

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎推荐

短期超预期增长恐难实现，但长期发展潜力仍在

报告摘要:

- 2012年上半年，公司共实现营收0.59亿元，同比增加13.02%；实现归属于上市公司股东净利润0.17亿元，同比减少5.31%；综合毛利率为37.78%，同比下滑了7.37个百分点；净利润率为29%，同比下降了5.61个百分点。公司的业绩未能实现快速增长，低于市场之前的普遍预期。
- 超硬复合材料及制品是公司最大的看点。上半年公司超硬复合材料业务实现营收4828.06万元，同比增加了13.60%，毛利率为40.20%，同比减少了7.29个百分点；超硬复合材料制品业务实现营收931.39万元，同比增加了24.22%，毛利率为26.69%，同比减少了8.66个百分点。公司重点产品的营收未能实现快速增长，且毛利率下滑较快。短期公司值得关注的是募投项目的投产能否给业绩带来起色。
- 因为土地使用权证书的获取时间比预计的要晚，公司金属切削用PCD/PCBN复合片产业化和聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化两个超募项目的投产时间延后了10个月，要到2013年年底才能投产。由于两个项目预计将为公司新增4亿元左右的营收和1亿元以上的利润，因此其建设进度的延迟将使公司业绩爆发的时点推迟到2013年之后。
- 由于金刚石聚晶超硬材料及制品的性能超群，其对传统硬质材料有巨大的替代潜力，此外国内产品的进口替代潜力同样巨大，因此行业的发展前景仍然十分乐观。在国内市场上，公司不论在规模、技术、积累和市场知名度上都有一定的竞争优势，我们认为公司业绩的高速增长虽然比预期要晚一些才能到来，但是其发展前景还是值得看好和期待的。
- 预计公司2012、2013和2014年的每股收益分别为0.32、0.41和0.64元，对应2012年9月27日收盘价12.88元的市盈率分别为40、31和20倍。和可比公司相比，公司的估值水平短期仍然偏高，因此我们暂维持对公司谨慎推荐的评级。
- **风险：**市场的系统风险；公司新品的产能释放和市场推广风险。

股票数据

2012-9-27

收盘价(元)	12.88
12个月股价区间(元)	10.44~27.59
总市值(百万元)	1,546
总股本(百万股)	120
A股(百万股)	120
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	-3%	-22%
相对收益	8%	5%	-7%

相关报告

《四方达半年报点评：利润率下滑较大，业绩低于预期》

2012-8-22

《四方达深度调研报告：仍需等待募投项目发力》

2011-6-14

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	112	110	133	222	381
(+/-)%	32.42%	-1.66%	21.53%	66.10%	71.91%
归属母公司净利润	38	36	38	49	77
(+/-)%	24.82%	-7.49%	7.67%	28.96%	54.85%
每股收益(元)	0.64	0.44	0.32	0.41	0.64
市盈率	20	29	40	31	20
市净率	5	2	2	2	2
净资产收益率(%)	24.46%	5.49%	5.66%	6.90%	9.80%
股息收益率(%)	—	0.50%	0.62%	0.62%	0.78%
总股本(百万股)	60	80	120	120	120

证券分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550511020005

(021)20361103 panxf@nesc.cn

目 录

1. 短期业绩增长情况低于预期	3
1.1. 营收仍未实现大幅增长	3
1.2. 利润增长缓慢	3
1.3. 毛利率下降较多，但有回升的可能	3
1.4. 财务费用对业绩的影响偏大	4
2. 超硬复合材料业务仍是最大看点	5
2.1. 超硬复合材料的业绩增长低于预期	5
2.2. 募投项目的陆续建成将对营收和利润率产生积极影响	5
3. 超硬材料制品业务收入增长，但毛利率下滑较大	6
4. 超募项目建设的延期推迟公司业绩的爆发时点	6
5. 超硬复合材料及制品的发展前景仍然看好	7
5.1. 金刚石超硬复合材料及制品产业链简介	7
5.2. 金刚石超硬复合材料及制品的性能超群，作用无可替代	8
5.3. 国内金刚石超硬复合材料及制品的成长空间仍然很大	9
5.3.1. 传统应用领域增长仍算平稳	9
5.3.2. 对传统硬质材料的替代潜力巨大	10
5.3.3. 进口替代的潜力同样很大	11
6. 公司在行业内的竞争优势仍在	12
6.1. 在拉丝模坯领域拥有核心竞争力	12
6.2. 聚晶金刚石产品的门类最为齐全	13
6.3. 在研和中试项目较多，发展后劲较足	13
6.4. 良品率处于行业领先地位	14
6.5. 外籍专家的加盟提升技术实力	15
7. 盈利预测和估值分析	15
8. 风险提示	16

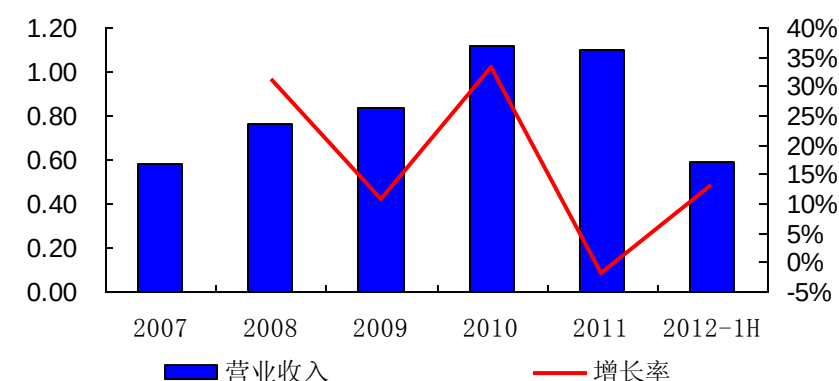
1. 短期业绩增长情况低于预期

1.1. 营收仍未实现大幅增长

2012年上半年，公司共实现营业收入5928.62万元，同比仅增长了13.02%。公司的营收增速在2010年达到近几年的高点，但也仅增长了33.33%。因此从营收增长的角度来说，公司的营收仍未实现大幅增长，增速总体仍在低位。虽然我们曾考虑到公司新产能的释放可能没有预想的快，但是百分之十几的营收增速仍然低于我们之前的预期。

