

四方达(300179)跟踪报告

推荐

短期业绩略低预期，但是长期增长潜力仍值得关注

维持评级

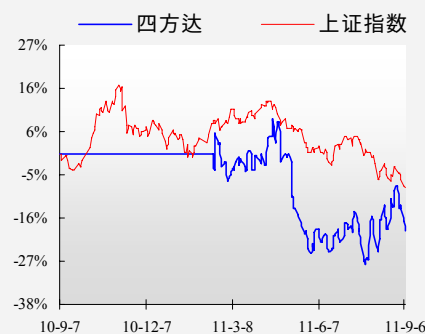
材料\超硬材料

发布时间：2011 年 9 月 7 日

投资要点：

- 2011 年第二季度，公司的毛利率和净利润率分别为 45.91%和 34.61%，同比分别上升了 1.58 和 22.44 个百分点，基本复合我们之前的预期。净利润率的上升幅度较大，其原因就在于期间费用率的如期下降。但是考虑到财务费用率的影响，公司盈利能力虽有所回升，但仍未恢复到正常水平。下半年，公司高毛利率的石油片产品的销售情况有望好转，公司盈利能力仍有望持续向好。
- 从营收的角度看，公司在 2011 年上半年共实现营业收入 5246 万元，同比增加 8.83%。而二季度单季度仅实现营收 2732 万，同比仅微增了 2.16%。公司的营收增速不太理想。但是长期看，公司的营收仍具有较大的增长潜力。尤其是外籍专家的加盟，增加了公司在竞争中取胜的“砝码”。
- 由于国内聚晶超硬复合材料产业还处在起步阶段，我们认为其发展需主要解决两个层面的问题。一个是技术层面的问题，即先能够拿出高技术含量的产品与国外产品在一些领域展开竞争，逐步蚕食国外厂商的市场份额。目前这一趋势已经开始。另一个层面是价格的问题，即能够逐步提升制备工艺，降低成本，并逐步在一些可能的领域内加快对硬质合金的取代，或以复合材料的形势渗透。从趋势上讲，这两个方面都没有问题，需重点关注的是过程的快慢。
- 预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.52、0.64 和 1.90 元，动态市盈率分别为 50.44、41.56 和 13.97 倍。由于聚晶金刚石超硬复合材料的技术壁垒高，国内产品取代国外产品和蚕食硬质合金市场的趋势确定，公司的国内行业龙头地位明显，此外两个超募项目的实施更是给公司业绩带来大幅增长的可能，因此我们从长期投资的角度维持对公司推荐的投资评级。
- **风险：**公司的产品开发仍有一定的技术风险和市场推广风险。此外虽然长期看公司有业绩爆发增长潜力，但是公司短期的估值水平仍然偏高。

走势图



市场数据

2011-9-6

收盘价：	26.48 元
52 周最高价：	37.19 元
52 周最低价：	23.30 元
平均持仓成本：	27.74 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	8,000
流通 A 股（万股）：	8,000
每股收益（元）：	0.23
每股净资产（元）：	7.88
每股经营现金流（元）：	0.03
市净率：	3.36

