

深度研究报告

竞争优势显著，规模步入高速扩张期

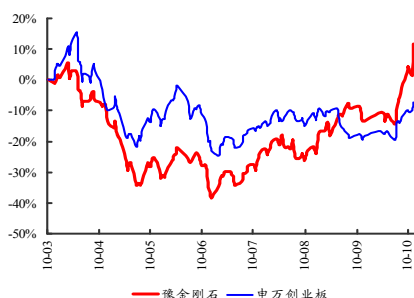
金属、非金属

2010年10月29日

评级：强烈推荐（首次）

目标价：40元

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

曾海

电话：021-38991500-821

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——豫金刚石（300064.SZ）研究报告

公司2010年3月创业板上市，是国内第三大人造金刚石合成制造厂商，2009年的产能达到4.2亿克拉，市场占有率约为8%。

传统和新兴领域应用推动市场需求快速增长。人造金刚石主要应用于石材建材、机械电子加工等领域，受益于国家城镇化率提升和高端装备制造业升级政策，传统领域对金刚石的需求将保持稳步增长；金刚石在新兴产业如电子信息产业、光伏产业的应用推广将加速市场空间的扩张；此外海外市场需求的增加也有利于国内金刚石生产企业。据统计2009年国内人造金刚石产量为54亿克拉，约占全球总产量的70%以上，预计2012年全球人造金刚石需求量将达到120亿克拉，国内需求量至少有84亿克拉，市场需求年均增速将达到15%-20%。

成本、设备技术优势提升竞争力。公司毛利率高出同业近10个百分点，因为公司具有：1)通过整合上下游产业链取得的成本优势；2)利用大缸径压机取得的设备技术优势，提升成材率和高品级率，提高产品附加值，公司产品价格较市场均价具有10%的溢价空间。随着规模的扩大，公司成本仍有下降的空间，进一步增强公司的市场竞争力。

解决资金问题，步入高速扩张期。公司2010年3月创业板上市，实际募集资金为7.45亿元，公司已计划投资3.9亿元建设6.4亿克拉的人造金刚石项目，产能规模扩大至少150%。公司还余3.5亿元资金，根据超募资金项目测算，至少还能够扩大6.8亿克拉的产能，增幅超过160%。规模的扩张将推动业绩增长，预计未来三年公司净利润增速将达到45%-50%。此外，由于公司研发中心主要开展下游应用工具的研究工作，因此不排除未来公司利用募集资金涉足下游工具行业的可能性。

首次给与“强烈推荐”评级，目标价：40元。公司拥有充裕的资金扩充产能，而成本和设备技术优势有利于拓展市场，因为公司将迎来业绩爆发期。预计10-12年公司EPS分别为0.63元、0.99元及1.52元，对应PE分别为52、33和21倍。鉴于公司的高成长性，我们首次给与“强烈推荐”评级，目标价：40元。

目 录

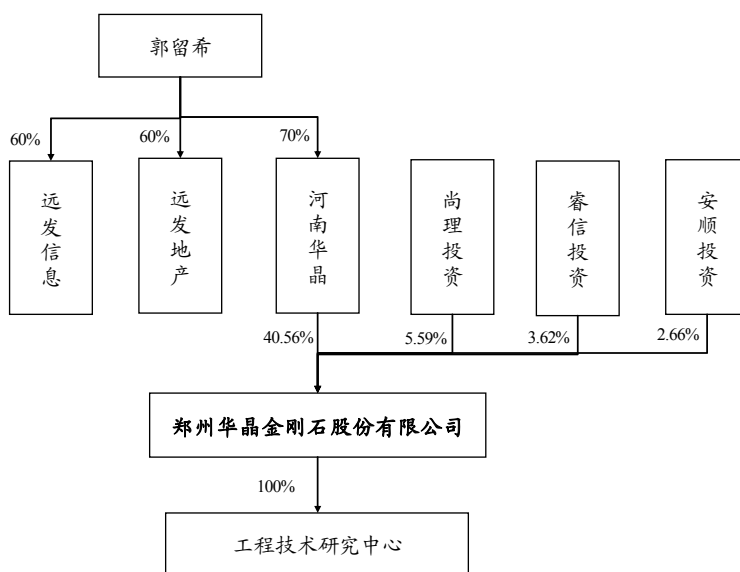
一、公司基本情况	3
1.1、股权结构	3
1.2、主营业务	3
1.3、限售股解禁情况	4
二、传统和新兴领域应用推动市场需求快速增长	4
2.1、基本概念：金刚石---自然界中最硬的物质	4
2.2、人造金刚石广泛应用于石材建材、机械电子加工等领域	5
2.3、政策支持，传统和新兴领域需求空间被打开	6
三、竞争优势显著，公司规模步入高速扩张期	11
3.1、行业老三，毛利率优势显著	11
3.2、整合上下游产业链，打造成本竞争优势	11
3.3、合成设备优势，提升成材率和高品级率	12
3.4、募集资金到位，产能规模步入高速扩张期	13
3.5、开发、储备下游应用技术，蓄势待发	14
四、股权激励计划（草案）	15
五、盈利预测及投资建议	16
5.1、假设条件及盈利预测	16
5.2、目标价：40 元	16
5.3、投资建议：规模步入高速扩张期，“强烈推荐”评级	17
六、风险因素	17

一、公司基本情况

1.1、股权结构

公司前身系成立于 2001 年的河南华晶超硬材料股份有限公司，2008 年通过整体转制变更为股份公司，并于 2010 年 3 月登陆创业板市场，是国内第三家从事人造金刚石制造的上市公司。公司大股东郭留希通过河南华晶间接控股郑州华晶，为实际控制人。

图表 1：公司股权结构图



数据来源：国联证券研究所、公司

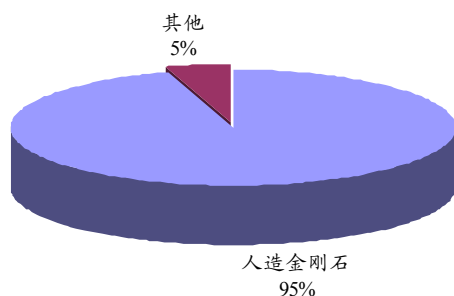
公司下属一家工程技术研究中心，为公司主要的技术研究机构，此外公司没有任何其他直接、间接控股、参股公司。

