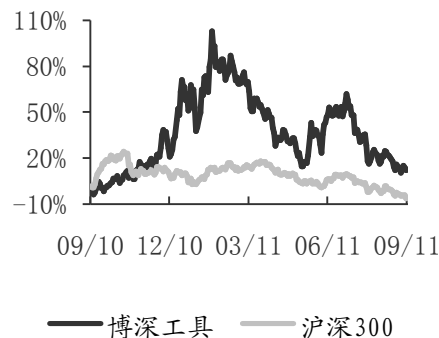
现价(2011年09月21日): 13.15 元

报告日期:

2011-09-21

总市值(百万元)	2,693.77
流通市值(百万元)	906.12
总股本(百万股)	225.42
流通股本(百万股)	75.83
12个月最低/最高	11.51/28.88 元
十大流通股东(%)	18.60%
股东户数	22,515

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.11	(9.45)	18.45
绝对收益	(3.09)	(16.99)	12.58

赵志成

 021-68765859
 执业证书编号

林晟

 0755-82558022
 执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
 S1450511020029

行业分析师

 linsheng@essence.com.cn
 S1450511020006

报告联系人

王舒婷

 021-68765993
 wangst@essence.com.cn

前期研究成果

博深工具: 2011年两主要产品均将较快增长

2011-02-25

博深工具: 规避反倾销, 扩大北美市场影响力

2010-10-13

博深工具: 未来高增长看电动工具及高铁刹车片

2010-09-03

目录

1.	公司是国内领先的金刚石工具企业.....	3
2.	电动工具是未来重点发展的产品之一.....	3
2.1.	电动工具市场容量较大.....	3
2.2.	公司发展电动工具具有一定的优势.....	4
3.	合金工具定位于中高端, 将面临快速发展.....	6
4.	金刚石工具业务发展平稳.....	7
4.1.	金刚石工具市场保持 15%左右的增速发展.....	7
4.2.	公司作为金刚石工具的龙头企业, 竞争优势明显.....	9
4.2.1.	陶瓷加工用金刚石磨具是公司今年的一大亮点.....	9
4.2.2.	扩张业务, 开拓市场, 规避反倾销.....	9
4.2.3.	激光焊接锯片和激光焊接钻头是长期趋势.....	10
5.	估值及投资机会.....	11
6.	风险提示.....	11

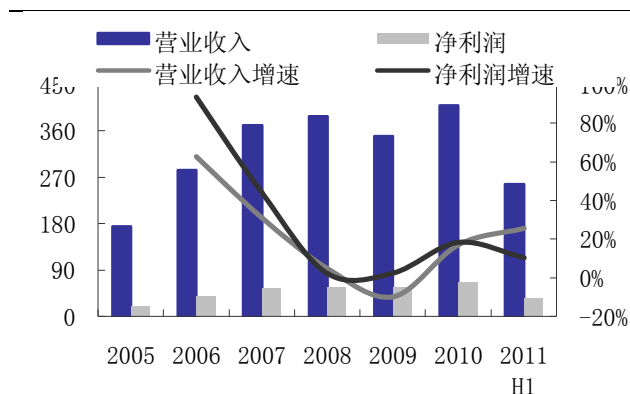
图表目录

图 1	博深工具历年营业收入情况(单位: 百万元).....	3
图 2	博深工具分项业务占比变化.....	3
图 3	全球电动工具行业市场规模(单位: 亿美元).....	4
图 4	我国专业电动工具市场规模预测(单位: 亿元).....	4
图 5	我国建筑行业用专业电动工具市场规模预测.....	4
图 6	我国三种专业电动工具市场规模预测(单位: 亿元).....	4
图 7	公司主要的电动工具产品.....	5
图 8	公司电动工具迎来爆发增长时期(单位: 百万元).....	6
图 9	公司合金工具收入及预测(单位: 百万元).....	7
图 10	我国历年新建和改建公路情况(单位: 万公里).....	8
图 11	天然大理石建筑板材产量(单位: 百万平方米).....	8
图 12	天然花岗石建筑板材产量(单位: 百万平方米).....	8
图 13	我国商品混凝土产量(单位: 亿平方米).....	8
图 14	我国空调行业内销和出口情况(单位: 万台).....	8
图 15	公司产品出口比重较大.....	10
图 16	公司出口美洲的比重较大(2008 年).....	10
表 1	电动工具分类.....	5
表 2	金刚石工具分类.....	7
表 3	未来几年金刚石锯片部分市场年均需求估算.....	8
表 4	公司计划泰国公司新增产能情况(单位: 片).....	10
表 5	泰国公司带来的收入和利润(单位: 万元).....	10
表 6	相关公司估值表.....	12

