

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究助理：牟国洪 021-50588666-8039

超硬复合材料领跑者

——四方达（300179）调研报告

证券研究报告-调研报告

增持(维持)

发布日期：2012 年 09 月 14 日

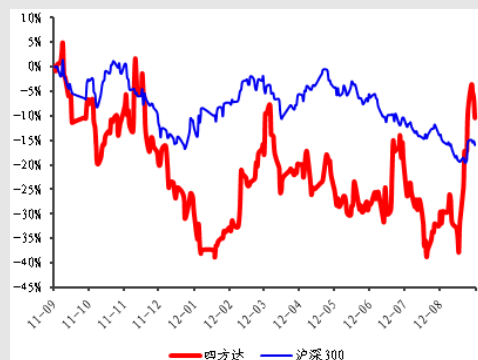
市场数据 (2012-09-13)

收盘价 (元)	15.72
一年内最高/最低 (元)	24.39/10.77
沪深 300 指数	2298.46
市净率 (倍)	2.91
流通市值 (亿元)	7.45

基础数据 (2012-06-30)

每股净资产 (元)	5.48
每股经营现金流 (元)	0.06
毛利率 (%)	37.78
净资产收益率-摊薄 (%)	2.62
资产负债率 (%)	5.17
总股本/流通股 (万股)	12000/4740
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司是我国超硬复合材料领域领跑者，产品达到国际先进水平。我国超硬复合材料上游资源优势显著，且下游应用领域广、替代市场巨大。公司 PCD 拉丝模坯位居全球前三甲，石油/矿山用复合片以及刀具复合片增长潜力大。

投资要点：

- **公司是国内超硬复合材料领跑者。**公司主要从事聚晶金刚石等超硬复合材料及制品的研发、生产与销售，且 PCD 拉丝模坯位居全球前三甲。
- **超硬复合材料行业现状。**我国独创的六面体人造金刚石合成技术为超硬复合材料发展奠定了基础，预计未来单晶人造金刚石复合增长率达 20%；超硬复合材料核心在于配方与工艺，而六面顶压机技术使国产复合片与国际先进产品差距逐步缩小；超硬复合材料市场空间巨大，且对传统工具替代趋势加强。
- **公司是国内最大的超硬复合材料研发与生产基地。**通过创新与研发投入，公司已成为国内唯一全球为数不多的产品达到国际先进水平的聚晶金刚石制造商，超硬复合材料产品包括石油/矿山用复合片、PCD 拉丝模坯以及刀具用复合片，其中 PCD 拉丝模坯位居全球前三强，刀具复合片增长潜力大，而石油/矿山用复合片主要定位高端市场。
- **盈利能力持续下滑 重点关注石油与刀具用复合片市场拓展。**受原材料与人工成本上涨以及折旧等因素影响，公司盈利能力持续下滑；重点关注公司高端石油复合片与大尺寸刀具复合片的市场拓展。
- **盈利预测与公司估值：**预测公司 2012 和 2013 年全面摊薄后的每股收益分别为 0.32 元和 0.40 元，按 9 月 13 日 15.72 元收盘价计算，对应动态市盈率分别为 50 倍和 40 倍。目前估值相对行业水平偏高，考虑公司行业地位与成长性预期，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动风险；技术与市场开发低于预期；项目进展低于预期；汇率波动。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	111.68	109.82	132.13	179.95	241.05
增长比率 (%)	32.42	-1.66	20.31	36.19	33.95
净利润(百万元)	38.47	35.59	37.88	47.42	59.41
增长比率 (%)	24.82	-7.49	6.44	25.18	25.28
每股收益 (元)	0.32	0.30	0.32	0.40	0.50
市盈率 (倍)	49.03	53.00	49.80	39.78	31.75

目 录

1. 超硬复合材料领跑者	4
2. 行业分析	4
2.1 超硬复合材料产业链	4
2.2 单晶产量大国奠定发展基础	5
2.3 中游六面顶技术进步促行业快速发展	6
2.4 下游应用领域广且替代前景广阔	6
3. 公司是国内最大的超硬复合材料研发与生产基地	7
3.1 产品齐全的超硬复合材料研发与生产基地	7
3.2 PCD 拉丝模位居全球行业前三甲	8
3.3 金属切削用刀具复合片增长潜力大	9
3.4 石油用/矿山石用复合片附加值高	10
3.5 超硬复合材料业绩稳步增长	11
4. 公司经营分析	12
4.1 业绩概况	12
4.2 盈利能力持续下滑 预计 12 年下半年维稳	13
4.3 期间费用率稳中逐步回落	14
4.4 营运能力分析	15
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	15
行业投资评级	17
公司投资评级	17
重要声明	17
免责条款	17
转载条款	17

图目录

图 1: 超硬复合材料产业链示意图	4
图 2: 我国单晶人造金刚石产量及同比增速	5
图 3: 2001-09 年我国立方碳化硼及单晶人造金刚石价格曲线	5
图 4: 人造金刚石工具应用领域及市场容量预测	6
图 5: 传统超硬材料及制品市场规模	7
图 6: 2007-12 年公司研发投入及占比	7
图 7: PCD 拉丝模坯市场占比	8
图 8: PCD 拉丝模坯价格比对	9
图 9: 全球 PCD 刀具市场结构	9
图 10: 2007-12 年我国金属切削机床产量及增速	9
图 11: 石油/天然气用 PDC 市场格局	11
图 12: 石油用复合片价格比对	11
图 13: 2007-12 年公司超硬复合材料营收及增速	11
图 14: 超硬复合材料营收组成(2010AH1)	11
图 15: 超硬复合材料营收规模比对	12
图 16: 2007-12 年超硬复合材料毛利率比对	12
图 17: 2007-12 年公司营收、净利润及同比增速	13
图 18: 2007-12 年公司营收构成(按产品)	13
图 19: 2007-12 年公司营收构成(按区域)	13
图 20: 2010-12 年公司季度营收净利润及增速	13
图 21: 2007-12 年公司销售毛利率与净利率	14
图 22: 2009-12 年公司季度销售毛利率与净利率	14
图 23: 2007-12 年公司产品毛利率比对	14
图 24: 2007-12 年公司期间费用率	14
图 25: 2009-12 年公司季度期间费用率	15
图 26: 2007-12 年公司营运能力分析	15

