

确定性高成长小白马

——豫金刚石（300064）调研报告

报告日期：2010年12月7日

分析师

周涛 010-88366060-8727

zt@cgws.com

执业证书编号 S1070210020001

徐超 010-88366060-8711

执业证书编号 S1070210020009

张霖 010-88366060-8752

执业证书编号 S1070209040317

投资评级：推荐（首次）

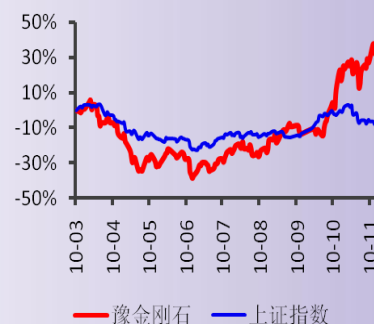
市场数据：当前股价 36.3

总市值（亿元）	55.2
流通市值（亿元）	13.8
总股本（万股）	15200
流通股本（万股）	3800
12个月最高/最低	41.2/17.5

公司盈利预测（百万）

	2010E	2011E	2012E
营业收入	250	383	539
(+/-%)	36.2%	53.0%	40.9%
净利润	80	118	165
(+/-%)	51.9%	48.3%	39.3%
摊薄每股收益	0.524	0.778	1.083
PE	69.2	46.7	33.5

股价表现图



相关报告

要点：

- **基本情况——人造金刚石行业排第三：**公司总部河南郑州，设立于04年，主营人造金刚石，09年产量为4.02亿克拉，产量排名国内第三，09年收入及净利润为1.83亿、5246万。2010.3.26登陆创业板，以21.32元发行3800万股，募资7.45亿元，超募5.3亿元。实际控制人为郭留希先生，持有70%河南华晶，河南华晶持有40.56%豫金刚石。
- **公司特点——技术推动，定位高端，盈利能力强：**行业排名第一的黄河旋风近三年平均毛利率为21%，而公司毛利率高达44%，主要源于公司技术研发实力较强，在专用原辅材料配方、智能化压机、生产工艺方面具备领先性。公司制造的金刚石品位高、成品率高、质量好，是公司主要竞争力所在，净利率高达28%。
- **公司地位及展望——未来的金刚石龙头：**公司目前的主要竞争对手为美国D.I.公司（产能2亿克拉）、韩国的ILJin公司（产能0.8亿克拉）、英国E.S.公司（产能2亿克拉）；中南钻石（产能25亿克拉）、黄河旋风（产能15亿克拉）。公司技术具有领先性，而规模不如中南钻石及黄河旋风，近2年市场占有率年均提升1.75个百分点。上市募资之后，公司如虎添翼。预计3-5年以后，公司将冲击行业龙头地位。
- **公司现阶段主要战略——扩大市场份额：**公司09年底产能4.2亿克拉，募集资金项目1.95亿元（3亿克拉产能，2010年底投产），超募资金项目1.74亿元（3.4亿克拉产能，2011年底投产）。剩余超募资金供2012继续扩产。公司目前主要发展战略及扩大产能，预计2010-2012年底产能分别为7.2、10.6、15亿克拉。
- **盈利预测与估值定价：**预计公司2010-2012年eps分别为0.52（69X）、0.78（47X）、1.08（33X），公司于2010.9.17公布股权激励草案，行权价为25.84元，这一价格对应2010-2012动态PE为49、33、24，目前股价36.9，推荐。市场若提供机会，25.84是非常有诱惑力的长线介入价格。
- **风险提示：**市场需求不足、技术人员流失等。

独立声明

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，特此声明。



目录

1. 公司基本情况	3
1.1 资本运作	3
1.2 股东情况	3
2. 人造金刚石行业及公司竞争力	4
2.1 产业升级及高科技拉动未来 10%需求增速	4
2.2 公司目前规模第三，有望挑战第一	5
3. 财务分析	7
3.1 资产负债结构	7
3.2 盈利能力	7
3.3 历史及未来成长性	8
3.4 未来资本支出	8
4. 盈利预测及估值	8

图目录

图 1、金刚石需求结构	4
图 2、我国金刚石行业增长情况	5
图 3、豫金刚石的产量及市场占有率	6
图 4、2007-2010H1 三年一期的资产负债率及应收/应付比率	7
图 5、2007-2010H1 三年一期的毛利率、三项费用率、净利率	7