图 1: 公司的营业收入及其增长情况

单位: 亿元



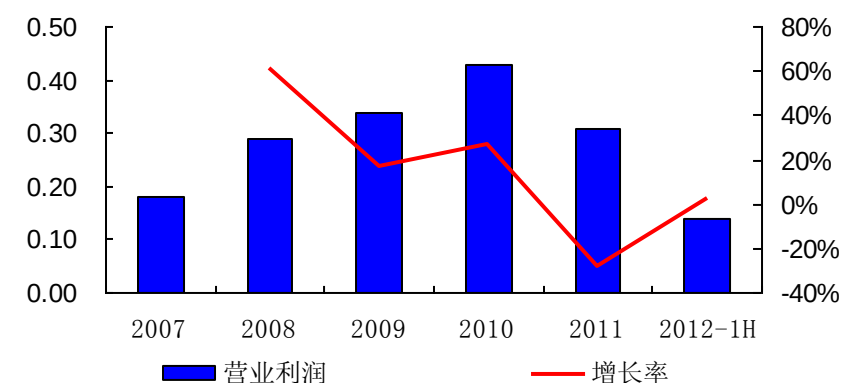
数据来源: 东北证券, Wind

1.2. 利润增长缓慢

2012年上半年，公司实现营业利润1422.50万元，同比增加2.41%；实现归属于上市公司股东净利润1719.18万元，同比减少5.31%。从近几年的情况看，公司的利润增速总体呈下降态势，并未实现市场预期的快速增长。

图 2: 公司的营业利润及其增长情况

单位: 亿元



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 毛利率下降较多，但有回升的可能

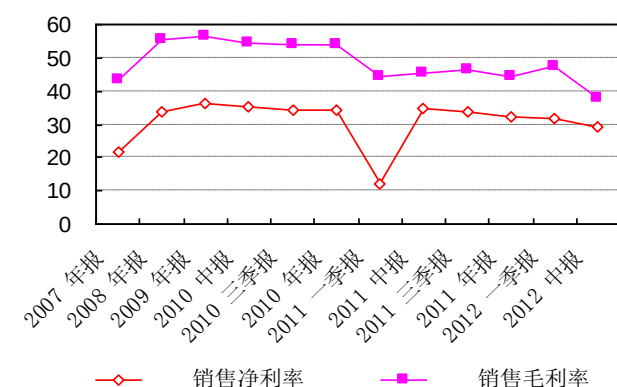
2012年上半年，公司的综合毛利率为37.78%，同比下滑了7.37个百分点；净利润率为29%，同比下降了5.61个百分点。从单季度的情况看，2012年二季度公司的毛利率仅为29.06%，同比下降了15.27个百分点，环比下降了18.32个百分点；净

利润率同比上涨了 14.14 个百分点，环比下降了 5.64 个百分点。公司的利润率下滑明显。我们认为公司的毛利率和净利润的明显下滑主要由以下原因引起：（1）偏低端的煤田和矿山片的市场竞争日趋激烈，行业的利润率下降较快。矿山片在公司营收的占比在 30%左右，矿山片利润率的下降对公司综合毛利率有一定的不利影响。

（2）公司募投项目未能完全发力，折旧费用的刚性对毛利率有一定的不利影响。（3）由于金刚石聚晶超硬材料的生产要求较高，公司在产线未建成投产时就得招募工人，并需要对其进行培训，这部分费用短期内对公司的利润率有一定的不利影响。

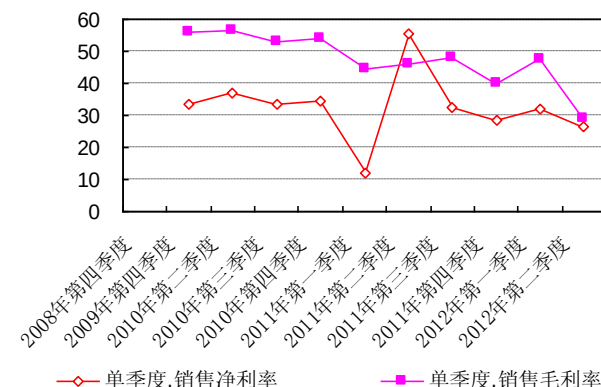
（4）公司用于新品开发的研发费用投入，短期对利润率也有一定不利影响。总体而言市场竞争对利润率的不利影响将持续。但是其他几个因素对利润率的不利影响将随着新生产线的正常运转和高端产品占比的提升而弱化。因此我们认为公司的综合毛利率有一定的回升可能性。

图 3：公司毛利率和净利润率变化 单位：%



数据来源：东北证券

图 4：公司单季度利润率的变化 单位：%

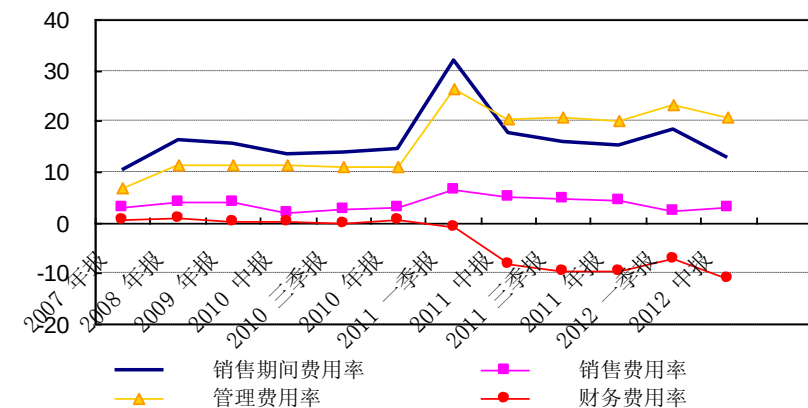


数据来源：东北证券

1.4. 财务费用对业绩的影响偏大

从期间费用率的角度看，公司的期间费用率总体处在较低水平。具体看，管理费用率高达 20%，但相对稳定；销售费用率也总体稳定；财务费用率则很低，为-11.03%。2012 年上半年，公司的财务费用为-653.82 万元，和 1422.49 万元的营业利润相比，其影响不可忽视，较高的利息收入降低了公司业绩的说服力。

