

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

毛利小幅改善，净利大增源于费用与营业外收入

事件描述

四方达今日公布 2011 年半年报，报告期内公司实现营业收入 5246 万元，同比增长 8.83%；实现归属于上市公司股东净利润 1816 万元，同比增长 7.06%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润 1220 万元，同比下降 26.62%；实现 EPS 为 0.23 元。

其中 2 季度公司实现营业收入 2732 万元，同比增长 2.16%；营业成本 1478 万元，同比增长 26.31%；实现归属于母公司所有者净利润 1510 万元，同比增长 52.80%；2 季度实现 EPS 为 0.19 元，1 季度 EPS 为 0.04 元。

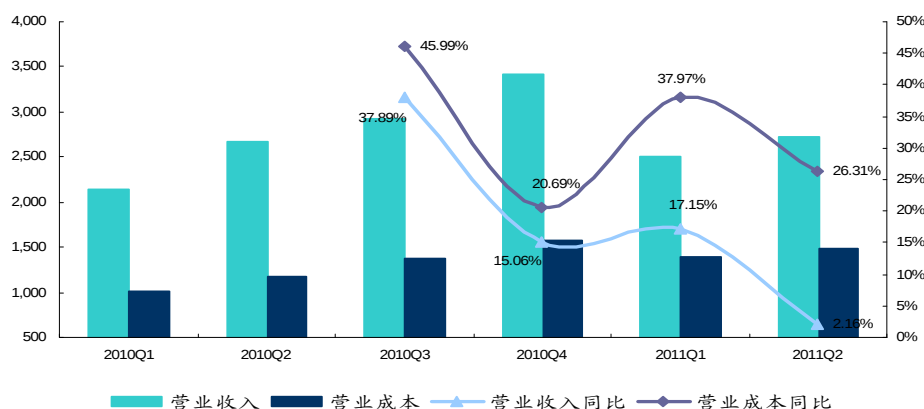
事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本环比都小幅增长，毛利率环比小幅改善

上半年公司营业收入实现 5245.64 万元，同比增长 8.83%，其中：出口销售占比 47.70%，出口销售同比增长 5.85%，国内销售增加了 11.70%，国内市场份额的增幅要高于国外。分产品来看，超硬复合材料销售额增加 224.43 万元，增长 5.58%；超硬复合材料制品销售额增加了 186.72 万元，增幅 33.16%；微粉销售变化不大，超硬复合材料制品的销售增长是上半年收入同比增加的主要原因。

2 季度公司实现营业收入 2731.97 万元，同比增长 2.16%，1 季度同比增速为 17.15%；营业成本 1477.71 万元，同比增长 26.31%，1 季度同比增速为 37.97%；实现归属于母公司所有者净利润 1509.65 万元，同比增长 52.80%；实现 EPS 为 0.19 元，1 季度实现 EPS 为 0.04 元。

图 1：2 季度营业收入与营业成本同比均增长但增速都下降，收入增速下降更大



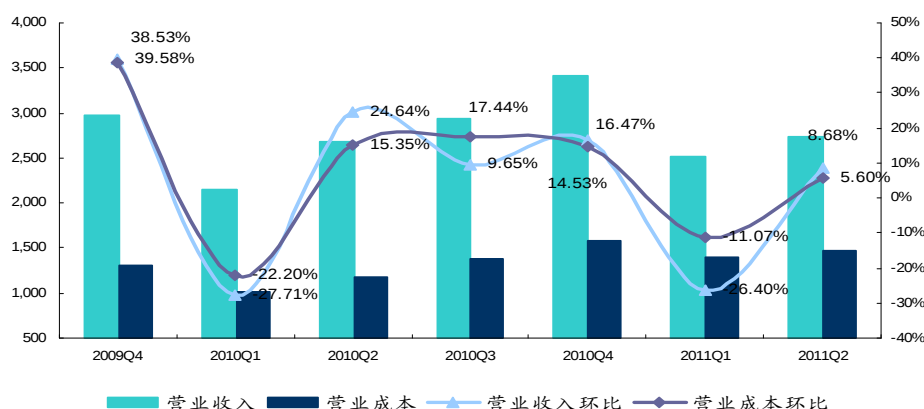
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