表目录

表 1、募集资金使用情况	3
表 2、截至 2010H1 前 10 大股东	3
表 3、国际人造金刚石主要企业	5
表 4、国内人造金刚石主要企业	5
表 5、公司产能产量及销售收入预测	8



1. 公司基本情况

公司主营业务为人造金刚石，其原辅材料及合成设备均为公司自行配套。目前，公司的主导产品为人造金刚石，09 年产销量位居全国第三。

1.1 资本运作

公司现有股本 15200 万股，流通 3800 万股，2010 年 3 月 26 日首发上市登陆创业板。融资 7.45 亿元，超募 5.3 亿元。

表 1、募集资金使用情况

项目名称	计划投资额	变更后投资额
3 亿克拉高品质金刚石	19,450 万元	21,241 万元（注 1）
金刚石研发中心建设	3,000 万元	
3.4 亿克拉金刚石	17403 万元	
归还银行贷款	2000 万元	
剩余存银行	33600 万元	

资料来源：招股说明书

注 1：其中差额 1791 万元，主要用于电力线路的扩建，剩余的 3.4 亿元，将为公司未来扩产提供资金支持。

1.2 股东情况

公司第一大股东河南华晶，持股 40.56%，为实际控制人。2011.3.26 有 2955 万股首发限售股解禁，2013.3.26，有 8445 万股解禁。截至 2010.6.30 的前 10 大股东如下表：

表 2、截至 2010H1 前 10 大股东

名称	持股（万）	占总股本
1 河南华晶	6165	40.56%
2 郭桂兰	1140	7.5%
3 郑东亮	1140	7.5%
4 王驾宇	1000	6.58%
5 上海尚理投资	850	5.59%
6 上海睿信投资	550	3.62%
7 河南安顺投资	405	2.66%
8 国信证券	93.62	0.62%
9 付飞	75	0.49%
10 张召	75	0.49%

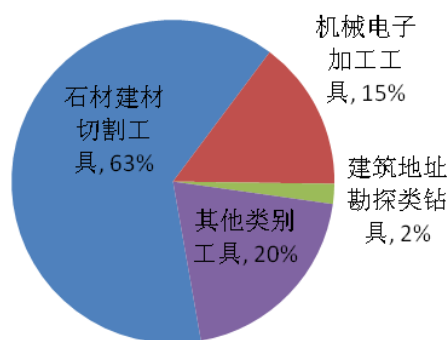
资料来源：公司 2010 年中报

2. 人造金刚石行业及公司竞争力

2.1 产业升级及高科技拉动未来 10%需求增速

人造金刚石号称“工业的牙齿”，应用前景广阔。人造金刚石广泛应用于锯、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（2%）及其他类别工具（20%）等。同时由于人造金刚石还具有优异的电学、光学、热学、声学、电化学性能和极佳的化学稳定性，正逐渐成为微电子、光电子、通讯、航空航天等高科技领域不可或缺的材料。

图 1、金刚石需求结构

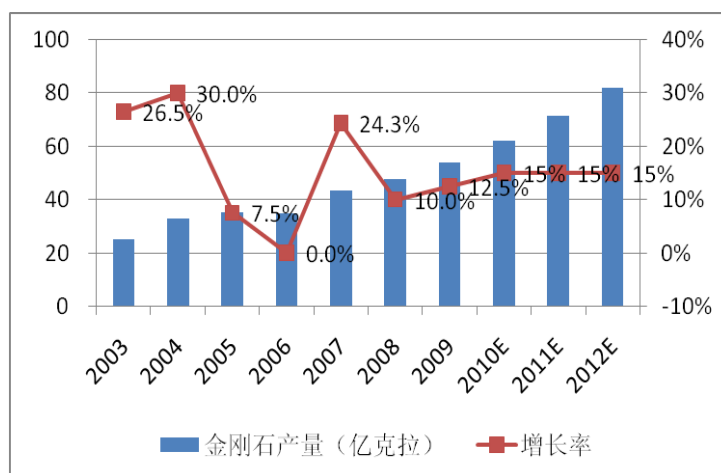


资料来源：招股说明书，长城证券研究所

我国是人造金刚石第一大国：人造金刚石诞生之初，由于生产成本过高使其应用受到极大的限制。经过 40 多年的发展，随着人造金刚石的生产技术和生产工艺日趋成熟，人造金刚石的生产成本大幅下降，人造金刚石在各个领域的需求不断增加，我国的人造金刚石行业也得以迅猛发展。根据超硬材料网统计数据，2009 年我国金刚石产量已达到 54 亿克拉，我国已成为全球人造金刚石第一生产大国和消费国。