1.2、主营业务

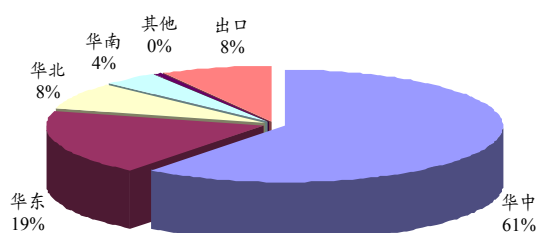
公司专注于人造金刚石的研发、生产和销售。人造金刚石收入占公司总收入的 95% 以上。

公司产品以内销为主，2010 年中期报告显示，公司 61% 的销售收入来自华中地区，其中以河南省为主，主要因为河南是我国人造金刚石产业发展最成熟，集中度最高的地区。出口占销售收入的比重较小，为 8%。

图表 2: 2010/1H公司销售收入按产品分布



图表 3: 2010/1H公司销售收入按区域分布



数据来源: 国联证券研究所、WIND

1.3、限售股解禁情况

公司 2010 年 3 月在深圳创业板上市, 根据规则, 公司下一次大规模限售股解禁将是明年一季度的小非解禁。

图表 4: 限售股解禁时间表

上市日期	解禁股份(股)	占总股本比例	股份类型
2010/3/26	30,400,000	20%	首发一般股份
2010/6/28	7,600,000	5%	首发机构配售股份
2011/3/28	29,550,000	19.44%	首发原股东限售股份
2013/3/26	84,450,000	55.56%	首发原股东限售股份

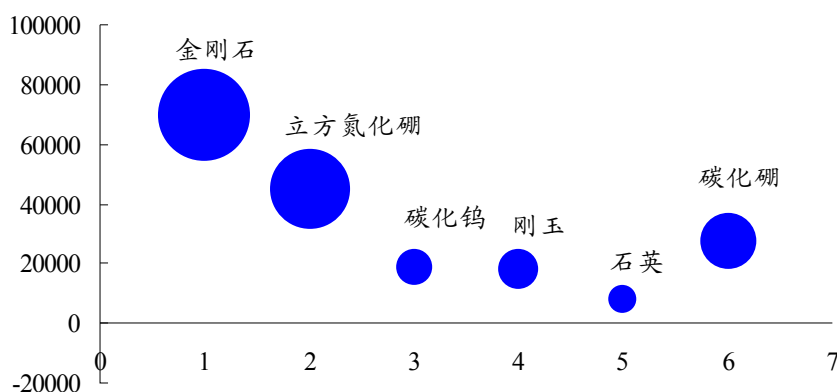
数据来源: 国联证券研究所、WIND

二、传统和新兴领域应用推动市场需求快速增长

2.1、基本概念: 金刚石---自然界中最硬的物质

金刚石是石墨的同素异形体, 成分为碳, 密度为 3.52g/cm^3 。按莫氏硬度分类, 金刚石的硬度为莫氏 10 级, 是目前所发现的自然界中最硬的物质。

图表 5: 几种硬质材料的诺氏硬度 (MPa) 比较, 金刚石硬度最大



数据来源：国联证券研究所

金刚石可以分为天然金刚石与人造金刚石两类，天然金刚石是一种稀有、贵重的非金属矿产，其中质优粒大可用作装饰品的称为宝石级金刚石，又称钻石；人造金刚石是以石墨、金属触媒为主要原料，采用高温、高压原理合成的人工晶体。由于天然金刚石矿藏稀少，开采困难，价格昂贵，不能满足不断增长的工业需求，因此目前工业应用以人造金刚石为主。

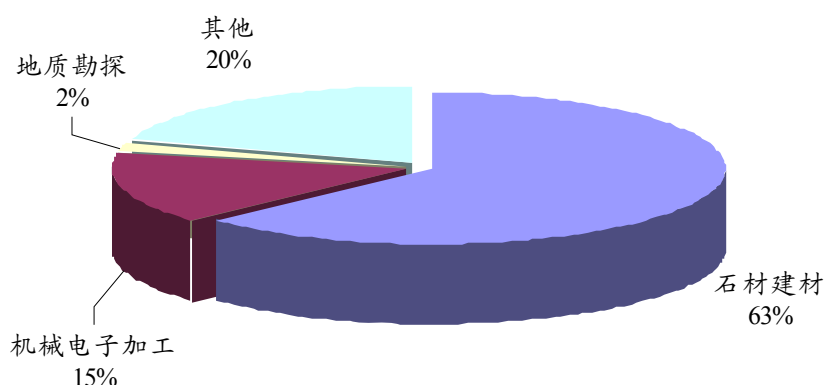
人造金刚石由美国 GE 公司（即现在的 D.I.公司）于 1954 年首次研制成功。1963 年，我国成功研制了第一颗人造金刚石。

2.2、人造金刚石广泛应用于石材建材、机械电子加工等领域

人造金刚石作为一种超硬材料，具有很高的抗压强度、高耐磨性、耐腐蚀性等特点，一般适合于加工硬质合金、硬而脆的非金属材料、铜铝等有色金属及其合金以及橡胶、树脂之类的软韧材料。人造金刚石工业制品主要有磨具、锯切工具、钻探工具、切削工具、特殊仪器元件及其他工具。

由于金刚石硬度极高，研磨能力强，磨削力和磨削热小，因此其磨削加工质量好，效率高，磨耗小，寿命长等优点。例如金刚石砂轮磨削硬质金属材料比普通砂轮磨削比高 1000 倍，成本降低 10%以上；金刚石砂轮刃磨硬质合金刀具，可以避免用碳化硅砂轮加工时容易产生的裂纹、锯口等缺陷，刀具寿命可延长 50%-100%。人造金刚石被广泛用于石材建材、机械电子加工等行业，其中石材建材是目前的主要应用领域，约占总需求量的 60-70%。