营业收入的环比增加一方面来自于季节性恢复的动力，另一方面则来自于公司下游需求回暖带来的订单增加。

环比来看，2 季度公司营业收入环比增长 8.68%，1 季度环比增速为-26.40%；营业成本环比增长 5.60%，1 季度环比增速为-11.07%。

2 季度公司营业收入的环比增速高于营业成本，主要源于部分设备投产的调试费用在 1 季度增加较多，2 季度这一方面压力有所缓解。

图 2：2 季度营业收入与营业成本环比均小幅增长，1 季度同比增速均为负



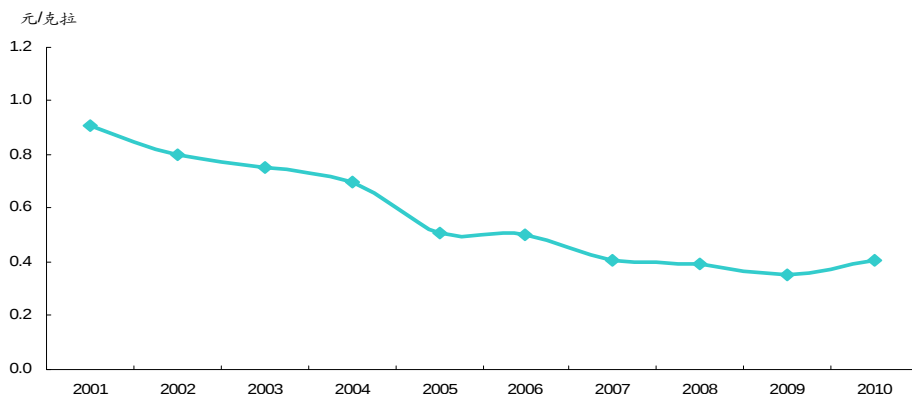
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从盈利能力的同比变化来看，超硬复合材料、超硬复合材料制品毛利率均有所下滑，微粉制品毛利率同比略有上涨，公司综合毛利率同比有所下降。

公司综合毛利率同比下降 9.53%，主要原因有：

- 公司新增的设备正在进行安装和调试，部分消耗类备品备件如顶锤、钢圈、钢垫等均是领用时计入生产成本，同时新设备所增加的防护措施费用也是直接计入了当期的制造费用，从而导致当期单位产品成本偏高；
- 报告期内原材料价格有所上升，人工成本同比增加，为应对产能扩张所招聘的新员工技术尚不熟练，导致公司的单位产品成本增加；

图 3：原材料金刚石价格有所上涨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

➤ 与去年同期相比，低毛利产品销售占比有所提高，也一定程度上拉低了产品的毛利率。

表 1: 分产品盈利能力同比走势统计

分产品或服务	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
超硬复合材料	4,250	2,231	47.49%	5.58%	33.34%	-10.93%
超硬复合材料制品	750	485	35.35%	33.16%	37.35%	-1.97%
微粉	246	161	34.57%	6.25%	1.94%	2.77%
合计	5,246	2,877	45.15%	8.83%	31.72%	-9.53%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 2: 半年度分产品毛利率及收入占比统计

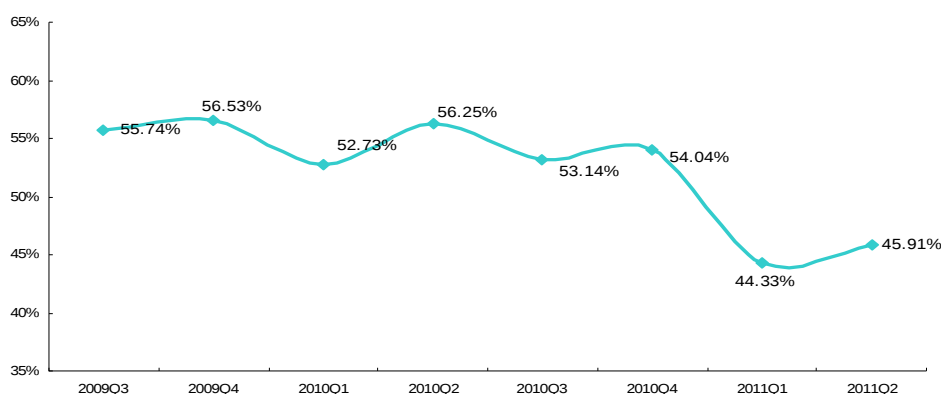
日期	复合超硬材料		复合超硬材料制品		微粉	
	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成
2007N	46.78%	78.05%	36.15%	16.05%	15.42%	5.88%
2008N	62.25%	80.57%	29.90%	12.81%	23.97%	6.60%
2009N	60.28%	83.84%	41.83%	8.71%	31.49%	7.44%
2010Z	58.42%	83.51%	37.31%	11.68%	31.80%	4.80%
2010N	57.20%	82.28%	40.59%	12.37%	36.52%	5.34%
2011Z	47.49%	81.02%	35.35%	14.29%	34.57%	4.69%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

不过为应对成本上升带来的影响，公司对部分产品进行工艺改良，同时加紧调试，争取新设备早日投产，从而在一定程度上降低了成本上升对公司造成的影响。

环比来看，公司 2 季度毛利率为 45.91%，环比 1 季度增长 1.58 个百分点，部分体现了公司对产品调试以及成本控制方面的努力。

图 4: 公司 2 季度毛利率 45.91%，环比 1 季度有所增长



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从公司利润简表来看，2 季度营业收入与毛利率环比 1 季度都小幅增长，但由于增幅均较为有限，故 2 季度主营利润环比 1 季度小幅增长但幅度也较为有限。则 2 季度净利润环比 1 季度大幅增长的主要原因有：

➤ 2 季度公司获得营业外收入 646 万元，环比 1 季度大幅增长；

上半年公司营业外收入总计 706.63 万元，其中 1 季度获得 60.30 万元，2 季度获得 646.33 万元，环比大幅增长。

表 3: 上半年公司营业外收入为 706.63 万元

项目	2011 年上半年	2010 年上半年
政府补助	706.33	56.84
罚没利得		
处置非流动资产收益		
其他	0.30	
合计	706.63	56.84