行业持续增长，过去 10 年复合增速 16.4%：进入 21 世纪以来，我国人造金刚石行业经历了一个快速的发展周期，自 2001 年至 2009 年，我国人造金刚石产量由 16 亿克拉增加至 54 亿克拉，增长了 2.4 倍，年均复合增长率 16.4%。随着国内人造金刚石合成技术进步及产品质量的提高，中国的人造金刚石及其制品在国际市场的占有率不断提升，目前我国人造金刚石的产量已占全球总量的 70%以上，无可争议地成为全球人造金刚石的第一生产大国。2001-2009 年我国人造金刚石产量如下表：

图 2、我国金刚石行业增长情况



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

预计行业未来需求至少为 10%增速：人造金刚石作为工业的牙齿，其需求和整个建筑、工业领域精密加工的规模成正比。随着中国地区消费水平的提高，建筑领域、工业制造领域的加工精度逐步提高，这种消费升级直接体现到人造金刚石的需求上。而随着人造金刚石品级的不断提升，其优良的性能有望在高新技术领域得到更广泛的应用，如可用于航空仪表轴承、雷达波导管、光学器件、高能烟速器等精密仪器的加工；可用于单晶硅、多晶硅 0.1-0.2mm 厚度片的切割、磨削、卫星太阳能电池板等高效精密加工；可用于计算机芯片等大规模集成电路的微细精密切割、开槽、背面减薄、纳米金刚石抛光等加工；高纯大单晶金刚石也可以制作用于动力压缩试验的高强度光学窗、非常环境中某些装置的窗孔及研究核聚变能源的构件等等。世界发达国家无不把包括人造金刚石在内的超硬材料及制品作为发展重点，超硬材料及制品的研究与应用水平在某种程度上代表着一个国家的科技发展水平。

2.2 公司目前规模第三，有望挑战第一

中国人造金刚石已经占到全球 70%以上的市场份额，公司的国际主要竞争对手包括：

表 3、国际人造金刚石主要企业

企业名称	国别及特征	产能（亿克拉）
E. S	英国，以大型两面顶为主要生产装备	2
D. I	美国，首次用人工方法制金刚石的公司	2
ILJin	韩国，依靠引进两面顶技术和设备起家	0.6-0.8

资料来源：招股说明书，长城证券研究所

公司主要国内竞争对手如下：

表 4、国内人造金刚石主要企业

企业名称	产品	产能（亿克拉）
中南钻石股份有限公司	人造金刚石单晶、立方氮化硼单晶	25

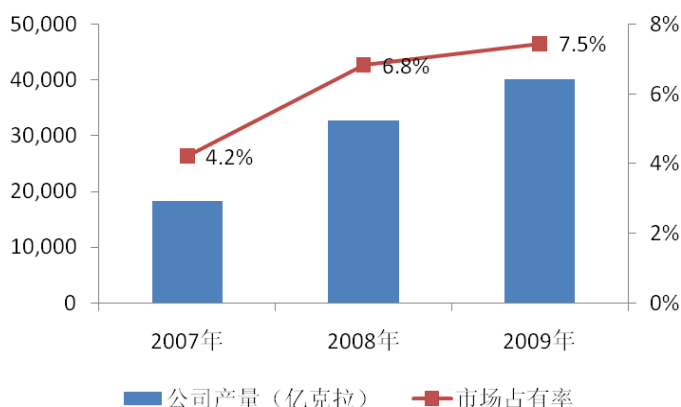


黄河旋风股份有限公司	人造金刚石、金刚石制品及设备，特种车辆、金属粉末、电动车等	15
郑州华晶金刚石股份有限公司	人造金刚石单晶、原辅材料	7.2
三门峡金渠公司	人造金刚石及原辅材料	1.5
山东昌润公司	人造金刚石及原辅材料	1.5
安徽宏晶公司	人造金刚石及原辅材料	1

资料来源：招股说明书

目前公司产量国内市场份额如下表所示：

图 3、豫金刚石的产量及市场占有率



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

公司挑战行业第一的潜力来源于技术优势+资本市场助力。

合成人造金刚石的三大环节核心几乎分别为：原辅材料、大型合成设备、先进合成工艺。公司在这方面均有独到技术，包括原辅材料方面的新型石墨—金属触媒材料和新型复合传压密封介质等先进技术，合成设备方面的大腔体技术、缸梁合一技术和新型无增压器液压系统技术，合成工艺方面的间接加热工艺等。