1. 公司是国内领先的金刚石工具企业

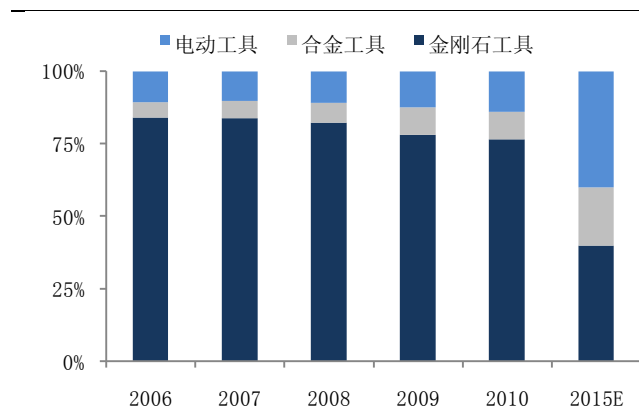
- **公司是我国金刚石工具行业的龙头企业。**公司主营业务为金刚石工具、小型建筑施工机具、合金工具的生产和销售。主要产品有金刚石圆锯片、金刚石工程薄壁钻头、金刚石磨盘、金刚石软磨片等金刚石工具，混凝土钻孔机、台式切割机、路面切割机等小型建筑施工机具，硬质合金工具。2010年，公司营业收入为4.10亿元，同比增长16.99%。2005-2010年间，营业收入复合增速为18.64%，净利润复合增速28.12%。
- **公司将调整收入结构，电动工具是发展重点。**公司调整产品结构主要是考虑到金刚石工具的市场容量有限，而电动工具的发展前景更为广阔。我们认为这与国际领先企业的发展路径一致。2010年公司的金刚石工具占收入的比重是76.6%，电动工具占13.9%，合金工具占9.5%。公司年报显示，公司规划2015年金刚石工具、电动工具和合金工具的收入比例目标是40%、40%和20%，到2015年电动工具收入达到8亿元，合金工具收入达到4亿元。相对于2010年收入结构，要达到这一目标，金刚石工具、电动工具和合金工具的年复合增速需达到20%、70%和60%。

图 1 博深工具历年营业收入情况(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 2 博深工具分项业务占比变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- **我们认为公司未来三年的主要看点在于：**电动工具产品的增长；陶瓷用金刚石磨具产品的开发；泰国子公司市场的开拓；合金工具的发展。

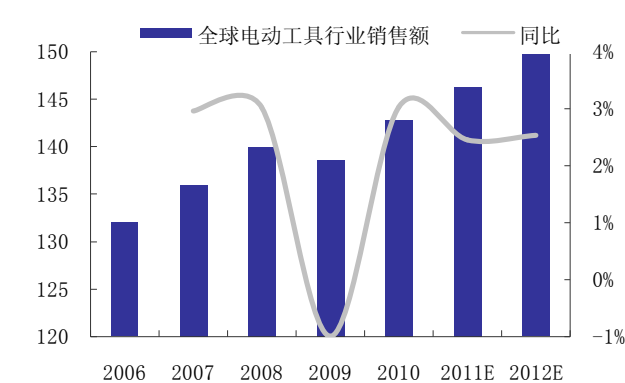
2. 电动工具是未来重点发展的产品之一

- 我们认为，随着劳动力成本的上升，提高劳动效率的电动工具产品将逐步需求增加；而且新材料的应用也使得部分领域电动工具替代人工成为必然，因此公司将其作为未来重点发展的主要产品之一。

2.1. 电动工具市场容量较大

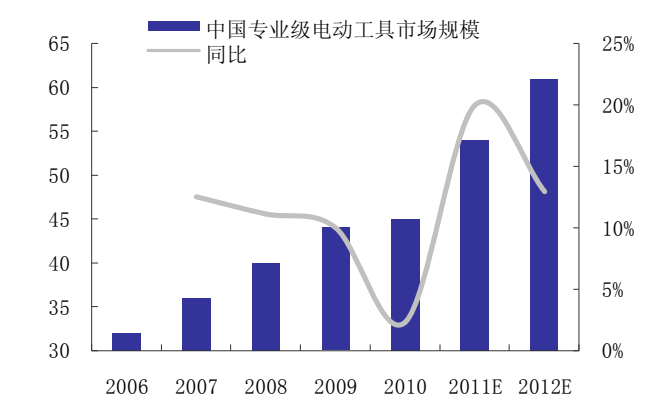
- 预计全球电动工具行业市场规模在2012年能达到150亿美元。中国专业电动工具市场自2006年起一直保持着12%平均增长率，根据中国电动工具网统计，2010年我国专业电动工具市场规模有45亿元，2011年将达到54亿元，同比将增加20%左右。根据细分下游的需求来看，我们预计2012年将增长至60亿元以上。

图 3 全球电动工具行业市场规模 (单位: 亿美元)



数据来源: 中国电动工具网, 安信证券研究中心

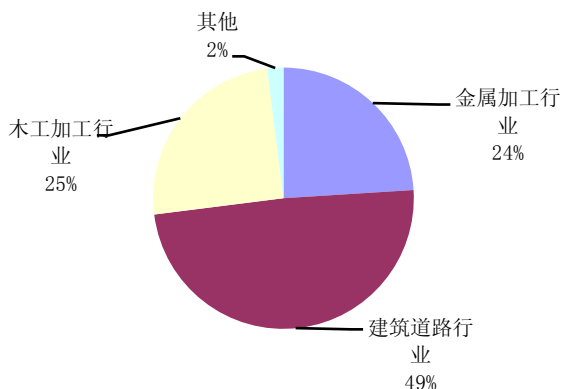
图 4 我国专业电动工具市场规模预测 (单位: 亿元)



数据来源: 汉鼎咨询, 安信证券研究中心

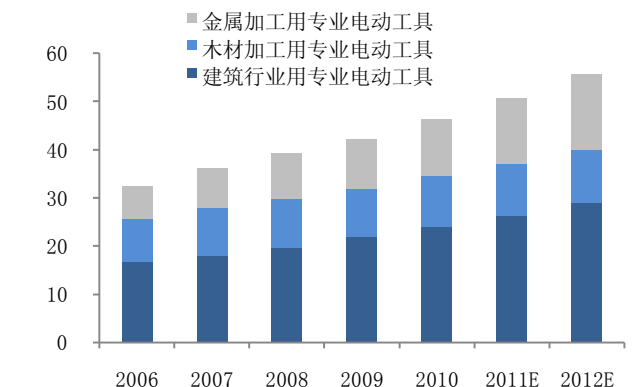
- 建筑道路类行业是专业电动工具主要的下游行业, 其占到专业电动工具应用市场的一半左右, 其次是金属加工行业和木工加工行业。根据中国电动工具网的预测, 未来 2 年内建筑道路用专业电动工具市场将保持较高的增速, 幅度在 10% 以上, 2012 年市场规模将达到 29 亿元左右; 预计未来两年木材加工专业电动工具的增速将超过 3%, 市场规模达到 11 亿元以上; 金属加工用专业电动工具市场规模将超过木材加工用专业电动工具市场规模, 2012 年, 其增速将达到 17.20%, 市场规模达到 16.38 亿元。