表目录

表 1: 公司超硬复合材料产品简介	8
表 2: 公司 PCD 拉丝模产品简介	8
表 3: PCD 拉丝模坯产品比对	8
表 4: PCD/PCBN 复合片价格比对	9
表 5: 公司超募项目概况及进度(截止到 2012 年 06 月 30 日)	10
表 6: 公司近年盈利与经营情况	12
表 7: 可比公司估值	15
表 8: 公司盈利预测	16

1. 超硬复合材料领跑者

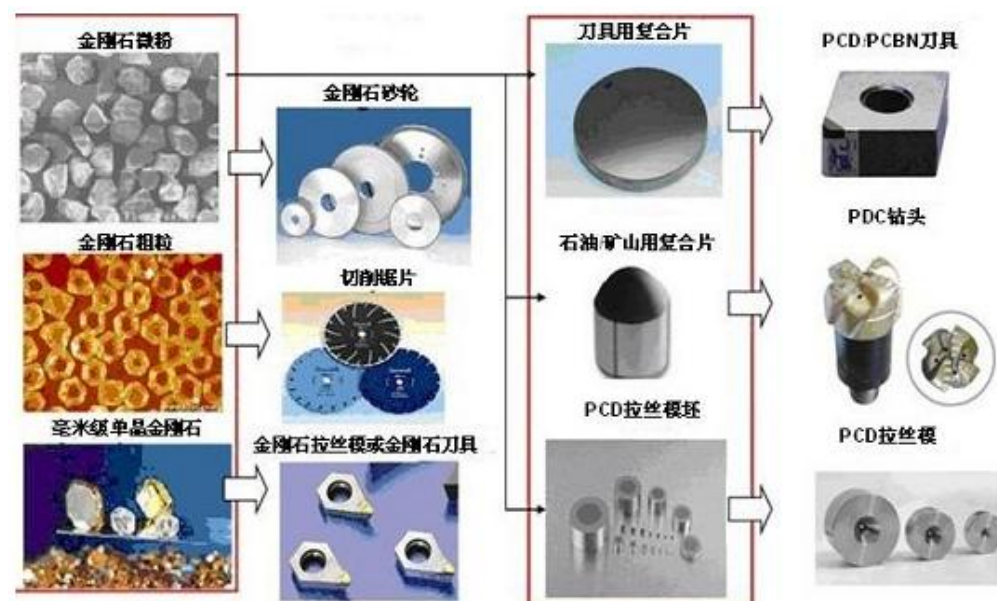
河南四方达超硬材料有限公司创始于1997年，2008年9月变更为股份有限公司，注册资本6000万元。2011年2月发行上市登陆资本市场，发行后总股本为8000万股。公司主要从事聚晶金刚石等超硬复合材料及相关产品的研发、生产与销售，依托强大的研发势力，目前是国内最大的超硬复合材料生产企业，且为国内唯一全球为数不多的生产线齐全、产品达到国际水平的聚晶金刚石制造商，其中PCD拉丝模坯位居全球前三甲。2011年，公司实现营收10982万元，同比略降1.66%，实现归属于上市公司股东的净利润3559万元，同比回落7.49%；12年上半年营收5929万元，较11年上半年的5246万元增长13.02%，净利润1719万元，同比下滑5.31%。

2. 行业分析

2.1 超硬复合材料产业链

金刚石和立方氮化硼等具有硬度高、耐磨和热传导性能好、热膨胀系数低等优异性能，特别因其硬度极高被统称为超硬材料。超硬复合材料是指以金刚石和立方氮化硼微粉等单晶超硬材料为主要原料，通过添加金属或非金属粘结剂，经过超高压超高温烧结工艺制成的聚晶复合材料，其产品形式主要包括聚晶金刚石(PCD)复合片、聚晶立方氮化硼(PCBN)和PCD拉丝模坯。而复合片则是生产石油用钻头、矿山用砖头以及切削刀具的上游材料，PCD拉丝模坯是聚晶金刚石拉丝模的上游。

图 1：超硬复合材料产业链示意图



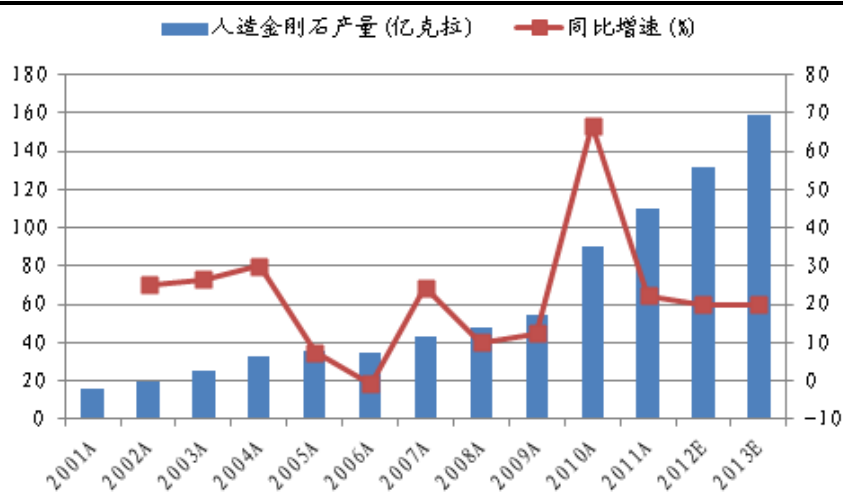
资料来源：公司招股书，中原证券

为降低成本，聚晶金刚石（立方氮化硼）硬质合金复合片被广泛应用，即表层为聚晶金刚石（聚晶立方氮化硼），底层为碳化钨钴硬质合金，二者通过超高压高温复合而成。

2.2 单晶产量大国奠定发展基础

单晶人造金刚石/立方氮化硼为超硬复合材料上游基础原材料。2001-2011年，我国单晶人造金刚石产量由16亿克拉迅速增至110亿克拉，2001-11年间的复合增长率为21.26%。随着我国独创的六面体合成技术的进步与下游应用领域延伸，预计我国单晶人造金刚石未来将保持20%的复合增长率，2013年总产量约160亿克拉。