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

➤ 2 季度公司费用率出现较大幅度下降;

1 季度公司三项费用合计 803.08 万元, 2 季度仅为 118.13 万元, 环比 1 季度大幅下降。

仅以上两项, 2 季度环比 1 季度就合计贡献利润 1270.98 万元, 与 2 季度归属于母公司所有者净利润环比增加 1203.77 万元基本持平。

表 4: 四方达利润简表统计, 2 季度毛利率净利润环比均有所增加

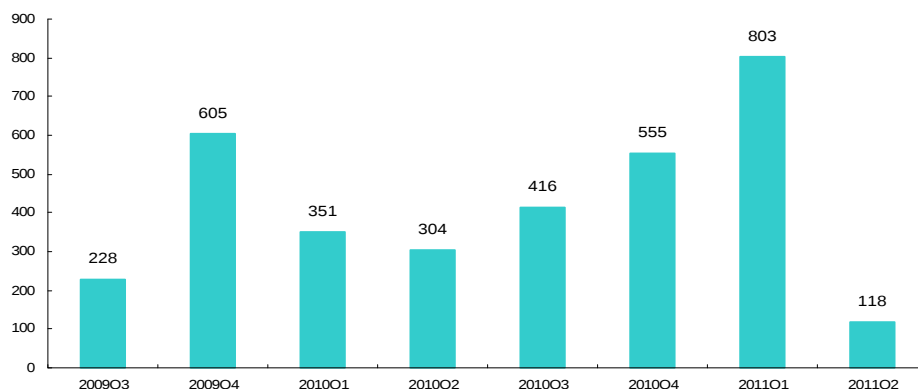
四方达利润简表	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入	2126.53	2968.19	2145.71	2674.30	2932.35	3415.21	2513.67	2731.97
毛利率	55.74%	56.53%	52.73%	56.25%	53.14%	54.04%	44.33%	45.91%
主营利润	1185.33	1677.92	1131.44	1504.37	1558.25	1845.58	1114.30	1254.26
三项费用率	10.72%	20.39%	16.35%	11.36%	14.17%	16.25%	31.95%	4.32%
销售费用	66.37	159.54	30.58	62.32	115.41	111.13	161.65	111.83
管理费用	124.83	427.88	304.11	239.69	314.91	388.93	665.37	412.16
财务费用	36.84	17.79	16.21	1.85	-14.66	54.84	-23.94	-405.86
期间费用	228.03	605.21	350.90	303.86	415.66	554.90	803.08	118.13
营业税金及附加	12.06	24.04	6.52	10.91	13.37	12.43	5.92	8.22
资产减值损失				12.81		27.52	0.00	44.13
营业利润	945.31	1014.37	774.02	1176.80	1129.33	1246.78	305.30	1083.78
营业外收入	70.00	125.08	56.84	0.00	18.00	92.41	60.30	646.33
营业外成本			0.73	16.71	0.24	0.00	5.74	0.00
利润总额	1015.31	1139.45	830.14	1160.08	1147.10	1339.19	359.86	1730.11
所得税费用	152.30	140.28	122.37	172.09	172.06	162.65	53.98	220.46
归属于母公司所有者净利润	863.01	999.17	707.77	987.99	975.03	1176.54	305.88	1509.65
净利率	40.58%	33.66%	32.99%	36.94%	33.25%	34.45%	12.17%	55.26%
存货		3014.51	3144.21	2914.11	3114.70	3144.21	3587.40	3990.54
最新股本	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
每股收益	0.11	0.12	0.09	0.12	0.12	0.15	0.04	0.19

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第二, 费用水平大幅下降, 库存水平有所增加

2 季度公司费用总额 118.13 万元, 环比 1 季度的 803.08 万元大幅下降。

图 5：2 季度公司费用水平环比 1 季度大幅下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

分项来看，财务费用的下降是 2 季度公司费用总额大幅下降的主要原因：

➤ 2 季度销售费用率同比增加，但环比有所下降；

上半年销售费用的增加，主要源于公司上市之时媒体广告费用支出增加所致，而随着公司逐步发展，招聘业务员在增加，工资支出也有所增加。

环比来看，由于公司加强了费用的控制与管理，2 季度销售费用环比 1 季度有所下降。

➤ 2 季度管理费用同比增加，环比有所下降；

报告期内，公司加强了管理控制与内部经营以及生产线的协调，管理费用环比有所下降。而同比的大幅增加主要因为上市之时一定上市费用计入上半年所致。当然报告期内研发费用投入的逐步加大也是导致管理费用同比大幅增加的另一个主要原因。