图 5 我国建筑行业用专业电动工具市场规模预测



数据来源: 中国电动工具网, 安信证券研究中心

图 6 我国三种专业电动工具市场规模预测 (单位: 亿元)



数据来源: 中国电动工具网, 安信证券研究中心

2.2. 公司发展电动工具具有一定的优势

- 公司发展电动工具的主要原因在于电动工具市场空间大。公司已成为国内金刚石工具的龙头, 市场份额为第二名的两倍。根据我们对行业的了解, 除非行业出现变动, 或者公司不断的收购兼并, 否则公司想继续做大可能需要一定的时间。而公司的电动工具是与金刚石工具配套使用的。相对于单个金刚石制品, 电动工具价格高出几十倍, 并且可以享受金刚石工具已经积累起的品牌优势和销售渠道, 因此公司在保证金刚石业务行业龙头地位的前提下, 大力发展电动工具, 使二者协调发展, 这与国际领先企业的发展路径相一致。
- 公司发展电动工具具有明显的优势。1) 公司起点较高, 依靠在金刚石工具的龙头地位, 可以提供质量有保障的电动工具, 有利于公司品牌的建立; 2) 电动工具可以充分利用金刚石工具的市场销售渠道。3) 公司原有产品小型建筑施工机具属于建筑行业用电动工具, 公司在这一市场已有经验积累; 4) 收购普锐高

后在进入木材加工用电动工具也有明显优势；5) 专业电动工具行业的市场目前50%以上仍依赖进口，我们认为公司起点较高，容易打开市场；6) 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；7) 公司与上海工具研究所共同开展高端电动工具的研发。

表 1 电动工具分类

按用途分类	代表性工具			
金属切削类	电钻	电剪刀	往复锯	型材切割机
砂磨类	角向磨光机	模具电磨	平板砂光机	袋式砂光机
	角向抛光机	直向砂轮机		
装配类	电动板手	电动螺丝刀	电动胀管机	电动拉铆枪
建筑和道路类	冲击电钻	电锤	电镐	砖墙铣沟机
	石材切割机	路面切割机	钻孔机	
矿山类	电动凿岩机	煤电钻		
铁道类	枕木电钻	枕木电镐		
农牧类	电动剪毛机	电动采茶机		
林木类	电圆锯	电木铣	曲线锯	电链锯
	电刨	修枝机	打草机	松土机

数据来源：相关资料，安信证券研究中心

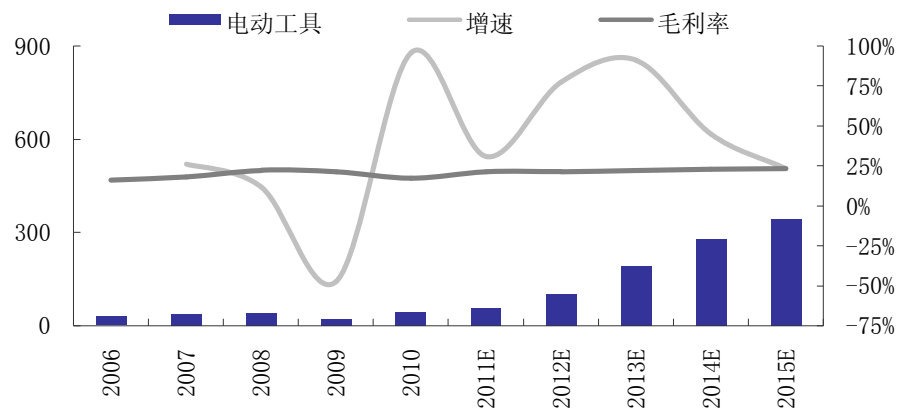
图 7 公司主要的电动工具产品



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- **电动工具业务步入快速发展期。**公司目前主要的电动工具产品是钻孔机和切割机。营业收入从2007年的2981万元增长到2010年的5693万元，复合增速17.55%。目前，公司电动工具的市场份额依旧较小。2011年底公司电动工具的募投项目将建设完毕后将逐步释放产能，预计下半年将有更多新产品投放市场。2011年上半年，公司电动工具业务收入为3884万元，我们预计2011年有望达到1亿元左右，2012年有望达到2亿元。目前电动工具毛利率相对较低，2010年仅有17.46%，2011年上半年仅有16.97%。我们认为随着公司电动工具产能的扩大，规模效应将逐渐显现，毛利率可能会升高。

图 8 公司电动工具迎来爆发增长时期(单位: 百万元)