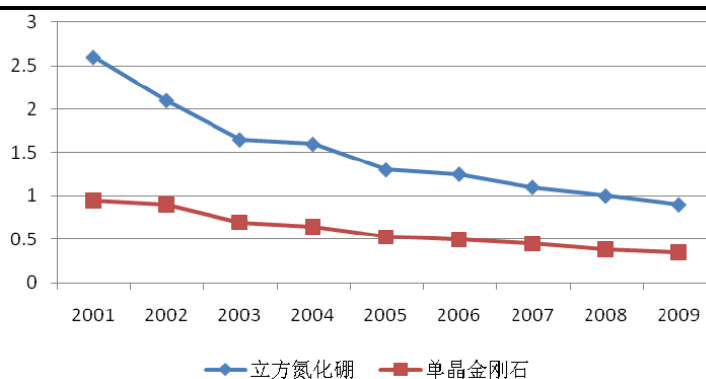
图 2：我国单晶人造金刚石产量及同比增速



资料来源：中国磨料磨具工业年鉴，中原证券

单晶材料产量的快速增长使产品价格持续下滑：2001年，立方氮化硼和单晶人造金刚石的价格分别为2.61元/克拉和0.91元/克拉；2009年，价格降至0.90元/克拉和0.35元/克拉，降幅分别为66%和62%。

图 3：2001-09 年我国立方氮化硼及单晶人造金刚石价格曲线



资料来源：公司招股书，中原证券

目前,我国已成为全球最大的单晶人造金刚石/立方氮化硼生产国,单晶人造金刚石和立方氮化硼全球占比约90%和60%。产量大国与单晶材料价格的持续下滑为我国超硬复合材料行业发展奠定了基础。

2.3 中游六面顶技术进步促行业快速发展

超硬复合材料生产的核心环节在配方与生产工艺两方面。从制备工艺看,主要包括国外厂商的两面顶技术和我国六面顶压机工艺,且二者各有特点。两面顶压机每组压缸、顶锤的造价较高,而高压腔尺寸相对较大,适合生产尺寸较大的产品。相比之下,六面顶压机每组顶锤造价较低、操作方便,但高压腔尺寸小。

近年来,伴随国内企业与科研人员的不断钻研,我国六面顶压机腔体尺寸逐步大型化,其生产的产品尺寸越来越大,超硬复合材料产品在耐磨度、硬度、复合片均匀度等领域与国际先进产品差距逐步缩小。

2.4 下游应用领域广且替代前景广阔

人造金刚石工具具有抗压强度高、耐磨性好以及优异的耐腐蚀性,被广泛用于“锯、磨、切、钻”等各类工具材料中,下游应用领域包括石材、建筑、公路、地质、石油、机械、陶瓷、电子等。随着我国制造业技术升级以及新兴产业快速发展等因素拉动,我国人造金刚石工具市场需求呈现持续快速增长态势。

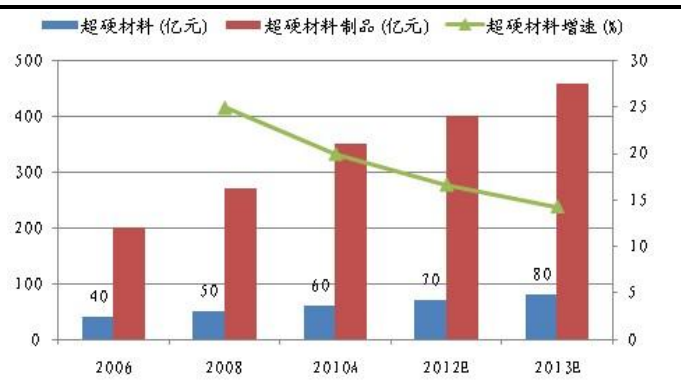
图 4: 人造金刚石工具应用领域及市场容量预测

应用背景与领域	超硬材料工具 制品	市场容量(亿元)		
		2010 年	2012 年	2013 年
电子、汽车、家电等行业	超硬精密磨具	120	195	230
我国成为世界制造中心,重型数控机床、超精密数控机床、CNC 多功能加工中心及超高速切削、硬态切削等技术和难加工材料的应用	超硬材料刀具	40	90	120
	超硬材料模具	23	40	60
	金刚石砂轮	20	30	45
	新型锯切工具	200	240	300
石材、建材、玻璃、陶瓷、耐火材料、宝石等传统加工领域受节能、降耗、节材、建废的方针,该加工领域技术升级导致需求增加	新型钻探工具	60	90	110
	新型拉丝工具	10	15	20
	金刚石砂轮	6	8	12
	合 计:	479	708	987

资料来源:豫金刚石公告,中原证券

同时金刚石工具取代传统的碳化硅和刚玉工具,以及金刚石锯切类工具、钻探工具取代钢、硬质合金锯片和钻头已成为工具行业发展趋势。2010年,我国传统工具超硬材料及制品市场规模分别为60亿元和350亿元,金刚石工具制品替代市场前景广阔。

图 5：传统超硬材料及制品市场规模



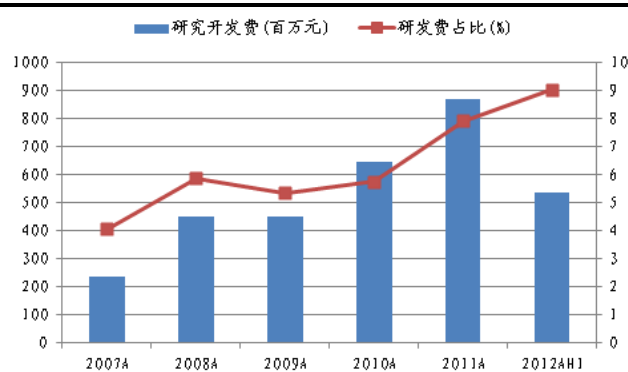
资料来源：豫金刚石公告，中原证券

3. 公司是国内最大的超硬复合材料研发与生产基地

3.1 产品齐全的超硬复合材料研发与生产基地

公司是国内最大的超硬复合材料研发和生产企业，通过自主创新与研发投入，已成为国内唯一全球为数不多的生产线齐全、产品达到国际水平的聚晶金刚石制造商。2011年，公司研发投入870万元，同比增长35.27%，营收占比7.92%，而12年上半年提升至9.03%。目前，公司超硬复合材料主要包括石油/矿山用复合片、PCD拉丝模坯以及刀具用复合片，其中PCD拉丝模坯位居全球行业前三甲，拉丝模项目被国家发改委作为示范工程。凭借专业技术与研发实力，至11年底公司已拥有14项专利技术，其中发明专利4项；参与《超硬磨料制品-拉丝模用人造金刚石聚晶》等3项国家机械行业相关标准的制定，已具备一定的行业地位。