分析师：潘喜峰

执业证书编号：S0550511020005

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

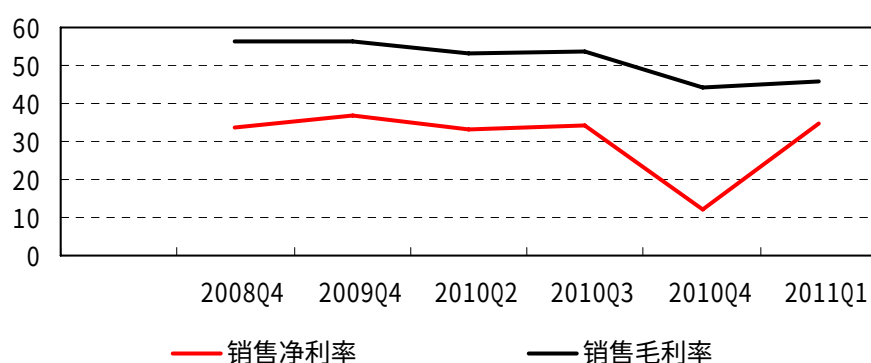
邮 编：200002

一、盈利能力已如期回升

2011 年一季度，公司的盈利能力同比明显下降，超出了市场的预期。而我们在仔细分析了影响公司盈利能力的各因素后，认为公司的盈利能力将逐季回升。根据公司半年报的数据简单折算后可以得到公司今年第二季度的毛利率和净利润率分别为 45.91%和 34.61%(剔除营业外收支影响之后的数据)，同比分别上升了 1.58 和 22.44 个百分点。净利润率的上升幅度较大，其原因就在于期间费用率的如期下降。但是考虑到财务费用率的影响，公司盈利能力虽有所回升，但仍未恢复到正常水平。下半年，公司高毛利率的石油片产品的销售情况有望好转，而公司的盈利能力仍有望持续向好。

图 1 单季度盈利能力显著回升

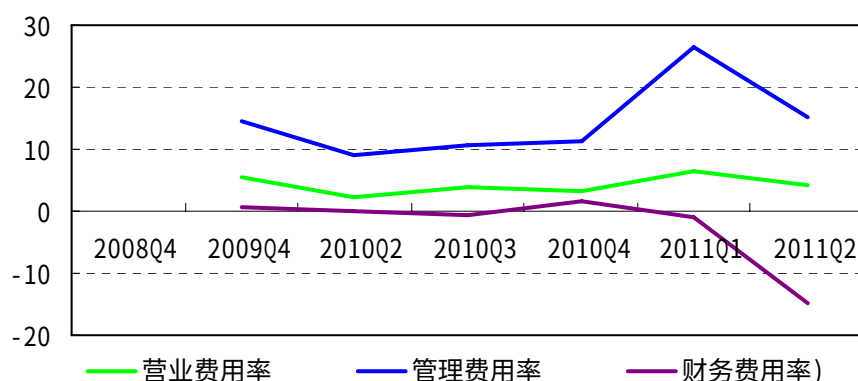
单位：%



资料来源：公司公告、东北证券

图 2 二季度期间费用率明显下降

单位：%



资料来源：公司公告、东北证券

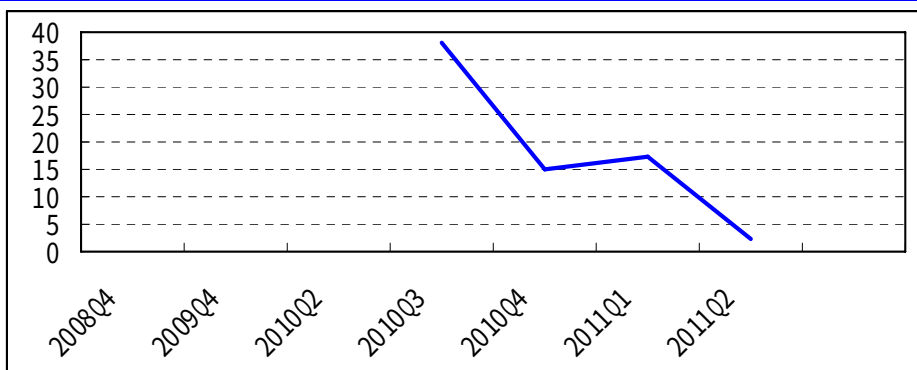
二、营收增速仍不理想

从营收的角度看，公司在 2011 年上半年共实现营业收入 5245.64 万元，同比增加 8.83%。而今年二季度单季度仅实现营收 2731.97 万，同比仅微增了 2.16%。公司的营收增速不太理想。根据和公司交流得知，公司今年上半年新增产能尚未能真正发力，而国内和国际上的石油片大客户因季节因素在上半年的采购量有限，预计下半年两种情况都将有所缓解。短期看公司最值得关注的就是营收能否放量。从长期看，由于目前国内的