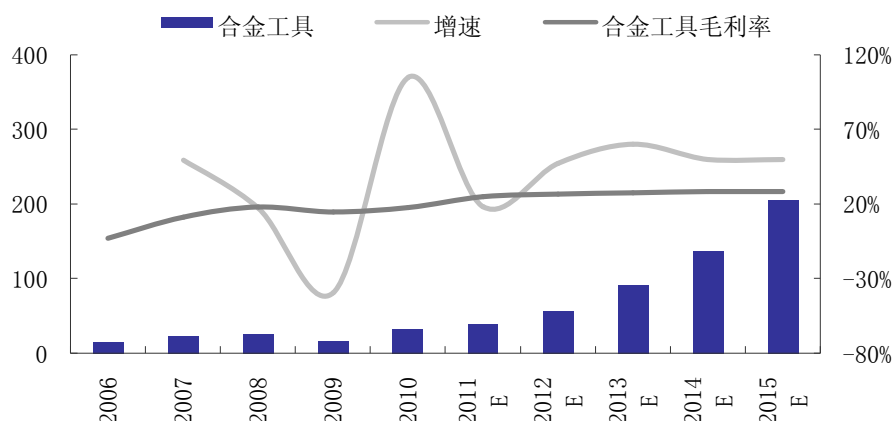


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

3. 合金工具定位于中高端，将面临快速发展

- **我国硬质合金刀具供需缺口严重。**硬质合金工具根据其制作特性及用途不同，主要分为：硬质合金圆锯片、硬质合金铣刀、硬质合金钻头、机加工刀具、矿山刀具等几个大类。目前我国切削刀具制造企业的年销售额为252亿元，其中硬质合金刀具所占比例不足25%。而国内制造业消费的刀具中，硬质合金刀具比重已达50%以上，仍有25%的缺口，供需结构脱节的问题已十分严重。特别是高性能的硬质合金锯片主要依赖进口。
- **我国企业生产的硬质合金刀具偏低端。**中、高档专业市场分布在家具生产、木地板生产、板材精密加工、电路板、有色金属及铝合金、黑金属等加工领域，生产厂家主要分布在德国、意大利、美国、加拿大、日本等；国内只有少数厂家可以进行此类产品的加工生产。国内大多硬质合金工具厂家的产品主要针对通用市场：建筑装修、小型电动工具配套、园林维护等领域，对硬质合金圆锯片的加工要求不高，技术含量较低，加工设备一般采用手动设备，加工技术水平较低。
- **公司通过收购上海普锐高，进入PCD刀具领域，开拓机加工切削刀具市场。**公司于2010年5月以60万欧元收购了德国Prewi在上海子公司上海普锐高60%的股权(德国Prewi在切割材料及切割工具产品的研究开发方面具有较强的技术实力，主要从事各类金刚石及硬质合金刀具产品的制造、销售及维修刃磨服务，其产品有PCD刀具、异形刀具等，其在德国市场的占有率超过60%)。
- **上海普锐高产品技术水平较高，制造毛利率超过50%，给客户提供的维修服务毛利率更是在70%以上。**但由于缺乏在中国市场的拓展经验，以及公司管理能力稍弱，上海普锐高并没有因其技术优势得到很好的发展。我们认为公司在拓展国内市场方面经验较丰富，可以运用市场营销以及管理方面的优势加速上海普锐高的未来发展，并借助普锐高的技术优势发展公司本部。仅就国内木工刀具市场来看，目前市场容量在3亿元，主要市场被另外两家外企占领，公司销售收入不足1000万元，未来发展空间巨大。
- **公司合金工具定位于中高端，即将迎来快速发展。**公司针对国内木材加工、木地板加工、家具制造以及铝型材、塑钢型材加工等专业市场，不断开发中高端木用、铝用、塑钢用等专业硬质合金锯片新产品，提高产品技术附加值，不断扩大中高端专业产品比重。同时，大力开拓北美、西欧、北欧木材生产大国的中高端市场，扩大出口。相对于公司金刚石工具业务，合金工具基数非常小。2010年公司合金工具销售收入仅有3882万元，2011上半年为2945万元，同比增长59%。我们预计公司2011年合金工具有望实现销售收入6000万元以上，2012年有望达到1亿元。

图 9 公司合金工具收入及预测 (单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 金刚石工具业务发展平稳

4.1. 金刚石工具市场保持 15% 左右的增速发展

- **金刚石工具可以分为切削切割、钻进和磨削修正三大类。**切削工具主要有圆锯、绳锯等，用在机床工具上的 PCD、PCBN 刀片；钻进工具主要包括薄壁钻头、石油矿山钻头等。磨削工具主要包括砂轮、磨盘等。
- **行业规模将继续扩大。**目前全球金刚石工具市场的容量在 200 亿美元左右，应用领域不断拓宽，专业用高端产品的需求呈上升趋势。根据行业协会的测算，我国超硬磨料制品的总产值规模在 200-300 亿元。目前其主要下游行业处于快速发展阶段（我国目前已经成为世界上最大的石材生产和加工国；我国建筑业也以每年超过 20% 的速度增长），加上世界金刚石工具行业向我国产业转移的进程加快，未来面临较大的发展机遇。预计未来三年国内市场需求增幅在 15-20% 之间。

表 2 金刚石工具分类

加工方式	用途	代表性工具	占比
切割、切削	切割硬脆类非金属材料	圆锯、框锯、绳锯、带锯	60%
	切削有色金属材料	CVD、PCD (PDC) 制车、铣、镗、刨等工具	
钻进	地质勘探	孕镶单管、双管、绳索等取芯钻头	2%
	油气井钻进	表镶全面钻进、取芯钻进钻头	
	工程钻进	水电工程钻头、基础工程钻头	
	石材、玻璃、陶瓷、耐火材料等打孔	薄壁工程钻头-空心钻	
磨削、修正	磨削	砂轮、磨轮、磨块等	15%
		磨盘	
	修正	砂轮、修正笔，什锦工具等	
其他金刚石工具			10%-20%