➤ 2 季度财务费用为-405.86 万元，成为 2 季度费用下降的主要原因；

2 季度公司财务费用大幅下降，根据公司公告，主要为募投资金到账后利息收入增加所致。

表 5：分项费用水平统计，财务费用 2 季度大幅下降

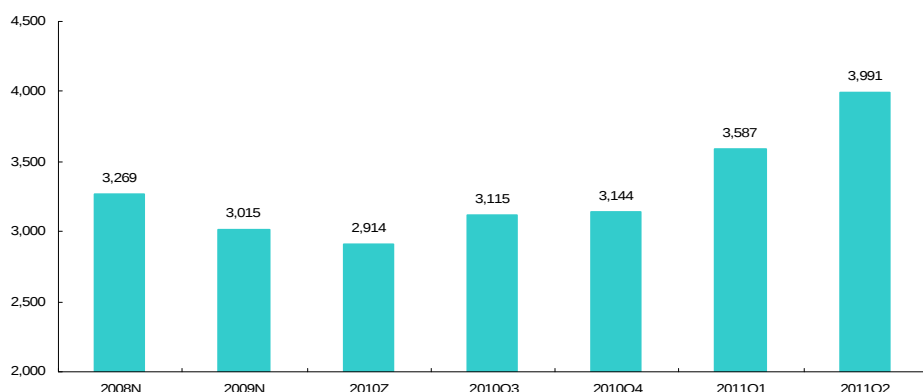
日期	销售费用		管理费用		财务费用	
	费用额	费用率	费用额	费用率	费用额	费用率
2009Q3	66.37	3.12%	124.83	5.87%	36.84	1.73%
2009Q4	159.54	5.38%	427.88	14.42%	17.79	0.60%
2010Q1	30.58	1.43%	304.11	14.17%	16.21	0.76%
2010Q2	62.32	2.33%	239.69	8.96%	1.85	0.07%
2010Q3	115.41	3.94%	314.91	10.74%	-14.66	-0.50%
2010Q4	111.13	3.25%	388.93	11.39%	54.84	1.61%
2011Q1	161.65	6.43%	665.37	26.47%	-23.94	-0.95%
2011Q2	111.83	4.09%	412.16	15.09%	-405.86	-14.86%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

存货方面，报告期末存货为 3990.54 万元，环比 1 季度末的 3587.40 万元小幅增加。

报告期末存货水平相比年初的大幅增加，主要原因为原材料合金、顶锤价格 2010 年以来一直处于上涨趋势，且随着公司规模的扩大，公司也需相应增加原材料储备。

图 6：公司 2 季度末存货水平环比有所增加



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

分品种来看，报告期内原材料占比有所增加，而在产品与库存商品均有不同程度的下降。

表 6：期末期初分品种存货统计

项目	期末			期初		
	金额	跌价准备	净值	金额	跌价准备	净值
原材料	1,419		1,419	842		842
在产品	707		707	693		693
库存商品	1,781		1,781	1,573		1,573
发出商品	63		63	22		22
委托加工物资	21		21	14		14
合计	3,991		3,991	3,144		3,144

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 7：分品种存货占比统计

项目	期初		期末	
	金额	占比	金额	占比
原材料	842	26.77%	1,419	35.55%
在产品	693	22.04%	707	17.73%
库存商品	1,573	50.02%	1,781	44.63%
发出商品	22	0.71%	63	1.57%
委托加工物资	14	0.46%	21	0.51%
合计	3,144	100.00%	3,991	100.00%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，募投项目与超募项目带来高增长，产能扩张与结构优化成为长期利润增长动力

公司主营业务为人造聚晶金刚石烧结体、人造金刚石复合片、立方氮化硼烧结体、立方氮化硼复合片、人造金刚石制品及立方氮化硼制品的研制、开发、生产与销售。当前产品涵盖聚晶金刚石复合超硬材料、聚晶金刚石复合超硬材料制品和单晶金刚石微粉。

表 8：公司主要产品产能产量情况

产品名称	单位：件	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
石油用复合片	产能	126,629	217,751	169,861	94,026

矿山用复合片	产量	206,309	348,201	298,766	161,929
	销量	205,936	287,215	248,466	139,294
	产销率	99.82%	82.49%	83.16%	86.02%
	产能	245,087	628,054	385,995	191,899
	产量	399,305	1,004,307	678,919	330,484
	销量	468,537	1,194,471	409,273	234,066
	产销率	117.34%	118.93%	60.28%	70.83%
	产能	234,190	1,034,335	2,901,244	858,556
	产量	381,551	1,653,982	5,102,947	1,478,588
	销量	921,207	2,303,859	3,771,021	1,406,482
	产销率	241.44%	139.29%	73.90%	95.12%
	产能	21,199	38,560	27,689	15,565
PCD 拉丝模坯	产量	34,539	61,661	48,702	26,805
	销量	32,774	52,980	67,441	21,452
	产销率	94.89%	85.92%	138.48%	80.03%
刀具用复合片	产量	34,539	61,661	48,702	26,805
	销量	32,774	52,980	67,441	21,452
	产销率	94.89%	85.92%	138.48%	80.03%
产品名称	单位: 件	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
成品 PCD 拉丝模	产能	20,252	17,648	35,632	33,776
	销量	19,767	17,326	35,632	33,776
	产销率	97.61%	98.18%	100.00%	100.00%
金刚石砂轮	产能	279	737	1,241	691
	销量	251	761	1,279	658
	产销率	89.96%	103.26%	103.06%	95.22%
产品名称	单位: 克拉	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
微粉	产能	6,188,588	12,377,175	12,230,035	10,176,330
	产量	3,445,196	12,254,629	11,118,214	9,251,209
	销量	3,670,066	12,570,124	10,963,850	8,864,300
	产销率	106.53%	102.57%	98.61%	95.82%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