图表 6：人造金刚石主要用于石材建材领域



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

此外人造金刚石还具有优异的电学、光学、电化学性能和极佳的化学稳定性，随着科技水平的提高和应用领域的不断扩大，人造金刚石逐渐成为微

电子、光电子、通讯、航天、航空等高科技领域不可或缺的材料。

2.3、政策支持，传统和新兴领域需求空间被打开

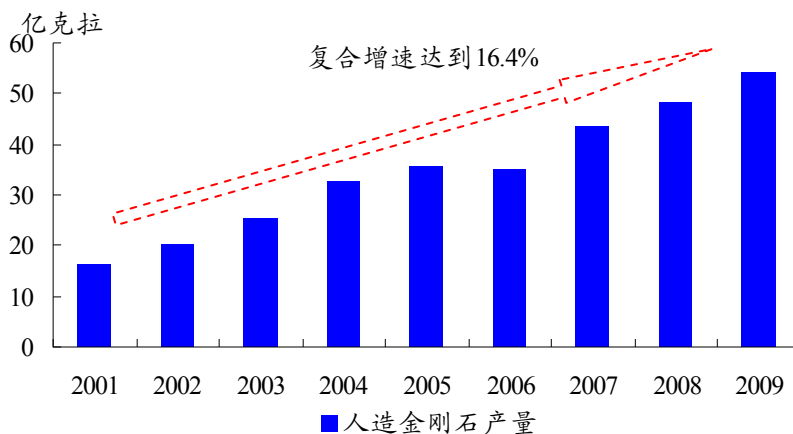
2.3.1、快速发展的国内人造金刚石产业

金刚石自首次人工合成以来，经过近 60 年的发展，其应用范围由单一磨具发展到磨、切、削等工具，市场容量也逐渐壮大。全球人造金刚石产业发展历程可以分为五个阶段：

- 20 世纪 50 年代，研制和初建工业阶段。
- 20 世纪 60 年代，产业化阶段，主要用来制作磨具。
- 20 世纪 70 年代，磨具快速发展阶段，应用范围扩展到钻探工具和切削工具。
- 20 世纪 80 年代，锯切工具快速发展阶段，主要用于天然和人造石材加工，还用于高速公路、机场跑道及混凝土建筑构件的锯切加工。
- 20 世纪 90 年代以来，全面大发展阶段。无论是金刚石单晶和聚晶，都进入了向着高质量、低成本、多品种、专用化、系列化的目标全面大发展。

我国人造金刚石产业以 1963 年为标志，早期发展缓慢。进入 21 世纪后，随着经济的发展，受益于国家加大基础设施建设、房地产投资力度以及世界工厂定位，国内人造金刚石产业也经历了快速发展期，从 2001 年至 2009 年，国内人造金刚石产量由 16 亿克拉上升至 54 亿克拉，符合增长率超过 16%。2009 年我国人造金刚石产量约占全球总产量的 70% 以上，成为全球最大的人造金刚石生产国和消费国。

图表 7：2001-2009 年国内人造金刚石产量符合增速超过 16%

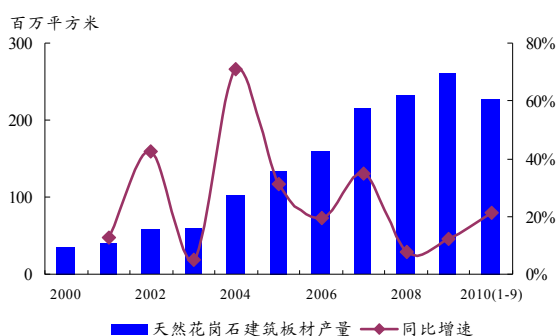


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

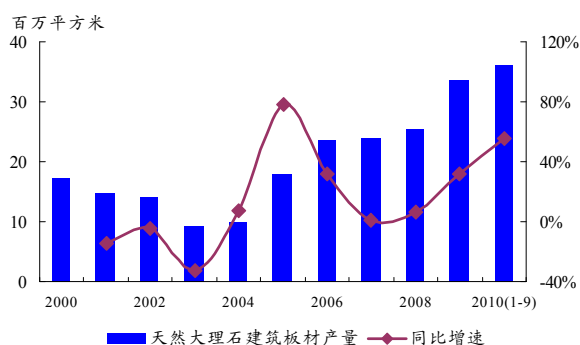
2.3.1、受益于城镇化率提升，传统领域金刚石需求稳步增长

石材、玻璃、陶瓷等领域的加工是金刚石消耗的最大领域，占总需求的60-70%左右。代表性金刚石工具有大型圆锯和排锯，中等切边锯片，小规格的干、湿切割片，以及金刚石绳锯等。自2000年以来，随着我国固定资产投资力度的加大，人造金刚石的传统应用领域的获得快速增长。以国内天然花岗石建筑板材为例，其产量从2000年的35.36百万平方米上升至2009年的260百万平方米，复合增速达到25%。

图表 8：国内天然花岗石建筑板材产量及增速



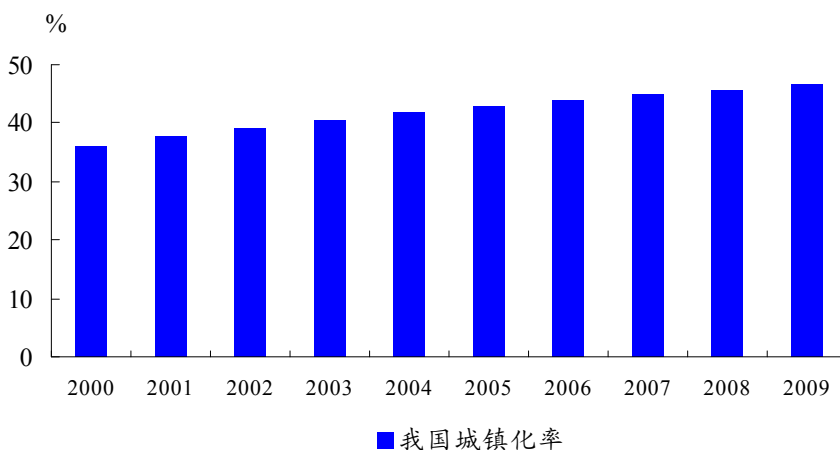
图表 9：国内天然大理石建筑板材产量及增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

传统领域的产业如石材加工、陶瓷加工、玻璃加工等与基础设施建设、房地产行业相关，另一方面基建、地产行业的发展与国内提升城镇化水平密切相关。我国目前的城镇化率较低，2009年的城镇化率仅为46.5%，由于城镇居民消费远高于农村居民消费，因此为推动经济发展转型，建设消费型社会就必须提高城镇化率，预计“十二五”期间，我国的城镇化率将超过50%。