图 6：2007-12 年公司研发投入及占比



资料来源：公司公告，中原证券

表 1: 公司超硬复合材料产品简介

类别	系列	产品图示	产品特点	主要应用领域
石油/矿山用复合片	EC、SC、MT 系列		具有良好的耐磨性、自锐性及抗冲击性	应用于软、中硬到硬地层钻进所开发的新一代切削齿
刀具用复合片	抛光/不抛光、CB/BN 系列 数 10 余种产品		兼具天然金刚石的硬度、耐磨性和硬质合金的韧性	广泛用于铜、铝及合金等有色金属的加工
PCD 拉丝模坯	CD 及 TSD 耐高温 两大系列产品		具金刚石耐磨性、良好导热性，且兼有硬质合金的韧性	用于不锈钢、铜、铝及多种合金线材的高速拉拔

资料来源：公司公告，中原证券

3.2 PCD 拉丝模位居全球行业前三甲

公司自1997年成立以来就研发出PCD高品级拉丝模坯并对外销售，目前已形成CD及TDS耐高温两大系列产品，其中公司首创的CD钴基PCD拉丝模坯采用先进高温-超高压工艺精制而成，金刚石颗粒间高度键结合，由于兼具金刚石和硬质合金的优越性，特别适合于替代进口产品制造高精度拉丝模，粒度范围覆盖3um-50um之间供选择。

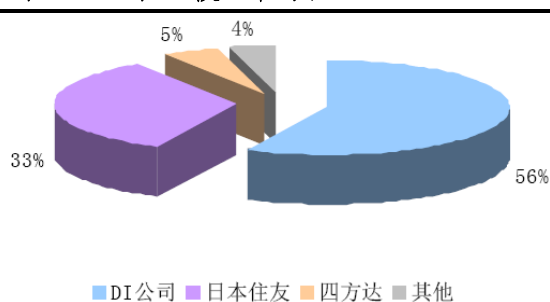
表 2: 公司 PCD 拉丝模产品简介

产 品	产品特点
CD 系列	具备天然金刚石的耐磨性、硬度及良好导热性，且兼有类似硬质合金的韧性，在拉拔切割丝、铜包钢、漆包线、焊丝等专用线材优势显著，而 CD 带硬质合金支撑合金支撑可承担更大拉力，用于制造大孔径模坯、拉制直径较粗的线材
TSD 系列	在惰性或还原气氛下，热稳定性可达 1000℃；可选用高温、高精度金属粉镶套，适用于钨、钼线的高温拉拔

资料来源：公司主页，中原证券

目前，全球高品级拉丝模市场份额集中于DI公司、日本住友和四方达，前三强市场占比96%，而公司PCD拉丝模坯最大直径达50mm，位居国内第一。

图 7: PCD 拉丝模坯市场占比



资料来源：公司公告，中原证券

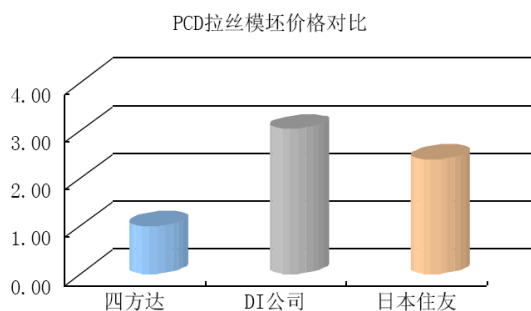
表 3: PCD 拉丝模坯产品比对

企 业		产品型号	最大直径
国 外	DI 公司	5918	34mm
	日本住友	WD995	67mm
国 内	四方达	—	50mm
	郑州新亚	TDW150	26. 8mm
	郑州磨料磨具磨削研究所	—	28. 5mm
	天津人造金刚石厂	—	14mm

资料来源：公司公告，中原证券

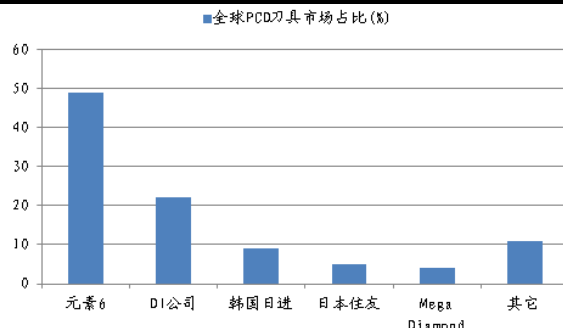
与国外企业相比，公司PCD拉丝模坯产品价格优势显著，DI公司同类产品平均价格约为四方达的3倍。

图 8: PCD 拉丝模坯价格对比



资料来源：公司公告，中原证券

图 9: 全球 PCD 刀具市场结构



资料来源：公司公告，中原证券

3.3 金属切削用刀具复合片增长潜力大

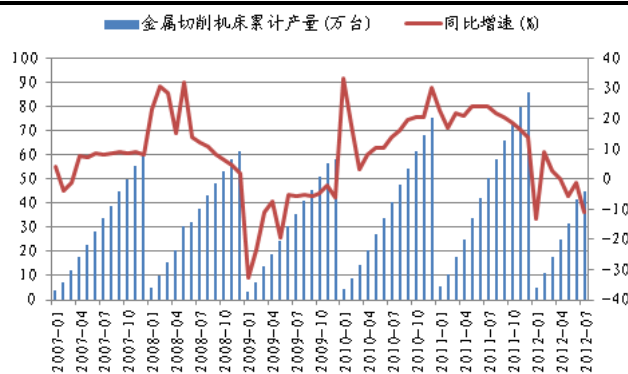
PCD/PCBN刀具用复合片制造的刀具在硬度、耐磨性方面显著优于传统硬质合金刀具，且在进行硬态切削时，可取得较好的工件表面光洁度，目前该类刀具广泛用于木材采伐加工、石材开采加工、汽车生产以及高精度设备制造等领域。受产品质量等因素影响，全球PCD刀具市场主要由元素六、DI公司等国外企业所垄断，而国内刀具复合片主要用于木材、石材等低端领域，复合片均价明显反映该行业特点，特别是金属加工领域用刀片以进口为主，且国内PCD复合片尺寸较小。

表 4: PCD/PCBN 复合片价格对比

公司	PCD	PCBBN
国外	E6 1.4 元/mm ²	1.8 元/mm ²
	DI 1.6 元/mm ²	2.2 元/mm ²
国内	0.8 元/mm ²	0.8 元/mm ²