几家聚晶金刚石复合石油片的生产厂家在国际市场的占有率连 5%都不到，并且均集中在 10%的中软地层用片市场，而公司的目标是 70%左右的中硬地层用片市场，因此长期看，公司还是具有较大的增长潜力的。尤其是外籍专家的加盟，更是增加了公司在竞争中取胜的“砝码”。

图 3 营收增速仍不理想

单位：%

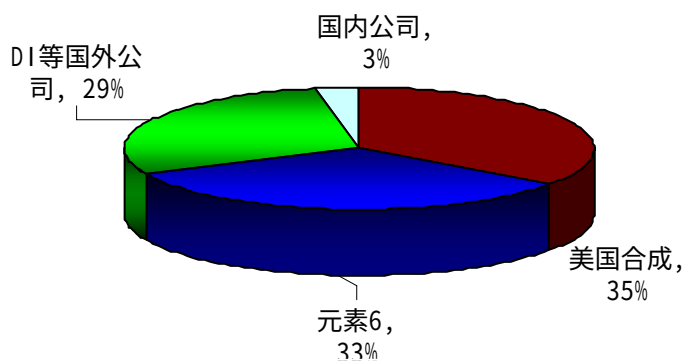


资料来源：公司公告、东北证券

三、石油片、矿山片、刀具片和潜孔钻头是四大看点

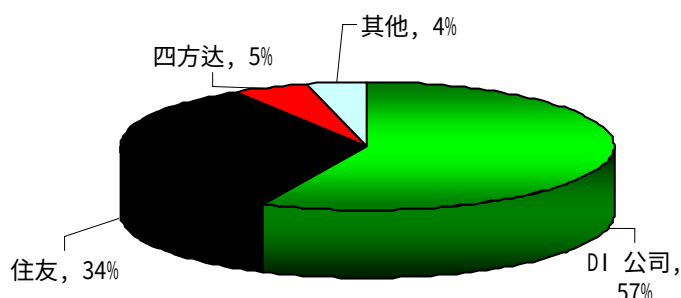
从聚晶金刚石产品目前的应用领域来看主要有矿山、油气田的开采，金属、木材的切割和金属丝的拉制等几个领域，具体的表现形式有矿山片、石油片、刀具片和拉丝模坯等四大形式。其中由于拉丝模坯领域的市场容量有限，矿山和油气田的开采，以及金属和木材的切割领域就成为了目前行业的最主要下游。尤其是能够介入到下游的钻头领域，行业的产值将被成倍的放大。比如一片石油片的价格可能在几百元左右，但是一个钻头的价格则可能在几千甚至是十几万之间。因此向产业下游拓展将是行业的明智选择。从目前的市场格局来看，国内公司在相对低端的矿山片领域已经取得了相当的市场地位。但是在档次更高的石油片、大直径刀具片和拉丝模坯等领域则明显逊色，拥有较大的发展空间。

图 4 全球石油/天然气市场的市场结构



资料来源：公司公告、东北证券

图 5 全球拉丝模坯市场的市场结构



资料来源：公司公告、东北证券

因此公司未来的发展方向就是主要在石油片、大尺寸刀具片、矿山片和潜孔钻头这四大领域加大开发力度。对于公司的优势产品拉丝模坯，由于其市场容量相对有限，公司仅需巩固其市场地位即可。从实力、规模、市场知名度和资金实力等几个方面来说，公司都是国内聚晶金刚石复合材料领域内的佼佼者，而募集资金和超募资金的利用更是使公司有实力和机会在上述领域全面推进，加速发展。目前公司的营收规模虽然较小，但是公司的募集资金项目和超募项目的市场前景都比较好，未来公司的营收规模有大幅增长的可能，因此我们认为公司具备一定的长期发展潜力。