图表 10：2009 年我国城镇化率仅为 46.5%，预计十二五期间超过 50%



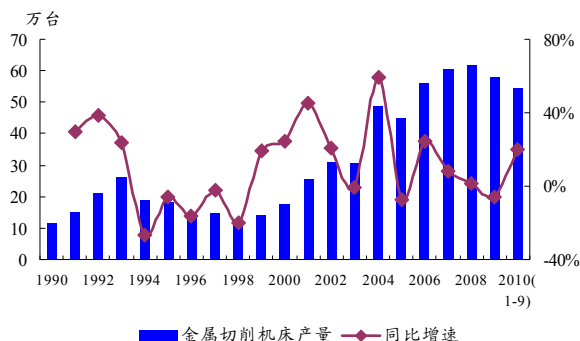
数据来源：国联证券研究所、WIND

城镇化率的提升将继续拉动基建、地产的行业的稳步发展，从而使人造金刚石产业获益。此外保障性住房建设也将弥补短期商业房地产因调控政策而萎缩的空间。预计“十二五”期间，全国将完成每年 600 万套，总计 3000 万套保障性住房的建设目标，以每套 70 平方米测算，总建筑面积将达到 21 亿平方米。由于需求传导机制作用，国内人造金刚石需求量将受益于国家政策和城镇化率提升，未来在传统领域的应用仍将保持稳定的增长。

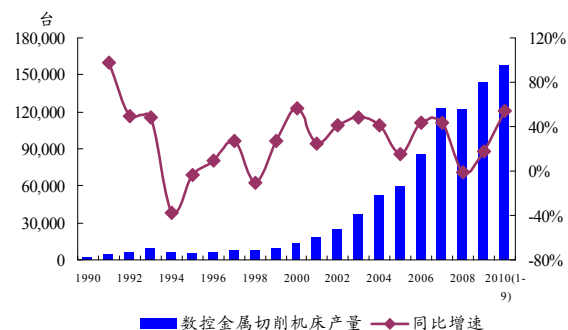
2.3.2、高端装备制造业升级拉动人造金刚石需求大发展

机械电子加工制造是人造金刚石的第二大应用领域，尤其是在硬质金属材料切割、研磨方面，金刚石是效率最高的工具。目前国内人造金刚石在机械制造方面的应用主要以中、低端为主，根据国家战略性新兴产业发展规划，高端装备制造业将是未来重点发展的方向之一。而发展高端装备制造离不开高端制造工具，如金属切削工具，数控金属切削工具等，作为切削工具的重要组成部分，人造金刚石行业将因此获益。

图表 11：国内金属切削机床产量及增速



图表 12：国内数控金属切削机床产量及增速



数据来源：国联证券研究所、WIND

国内金属切削工具，特别是切削机床产业自 1990 年以来经历了由低端到高端，由弱小到不断壮大的发展阶段。以数控金属切削机床为例，1990 年国内产量只有 2176 台，到 2010 年 1-9 月，产量已经达到 15.78 万台，产量增长 70 倍以上。1990 至 2009 年国内数控金属切削机床产量的复合增长率达到 25%，预计未来在国家产业政策的支持下，增速仍将超过 25%。受此影响，人造金刚石的需求空间仍将有大规模发展的空间。

2.3.3、替代传统超硬材料，拓展新兴产业应用新领域

相对于传统的超硬材料如碳化硅、刚玉等，金刚石具有硬度高、韧性强等特点。随着人造金刚石生产技术成熟和成本下降，与传统超硬材料的价格差距逐渐缩小，用金刚石工具替代传统超硬材料工具已经成为全球工具行业发展总趋势，例如飞机制造业的有色金属及复合材料加工已向金刚石（PCD）刀具化发展。特别是在新兴产业，金刚石应用普及速度逐步加快，包括：

- 替代碳化硅，应用于光伏产业晶硅切割研磨材料；
- 替代钢丝，应用于光伏产业晶硅切割的金刚石切割丝等。

此外，金刚石还可用于航空、军事，电子信息等新兴产业。

2.3.4、海外市场需求持续高增长

我国是世界上最大的人造金刚石供应国，总供应量超过全球的 70%。由于中国具有成本优势，国产人造金刚石除满足国内需求外，约有 30%(2008 年数据测算)出口供应海外市场。而国际人造金刚石企业采取差异化战略，凭借技术优势重点开发高端应用领域。

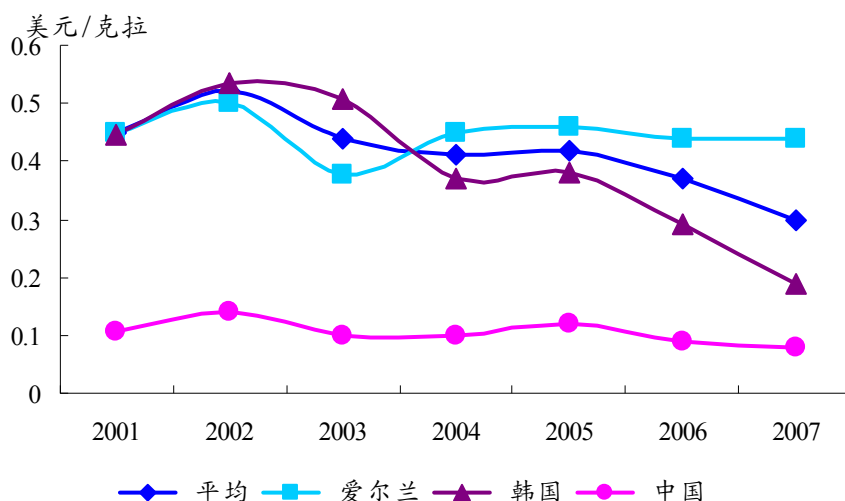
图表 13：国际主要人造金刚石生产企业情况

公司名称	年产量	主要产品
英国 E.S.公司	2 亿克拉	RDA、MDA、SD、自锐性 CDA 等。
美国 D.I.公司	2 亿克拉	RVG、MDG、MB、电镀工具用 EBG 等。
韩国 ILJin 公司	6000-8000 万克拉	ISD1000, IMD, IRD 三个系列

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

国际上较大的几家人造金刚石企业的产量远远落后于中国人造金刚石企业，以美国 D.I.公司为例，2 亿克拉的产量仅为国内最大的人造金刚石企业中南钻石 25 亿克拉的 1/12，但是依靠高端定位战略，海外人造金刚石企业的产品价格远远高于国产人造金刚石。根据美国 2001-2007 年进口人造金刚石单价数据统计，国产人造金刚石出口到美国的价格，仅为平均价格的 1/3-1/4。