图 5：公司期间费用率的变化 单位：%



数据来源：东北证券，Wind

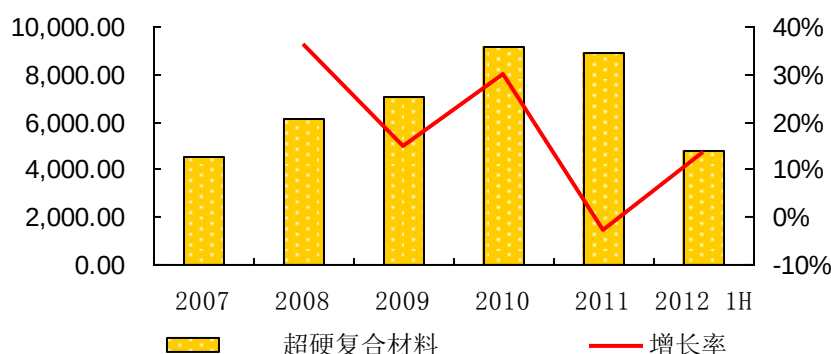
2. 超硬复合材料业务仍是最大看点

2.1. 超硬复合材料的业绩增长低于预期

2012年上半年，公司超硬复合材料业务共实现营业收入4828.06万元，同比增加13.60%。从近几年的增长态势上看，超硬复合材料业务的营收增长较为缓慢。2012年公司超硬复合材料的毛利率为40.20%，同比减少7.29个百分点。因此从利润率的走势上看，超硬复合材料毛利率的下滑态势也比较明显。总体而言，公司超硬复合材料业务在公司上市后的业绩表现低于市场之前的预期。

图 6: 公司超硬复合材料的营收和增长率走势

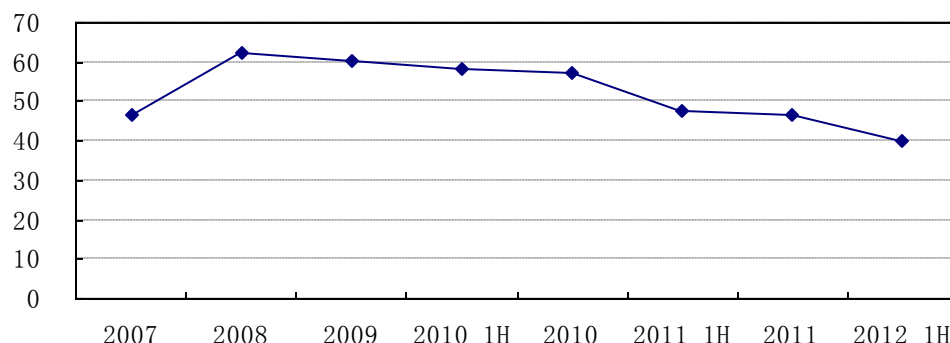
单位: 万元



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 公司超硬复合材料的毛利率走势

单位: %



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 募投项目的陆续建成将对营收和利润率产生积极影响

据公司介绍，公司募集项目“复合超硬材料高技术产业化项目”的建设进度已经达到93%以上，2012年上半年已经部分贡献业绩。一旦募投项目完全建成投产，公司超硬复合材料的产能将从原来的191.9万片大幅提升至542.28万片，翻了一倍还多。在需求端谨慎乐观的前提下，公司的产能瓶颈将大幅缓解，产品销量也有望快速增长。此外，募投项目正常运行后，公司单位产品的折旧将有望大幅减少，同时原来提前雇佣工人的工资费用、培训费用对业绩的不利影响也将减弱，上述因素对的变化对公司毛利率的影响都是十分积极的。我们认为一旦公司募投项目能够真正达产，公司超硬复合材料的营收增速有望得到明显提升，毛利率也有回升的潜力和空间。

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
高品质金刚石拉丝模坯	103.4	345
聚晶金刚石/聚晶立方氮化硼切割刀片	3.9	6.58

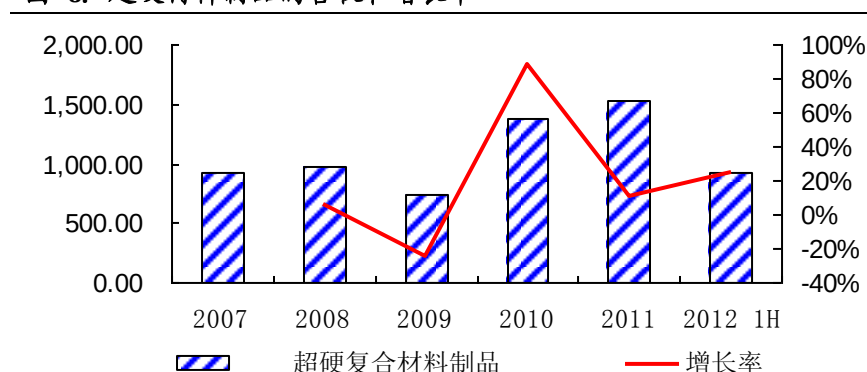
资料来源：公司招股说明书、东北证券 注：产能均为折算为标准件后的产能

3. 超硬材料制品业务收入增长，但毛利率下滑较大

2012年上半年，公司超硬复合材料制品业务实现营业收入931.39万元，同比增加24.22%。在募投项目未投产的情况下，超硬复合材料制品的营收增速尚可。但是从毛利率的角度看则不是太理想。上半年，公司超硬复合材料制品的毛利率仅为26.69%，同比下滑了8.66个百分点。超硬复合材料制品的看点也在募投项目能否顺利投产上。目前公司“复合超硬材料制品项目”的建设进度已经达到67%，预计年内能够建成投产。募投项目投产后，公司超硬材料制品项目的营收增长也有望提速，成为推动公司业绩增长的助力之一。

图 8: 超硬材料制品的营收和增长率

单位：万元



数据来源：东北证券，Wind

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

4. 超募项目建设的延期推迟公司业绩的爆发时点

2011年8月，公司决定使用超募资金9203.94万元和13231.07万元分别投资建设金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目和聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目。根据公司可研报告预测，金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目达产后将实现营收7425.64万元，实现利润总额4193.78万元；聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目达产后将实现营收34927.59万元，实现利润总额8396.46万元。由于这两个超募项目的产品档次较高，市场前景较好，一旦

建成达产，公司营收规模偏小的境况将彻底改观，业绩也有望迎来大幅增长。因此我们对两个项目的前景一直持乐观态度。

公司上述超募资金投资项目原计划于 2012 年 3 月开始土建施工，而实际情况是公司于 2012 年 3 月 23 日方才取得郑州市国土资源局颁发的“郑国用（2012）第 x01023 号”国有土地使用权证书，预计 2012 年 10 月可完成建筑规划审批及建筑商招投标手续并开工建设。受此影响，公司两个超募项目的建设进度不得不向后推迟。目前金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目和聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目的建设进度分别只有 5.09%和 7.63%。公司预计两个项目达到预定可使用状态的时间为 2013 年 10 月 30 日，比原定的投产日期晚了 10 个月。我们原来预计超募项目有可能在 2013 年给公司业绩带来爆发式增长，但是鉴于其建设进度的推迟，这一时点将延迟到 2014 年。