四、国内聚晶超硬复合材料的未来在于“两个替代”

由于国内聚晶超硬复合材料产业还处在起步阶段，我们认为其发展需主要解决两个层面的问题。一个是技术层面的问题，即先能够拿出高技术含量的产品与国外产品在一些领域展开竞争，逐步蚕食国外厂商的市场份额。目前这一趋势已经开始，并且空间巨大。另一个层面是价格的问题，即能够逐步提升制备工艺，降低成本，并逐步在一些可能的领域内加快对硬质合金的取代，或以复合材料的形势渗透。从趋势上讲，这两个方面都没有问题，关键是过程的快慢。

相关数据表明，目前国内石油地质钻头的市场容量在 35 亿元左右，由此测算得到的复合片的潜在市场容量在 8 亿元左右。由国内的市场容量推算全球的复合片潜在市场容量在 100 亿元以上。另据相关数据表明全球煤田矿山用复合片的潜在市场容量也在 100 亿元左右。目前，国内刀具的市场容量在 200 亿元左右，全球的市场容量在 250 亿美元左右，超硬聚晶复合材料刀具的市场容量在 8 亿美元左右。目前国外厂商占据着石油片、高档矿山片、刀具片和拉丝坯模的绝大部分市场份额。聚晶超硬材料的潜在市场空间相对国内厂商的营收规模来说是巨大的，因此国内产品的进口取代空间很大。目前国内主要的聚晶金刚石超硬复合材料生产商只有四方达、郑州新亚、黄河旋风和深圳海明润等几家公司，它们都具备很好的发展前景，而作为行业的领先者，四方达无疑是目前最具发展潜力。

五、盈利预测和估值分析

预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.52、0.64 和 1.90 元，对应 2011 年 9 月 6 日收盘价 26.48 亿元的市盈率分别为 50.44、41.56 和 13.97 倍。由于聚晶金刚石超硬复合材料的技术壁垒高，国内产品取代国外产品和蚕食硬质合金市场的趋势确定，公司的国内行业龙头地位明显，此外两个超募项目的实施更是给公司业绩带来大幅增长的可能，因此我们从长期投资的角度维持对公司推荐的投资评级。

六、风险

聚晶金刚石超硬复合材料仍属于技术壁垒较高的一类尖端材料，市场主要被国外的几家公司把持，虽然国内产品的崛起在趋势没问题，但是进程上有一定的不确定性，因此公司的产品开发有一定的技术风险和市场推广风险。此外虽然长期看公司业绩有爆发增长潜力，但是公司短期的估值水平仍然偏高。

附表：

表 1 复合超硬材料高技术产业化项目

名称	原有产能\万片	新增产能\万片
石油/天然气钻头用聚晶金刚石复合片	21.8	71.7
煤田/矿山工具用聚晶金刚石复合片	62.8	119
高级级金刚石拉丝模坯	103.4	345
聚晶金刚石/聚晶立方氮化硼切割刀片	3.9	6.58

资料来源：公司招股说明书、东北证券

注：产能均为折算为标准件后的产能

表 2 复合超硬材料制品项目

名称	年产规模\万片	新增产能\万片
成品聚晶金刚石拉丝模	1.8	18
金刚石砂轮	0.0737	0.665

资料来源：公司招股说明书、东北证券

表 3 复合超硬材料制品项目

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

资料来源：公司公告、东北证券

表 4 复合超硬材料制品项目

产品类型	规格	设计年产能
截齿	U47, U62, U76, U82, U84, U85, U92, U94, U95, U47, U76, U119, U138, C31, S100, S120, S150, S160, S170	66.8(万片/年)
潜孔钻头	Φ90, Φ95, Φ100, Φ105, Φ110, Φ115, Φ120, Φ127, Φ133, Φ140, Φ146, Φ152, Φ165, Φ190, Φ203	2.5 (万支/年)

资料来源：公司公告、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。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。本报告版权归我公司所有。