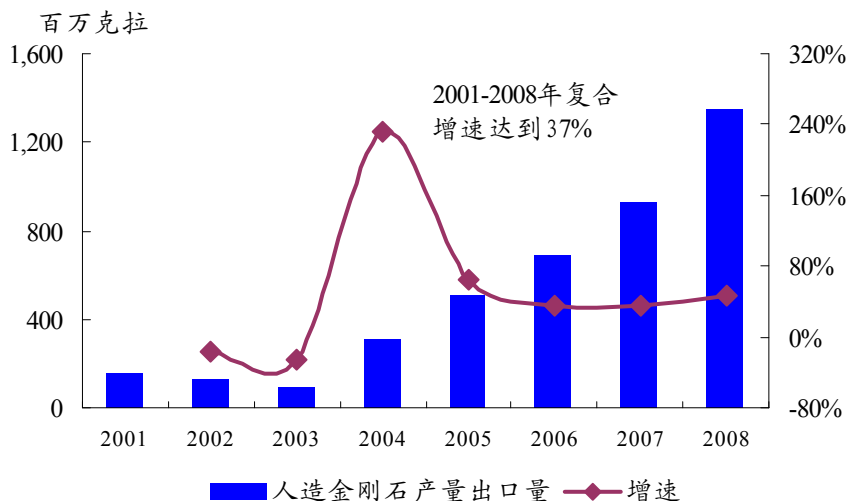
图表 14: 2001-2007 年美国进口金刚石单价统计



数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

另一方面,虽然在高端领域不具有优势,但是凭借成本优势,国产人造金刚石迅速打开海外市场,出口规模不断扩大。2001-2008年,国产人造金刚石出口量从1.5亿克拉上升到13.5亿克拉,复合增速达到37%。随着生产技术水平提高,中国企业也将逐步向高端领域推进,在新市场和新应用的双重支持下,海外市场对国产人造金刚石的需求将持续高速增长。

图表 15: 2001-2008 年国内人造金刚石出口量及增速



数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

传统需求和新兴需求、外部需求和内部需求等多重因素共同作用,人造金刚石市场将保持快速增长趋势,预计到2012年全球人造金刚石需求量将达到120亿克拉,以中国70%的份额测算,国产人造金刚石需求量将达到84亿克拉,未来三年的市场需求平均增速将达到15-20%左右。

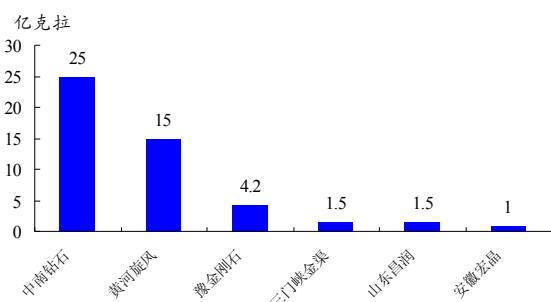
三、竞争优势显著，公司规模步入高速扩张期

3.1、行业老三，毛利率优势显著

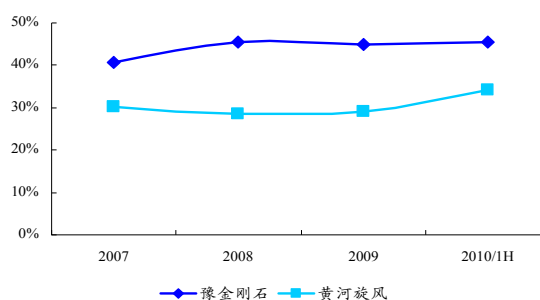
公司涉足人造金刚石行业时间不长，但规模扩张迅速。2009 年公司产能达到 4.2 亿克拉，仅为行业龙头中南钻石产能的 1/6，黄河旋风的 1/3，产能位居全国第三。

目前国内以人造金刚石为主营业务的上市公司仅有黄河旋风一家，比较两家上市公司的毛利率数据，可知公司优势显著。2007-2010 年/1H，公司毛利率稳步上升，维持在 40%-45%之间，而黄河旋风毛利率约为 30%-35%左右，公司毛利率高出黄河旋风 10 个百分点。公司毛利率较高的原因主要包括：1）整合上下游产业链，降低成本；2）技术优势提高成材率和高品级率。

图表 16：国内主要人造金刚石生产企业产能情况



图表 17：豫金刚石与黄河旋风毛利率比较

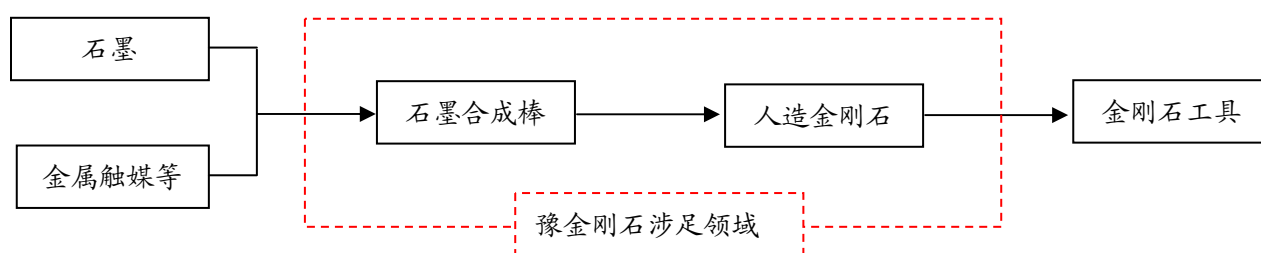


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书、WIND

3.2、整合上下游产业链，打造成本竞争优势

公司涉足人造金刚石产业是从生产石墨合成棒开始，早期主要为国内人造金刚石合成企业供应石墨合成棒，积累了大量的上游资源和生产技术。2001 年公司前身河南华晶开始进入人造金刚石合成领域。为了充分发挥产业链优势，2008 年公司控股股东将负责生产石墨合成棒河南远发的资产全部注入上市公司，使得上市公司成为一个拥有上游原材料生产能力的综合性企业。