表 9: 主要产品销售单价情况统计

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年	2007 年
石油用复合片	销售收入 (元)	16,974,899	23,307,472	18,621,286
	销售数量 (件)	97,118	133,605	105,185
	平均单价 (元)	174.79	174.45	177.03
矿山用复合片	销售收入 (元)	10,491,131	22,731,194	9,619,617
	销售数量 (件)	338,241	754,440	305,052
	平均单价 (元)	31.02	30.13	31.53
PCD 拉丝模坯	销售收入 (元)	5,590,303	12,247,992	20,249,703
	销售数量 (件)	308,659	450,134	736,813
	平均单价 (元)	18.11	27.21	27.48
刀具用复合片	销售收入 (元)	7,199,334	12,421,546	13,062,131
	销售数量 (件)	196,968	190,222	212,100
	平均单价 (元)	36.55	65.30	61.58

成品 PCD 拉丝模	销售收入（元）	1,764,167	1,921,066	3,437,207	3,410,114
	销售数量（件）	13,108	15,398	19,091	16,904
	平均单价（元）	134.59	124.76	180.04	201.73
金刚石砂轮	销售收入（元）	767,235	1,467,453	1,958,438	1,481,685
	销售数量（件）	298	583	1,105	866
	平均单价（元）	2572.10	2517.07	1772.34	1710.95
微粉	销售收入（元）	2,313,972	6,275,448	5,047,348	3,406,136
	销售数量（件）	3,242,220	8,484,821	6,909,464	5,306,203
	平均单价（元）	0.71	0.74	0.73	0.64

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 公司募投项目的进展将成为公司增长的主要动力之一；

“复合超硬材料高技术产业化项目”已于3月份开始启动，目前项目进展正在稳步进行之中。公司根据年初计划，对新增设备做到边调试边生产，边生产边增加设备的模式，尽量缩短设备的安装和调试时间，同时根据需要，不断的在招聘新的员工，组织培训，使新员工能在老员工的帮带下快速上手，避免设备的闲置和浪费。

募投项目的投产将有利于推动公司市场份额进一步扩大，产能增长的同时，高端品种的比例进一步扩大将提升公司整体盈利能力。

表 10：募集资金投向项目一览

项目名称	投资总额（万元）	募集资金投资额
复合超硬材料高技术产业化项目	12,858.07	12,858.07
复合超硬材料制品项目	3,237.52	3,237.52
复合超硬材料及制品研发中心工程	2,044.20	2,044.20
其他与主营业务相关的营运资金		
合计	18139.79	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

■ 复合超硬材料高技术产业化项目；

新建复合超硬材料生产线，新增建筑占地面积 14,976 平米，新增建筑面积 20,106 平米。其中主生产车间占地面积 13,950 平米，建筑面积 13,950 平米；辅助设施占地面积 1,026 平米，建筑面积 6,156 平米。

项目投产后形成年产 542.28 万片聚晶金刚石复合超硬材料的生产能力，具体产品及规模如下：

表 11：复合超硬材料产能情况

名称	年产规模
石油/天然气钻头用聚晶金刚石复合片	71.7 万片
煤田/矿山工具用聚晶金刚石复合片	119 万片
高品级金刚石拉丝模坯	345 万片
聚晶金刚石/聚晶立方氮化硼切割刀片	6.58 万片

资料来源：公司资料，长江证券研究部

■ 复合超硬材料制品项目；

新建复合超硬材料制品生产线，新增建筑占地面积 8,100 平米，新增建筑面积 8,100 平米。其中主生产车间建筑占地面积 8,100 平米，建筑面积 8,100 平米。

项目投产后形成年产 186,650 片复合超硬材料制品的生产能力，具体产品及规模如下：

表 12: 复合超硬材料制品项目产能统计

名称	年产规模
成品聚晶金刚石拉丝模	180,000 片/年
金刚石砂轮	6,650 片/年

资料来源：公司资料，长江证券研究部

■ 研发中心建设项目；

技术创新和研发是企业高速增长的主导力量，能够使企业保持竞争优势和活力。为了更好的打入国际市场，做成行业内世界名牌，公司必须大幅度提升自主创新能力，加大投资力度，完善研发体系。

企业现有研发中心在企业发展和技术进步方面做出了突出的贡献。但随着公司的进一步发展，研发中心在研发场所、研发装备、研发手段和研发人员配备等方面都难以适应公司发展战略的要求，需要进行进一步的战略提升。

✓ 超募项目稳步进展，将成为带动公司成长的第二大动力；

公司募集资金净额为 46311.88 万元，超过计划募集资金 28172.09 万元。

公司对超募资金的使用计划如下：1、使用超募资金中 9,203.94 万元投资金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目；2、使用超募资金中 13,231.07 万元投资聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目；3、其余超募资金人民币 5,737.08 万元，将根据公司发展规划用于主营业务发展。