在后续研发实力方面，与多家科研院所建立了长期的紧密合作关系，同时公司设有院士工作站，聘请了我国超硬材料行业唯一一位科学院院士邹广田院士以及物理化学科学家吴养洁院士进站工作。工程技术研究中心拥有目前行业内唯一的经中国合格评定国家认可委员会认可的检测中心，配置了国际先进的高品级金刚石和原辅材料的试验检测设备，其出具的检测结果被全世界多个国家和地区认可。

公司登陆资本市场后，获得资金支持，技术优势将进一步发挥，挑战行业龙头地位只差时日。同时，公司股权激励若到位，将进一步确保公司战略的有效实施。



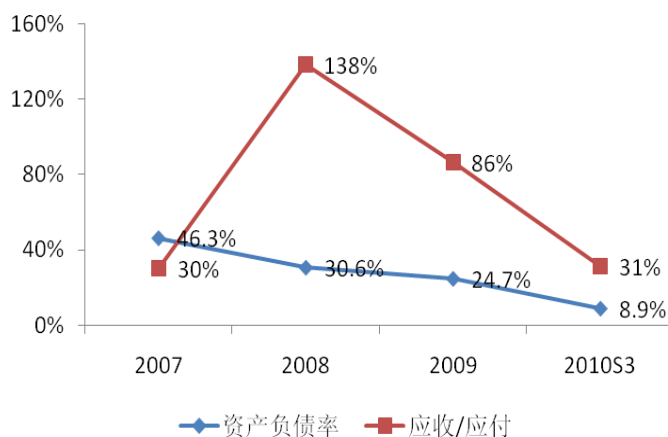
3. 财务分析

3.1 资产负债结构

公司资产负债率较低，2010 年 1 季度上市融资超募之后，资产负债率进一步降低至 10% 以下。

08/09 年金融危机影响较大。07/10 年的应收/应付，能较为真实的反映公司在产业链中的话语权。2010 年 3 季度，公司被下游的占用的应收款远高于公司占用的应付款，公司话语权较强。

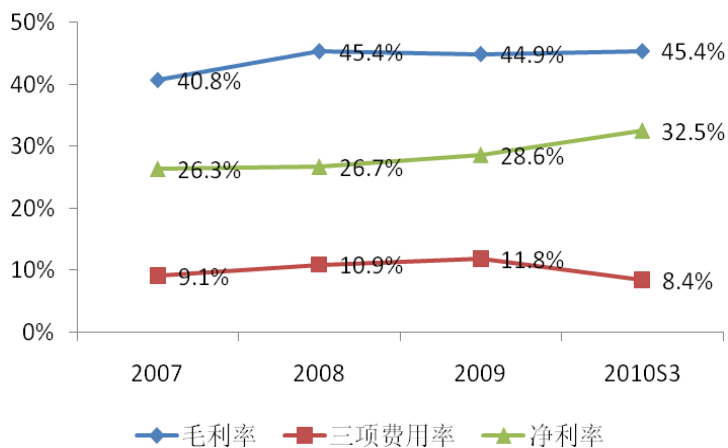
图 4、2007-2010H1 三年一期的资产负债率及应收/应付比率



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

3.2 盈利能力

图 5、2007-2010H1 三年一期的毛利率、三项费用率、净利率



资料来源：招股说明书，长城证券研究所

3.3 历史及未来成长性

公司的产量及预测如下表:

表 5、公司产能产量及销售收入预测						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能:万 Ct	19000	34000	42000	72000	106000	150000
产量:万 Ct	18346	32813	40237	57000	89000	128000
销量:万 Ct	17921	30349	40308			
产品价格:元/Ct	0.510	0.489	0.432	0.439	0.430	0.421
销售收入:万元	9369	15476	18355	25000	38254	53917
收入增速				36%	53%	41%
毛利率	40.8%	45.4%	44.9%	45.4%	45.0%	45.0%

资料来源: 长城证券研究所

最大的不确定性在于未来的产品价格。过去的三年, 公司每克拉销售价格分别为 0.51、0.49、0.43 元/克拉, 行业平均为 0.45、0.42、0.39 元/克拉。虽然公司产品质量好, 价格有溢价, 但逐年走低趋势仍然存在。在我们的预测中, 假设每年价格降低 0.01 元/Ct。