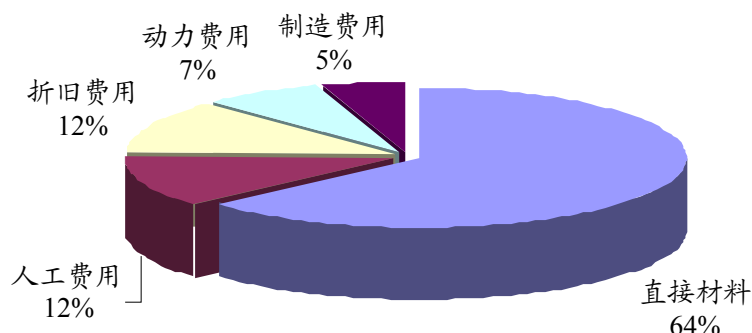
图表 18：豫金刚石业务所处产业链示意图



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

人造金刚石合成中，原辅材料成本占生产成本的比重高达 60%-70%，原辅材料占生产成本的比重较大。通过整合上下游产业链，公司可以在降低整体生产成本的同时，享受上游产业的利润空间，从而提升综合利润率。

图表 19: 2009 年公司成本构成



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

公司正处于规模扩张期，随着规模扩大，未来成本有持续下降的空间。

3.3、合成设备优势，提升成材率和高品级率

人造金刚石是通过石墨合成棒在压机中，以高温、高压的方式使得碳原子重新排列得到的人工合成晶体，作为提供高温、高压环境的压机是决定成材率、高品质产品比率的关键性因素。通常压级的内径越大，提供的温度、压力也就越大，成材率和高品级率就越高。

目前国内普遍采用的是六面顶压机，生产工艺差异性不大，但压机设备存在较大的差异性。国内大型人造金刚石企业主要采用缸径为 $\Phi 500-560\text{mm}$ 的压机，而公司利用后发优势，着力发展缸径为 $\Phi 650\text{mm}$ 的压机作为主要生产设备，并开发出缸径为 $\Phi 1000\text{mm}$ 的压机。2009 年公司共有合成设备（六面顶压机）172 台，其中 152 台 HJ-650 型压机（缸径为 650mm），20 台 HJ-1000 型压机（缸径为 1000mm）。

图表 20: 公司压机设备处于领先地位

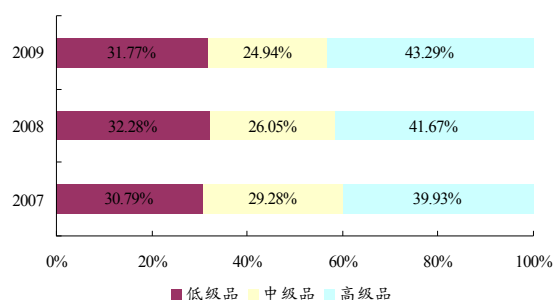
比较参数	国内普通水平	国内先进水平	公司水平	
压机缸直径/mm	$\Phi 320-450$	$\Phi 500-560$	$\Phi 650$	$\Phi 1000$
压机吨位/t	1000-2000	2500-3200	3650	5500
合成腔直径/mm	25-40	40-42	45-60	68-120
系统压强/MPa	90-110	90-110	70-90	70-90
单次产量/克拉	60-70	90-110	160-220	400-800
高品级产出率/%	10	25	40	60

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

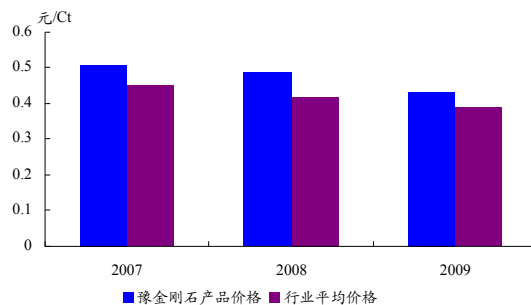
大缸径设备的开发、推广和利用改善了公司的产品结构，公司高级品产量占比超过 40%，并且呈逐年上升态势。由于公司在 $\Phi 650$ 缸径压机方面技术相对成熟，因此可以确保未来高级品产量比例超过 40%；而随着 $\Phi 1000$ 缸径压机的应用，公司高级品产量占比将进一步提升，预计将超过 50%。

在人造金刚石行业，低级品的售价相对便宜，而高级品的售价弹性较大，最优质的人造钻石可以用于替代天然钻石作为装饰用，售价可以达到 180 元/克拉。由于高级品产出率较高，因此公司能够在市场上获得更有利的价格。比较 2007-2009 年的公司产品平均售价和市场平均售价，公司产品价格相对于市场拥有 10% 以上的溢价空间。

图表 21：2007-2009 年公司高、中、低级品产量



图表 22：2007-2009 年公司售价与行业平均售价



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

3.4、募集资金到位，产能规模步入高速扩张期

公司 2010 年 3 月登陆创业板，发行 3800 万股，实际募集资金 7.45 亿元，超募 5.2 亿元。根据公司 IPO 募投项目规划，将在 2010-2011 年新增 3 亿克拉人造金刚石产能。2010 年 8 月公司公告将利用 1.5 亿元募集资金投资建设 3.4 亿克拉人造金刚石产能，预计将于 2011-2012 年投产。根据规划，未来 2 年内公司产能规模将达到 10.6 亿克拉，增速超过 150%，公司产能规模步入高速扩张期。

图表 23：公司压机技术处于领先地位

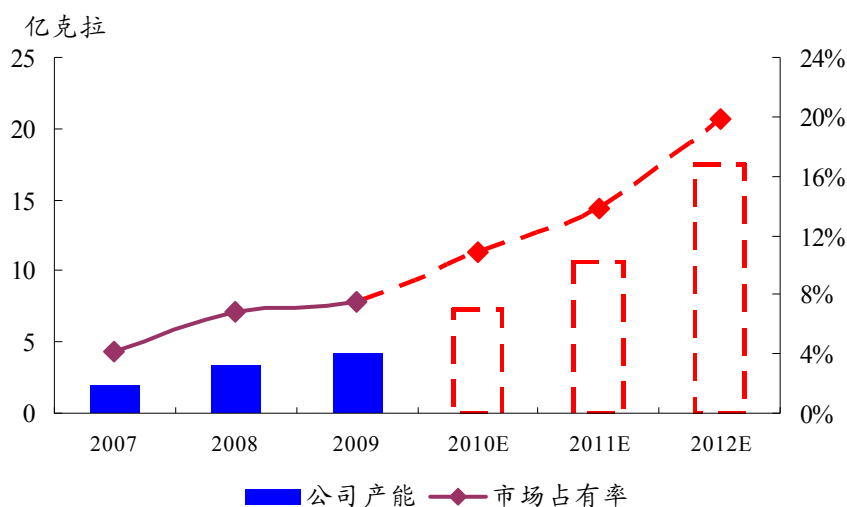
项目	投资总额（万元）	投产日期	项目属性
年产 3 亿克拉高品级人造金刚石项目	21,241	2010-2011	IPO 募投项目
郑州人造金刚石及制品工程技术研究中心扩建项目	3,000	2010	IPO 募投项目
年产 3.4 亿克拉高品级金刚石项目	15,229	2011-2012	超募项目
总计	39,470		