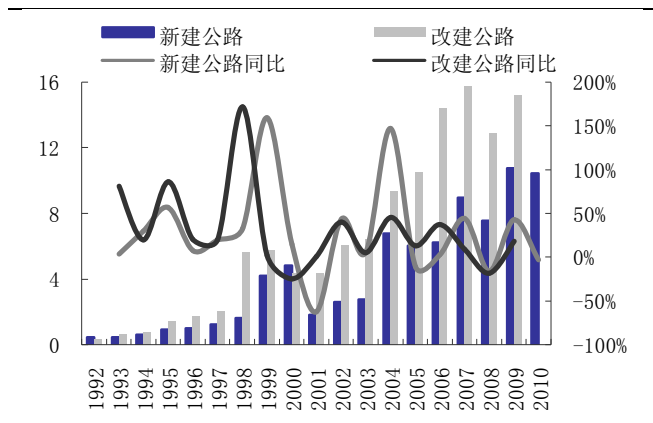
数据来源: 我国超硬材料产业的发展与展望, 安信证券研究中心

- **未来几年, 我国金刚石锯片市场规模增速将达到 10% 以上。**根据中国机床工具工业协会超硬材料分会预测, 金刚石锯片国外市场容量已达到 250 亿元, 其中激光焊接类锯片占 80% 以上, 容量达 200 亿元。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。按照金刚石锯片 25 元/片的单价计算, 国内金刚石锯片市场容量超过 2 亿片/年。根据金刚石锯片下游行业的增速, 不考虑新的领域的替代应用, 我们保守估计未来几年内, 国内

金刚石锯片市场需求年均增长10%以上。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。

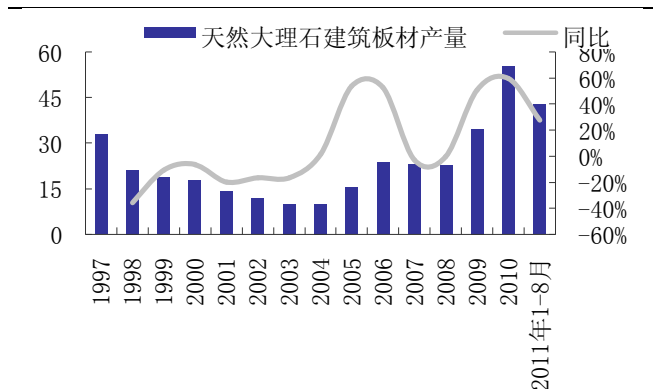
- **金刚石工程薄壁钻头市场空间大,行业待整合。**金刚石工程薄壁钻头国外市场容量已达到70亿元,其中激光焊接钻头占70%以上,容量达50亿元。目前,国外激光焊接钻头生产商主要来自于韩国及欧美一些发达国家。由于公司激光焊接钻头的产能较小,目前国外市场占有率仅为0.5%左右。但国外生产企业大部分也为小型企业,供应分散,具有很大的产业整合空间。我们预计薄壁钻头未来几年内增速超过10%。

图 10 我国历年新建和改建公路情况(单位:万公里)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 11 天然大理石建筑板材产量(单位:百万平方米)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 13 我国商品混凝土产量(单位:亿平方米)

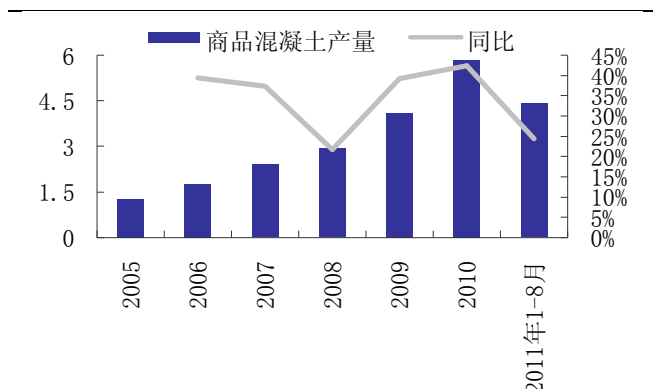
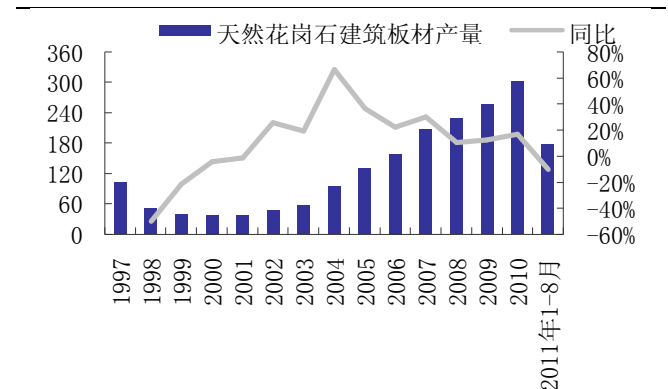


表 3 未来几年金刚石锯片部分市场年均需求估算

	年产量(亿平方米)	年需求量(万片)
建筑陶瓷	80-100	3000
石材	4	300
新增公路	10	500
改建公路	15	750

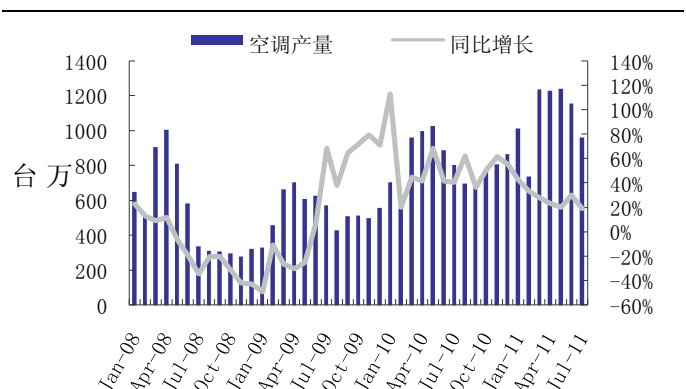
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 12 天然花岗石建筑板材产量(单位:百万平方米)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 14 我国空调行业产量(单位:万台)