表 3、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

资料来源：公司公告、东北证券

表 4、聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头产业化项目

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)

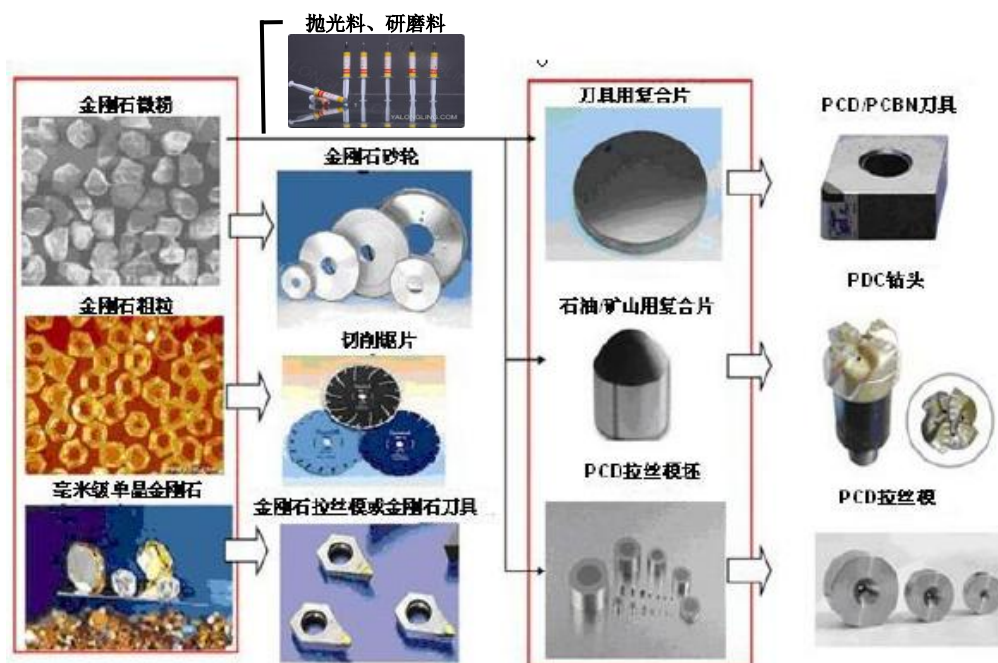
资料来源：公司公告、东北证券

5. 超硬复合材料及制品的发展前景仍然看好

5.1. 金刚石超硬复合材料及制品产业链简介

由于公司产品的名称虽然是超硬复合材料及制品，但实际上其主要是指金刚石超硬材料及制品。这里简单地介绍一下整个金刚石产业链的构成。金刚石产业链从金刚石单晶材料开始并向下延伸。一般来说，较大颗粒的高品级金刚石料基本上都被直接被用于制备金刚石锯片、钻头、绳锯、钻头、绳锯等锯切和钻孔类超硬材料制品。这一部分需求消耗了近 50%左右的金刚石单晶材料。对于剩下的 50%金刚石单晶材料来说，其基本上都是先后经过破碎、整形和分级三道主要工序，然后以金刚石微粉的形式进入到下游，用于制备磨料、抛光料、砂轮、聚晶金刚石和钻石线等超硬材料制品。公司的产品主要在金刚石聚晶超硬复合材料及制品领域，属于金刚石超硬材料中的精品。

图 9：金刚石产业链示意图



数据来源：东北证券，四方达

5.2. 金刚石超硬复合材料及制品的性能超群，作用无可替代

金刚石超硬材料及其制品由于其超高的硬度、优异的耐磨性和导热性能，金刚石微粉制品在有色金属、陶瓷、玻璃和宝石等硬脆材料的加工、打磨和抛光等领域的优势是传统碳化硅、刚玉等硬质材料难以望其项背的。金刚石超硬复合材料及制品不但能胜任其他类型磨具无法解决的难加工材料的加工问题，还为开发新材料、新机具提供了有利条件。仅以金刚石聚晶 PCD 拉丝模为例就可以说明全部问题。PCD 拉丝模的使用寿命为一般硬质合金拉丝模的 100 - 300 倍，且所拉线材的尺寸均匀，光洁度高，产出量高。使用每只拉丝模金刚石聚晶材料可平均节约 100 只硬质合金模，对战略资源钴（Co）、钨（W）金属制造的节约有很大意义。金刚石聚晶拉丝模的摩擦系数仅为传统硬质合金材料的三分之一，其他相同条件下，拉丝模使用金刚石聚晶 PCD 材料可节约能源 60%以上。金刚石超硬材料的使用，使原来硬质合金不能加工的制品不仅能够被加工，而且加工效率高，加工质量更好，而且由于高寿命又减少了加工工具的更换次数，从而能大大促进机械加工、钻探工业的产业升级。通过上面的比较可见，金刚石超硬材料及其制品不但在难加工材料领域的地位不可替代，其在能源节约、效率提高等方面的优势也十分突出，是一类十分有发展前景的材料。