表 13: 公司超募资金投入项目

项目名称	所需投入资金	固定资产投资	铺底流动资金	超募资金投入
金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目	9,203.94	8,910.85	293.09	9,203.94
聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目	13,231.07	11,406.18	1,824.89	13,231.07
合计	22,435.01	20,317.03	2,117.98	22,435.01

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目；

该项目新增建筑占地面积 3600 平米，新增建筑面积 10800 平米，可形成年产 5.3 万片金属切削用 PCD/PCBN 复合片生产能力。项目拟建于郑州市经济开发区、公司现有生产厂区范围内。项目周期 1.5 年，其中建设期 1 年。

表 14: 金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目

产品类型	规格	设计年产能（万片）
金属切削用 PCD 复合片	Φ50.8mm	2
	Φ58mm	1.5
金属切削用 PCBN 复合片	Φ50.8mm	1
	Φ58mm	0.8
合计		5.3

资料来源：公司资料，长江证券研究部

● PCD/PCBN 复合片代替硬质合金用于金属切削是必然趋势；

PCD/PCBN 作为公认的最有潜质的硬质材料在有色金属、淬硬钢、铸铁、粉末冶金等材料加工领域有着无与伦比的优势，其切削速度比硬质合金刀具高一个数量级，刀具寿命可比硬质合金高几倍甚至几十倍，PCD/PCBN 正逐渐代替硬质合金应用于诸多金属切削领域，并可实现更高的加工效率。

有关统计表明,若刀具成本降低 30%,整体成本大约降低 1%;若提高 50%的刀具寿命,整体成本大约降低 1%;但是,若尽可能的优化切削参数,提高 20%的刀具加工效率,则每一个工件整体成本能降低 15%以上。因此 PCD/PCBN 复合片代替硬质合金用于金属切削是必然趋势。

● PCD/PCBN 复合片市场空间广阔;

根据《河南省超硬材料及制品区域特色高技术产业链总体方案》等相关文件预测,2012 年我国 PCD/PCBN 刀具市场将达到 90 亿元,以此推算 2012 年我国刀具用复合片市场将达到 30 亿元以上。未来一个时期,我国刀具用复合片市场仍将保持快速增长的态势。本项目产品为金属切削用 PCD/PCBN 复合片,按金属切削用 PCD/PCBN 复合片占刀具用复合片市场的 50%计,2012 年金属切削用 PCD/PCBN 复合片市场容量约为 15 亿元。

海外市场方面,未来市场总容量由于缺乏相关数据支撑而不宜确定,根据世界经济发展特点和趋势判断,2011 年金属切削用 PCD/PCBN 复合片的市场需求将超过 15 亿美元。估计 2012 年将达到 17 亿美元以上。

● 项目实施符合公司战略规划目标,公司实力也足以保证项目的顺利进行;

公司拥有多年的复合超硬材料及超硬材料制品生产经验,经过 14 年的发展,企业已经确立了行业骨干企业的地位。企业提出了“产品国际化、股权多样化、资本市场化”的发展战略,在通过上市募集资金成功的基础上,进一步扩大生产规模,向上下游延伸产品,继续增大国内外市场份额,进一步确立公司全国知名品牌、国内超硬材料行业一流公司的地位,达到市场占有率全国第一的整体经营目标。同时,在 5-10 年内发展成为世界超硬材料行业的知名企业。本项目的实施有助于公司继续保持自己传统优势,增强企业竞争力,最终实现总体发展战略目标。

四方达是国内规模最大、产品种类最多的聚晶金刚石(PCD)研发与生产企业,同时也是 PCD 刀具用复合片为国内主要生产商,是国内唯一可以生产大尺寸 PCD 刀具用复合片的生产商。公司产品在市场竞争中具有先发优势。

- 1、具有强大的研发力量,确保技术的先进性;
- 2、生产技术的可靠性可以得到保障;
- 3、与国际生产商相比产品成本更低;
- 4、在全国具有较高的市场地位;

根据公司的测算,项目年均销售收入 7425.64 万元,年均利润总额 4193.78 万元,说明该项目产值高,高科技附加值较大,盈利空间充裕,经济上可行。项目全投资财务内部收益率(税前)41.53%,全投资财务内部收益率(税后)33.51%,投资收益率 31.81%。

➤ 聚晶金刚石复合片(PDC)截齿及潜孔钻头产业化项目;

该项目新增建筑占地面积 3600 平米,新增建筑面积 10800 平米,可形成年产 66.8 万片 PDC 截齿和年产 2.5 万只 PDC 潜孔钻头生产能力。

本项目拟建于河南四方达超硬材料股份有限公司现有生产厂区以东的规划厂区范围内,项目周期 1.5 年,其中建设期 1 年。

表 15: 聚晶金刚石复合片(PDC)截齿及潜孔钻头产业化项目

产品名称	规格
截齿	U47, U62, U76, U82, U84, U85, U92, U94, U95, U47, U76, U119, U138, C31, S100, S120, S150, S160, S170
潜孔钻头	Φ90, Φ95, Φ100, Φ105, Φ110, Φ115, Φ120, Φ127, Φ133, Φ140, Φ146, Φ152, Φ165, Φ190, Φ203