3.4 未来资本支出

公司 2010 年使用募集资金约 2 亿用于 3.4 亿克拉金刚石项目, 3000 万用于研发中心建设。按照公司的扩产战略, 及手头剩余约 5 亿资金用于 2011-2012 年扩产, 假设 2011-2012 年的资本支出分别为 2 亿、2 亿。公司 2009-2012 年截止年末的产能分别为 4.2、7.2、10.6、15 亿克拉。

4. 盈利预测及估值

综合预计公司 2010-2012 年 eps 分别为: 0.52、0.78、1.08 元。长线小白马, 推荐! 公司于 2010.9.17 公布股权激励草案, 行权价为 25.84 元, 这一价格对应 2010-2012 动态 PE 为 49、33、24, 目前股价 36.9, 推荐。市场若提供机会, 25.84 是非常有诱惑力的长线介入价格。

利润表（百万元）					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	184	250	383	539	成长性				
营业成本	101	137	210	297	营业收入增长	18.6%	36.2%	53.0%	40.9%
销售费用	4	5	7	10	营业成本增长	19.5%	35.0%	54.1%	40.9%
管理费用	16	20	31	43	营业利润增长	20.0%	52.3%	49.5%	40.0%
财务费用	1	-3	-3	-3	利润总额增长	24.4%	52.7%	48.5%	39.3%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	27.1%	51.9%	48.3%	39.3%
营业利润	59	90	134	188	盈利能力				
营业外收支	2	4	5	6	毛利率	44.9%	45.4%	45.0%	45.0%
利润总额	61	94	139	194	销售净利率	28.6%	31.9%	30.9%	30.5%
所得税	9	14	21	29	ROE	16.8%	7.0%	9.4%	11.6%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	16.0%	15.6%	16.4%	17.6%
净利润	52	80	118	165	营运效率				
资产负债表（百万元）					销售费用/营业收入	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%
流动资产	105	761	732	763	管理费用/营业收入	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%
货币资金	58	697	634	625	财务费用/营业收入	0.5%	-1.2%	-0.8%	-0.6%
应收帐款	9	12	18	25	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	6	8	12	17	所得税/利润总额	14.5%	14.9%	15.0%	15.0%
存货	25	34	52	74	应收帐款周转率	20.8%	24.6%	25.8%	25.0%
非流动资产	309	490	660	821	存货周转率	4.1%	4.6%	4.9%	4.7%
固定资产	282	463	634	796	流动资产周转率	1.5%	0.6%	0.5%	0.7%
资产总计	414	1250	1392	1583	总资产周转率	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
流动负债	32	43	66	93	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	24.7%	9.1%	9.8%	10.4%
应付款项	18	24	37	52	流动比率	3.31	17.68	11.04	8.17
非流动负债	71	71	71	71	速动比率	2.52	16.89	10.25	7.38
长期借款	70	70	70	70	每股指标（元）				
负债合计	102	114	137	164	EPS	0.46	0.52	0.78	1.08
股东权益	312	1137	1255	1420	每股净资产	2.74	7.48	8.26	9.34
股本	114	152	152	152	每股经营现金流	0.50	0.62	0.90	1.26
留存收益	198	985	1103	1268	每股经营现金/EPS	1.1	1.2	1.2	1.2
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	414	1250	1392	1583		2009A	2010E	2011E	2012E
现金流量表（百万元）					PE	78.9	69.2	46.7	33.5
经营活动现金流	57	94	137	191	PEG	1.70	1.58	1.19	-
其中营运资本减少	-12	-5	-11	-13	PB	13.3	4.9	4.4	3.9
投资活动现金流	-102	-200	-200	-200	EV/EBITDA	1.50	1.18	0.78	0.56
其中资本支出	-102	-200	-200	-200	EV/SALES	60.98	50.29	32.86	23.32
融资活动现金流	-4	745	0	0	EV/IC	0.30	0.22	0.16	0.13
净现金总变化	-49	639	-63	-9	ROIC/WACC	1.94	1.90	1.99	2.14
					REP	0.16	0.12	0.08	0.06

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-新能源行业分析师。

张 霖: 金融学博士, 2006年加入长城证券, 任电力-新能源行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgs.com

马 珂: 0755-83516433, 13823795859, make@cgs.com

伏财勇: 0755-83510199, 13927451701, fcy@cgs.com

北京联系人

包丽莉: 010-88366060-8881, 13683044622, bli@cgs.com

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgs.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgs.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgs.com

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyanwei@cgs.com

黄 怡: 021-61680357, 13816523173, yihuang@cgs.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>