图 10: 金刚石拉丝模坯的应用



数据来源：东北证券、四方达

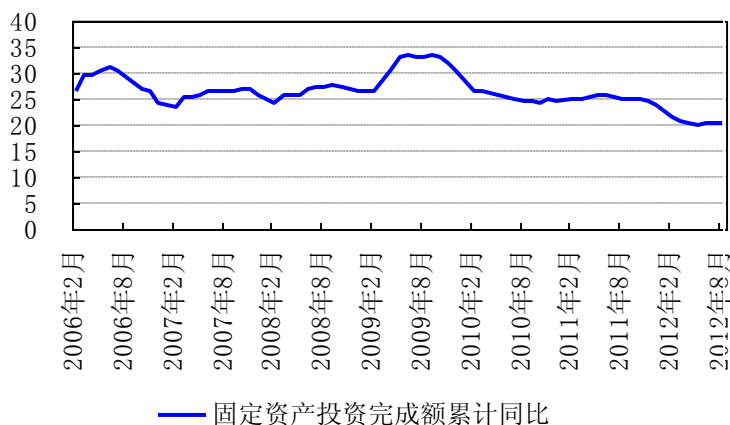
5.3. 国内金刚石超硬复合材料及制品的成长空间仍然很大

5.3.1. 传统应用领域增长仍算平稳

金刚石超硬材料被广泛应用于石材、建筑、公路、铁路、地质、石油、机场、机械、能源、航天航空、电力、陶瓷、电子、光学等国民经济各个领域，因此较难精确测算行业的总需求情况。加之行业是小行业，可用数据十分有限，因此对行业的需求情况只能大致估测。根据我们与行业内的相关人士的探讨和交流，我们认为行业的总体增速和国家的固定资产投资增速相关度较大。今年以来，国内的固定资产投资完成额累计同比增长虽然有所放缓，但仍未跌破 20%。同时固定资产投资本年新开工项目计划总投资额的累计同比增速也在 20%以上，并有逐月小幅的回升态势。由此，我们判断金刚石超硬材料的需求应该维持在 20%左右。这一增速与豫金刚石、黄河旋风等龙头公司对金刚石单晶材料的增速判断基本相同。

图 11: 我国固定资产投资完成额累计同比

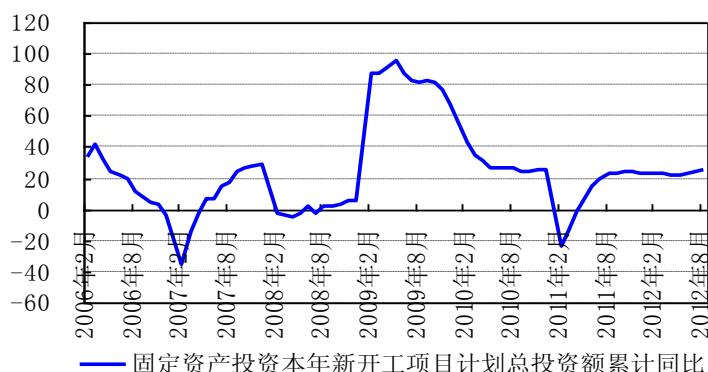
单位：%



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 固定资产投资本年新开工项目计划总投资额累计同比

单位: %

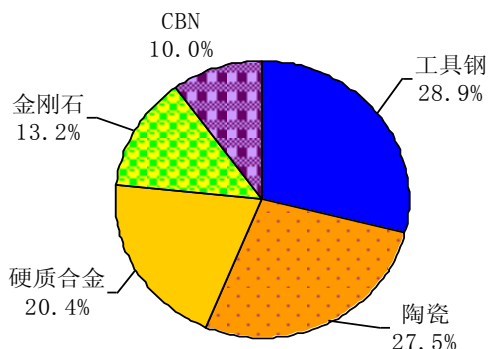


数据来源: 东北证券, Wind

5.3.2. 对传统硬质材料的替代潜力巨大

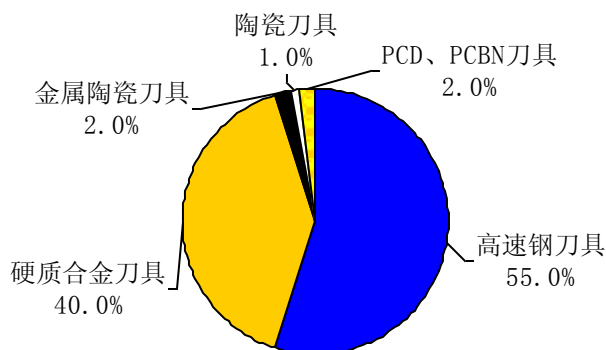
随着低品级金刚石料价格的下降, 其在研磨和抛光领域对碳化硅、刚玉磨料的替代呈现出加速的趋势。目前金刚石微粉磨料和抛光料已经在硅片的研磨和抛光领域得到了广泛的应用。在切削和钻探方面, 金刚石钻头和刀具的增长空间也很大。就全球来看, 金刚石超硬材料在工具市场中的占比大概只有 13.2%左右。在国内, 金刚石工具的市场占有率更低。以刀具市场为例, 国内市场上高速钢刀具、硬质合金刀具、金属陶瓷刀具和 PCD/PCBN 超硬刀具虽然都有, 但是其中低档次的高速钢刀具的市场份额高达 50%以上 (国内大规模生产高速钢低档刀具实际上造成很大的资源浪费, 目前国外已经基本不生产此类刀具了。); 硬质合金刀具的市场占有率在 40%左右; 金属陶瓷在钢及铸铁的精密车削中具有优势, 其市场份额为 2%左右; 陶瓷刀具在高速铣削, 尤其是航空难加工材料领域中得到推广, 约占市场份额的 1%; 超硬材料 PCD/PCBN 刀具的市场份额仅为 2%左右, 主要集中在有色金属及黑色金属的加工。按全球平均水平, 金刚石 PCD 刀具的市场占有率预计在 10%左右。国内金刚石工具的市场占有率明显偏低, 因此仍有很大的提升空间。上半年, 受房地产投资增速下滑影响, 切削类金刚石制品的市场增长受到了一定的影响, 但是豫金刚石和黄河旋风单晶材料的销售均实现了一定的增长, 我们认为其主要原因就在于金刚石超硬材料及制品在一些传统和新兴应用领域内对传统碳化硅、刚玉磨料、传统高速钢和硬质合金钻头、刀具的替代支撑了行业需求的稳步增长。