数据来源：WIND，安信证券研究中心

数据来源：产业在线，安信证券研究中心

4.2. 公司作为金刚石工具的龙头企业，竞争优势明显

- 虽然金刚石工具行业整体来看竞争较为激烈，但我们认为公司作为国内金刚石工具的龙头企业，在规模、技术、销售网络等的综合实力方面具有明显优势，毛利率水平相对较高，未来通过技术水平持续提升以及横向扩张的方式，公司的业绩增长将明显快于行业整体水平。预计公司业绩增长在20%左右，甚至可能超过20%。

4.2.1. 陶瓷加工用金刚石磨具是公司今年的一大亮点

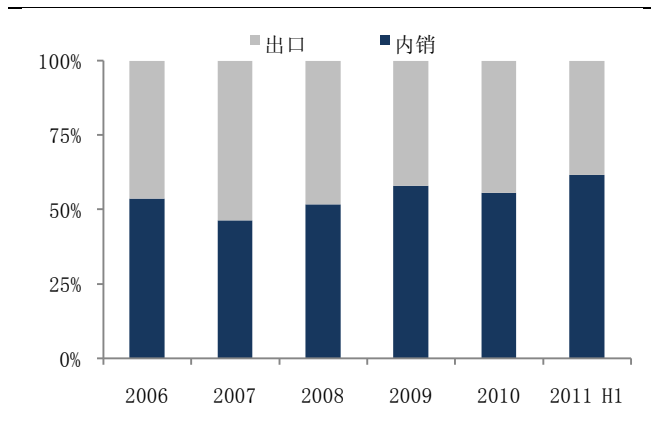
- 陶瓷行业开始使用金刚石磨具，这拓展了金刚石工具的市场空间，是今年的一大亮点。在陶瓷生产加工中，瓷砖磨边、磨平、抛光等工序使用的磨具主要是碳化硅模块，但正在被金刚石磨具替代。金刚石工具无污染，耐磨性更好、效率高、使用寿命长。例如碳化硅模块大约每3-4小时就要更换一次，而金刚石磨具只需每6天更换一次，提高生产效率，使得总生产成本大大降低。
- 保守估计我国每年瓷砖生产线需要24亿元金刚石磨具。根据加工精度的不同要求，一条瓷砖生产线中60%左右的磨、抛工具（碳化硅模块产品）可以用金刚石磨具替代。而随着金刚石瓷砖生产加工用磨具产品的制造技术的进步，这一比例还有提高空间。保守估计全国有约2000条陶瓷生产线，按照每条生产线需要金刚石磨具200万元的价格计算，每年瓷砖生产线需要价值40亿元的金金刚石磨具。
- 瓷砖生产地域变化可能将加快这一替代的进程。目前，由于沿海地区劳动力成本提升、环保要求的提高和中西部开发等政策等多种因素，大量瓷砖生产加工企业由广东等沿海地区向内地转移。这可能会使金刚石磨具替代碳化硅模块的进程加快。
- 我们预计公司2011年可能完成20条左右的瓷砖生产线承包任务，将带来4000万元左右收入，预计毛利率超过40%。陶瓷加工用金刚石磨具销售方式是直接面向企业，不通过经销商，因此需要一定的资金支持，这也从一方面限制了小企业进入这一市场。从公司已经承包的瓷砖生产加工企业用户反馈情况来看，技术基本稳定，可以满足客户要求。由于销售该产品对公司的技术服务、产品供货等综合要求较高，公司也在专业销售团队的组建和专业技术服务等方面做积极准备。公司目前除在当地的瓷砖生产线销售外，还在四川、江西等地有承包生产线销售产品。预计2011年可能完成20条左右的瓷砖生产线承包任务。

4.2.2. 扩张业务，开拓市场，规避反倾销

- 公司外销的比重约占营业收入的38%-54%之间，受欧美反倾销措施影响较大。目前美国对中韩金刚石锯片的反倾销举措还在行政复审程序中，自2009年11月起对公司全资子公司博深美国自公司进口的金刚石锯片及部件以35.51%的税率征收关税保证金。公司也在应诉中，预计最后的结果会比35.51%的税率要低，但还是对出口美国产生了不利影响。虽然公司将部分成本转嫁给下游企业，但出口产品的毛利率仍有所下降。不排除欧洲效仿美国对原产自中国的金刚石锯片采取贸易保护措施的可能性。
- 今年以来，公司对印度、巴西、俄罗斯等新兴市场的开发也有快速发展。2011年上半年，北美及欧洲市场稳中有升，出口9837万元，占营业收入的38.22%。
- 通过收购加拿大CYCLON公司，进入金刚石锯片的高端领域，拓展北美市场。公司将募集项目中的“高性能激光焊接专业金刚石工具技术改造项目”做部分调整，使用2040万元（300万美元）用于收购加拿大CYCLON公司100%股权并对其增资。CYCLON是从事专业级金刚石工具制造商和销售商，“CYCLON”品牌是加拿大金刚石工具行业的知名品牌，2009年实现销售收入230万加元，净利润14万加元。考虑到增资及整合均需要一定时间，预计短期中期其盈利贡献有限。通过收购将有利于开拓北美地区高端金刚石工具市场，实现ODM向自主品牌的过渡。2011年上半年，CYCLON公司实现营业收入569万元，净利润16万元。