资料来源:公司资料,长江证券研究部

● 传统截齿与钻头具备较大的劣势,迫切等待技术升级与更新换代;

截齿是采煤机械和掘进机械的主要配件，参与煤层、岩层的截割，在煤炭开采、巷道挖掘中起着至关重要的作用，用于截割坚固性系数 f 不大于 8 的煤和夹矸。传统的截齿由钢制基体和硬质合金齿头焊接而成，结构简单，制造方便，在开采硬度较软的岩层或纯煤层时，可以满足使用要求；但在偏硬的岩层开挖巷道时，由于硬质合金的耐磨性不够而使截齿的使用寿命过短，进尺速度变慢，频繁更换截齿增加了停机时间，造成掘进效率低下。

目前国内市场上几乎全是硬质合金截齿，合金截齿的生产厂家达到数百家，很多大型煤矿都有自己的截齿生产厂；在高端截齿方面，进口或合资企业占据了大部分市场。随着煤矿开采规模的扩大，采煤效率提高的渴求，煤炭开采的难度进一步加大，地层更加复杂，对新型高耐磨复合截齿的需求也更加迫切。

PDC 截齿采用聚晶金刚石复合片代替硬质合金齿头。金刚石是已知硬度最高的材料，聚晶金刚石复合片是由无数微小金刚石颗粒和粘结剂混合组成的切削层和硬质合金衬底层在高温高压下烧结合成的，具有高强度、高硬度、高耐磨性、抗冲击性以及良好的自锐性，这些优良特性使其能够应用在煤层、岩层的开采，取代硬质合金。开发具有高耐磨的煤矿用聚晶金刚石复合截齿，一方面提高掘进效率，另一方面可以依据煤矿开采所需要的截齿的特点和性能要求，提供合适的截齿产品，提高煤矿机械装备的技术含量，推动我国煤矿机械配件的科技进步。

潜孔钻头是矿产资源勘探、开发的基础耗材。目前市场上主要为镶嵌硬质合金柱齿头的潜孔钻头。镶嵌硬质合金柱齿头的潜孔钻头目前广泛应用于生产，并发挥了巨大的作用，但在面对极硬的地层时，硬质合金柱齿头耐磨性差，钻头使用寿命短，延长了工程周期，提高了凿岩成本，给国家的硬质合金资源造成了很大的浪费，采用新型的潜孔钻头来满足市场的需求成为我国潜孔钻头生产单位必须面临的一项十分重要的课题。

● PCD 截齿与潜孔钻头具备较强的比较优势，替代空间巨大；

具有高耐磨的煤矿用聚晶金刚石复合截齿，可以适用于硬度较高的矿岩等生产环境，可以大大提高掘进效率，同时，极大延长了工具的使用寿命。在一般情况下，PDC 适用寿命为硬质合金的几倍至几十倍，Alpine 集团开发的 PDC 截齿，在硬岩和磨蚀性岩石中掘进的耐磨性甚至达到了硬质合金截齿的 100 倍。使用寿命大大延长的同时，由于大量减少截齿的更换次数，可以大幅度有效提高工作效率。

聚晶金刚石潜孔钻头很好的解决了在面对极硬地层时硬质合金柱齿不耐磨的问题，从而大大提高了钻头使用寿命。根据对公司生产样品在矿山生产现场测试结果，PDC 潜孔钻头与硬质合金潜孔钻头相比，作业效率提高 20%，使用寿命提高 10 倍以上。

与硬质合金截齿相比，聚晶金刚石复合片（PDC）截齿使用综合成本降低 50% 左右。与硬质合金潜孔钻头相比，PDC 潜孔钻头综合应用成本降低 50% 左右。由此表明，本项目产品在生产中将大大降低应用成本，具有很强的实用性。

● PCD 截齿与潜孔钻头市场需求测算，空间巨大；

根据《煤炭工业十二五规划（征求意见稿）》及国内其它机构预测，到 2015 年，我国煤炭需求总量将达到 38-42 亿吨，规划国内煤炭产量将达到 37.9 亿吨。由此预测：如果全部采用硬质合金截齿，2015 年国内市场需求量将达到 1800-1900 万只。自 2010 年至 2015 年的需求年均增长率在 4% 左右，市场空间广阔。

2010 年-2015 年，国内截齿市场需求结构将发生较大的变化，主要体现在高端截齿产品的市场份额不断增长，同时，PDC 截齿产品由于其优秀的技术经济指标，市场竞争优越性不断体现，将占有越来越大的市场份额。

根据我国水泥工业、冶金工业、有色工业、化工工业、建筑骨料产业、铁路及公路交通建设、地质矿产勘探等相关产业“十二五”发展规划及发展设想，“十二五”期间，我国矿业、基础工程建设和地质勘探业仍将在现有基础上快速发展。在国内外市场上还未见到聚晶金刚石复合片潜孔钻头产品的大批量生产，因此具有很大的技术垄断优势和可观的市场前景。