图 13: 全球各类硬质工具材料市场份额



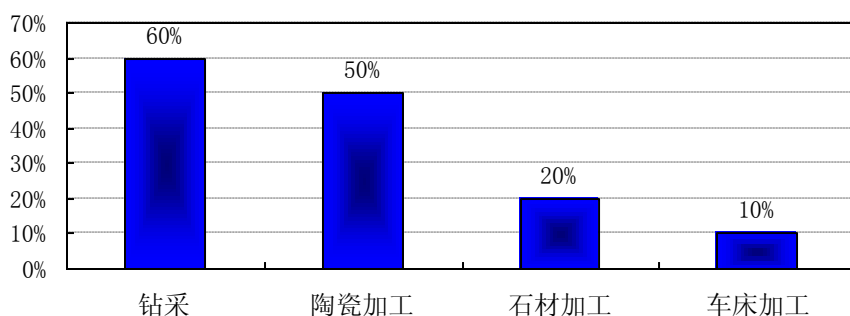
数据来源: 东北证券, Dedalus consulting

图 14: 国内刀具市场的市场结构



数据来源：东北证券，超硬材料网

图 15: 金刚石工具在几个领域的渗透率

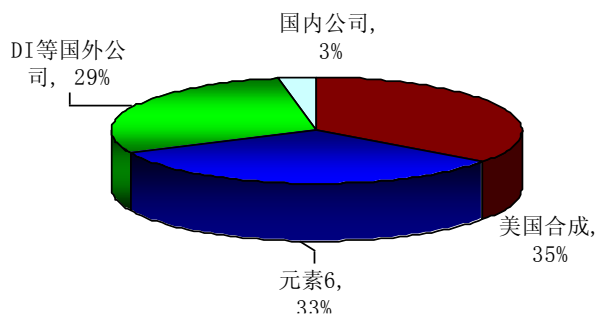


数据来源：东北证券，超硬材料网

5.3.3. 进口替代的潜力同样很大

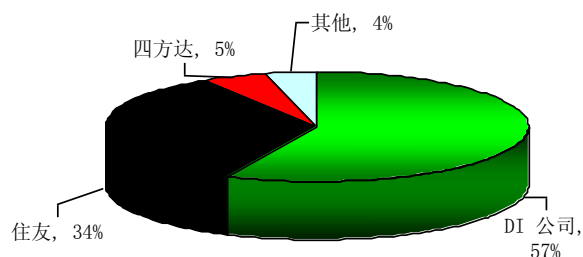
从技术水平上看，国内超硬材料的制造虽然取得了一定的成果，但是还远远不够。以聚晶金刚石材料（PCD）的生产为例：聚晶金刚石材料可谓金刚石材料中的精品，按产品的用途分可主要分为石油/天然气钻头用PCD 复合片等高端钻探级复合片、煤田/矿山工具用PCD复合片等中低端钻探级复合片、PCD 高品级拉丝模坯和PCD/PCBN 刀具用复合片四大类。相关数据表明全球的石油/天然气PCD的市场容量在100亿元左右，国内的市场容量接近10亿元；全球范围内矿山用复合片当前市场容量在200亿元左右，国内的市场容量在10亿元以上；PCD高品级拉丝模坯目前的全球市场容量约为8亿元左右，国内的市场容量在2亿元以上；PCD刀具用复合片全球市场容量在110亿元左右，国内市场容量在10亿元以上。在上述聚晶PCD产品中，除了四方达在拉丝坯模领域具有一定地位外，全球市场基本上都被元素六、住友、美国合成、DI、韩国日进等国外公司瓜分。未来国内公司依靠在单晶领域的优势进军聚晶领域，对国外公司的产品进行替代将是必然的趋势。目前国内的四方达和黄河旋风等金刚石龙头公司的聚晶材料的年营收额均只有亿元左右，和潜在的市场空间相比很小。总的来说我们认为国内金刚石超硬材料及制品的进口替代空间很大，其进展值得关注。

图 16: 全球石油/天然气复合片市场的市场结构



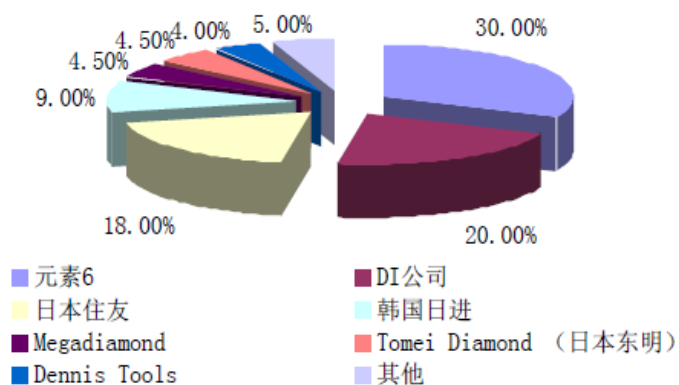
数据来源：东北证券

图 17: 全球拉丝模坯市场的市场结构



数据来源：东北证券

图 18: 全球 PCD/PCBN 刀具用复合片的市場结构



数据来源：东北证券

6. 公司在行业内的竞争优势仍在

目前，高档的石油用复合片、拉丝模坯、PCD 复合刀片的市场还均被国外的 DI 公司、美国合成、日本住友和元素 6 等巨头占据，世界上其他国家厂商的市场份额还都非常小。但是这种市场格局从另外一个角度来看也表明国内公司的市场取代空间巨大。目前国内的一些公司已经开始尝试从一些中低端领域突破，并在一些领域内取得了可喜的进步。这些公司有四方达、黄河旋风、郑州新亚、深圳海润明和郑州博特等公司。和上述公司相比，公司有如下优势。

6.1. 在拉丝模坯领域拥有核心竞争力

公司从 1997 年成立就开始生产以钴等触媒金属元素为结合剂的 PCD 拉丝模坯，是国内最先生产 PCD 高品级拉丝模坯产品的企业之一。目前公司已经能够生产直径 50mm 的 PCD 拉丝模坯，是国内能够生产直径最大的公司。虽然与行业前两名 DI 公司和住友还有较大差距，但是公司拉丝模坯的全球市场占有率已经达到 5% 左右，跻身行业第三位。公司在拉丝模坯领域的进展值得尊重。

表 5、各主要厂商的 PCD 拉丝模坯最大直径数据表

厂商所在区域	公司名称	产品型号	最大直径 (MM)
国外	DI公司	5918	34
	日本住友	WD995	67
国内	四方达	3020sp	50
	郑州新亚	TDW150150	26.80
	郑州磨料磨具磨削研究所	-	28.5
	天津人造金刚石厂	-	14

资料来源：公司招股说明书、东北证券

6.2. 聚晶金刚石产品的门类最为齐全

通过不断进行生产工艺探索和技术研发，公司先后进入矿山用复合片、石油用复合片、刀具用复合片和异形聚晶材料等领域。目前公司已经能够量产上述全部门类产品，成为国际上仅有的几家能够全覆盖复合超硬材料所有门类的企业。客观看，虽然公司在上述领域内的还难和国际巨头相比，但是和国内相关竞争者相比，产品线还是最全的。比如公司石油片已经进入批量销售阶段，在营收中的占比已经超过 20%，而黄河旋风的石油片仍处在送样阶段。