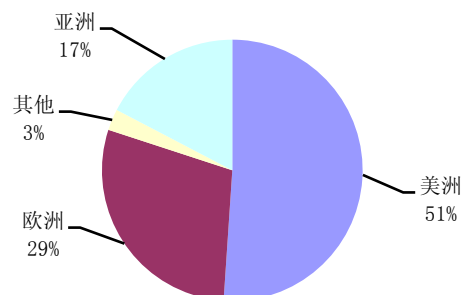
- **泰国建厂规避反倾销措施，开拓印度市场，建设公司在海外的金刚石锯片生产基地。**公司变更“高性能激光焊接专业金刚石工具技术改造项目”，使用尚未投入项目的15511.83万元用于泰国全资子公司的首期投资。
- **在泰国生产锯片成本可能比国内生产要低。**公司计划在泰国生产的锯片产品，进入欧美市场使用ODM的方式，进入印度和东南亚市场使用自有品牌。泰国是欧美承认的市场经济国家，从泰国出口到欧美的产品为零关税。泰国与印度之间的关税较低，这有利于打开印度市场。泰国当地对公司的承诺是8年所得税率为零。公司从国内进口人造金刚石，有可能会享受到出口退税。同时考虑到人工成本和土地成本等因素，在泰国生产可能成本更低，收益更大。
- 根据公司变更募集资金的公告，预计2012-2014年泰国子公司金刚石锯片产量将达到577万片、870万片和1200万片，净利润分别为26.06、42.53和54.85百万元，分别增厚EPS0.116、0.189和0.243元。

图 15 公司产品出口比重较大



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 16 公司出口美洲的比重较大(2008 年)



数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 4 公司计划泰国公司新增产能情况 (单位：片)

产品类别	2012年	2013年	2014年
冷压烧结锯片	3,544,968	5,400,372	7,549,170
热压烧结锯片	1,927,821	2,839,491	3,869,111
激光焊接锯片	300,487	449,416	628,329
合计	5,773,276	8,689,279	12,046,610

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5 泰国公司带来的收入和利润(单位：万元)

项目	2012年	2013年	2014年
冷压烧结片	7,123.52	11,200.58	15,658.26
热压烧结片	5,234.03	8,062.04	11,151.47
激光焊接片	4,291.97	6,406.62	8,948.90
销售收入预计	16,649.52	25,669.24	35,758.63
净利润预计	2,605.65	4,253.39	5,485.37

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2.3. 激光焊接锯片和激光焊接钻头是长期趋势

- **公司激光焊接锯片市场占有率有提升空间。**目前，国外激光焊接锯片生产商除了少数几个规模较大的厂家外，大部是规模较小的家族企业，市场集中度低。虽然公司的国外市场占有率仅为0.5%左右，但生产规模位居前几位。国内生产激光焊接锯片的企业有数十家，相对规模均较小，设备相对落后，产销规模远远不能满足市场需求的增长。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。我们估计未来公司在国内外的市场占有率可能会提升。

- **激光焊接钻头是公司的重点发展产品。**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。目前，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。预计未来激光焊接钻头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。公司国内市场占有率为15%左右，随着激光焊接钻头市场容量的快速增加和公司产能增加，公司激光焊接钻头的国内销售收入将迅速增长。

5. 估值及投资机会

- 基于以上对行业及公司发展的判断，我们对公司的盈利状况做出如下假设：
- **收入增长：**我国金刚石工具的需求未来三年的增幅在15-20%左右，虽然我们认为公司国内业务的增长速度将快于行业，但国外业务复苏较晚，预计公司金刚石工具产品收入的平均增长略高于20%；电动工具是公司未来发展的重点，收入增长较快，未来三年的增速分别为83%、90%和80%；
- **毛利率：**各产品毛利率整体保持稳定，但随着1) 未来毛利率相对较低的金刚石工具占比上升；2) 由于金刚石工具行业竞争加剧，必要时公司可能会通过降低产品价格等方式来应对市场竞争，因此预计公司综合毛利率每年下降1-2个百分点，但仍然保持在32%以上；
- **期间费用：**由于销售渠道的大力开拓以及销售客户的增加，公司今年销售费用率会提高。研发投入的增加也将导致管理费用率的提升。随着规模效应逐渐显现，预计其明年的期间费用率将保持下降趋势。
- 从目前市场环境来看，仍然存在类似低成本收购扩张的动力及可能性。
- 公司维持15%的所得税率。
- 我们预计公司未来三年每股收益分别为0.37元、0.54元和0.73元，净利润的复合增长率在35%左右。目前股价13.15元，对应2011-2012年的市盈率为36、24倍，给予6个月目标价15元，下调评级至“增持-A”。

表 6 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	目标价	投资评 级	预测EPS (元)			PE		
					2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600172	黄河旋风	15.98	17.80	增持-A	0.42	0.66	0.92	38.25	24.39	17.46
300064	豫金刚石	20.22	20.00	中性-A	0.44	0.61	0.84	46.03	32.96	24.07
300179	四方达	27.72	29.00	中性-A	0.60	0.87	1.40	46.57	31.82	19.76
002282	博深工具	13.15	15.00	增持-A	0.37	0.54	0.73	35.76	24.57	18.00
平均		19.27			0.46	0.67	0.97	41.65	28.44	19.82

数据来源：WIND，安信证券研究中心(收盘价为9月21日)