资料来源：公司公告，中原证券

图 10: 2007-12 年我国金属切削机床产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

2007年，我国机床拥有量达500万台，其中金属切削机床产量60.68万台，同比增长7.89%，11年产量增至85.99万台，同比增幅为13.78%，预计12年增幅为10%。据测算：2010年我国PCD/PCBN刀具市场约40亿元，预计12年达90亿元。

国内生产金属切削用PCD复合片主要包括黄河旋风、四方达、中南金刚石和郑州博特等少数企业；而PCBN复合片国内牌号不多，其中黄河旋风有两种牌号、博特有两种、四

方达有三种，其PCBN复合片批量生产的最大尺寸约38mm。鉴于金属切削用刀片巨大的市场空间，公司超募项目之一为投资9204万元用于金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目，合计新增年产能5.3万片，目前已完成投资进度的5.08%，预计13年10月底投产。

表 5：公司超募项目概况及进度(截止到 2012 年 06 月 30 日)

项目名称	总投资 (万元)	产品名称	产品规格	年产能	预计业绩(万元)		投资 进度
					营 收	利润总额	
金属切削用 PCD/PCBN 复合 片产业化项目	9203.94	金属切削用	Φ50.8mm	2 万片	7426	4194	5.09%
		PCD 复合片	Φ58mm	1.5 万片			
		金属切削用	Φ50.8mm	1 万片			
		PCBN 复合片	Φ58mm	0.8 万片			
PDC 截齿及潜 孔钻头产业化 项目	13231.07	PDC 截齿	U47、U62 等	66.8 万片	34928	8396	7.63%
		PDC 潜孔钻头	Φ90-Φ203	2.5 万只			
合 计:	22435.01				42354	12590	

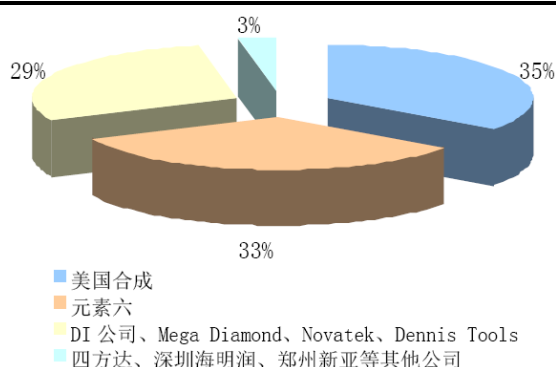
资料来源：公司公告，中原证券

3.4 石油用/矿山石用复合片附加值高

公司超募项目还包括PDC截齿及潜孔钻头产业化项目，二者主要用于煤矿、矿产资源勘探的开发，对传统硬质合金工具进行替代，且市场空间巨大。如截齿作为采煤机械和掘进机械的主要配件，目前普遍使用的是硬质合金类截齿，而PDC截齿寿命为硬质合金的几倍至几十倍，由于大量减少更换频率，从而大幅有效提升工作效率。2010年我国煤炭产量达32亿吨，国内截齿消耗量综采一般为30把/万吨，连采80-120把/万吨，以综合截齿消耗50只/万吨煤估算，10年国内截齿需求量约1600万只，市场前景十分广阔。而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，2009年消耗量约40万只，工业总产值在20亿元左右。至12年6月底，公司PDC截齿与潜孔钻头项目已完成投资进度的7.63%，预计13年10月达产。

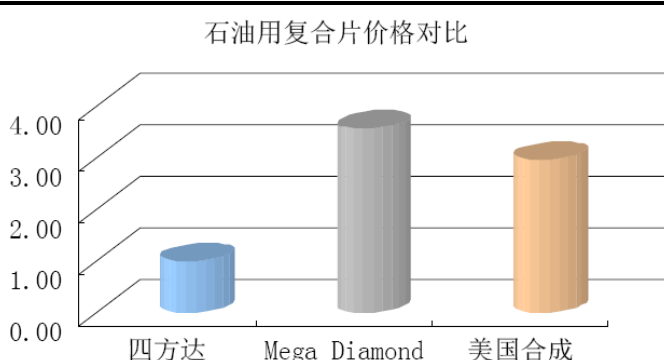
石油、天然气是人类发展的必需资源，二者的勘探和开采主要采用牙轮钻头和PCD钻头，同时随着勘探与开采技术的进步，PCD复合片钻头逐步占据主导地位。目前，国产PCD复合片在中硬地层石油钻头领域占比高达80%，但在硬地层或复杂地层的高端PCD复合片的国产化率较低，特别是石油地质钻头70%市场为美国合成、DI公司等垄断。公司石油PCD复合片正进行客户试样阶段，下半年有望对公司业绩产生积极影响，且公司石油复合片价格优势显著。

图 11: 石油/天然气用 PDC 市场格局



资料来源：公司公告，中原证券

图 12: 石油用复合片价格对比

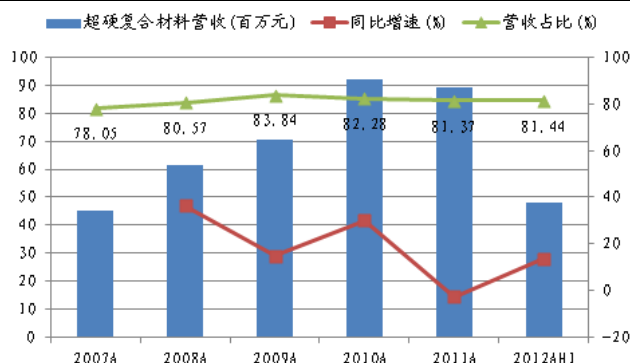


资料来源：公司公告，中原证券

3.5 超硬复合材料业绩稳步增长

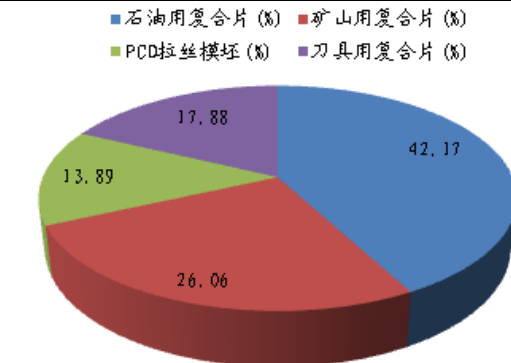
2007-11年，公司超硬复合材料营收由4516万元增至8937万元，业绩总体稳步增长。11年营收同比略降2.74%，同比回落主要受国际经济景气度下滑和国内宏观调控影响，公司产品下游需求出现下滑；12年上半年实现营收4828万元，同比增长13.60%。超硬复合材料营收组成显示：石油与矿石用复合片营收占比较高，10年上半年分别为42.17%和26.06%，预计12年上半年二者营收合计占比近70%左右。