表 6、公司主要产品所处技术阶段

产品类别	规格	生产技术所处的阶段
石油用复合片	EC 系列石油钻头用长寿命金刚石复合片系列产品	II 代产品大批量生产、III 代产品小批量生产
	SC 系列石油钻头用经济齿	大批量生产
矿山用复合片	矿山用 MT 系列金刚石复合片	大批量生产
	煤矿掘进机用锥形聚晶金刚石复合齿系列	小批量生产
PCD 拉丝模坯	模芯直径 2.5-30mm 高硬度、高精度合金线材用聚晶金刚石拉丝模坯	小批量生产
刀具用复合片	PCD 复合片直径 46mm	大批量生产阶段
	PCBN 复合片	小批量生产

资料来源：公司招股说明书

6.3. 在研和中试项目较多，发展后劲较足

作为国内规模最大、产品系列最广、技术是实力最强的复合超硬材料生产企业，公司一直致力于基础理论、复合超硬材料、超硬材料工具三个方面的研发。公司的一些在研和中试项目很有潜力可挖。以公司已经进入中试和小批量生产阶段的高硬度、高精度合金线材用聚晶金刚石拉丝模坯为例，目前公司已经和晶硅切割丝领域的龙头贝卡尔特展开合作。

公司在大尺寸 PCD 和 PCBN 复合刀片的发展上进展很快，已经准备量产 58mm 刀具用复合片。目前国际上大尺寸刀具用复合片的单价在 1.5 元/毫米² 左右，一片

58mm 刀具用复合片的售价接近 4000 元。公司产品的售价比国际厂商要低很多，大概只有 0.8 元/毫米²，一旦成功量产，其市场竞争力不可小看。

除高硬度、高精度合金线材用聚晶金刚石拉丝模坯和大尺寸刀具用复合片等产品值得期待外，公司正在积极开发的异形 PDC 产品在矿山和煤田中的应用前景也很好。公司在超硬复合材料制品方面的研发力度也较大，超募项目中的截齿和钻头项目就是来自于公司的储备项目。公司的在研和中试项目一方面表明公司在聚晶金刚石超硬材料领域的投入的精力很大，另一方面也表明公司的发展后劲较足。

表 7、在研和中试的超硬复合材料项目

项目	开发内容及拟达到的目标	进展
高硬度、高精度合金线材用聚晶金刚石拉丝模坯	开发太阳能行业切割多晶硅片用线材、高档汽车轮胎用钢帘线等高硬度、高精度合金线材拉丝用聚晶金刚石拉丝模坯。	现已进入小批量生产阶段
适用复杂地层的石油/天然气钻头用聚晶金刚石复合片	开发抗冲击性能、耐磨性能更高，综合性能更好的，适合于硬地层、粘性地层和各种复杂地层的石油用复合片	现已进入小批量生产阶段
圆锥形PDC齿系列产品	研发出适合该类型PDC齿的高压腔设计，研发出满足矿山开采截齿使用要求的PDC齿系列产品。	现已进入中试和小批量生产阶段
半球形PDC齿系列产品	发出适合该类型PDC齿的高压腔设计，研发出满足矿山开采潜孔钻头使用要求的PDC齿系列产品。	现已进入中试和小批量生产阶段
大直径刀具用复合超硬材料	在直径46mm切削刀具用聚晶金刚石复合片的基础上，研发国际主流产品：直径2 英寸以上的切削刀具用金刚石复合片。	现已经进入小批量生产阶段
聚晶立方氮化硼（PCBN）复合材料系列化产品开发	开发CBN含量分布更广，CBN粒度分布范围更大，PCBN外面包覆特别涂层，粘结剂种类更多、不同尺寸的系列产品。	现已进入中试和小批量生产阶段

资料来源：公司招股说明书、东北证券

表 8、在研和中试的超硬材料工具项目

项目	开发内容及拟达到的目标	进展
地质钻探用PDC钻头	从产品内部结构和外形设计优选针对不同地层性质和使用条件的钻头用复合片，建设中试线，为公司大批量生产PCD钻头打下基础。	试制阶段
矿山开采用PDC潜孔钻头	应用公司研发的PDC球齿替代传统的硬质合金球齿、开发出效率更高、寿命更长、综合成本更低新型PDC潜孔钻头。	试制阶段
矿山开采PDC截齿	应用公司研发的PDC截齿专利技术、开发出效率更高、寿命更长、综合成本更低新型PDC截齿。	试制阶段
聚晶立方氮化硼刀片	研发相应的刀具系列产品开发出满足数控机床大负荷、高精度、高效率使用要求的系列刀片	研发阶段

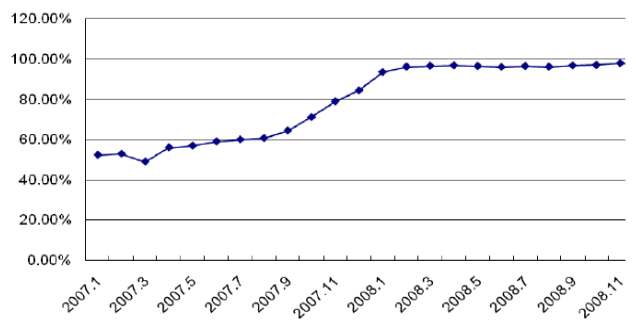
资料来源：公司招股说明书、东北证券

6.4. 良品率处于行业领先地位

鉴于聚晶复合材料的高技术难度，良品率是任何聚晶材料生产商都不能回避的一个关键问题。2008 年以前，公司石油用复合片和矿山用复合片的良品率还处在从低位向高位的爬坡阶段。而 2008 年以后，两类产品的良品率则稳定在 95%以上。目前

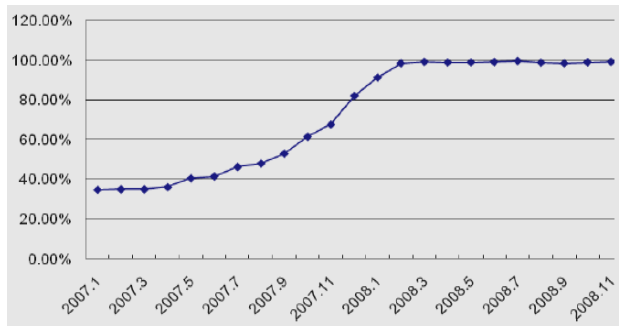
公司刀具用复合片的良品率也已经稳定在 95%左右。而公司具有核心竞争力的拉丝模坯产品的良品率也一直稳定在高位。95%的良品率在行业内处在领先的位置，是公司技术水平高于竞争对手的见证。