6. 风险提示

- 金刚石工具反倾销不利和汇率波动的风险。
- 中国对部分金刚石锯片的出口退税率已达15%，对部分小型建筑施工机具的出口退税率已达17%，几乎不存在继续上调的空间，很可能因为国际贸易争端、经济走势及其他方面的因素而出现下调，这对公司的出口是不利的。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-9-21		
									2009	2010	2011E
利润表						财务指标			2009	2010	2011E
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性			2009	2010	2011E
营业收入	350.5	410.0	565.1	812.4	1,066.2	营业收入增长率	-9.9%	17.0%	37.8%	43.8%	31.2%
减: 营业成本	221.9	253.5	356.8	505.7	658.8	营业利润增长率	2.8%	26.6%	17.0%	52.1%	36.6%
营业税费	2.7	2.8	4.0	5.7	7.5	净利润增长率	2.4%	18.4%	23.6%	45.5%	36.4%
销售费用	27.9	36.9	52.6	73.1	96.0	EBITDA 增长率	-4.1%	10.3%	48.6%	43.4%	27.7%
管理费用	29.3	39.9	56.5	73.1	96.0	EBIT 增长率	-6.5%	12.1%	27.8%	60.5%	34.4%
财务费用	4.0	-4.7	2.7	12.1	13.1	NOPLAT 增长率	-7.7%	2.6%	37.3%	54.1%	34.4%
资产减值损失	1.4	1.5	-1.1	-	-	投资资本增长率	0.4%	29.4%	128.2%	14.3%	10.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	201.1%	2.1%	9.1%	11.3%	13.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	63.3	80.1	93.8	142.7	194.9	利润率					
加: 营业外净收支	3.5	2.3	4.0	-	-	毛利率	36.7%	38.2%	36.9%	37.7%	38.2%
利润总额	66.9	82.5	97.8	142.7	194.9	营业利润率	18.1%	19.5%	16.6%	17.6%	18.3%
减: 所得税	10.2	15.6	14.7	21.4	29.2	净利润率	16.2%	16.4%	14.7%	14.9%	15.4%
净利润	56.6	67.1	82.9	120.7	164.6	EBITDA/营业收入	24.7%	23.3%	25.2%	25.1%	24.4%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	19.2%	18.4%	17.1%	19.0%	19.5%
货币资金	485.4	372.1	84.8	121.9	159.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	144	123	183	187	138
应收账款	84.5	166.4	126.2	181.4	238.1	流动营业资本周转天数	191	209	189	164	167
应收票据	-	-	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	463	588	338	207	212
预付帐款	3.5	20.9	20.9	20.9	20.9	应收帐款周转天数	78	77	69	67	70
存货	88.6	113.4	156.4	221.7	288.8	存货周转天数	104	90	86	84	86
其他流动资产	3.8	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	652	751	649	562	489
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	379	372	500	519	445
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	8.5%	9.7%	12.7%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	7.7%	7.1%	8.9%	10.8%
固定资产	135.3	144.8	429.7	416.3	399.5	ROIC	16.5%	16.8%	17.8%	12.0%	14.2%
在建工程	21.0	20.7	320.0	365.6	390.2	费用率					
无形资产	22.0	22.3	31.7	31.1	30.4	销售费用率	7.9%	9.0%	9.3%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	2.8	4.4	4.5	4.5	4.5	管理费用率	8.4%	9.7%	10.0%	9.0%	9.0%
资产总额	847.0	864.9	1,174.2	1,363.3	1,532.4	财务费用率	1.1%	-1.1%	0.5%	1.5%	1.2%
短期债务	29.8	-	171.3	230.6	233.4	三费/营业收入	17.5%	17.6%	19.8%	19.5%	19.2%
应付帐款	29.5	60.7	78.2	110.8	144.4	偿债能力					
应付票据	7.0	-	-	-	-	资产负债率	8.7%	8.7%	26.7%	29.7%	28.8%
其他流动负债	7.4	14.5	14.4	15.4	16.4	负债权益比	9.6%	9.6%	36.3%	42.3%	40.5%
长期借款	-	-	60.0	60.0	60.0	流动比率	9.04	8.95	1.54	1.58	1.86
其他非流动负债	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	速动比率	7.82	7.42	0.92	0.94	1.10
负债总额	73.9	75.4	313.0	405.0	441.4	利息保障倍数	16.88	-16.01	36.32	12.79	15.89
少数股东权益	-	3.2	3.4	4.0	5.0	分红指标					
股本	173.4	173.4	225.4	225.4	225.4	DPS(元)	0.05	0.23	0.07	0.11	0.15
留存收益	603.0	618.1	632.4	728.9	860.6	分红比率	18.4%	77.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	773.1	789.4	861.2	958.3	1,091.0	股息收益率	0.4%	1.9%	0.6%	0.9%	1.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	56.6	66.9	82.9	120.7	164.6	EPS(元)	0.25	0.30	0.37	0.54	0.73
加: 折旧和摊销	21.2	21.0	45.8	49.1	52.4	BVPS(元)	3.43	3.50	3.82	4.25	4.84
资产减值准备	1.4	1.5	-1.1	-	-	PE(X)	47.6	40.2	32.5	22.3	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.4	3.1	2.8	2.5
财务费用	10.5	3.2	0.1	2.7	12.1	P/FCF	-258.2	-37.7	-9.0	114.5	84.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.7	6.6	4.8	3.3	2.5
少数股东损益	-	-0.2	0.2	0.6	1.0	EV/EBITDA	19.2	18.4	20.6	14.7	11.5
营运资金的变动	-25.9	-30.0	15.4	-86.9	-89.3	CAGR(%)	28.9%	35.3%	31.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	60.8	55.9	145.7	95.5	141.8	PEG	1.6	1.1	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-10.2	-88.2	-339.3	-75.6	-54.6	ROIC/WACC	1.7	1.8	1.9	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	390.4	-74.3	212.0	23.2	-43.2	REP	2.6	2.1	1.4	1.9	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

林晟，CFA，机械行业分析师。毕业于厦门大学，经济学硕士。2006 年加盟安信证券研究中心。所在小组曾获第一届中国证券分析师金牛奖第五名，并入围第四届卖方分析师水晶球奖。

分析师声明

赵志成、林晟分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034