数据来源：国联证券研究所、公司

此外，公司还拥有 3.5 亿元的超募资金可以用于扩充规模，如果按照“年产 3.4 亿克拉高级金刚石项目”的投资额度测算，公司人造金刚石产能规模至少可以扩充 6.8 亿克拉，潜在增长空间超过 160%。

由于未来国内、国际人造金刚石市场将在传统需求和新兴需求的共同作用下快速增长。而公司可以通过上下游产业链整合取得成本优势，且设备技术优势有利于提高产品成材率和高品级率，公司产品具备相对较强的竞争优势，因此产能扩张将有利于公司规模的扩大和市场占有率的提升。预计至 2012 年公司市场占有率将达到 15-20%。

图表 24：2007-2012E 公司产能及市场占有率



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

3.5、开发、储备下游应用技术，蓄势待发

短期内，公司专注于人造金刚石领域的规模扩张和市场地位提升。由于下游工具市场的空间更广阔，增速更快，以国内锯切工具市场为例，2006 年的市场规模为 100 亿元，2012 年市场规模将达到 300 亿元，年增长速度超过 20%，因此公司也在技术储备方面做好准备。公司计划利用 3000 万募集资金扩充研发中心，加大对下游应用技术的开发和储备。

图表 25：公司研究中心正在研发的部分项目

项目	用途
研发串珠直径 6-8mm 的金刚石绳锯	用于矿山开采，替代大直径金刚石圆锯片等
研发高精度超薄金刚石锯片	用于单晶硅晶圆加工
研发金刚石线锯	用于切割单晶硅棒
研发新型金刚石有序排列锯片	替代普通锯片，提高切割效率
研发新型金刚石磨具（砂轮、滚轮、石材磨具等）	
研发金刚石薄膜及制品	

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

目前大部分研发项目进展顺利，由于公司还拥有超过 3.5 亿元的超募资金可供调配，因此一旦时机成熟，公司将择机进入人造金刚石工具领域。在研发项目中，“高精度超薄金刚石锯片”和“金刚石线锯”有望弥补空白，未来市场空间巨大。

四、股权激励计划（草案）

2010 年 9 月公司公告了股权激励计划草案，拟授予包括公司七名管理层 272 万份 A 股股票期权，占公司总股本的 1.79%。

图表 26：股权激励对象及数量

姓名	职务	股票期权数量(万份)	占比
赵清国	副董事长	42	15.44%
林 玉	总经理	42	15.44%
杨晋中	副总经理	40	14.71%
李继刚	财务总监	40	14.71%
李国选	副总经理	40	14.71%
刘永奇	副总经理、董事会秘书	40	14.71%
丁庆才	副总工程师	28	10.29%
合计		272	100.00%

数据来源：国联证券研究所、公司

该股票期权的行权价格为 25.84 元，具体行权时间和条件如下表。由于公司具有充足的资金扩充规模，且成本优势和设备技术优势显著，未来几年公司的成长性有保障，因此我们认为该股权激励计划最终实施有保障。

图表 27：公司股权激励计划行权时间和条件

行权期	行权时间	行权比例	行权条件
第一个行权期	自授权日起 24 个月起--授权日起 60 个月止	50%	该行权期上一年度（2012 年）较 2009 年度的净利润增长率不低于 200%；净资产收益率不低于 12%；
第二个行权期	自授权日起 36 个月起--授权日起 60 个月止	30%	该行权期上一年度（2013 年）较 2009 年度的净利润增长率不低于 300%；净资产收益率不低于 13%；
第三个行权期	自授权日起 48 个月起--授权日起 60 个月止	20%	该行权期上一年度（2014 年）较 2009 年度的净利润增长率不低于 400%；净资产收益率不低于 14%；

数据来源：国联证券研究所、公司

注：该激励计划必须满足如下条件后方可实施：中国证券监督管理委员会

会备案无异议，公司股东大会批准。

五、盈利预测及投资建议

5.1、假设条件及盈利预测

根据公司做大、做强人造金刚石合成制造业务的发展战略，以及公司目前的财务情况，我们根据以下假设条件对公司进行业绩预测：

- 1) 公司产能扩张稳步推进，IPO3 亿克拉项目和超募资金 3.4 亿克拉项目如期投产；
- 2) 公司剩余的 3.5 亿超募资金继续扩张人造金刚石产能，根据已公告的 3.4 亿克拉项目做同比推算，假定继续扩充 6.8 亿克拉产能，2012 年投产；
- 3) 产品结构继续完善，高品级率进一步提升，公司销售均价缓慢上升，毛利率维持在 45-47%，且略微回升；
- 4) 所得税率 15%；
- 5) 产量、销售均价及毛利率假设如下表：

图表 28：公司人造金刚石产销量、销售均价及毛利率假设如下

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能（亿克拉）	1.90	3.40	4.20	7.20	10.60	17.40
产量（亿克拉）	1.83	3.28	4.02	7.00	10.50	16.00
销量（亿克拉）	1.79	3.03	4.03	7.00	10.50	16.00
销售均价（元/克拉）	0.51	0.49	0.43	0.45	0.47	0.48
销售收入（百万元）	91.41	148.32	174.04	316.40	495.60	771.20
毛利率	41%	45%	45%	46%	47%	47%

数据来源：国联证券研究所、公司

根据以上假设条件，我们预计公司 2010-2012 年将实现每股收益 0.63 元、0.99 元和 1.52 元。

5.2、目标价：40 元

公司属于人造金刚石行业，A 股上市公司中，黄河旋风业务模式与公司类似，博深工具属于下游行业，我们选取这两家公司作为参照物。按照 2010 年 10-29 日收盘价，以及 WIND 业绩一致预期，可比公司 2010-2011 年 PE 均值分别为 61 倍和 42 倍。

另一方面，公司属于创业板上市公司，根据 WIND 一致预期预测，创业板未来 12 个月的整体市盈率为 41.52 倍。

结合可比公司和创业板的估值水平，我们认为可以给予公司 2011 年 40

倍 PE 估值。根据盈利预测，公司的目标价为 40 元较为合理。

图表 29: A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价 10/10/29	EPS			PE		
			2009	2010E	2011 E	2009	2010E	2011E
600172.SH	黄河旋风	12.52	0.08	0.14	0.22	153	89	58
002282.SZ	博深工具	14.82	0.39	0.43	0.57	38	34	26
		算术平均				95	61	42