潜孔钻头作为上述领域的基础耗材，将在 2010 年市场需求的基础上得到进一步的快速发展，预测 2015 年国内潜孔钻头市场需求量将达到 55-60 万只。2010 年-2015 年市场需求的年均增长率约为 5.5%-6%，市场前景广阔。

当前国际市场上，超硬材料制品的市场前景同样十分广阔，据有关机构分析，2009 年全球石油用钻头市场容量估计为 60 亿美元、各类矿山用钻头市场容量接近 150 亿美元、复合超硬材料刀具的市场容量为 100 亿美元左右。2008 年以来，受金融危机影响，增长趋势放缓，但增长趋势不会发生根本性变化，各种超硬材料制品的市场增长仍将是快速和持续的。

根据近些年世界煤炭产量增长趋势及对未来经济形势的预期，估计 2010-2015 年中国以外世界煤炭产量的年均增幅在 4-5% 左右。在截齿市场结构不发生大变化的情况下，预计 2015 年国际市场对硬质合金截齿的需求量约为 2300-2500 万只（不包括中国市场）。市场总销售额度预计为 40 亿美元左右（不包括中国市场）。

目前全球各类矿山用钻头市场容量接近 150 亿美元。其中潜孔钻头市场容量很大，约有 30-40 亿美元以上的市场份额（不包括中国），市场前景广阔。鉴于世界矿业市场在未来一段时期内仍将保持稳定发展的态势，预测 2015 年国际市场潜孔钻头的市场销售的将达到 40-60 亿美元（不包括中国）。

● 公司技术实力雄厚，可以顺利推进项目的进展；

四方达公司在多年对超硬材料研究的基础上开发出了聚晶金刚石潜孔钻头，它采用聚晶金刚石复合片代替了传统的硬质合金柱齿，很好的解决了在面对极硬地层时硬质合金柱齿不耐磨的问题，具备了产业化条件。

根据公司预测，项目达产后，年均销售收入 34927.59 万元，年均利润总额 8396.46 万元，说明该项目产值高，高科技附加值较大，盈利空间充裕，经济上可行。项目经济效益较好，全投资财务内部收益率（税前）47.82%，全投资财务内部收益率（税后）37.57%，建设周期短，形成批量生产能力较快，投资收益率 38.61%。

第四，分享行业高成长，维持“谨慎推荐”评级

《郑州市新材料产业发展规划（2011-2015）》提出“十二五”期间重点发展具有产业基础的超硬材料及制品等四大新材料产业领域，力争到 2015 年超硬材料产业实现销售收入 1100 亿元。并提出重点培育包括四方达超硬材料股份有限公司在内的一批骨干企业战略设想，在包括本项目在内的一批重点项目方面给予积极支持。

《河南省超硬材料及制品区域特色高技术产业链总体方案》要求：到 2010 年，全省超硬材料制品实现销售收入占整个产业链销售收入比重达到 60%，国内市场占有率由现在的 20% 提高到 40%，到 2012 年市场占有率提高到 45%。所以项目的实施符合国家产业政策。

作为行业内技术最领先的公司之一，公司可充分享受到行业高成长所带来的增长优势。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.90 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	112	160	258	294	货币资金	28	16	26	29
营业成本	51	73	112	126	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	60	87	146	168	应收账款	37	53	85	97
% 营业收入	54.0%	54.4%	56.5%	57.2%	存货	31	45	69	77
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	9	13	20	23
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	3	5	7	9	流动资产合计	111	135	212	240
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	12	18	29	33	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	8	24	36	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	5.0%	9.3%	12.3%	固定资产合计	63	446	798	1017
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	19	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	43	56	84	90	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	38.7%	34.9%	32.7%	30.5%	资产总计	193	599	1027	1273
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	358	713	890
利润总额	45	56	84	90	应付款项	11	16	25	28
% 营业收入	40.1%	34.9%	32.7%	30.5%	预收账款	0	1	1	1
所得税费用	6	8	13	13	应付职工薪酬	2	3	5	5
净利润	38	48	72	76	应交税费	1	2	3	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	2	2
的净利润	38.5	47.5	71.7	76.1	流动负债合计	16	381	749	930
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.48	0.59	0.90	0.95	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	56	46	92	177	负债合计	36	401	769	950
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	157	198	259	323
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	157	198	259	323
固定资产投资	-39	-402	-403	-303	负债及股东权益	193	599	1027	1273
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-39	-402	-403	-303		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.481	0.594	0.897	0.951
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.62	3.29	4.31	5.39
银行贷款增加（减少）	-17	358	355	177	PE	50.11	40.58	26.88	25.33
筹资成本	0	-15	-35	-47	PEG	1.96	1.59	1.05	0.99
其他	-1	0	0	0	PB	9.19	7.31	5.59	4.47
筹资活动现金流净额	-17	343	320	130	EV/EBITDA	39.58	27.28	16.33	13.26
现金净流量	-1	-12	10	4	ROE	24.5%	24.0%	27.7%	23.5%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。