图 13: 2007-12 年公司超硬复合材料营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

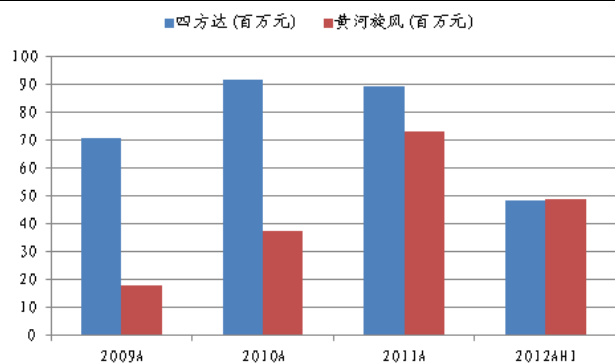
图 14: 超硬复合材料营收组成 (2010AH1)



资料来源：公司公告，中原证券

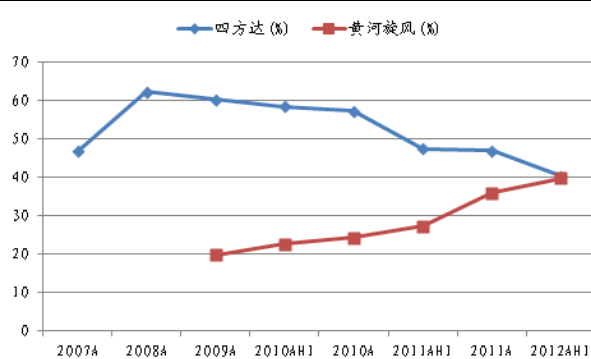
与黄河旋风相比，公司超硬复合材料营收规模优势逐渐缩小，而12年上半年，二者营收基本持平。同时公司超硬复合材料毛利率自2008年以来持续回落，2012年上半年毛利率为40.20%，较11年上半年的47.49%大幅回落7.29个百分点，主要因素为原材料价格上涨、人工成本上升、新厂房与设备投入导致调试费等增加，而黄河旋风毛利率自2009年以来持续提升，2012年上半年毛利率39.76%，提升主要是工艺逐步成熟，且高附加值产品占比提升。

图 15: 超硬复合材料营收规模比对



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 2007-12 年超硬复合材料毛利率比对



资料来源: Wind, 中原证券

4. 公司经营分析

4.1 业绩概况

公司2010、2011年营业收入同比增速分别为32.42%和-1.66%，净利润同比增速分别为24.82%和-7.49%。公司11年营收下滑主要受下游需求放缓，而净利润下滑幅度大于营收水平，原因是毛利率受原材料价格上涨与新产品试制等因素影响大幅回落，且上市费用致期间费用率提升。

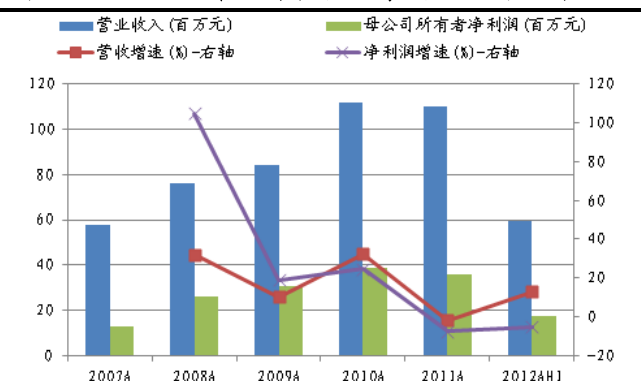
表 6: 公司近年盈利与经营情况

	2010A	2011A	2012AH1	黄河旋风(2012AH1)
营业收入(百万元)	111.68	109.82	59.29	584.50
净利润(百万元)	38.47	35.59	17.19	81.92
净资产收益率-摊薄(%)	24.46	5.49	2.62	4.23
资产负债率(%)	18.69	4.88	5.17	42.66
综合毛利率(%)	54.05	44.45	37.78	33.89
销售净利率(%)	34.45	32.41	29.00	14.01
期间费用率(%)	14.55	15.15	12.69	17.80
存货周转率(次)	1.67	1.43	0.61	0.76
应收账款周转率(次)	3.21	2.91	1.42	3.85

资料来源: Wind, 中原证券

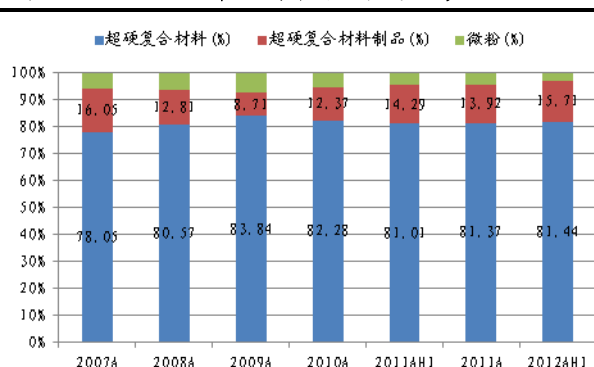
2012年上半年，公司营收与净利润分别为5929万元和1719万元，同比增速为13.02%和-5.31%。近年营收组成显示：超硬复合材料及超硬复合材料制品主营业务突出，2012年上半年，二者占比分别为81.44%和15.73%，且超硬复合材料占比自2008年以来持续稳定在80%以上。

图 17: 2007-12 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

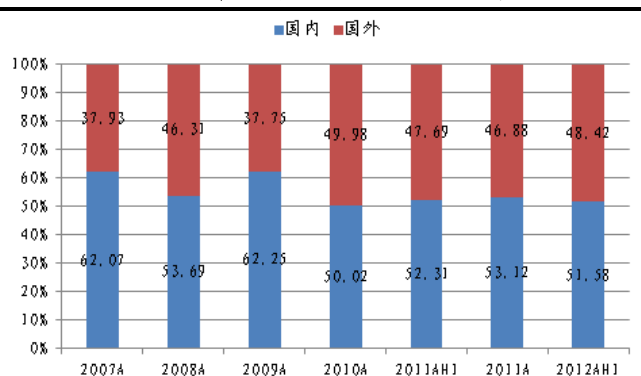
图 18: 2007-12 年公司营收构成 (按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