图 19: 公司石油用复合片良品率变化



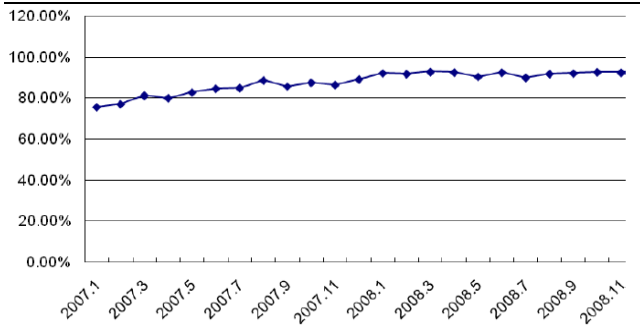
数据来源：东北证券、公司招股书

图 20: 公司矿山用复合片良品率变化



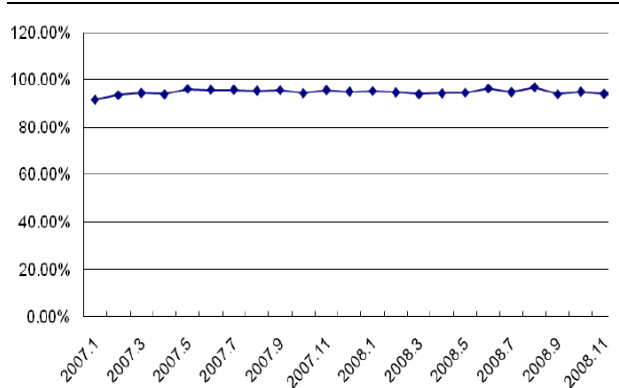
数据来源：东北证券、公司招股书

图 21: 公司刀具片良品率变化



数据来源：东北证券、公司招股书

图 22: 公司拉丝模坯良品率变化



数据来源：东北证券、公司招股书

6.5. 外籍专家的加盟提升技术实力

2010 年，公司从美国聘请了原在 DI 公司(其前身是美国 GE 公司超硬材料部)石油/天然气钻井用 PDC 产品研发部总经理 EARL T. KOSKIE, JR 作为公司的独立技术顾问，该顾问在石油钻井用金刚石复合片研发方面具有国际一流的技术水平，其在 DI 任职期间，DI 公司的金刚石复合片的销售额增长了近四倍。我们认为外籍专家的加盟对于公司聚晶复合片的生产工艺的优化和技术水平的提升都会有较大帮助，有利于公司产品档次的提升，并和国内的竞争对手拉开距离。

7. 盈利预测和估值分析

预计公司2012、2013和2014年的每股收益分别为0.32、0.41和0.64元，对应2012年9月27日收盘价12.88元的市盈率分别为40、31和20倍。和黄河旋风、豫金刚石、博深工具等公司的估值水平相比，公司的估值水平短期仍然偏高，因此我们暂维持对公司谨慎推荐的评级。

表9、可比公司估值表

证券代码	证券简称	总股本 亿股	流通 A 股 亿股	PE,TTM	PE,2012E	PE,2013E	PB,最新
002282.SZ	博深工具	2.25	2.15	30	26	21	2
300064.SZ	豫金刚石	6.08	2.68	26	22	16	3
300179.SZ	四方达	1.20	0.47	45	40	31	2
600172.SH	黄河旋风	5.33	4.97	26	22	15	2
平均值				32	27	21	2

数据来源：东北证券、Wind

8. 风险提示

市场的系统风险，尤其是创业板解禁潮给创业板带来的风险值得重点关注；此外，公司产品的市场前景虽然好，但是由于技术含量高，市场壁垒也高，公司新产品的量产和市场推广都有一定的不确定性，因此业绩仍有继续不达预期的可能。最后，由于我们的报告撰写和发布时间和实际调研的时间有一定间隔，虽然我们在报告发布时和公司又进行了电话沟通，但是沟通效果和实地调研可能仍有差距，由此可能带来一定风险。以上风险敬请关注。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	439	117	283	259	净利润	36	38	49	77
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	1	0	0	0
应收款项	39	44	75	128	折旧及摊销	7	26	37	39
存货	54	48	88	152	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	5	0	0	0	财务费用	-3	0	0	0
流动资产合计	555	229	472	589	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-32	7	-63	-112
长期投资净额	0	0	0	0	其他	4	12	0	0
固定资产	96	286	296	301	经营活动净现金流量	9	65	21	1
无形资产	27	35	43	50	投资活动净现金流量	-52	-373	155	-15
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	457	-14	-10	-10
非流动资产合计	126	478	289	268	企业自由现金流	-44	-328	170	-16
资产总计	681	707	761	857					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	18	16	27	49		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	0	0	1	1	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.44	0.32	0.41	0.64
流动负债合计	18	30	45	76	每股净资产 (元)	8.10	5.64	5.97	6.51
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.11	0.54	0.17	0.01
其他长期负债	14	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	15	0	0	0	营业收入增长率	-1.66%	21.53%	66.10%	71.91%
负债合计	33	30	45	76	净利润增长率	-7.49%	7.67%	28.96%	54.85%
归属于母公司股东权益合计	648	677	717	781	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	44.45%	45.52%	41.45%	40.60%
负债和股东权益总计	681	707	761	857	净利率	32.41%	28.71%	22.29%	20.08%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	125.26	121.38	122.67	122.24
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	254.95	242.98	246.97	245.64
营业收入	110	133	222	381	偿债能力指标				
营业成本	61	73	130	226	资产负债率	4.88%	4.28%	5.88%	8.82%
营业税金及附加	0	0	0	1	流动比率	30.64	7.55	10.54	7.79
资产减值损失	1	0	0	0	速动比率	27.39	5.63	8.27	5.41
销售费用	5	4	7	11	费用率指标				
管理费用	22	25	35	57	销售费用率	4.55%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用	-11	-8	-5	-1	管理费用率	20.16%	19.00%	16.00%	15.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-9.57%	-6.25%	-2.25%	-0.36%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	31	40	54	87	分红比例				
营业外收支净额	10	5	3	2	股息收益率	0.50%	0.62%	0.62%	0.78%
利润总额	41	45	57	89	估值指标				
所得税	6	6	8	12	P/E (倍)	29	40	31	20
净利润	36	38	49	77	P/B (倍)	2	2	2	2
归属于母公司净利润	36	38	49	77	P/S (倍)	9	12	7	4
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	5.49%	5.66%	6.90%	9.80%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760