数据来源：国联证券研究所、WIND

5.3、投资建议：规模步入高速扩张期，“强烈推荐”评级

作为行业老三，公司目前规模较小，但是由于具有整合产业链取得的成本优势和先进设备技术带来的高成材率、高品级率的优势，公司竞争能力强劲。通过资本市场融资后，公司步入规模高速扩张期。以现有项目测算，2012 年之前公司产能规模将从 4.2 亿克拉，扩充到 10.6 亿克拉，增长 150%以上。此外公司还有 3.5 亿元的可用超募资金，如用来扩充人造金刚石产能，则公司规模至少还有 160%的增长空间。

根据公司股权激励计划（草案）设置的行权条件，2012 年公司净利润相对于 2009 年增长不低于 200%，即使不考虑价格因素，仅从规模扩张角度考虑，公司实现的行权条件有保障。基于未来规模迅速扩张，公司业绩也能够获得同步的增速，因此给予公司“强烈推荐”评级。

六、风险因素

- 1.募投项目进展缓慢，落后于预期。
- 2.市场竞争激烈，产品价格持续下滑。
- 3.大、小非限售股解禁。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万元

更新日期: 2010/10/29

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	154.76	183.55	328.77	510.44	787.52	流动资产	143.91	105.32	649.85	582.18	604.23
YOY	65.2%	18.6%	79.1%	55.3%	54.3%	货币资金	97.03	58.28	575.70	471.60	439.10
营业成本	84.58	101.12	176.69	273.38	420.94	短期投资净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	1.84	1.74	3.11	4.83	7.45	应收票据	1.60	5.95	6.76	10.50	16.20
销售费用	3.76	4.43	8.25	13.33	21.35	应收账款	9.04	8.59	15.56	23.80	36.17
占营业收入比	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	预付账款	10.51	4.42	4.42	4.42	4.42
管理费用	13.18	16.29	28.85	44.28	67.52	存货	24.28	25.20	42.25	63.85	95.97
占营业收入比	8.5%	8.9%	8.8%	8.7%	8.6%	其它流动资产	1.46	2.88	5.16	8.02	12.37
财务费用	-0.13	0.94	-0.26	-2.07	-1.70	非流动资产	230.25	309.08	533.94	746.57	946.41
占营业收入比	-0.1%	0.5%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.50	0.19	0.00	0.00	0.00	固定资产	151.41	230.38	401.79	594.60	787.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	51.00	51.44	105.45	125.96	133.74
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	27.24	26.69	26.15	25.49	24.83
营业利润	49.04	58.85	112.13	176.70	271.96	其它长期资产	0.60	0.57	0.54	0.52	0.49
营业外净收入	0.28	2.48	0.00	0.00	0.00	资产总计	374.16	414.40	1183.79	1328.75	1550.64
利润总额	49.32	61.34	112.13	176.70	271.96	流动负债	44.06	31.83	40.93	59.52	87.79
所得税	8.03	8.88	16.82	26.50	40.79	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	16.3%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	应付票据	0.00	10.04	8.77	13.57	20.89
净利润	41.29	52.46	95.31	150.19	231.17	应付账款	9.50	7.66	14.99	23.19	35.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它流动负债	34.56	14.14	17.17	22.76	31.19
归属母公司净利润	41.29	52.46	95.31	150.19	231.17	非流动负债	70.56	70.56	0.56	0.56	0.56
YOY	67.5%	27.1%	81.7%	57.6%	53.9%	长期借款	70.00	70.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.44	0.46	0.63	0.99	1.52	其它长期负债	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
						所有者权益	259.55	312.01	1144.47	1270.83	1464.45
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	股本	114.00	114.00	152.00	152.00	152.00
成长能力						留存收益	145.55	198.01	992.47	1118.83	1312.45
营业收入	65.2%	18.6%	79.1%	55.3%	54.3%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.6%	20.0%	90.5%	57.6%	53.9%	母公司股东权益	259.55	312.01	1144.47	1270.83	1464.45
归属于母公司净利润	67.5%	27.1%	81.7%	57.6%	53.9%	负债和所有者权益	374.16	414.40	1185.95	1330.91	1552.80
获利能力											
毛利率	45.3%	44.9%	46.3%	46.4%	46.5%	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利率	26.7%	28.6%	29.0%	29.4%	29.4%	经营活动现金流	29.97	56.56	102.30	167.66	253.35
ROE	15.9%	16.8%	8.3%	11.8%	15.8%	净利润	41.29	52.46	95.31	150.19	231.17
ROA	11.0%	12.7%	8.1%	11.3%	14.9%	折旧	9.49	13.92	24.58	36.69	49.47
偿债能力						摊销	0.25	0.68	0.69	0.69	0.69
流动比率	3.27	3.31	15.88	9.78	6.88	营运资本增加额	-23.14	-11.89	-18.01	-17.84	-26.28
速度比率	0.52	0.26	1.14	0.69	0.54	其它	2.07	1.39	-0.26	-2.07	-1.70
资产负债率	30.6%	24.7%	3.5%	4.5%	5.7%	投资活动现金流	-106.59	-101.59	-250.00	-250.00	-250.00
营运能力						处置资产收回的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.57	0.47	0.41	0.41	0.55	购建资产支付的现金	-106.11	-101.59	-250.00	-250.00	-250.00
应收帐款周转率	18.16	20.83	27.23	25.94	26.26	其它	-0.49	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	4.75	4.09	5.24	5.15	5.27	融资活动现金流	171.16	-3.75	675.15	-21.75	-35.85
每股指标(元)						吸收投资	101.16	0.00	754.45	0.00	0.00
每股收益	0.44	0.46	0.63	0.99	1.52	取得借款	70.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.28	2.74	7.53	8.36	9.63	偿还债务	0.00	0.00	-70.00	0.00	0.00
估值比率						支付股利	0.00	-3.75	-1.98	-23.83	-37.55
P/E	73.73	70.52	51.74	32.83	21.33	其它	0.00	0.00	-7.31	2.07	1.70
P/B	14.25	11.85	4.31	3.88	3.37	现金净增加额	94.54	-48.78	527.45	-104.10	-32.50

数据来源: 国联证券研究所、公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。