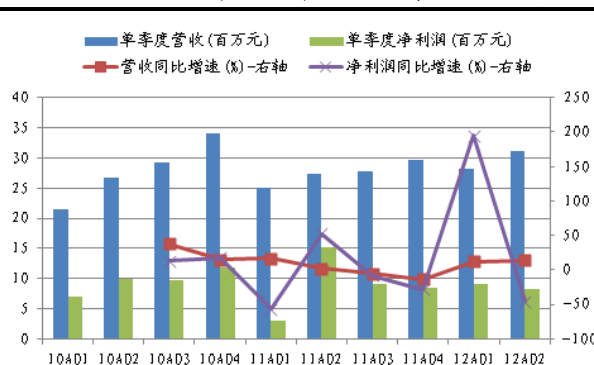
销售区域显示: 公司出口占比较高, 占比近 50%。而单季度营收与净利润显示: 公司业绩受季节因素较小, 11 年 1 季度净利润创新低主要与上市费用计提有关。

图 19: 2007-12 年公司营收构成 (按区域)



资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 2010-12 年公司季度营收净利润及增速

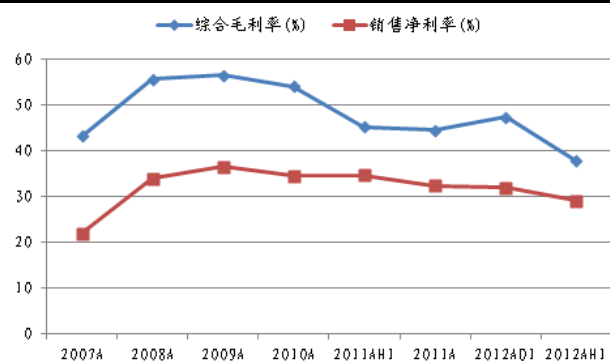


资料来源: Wind, 中原证券

4.2 盈利能力持续下滑 预计 12 年下半年维稳

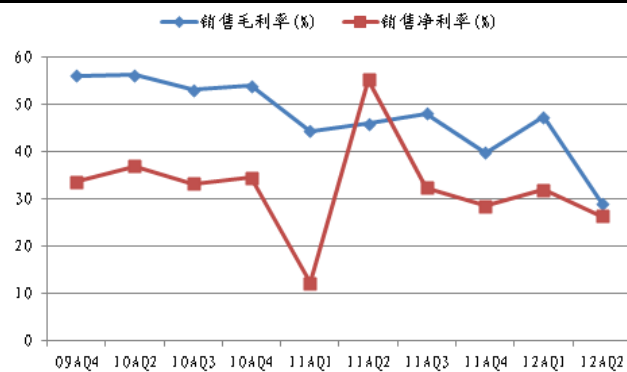
2009-12 年, 公司销售毛利率与净利率持续回落, 2012 年上半年销售毛利率 37.78%, 较 11 年上半年的 45.15% 大幅回落 7.37 个百分点, 销售净利率为 29.00%, 相比下滑 5.61 个百分点, 且 12 年二季度销售毛利率仅为 29.06%, 环比 1 季度下滑 18.33 个百分点。公司正大力推进高端石油复合片和大尺寸刀具复合片, 公司毛利率有望逐步企稳回升。

图 21: 2007-12 年公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

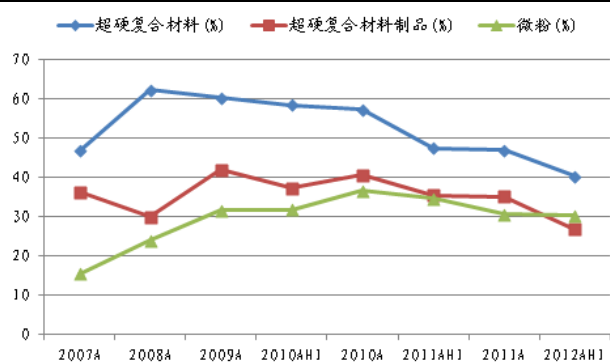
图 22: 2009-12 年公司季度销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

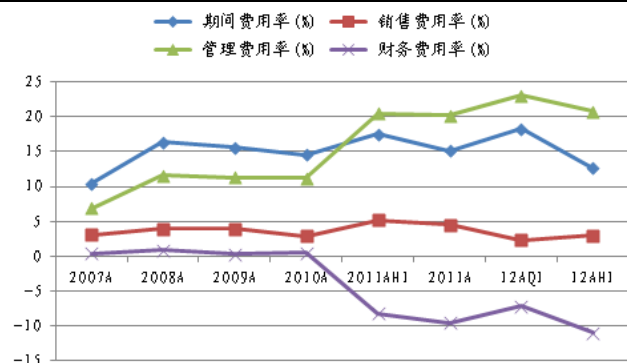
近年来, 公司超硬复合材料、超硬复合材料制品毛利率持续下滑, 2012年上半年二者毛利率分别为40.20%和20.69%, 主要是原料成本提升所致。

图 23: 2007-12 年公司产品毛利率对比



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 2007-12 年公司期间费用率

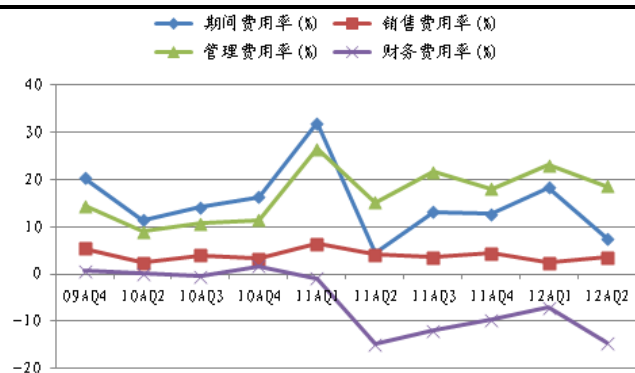


资料来源: Wind, 中原证券

4.3 期间费用率稳中逐步回落

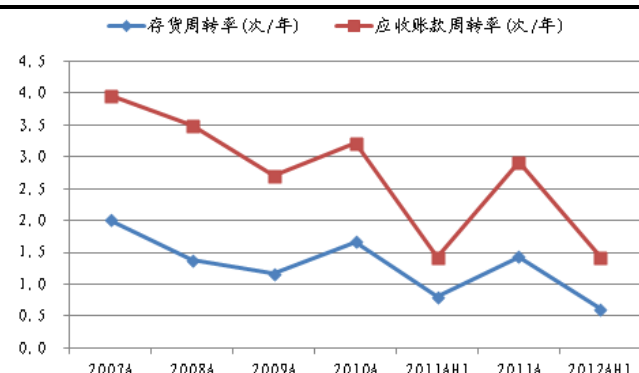
2008-11, 公司期间费用基本维持在15%左右。12年上半年, 三费合计支出752万元, 同比下降18.32%, 对应期间费用率为12.69%, 较11年上半年的17.56%回落4.87个百分点。其中管理费用1231万元, 同比增长14.25%, 主要是加大开发高端新产品力度, 上半年研发投入535万元; 销售费用175万元, 同比大幅下降35.94%, 原因是11年上半年上市发生较多广告费用; 财务费用-654万元, 主要是上市募集资金到位后公司资产负债率位于较低水平, 12年上半年为5.17%, 预计公司期间费率仍有下滑空间。

图 25: 2009-12 年公司季度期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图 26: 2007-12 年公司营运能力分析



资料来源: Wind, 中原证券

4.4 营运能力分析

2009-11年, 公司应收账款周转率基本稳定在3次/年, 12年上半年应收账款4447万元, 同比增长19.32%, 位于合理范围内; 存货周转率约为1.5次/年, 上半年存货6621万元, 同比大幅增长65.92%, 主要是原材料与库存商品增加。

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 全球经济不出现大幅下滑; 2) 公司项目进展符合预期。

表 7: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 09/13)	EPS (元)			PE(倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
300064	豫金刚石	6.96	0.23	0.32	0.42	29.88	22.07	16.61
002282	博深工具	8.16	0.30	0.29	0.36	27.20	28.17	22.60
600172	黄河旋风	8.47	0.25	0.34	0.46	34.53	25.23	18.52
000852	江钻股份	17.56	0.26	0.31	0.37	67.54	56.66	47.55
300179	四方达	15.72	0.30	0.32	0.40	53.00	49.80	39.78
行业均值						42.43	36.38	29.01

资料来源: Wind, 中原证券

预测公司2012年、2013年全面摊薄后每股收益分别为0.32元和0.40元, 按9月13日15.72元收盘价计算, 对应PE为49.80倍和39.78倍。目前估值相对行业水平较高, 结合公司行业地位及成长性预期, 维持“增持”投资评级。

6. 风险提示

公司面临的主要风险: 1) 经济景气波动风险; 2) 技术与市场开发风险; 3) 汇率波动。

表 8: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	555.4	601.1	675.6	764.9	营业收入	109.8	132.1	180.0	241.1
现金	439.2	523.9	480.0	494.8	营业成本	61.0	79.2	105.2	140.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	0.1	0.2	0.3	0.3
应收票据	5.3	5.3	7.2	9.6	销售费用	5.0	3.2	4.1	5.4
应收款项	39.6	26.7	107.7	144.4	管理费用	22.1	26.4	36.0	45.8
存货	53.8	27.7	63.1	98.5	财务费用	-10.5	-12.0	-12.5	-12.2
其他	17.5	17.5	17.5	17.5	资产减值损失	0.6	0.3	1.0	1.2
非流动资产	125.8	117.6	109.4	101.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	95.7	89.6	83.4	76.3	营业利润	31.4	34.9	45.9	59.8
无形资产	27.5	26.1	24.8	23.6	营业外收入	9.9	9.0	9.0	9.0
其他	2.7	1.9	1.2	1.5	营业外支出	0.1	0.1	0.1	0.1
资产总计	681.3	718.7	785.0	866.3	利润总额	41.3	43.8	54.8	68.7
流动负债	18.1	17.6	34.2	53.0	所得税	5.7	5.9	7.4	9.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	35.6	37.9	47.4	59.4
应付帐款	18.1	15.8	31.6	49.3	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收帐款	0.4	-0.1	-1.0	-2.3	归属母公司净利润	35.6	37.9	47.4	59.4
其他	-0.3	1.9	3.7	6.0	BPS (元)	0.30	0.32	0.40	0.50
长期负债	15.1	15.1	17.5	20.6	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	15.1	15.1	17.5	20.6	每股指标				
负债合计	33.2	32.8	51.7	73.6	每股收益	0.30	0.32	0.40	0.50
股本	80.0	80.0	80.0	80.0	每股经营现金	5.16	1.06	-0.55	0.18
资本公积金	449.5	449.5	449.5	449.5	每股净资产	8.10	8.57	9.17	9.91
未分配利润	105.9	140.0	182.6	236.1	增长率				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	-1.7%	20.3%	36.2%	34.0%
母公司所有者权益	648.0	685.9	733.3	792.7	营业利润增长率	-27.4%	11.1%	31.6%	30.2%
负债及权益合计	681.3	718.7	785.0	866.3	净利润增长率	-7.5%	6.4%	25.2%	25.3%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	44.5%	40.1%	41.5%	41.6%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	32.4%	28.7%	26.4%	24.6%
经营活动现金流	8.8	72.8	-56.4	2.6	ROE	5.5%	5.5%	6.5%	7.5%
净利润	35.6	37.9	47.4	59.4	ROIC	4.2%	17.8%	14.9%	16.6%
资产减值准备	0.6	0.3	1.0	1.2	偿债能力				
折旧摊销	7.0	8.4	8.4	8.4	资产负债率	4.6%	4.2%	6.0%	9.0%
财务费用	-10.5	-12.0	-12.5	-12.2	流动比率	30.64	34.08	19.76	14.43
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	27.67	32.51	17.91	12.57
营运资金变动	0.0	38.3	-100.6	-54.1	营运能力				
投资活动现金流	-52.5	0.0	0.0	0.0	资产周转率	0.25	0.19	0.24	0.29
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	1.43	1.94	2.32	1.74
其他投资	-52.5	0.0	0.0	0.0	应收帐款周转率	2.91	4.05	2.70	1.92
筹资活动现金流	456.7	12.0	12.5	12.2	估值比率				
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	53.00	49.80	39.78	31.75
其他	456.7	12.0	12.5	12.2	PB	1.94	1.83	1.71	1.59
现金净增加额	413.0	84.9	-43.8	14.8					

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。