

**磨具磨料**

署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

**6-12 个月目标价:** 15.2 元

当前股价: 13.70 元

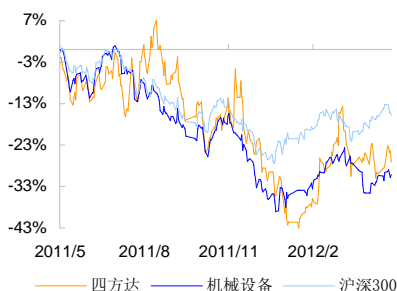
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2394.98
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	47
流通市值(亿)	6
EPS (2011)	0.44
每股净资产(元)	8.10
资产负债率	4.88%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
四方达	0.10	19.89	-7.00
机械设备	3.12	1.76	-14.77
沪深 300 指数	4.65	4.08	-2.32



**相关报告**

四方达-1 季度业绩高增长, 公司成长空间巨大 2012-04-25

300179 四方达-1 季净利增两倍, 奠定 2012 高成长基调 2012-03-21

20120309 四方达-看好国内聚晶龙头长期发展前景 2012-03-09

**四方达**

**300179**

**推荐**

**聚晶龙头企业, 静待高端石油片放量**

公司所在的聚晶领域是金刚石产业链中壁垒最高的环节。该领域目前主要被欧美及日韩企业主导, 四方达的技术实力以及市场地位国内领先, 并且逐步具备与国际巨头竞争的实力。公司规模基数低, 随着高端产品市场推广的不断进行, 未来成长空间巨大。

**投资要点:**

- **超募项目进展:** 根据公司公告, 超募项目预计 2012 年年底投入生产。在已经掌握了大刀具片、截齿及潜孔钻头的生产工艺的基础上, 随着压机设备的陆续到位, 公司将提前陆续具备一定的生产能力。目前, 已经有 4 台 750 的压机用于生产 50.8mm 的刀具复合片。
- **高端品储备:** 1) 公司今年向市场重点推广的是 HR 高端石油片, 该石油片用在钻头主齿最前端区域, 属于石油片领域等级最高的产品。目前, 国内外所用的基本都是元素六、DI、韩国日进等国外企业的产品, 国内企业的占有率几乎为零。四方达去年年底推出该产品, 目前仍处于试用期, 试用期 8-12 个月。试用过程分为实验室试用以及不同地形的实地试用, 公司已经陆续收到实验室试用的反馈报告, 情况良好, 顺利的话, 今年 4 季度将陆续拿到订单。2) 大尺径刀具片: 刀具片的尺径是衡量企业技术实力、决定企业竞争地位的重要指标, 四方达合成的刀具片最大尺径已经达到 58mm, 属于国内最高水平。
- **公司业务结构定位:** 石油复合片和刀具复合片是公司未来主攻方向, 公司在该两领域已经有充分的技术积累和市场拓展经验。煤炭矿山复合片生产壁垒较低, 国内竞争较为激烈, 公司在该领域力争避开低品级产品的竞争, 主要做相对高端的产品。拉丝模坯是公司的优势领域, 公司是世界三大拉丝模坯供应商之一, 但由于该领域市场容量及增长相对有限, 公司该业务的发展保持相对稳定。
- **投资建议:** 以最新股本 1.2 亿股计算, 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.45 元、0.76 元、1.03 元, 目前股价对应 2012 年 30 倍 PE, 维持推荐评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑超预期、高端石油片试用情况低预期

**主要财务指标**

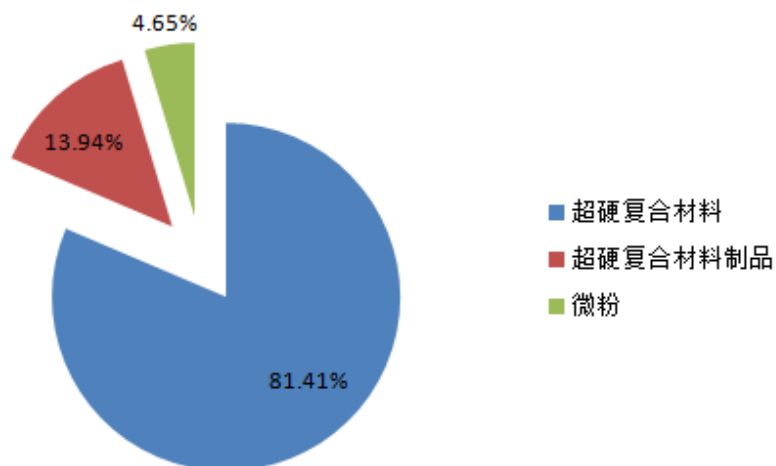
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	110	165	418	672
收入同比(%)	-2%	50%	153%	61%
归属母公司净利润	36	54	91	123
净利润同比(%)	-7%	52%	68%	36%
毛利率(%)	44.5%	46.9%	38.6%	35.4%
ROE(%)	5.5%	7.8%	11.8%	14.1%
每股收益(元)	0.30	0.45	0.76	1.03
P/E	46.19	30.40	18.07	13.32
P/B	2.54	2.37	2.12	1.87
EV/EBITDA	43	15	8	7

资料来源: 中投证券研究所

## 公司业务结构及各领域竞争状况

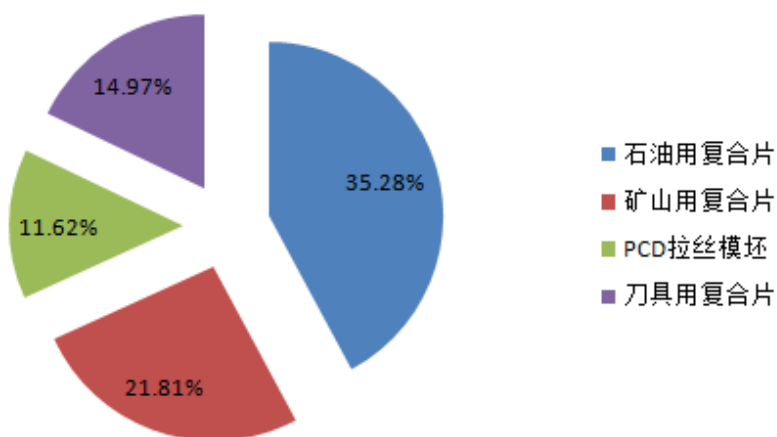
聚晶复合片生产是公司收入贡献最大的业务，其中石油钻头用复合片占超硬复合材料收入的一半左右，是公司的主打产品。超硬复合材料制品（主要包括聚晶金刚石拉丝模制品和金刚石砂轮等）在公司收入构成中占比不大，除部分金刚石砂轮自用外，主要是公司应客户要求将公司生产的复合超硬材料或微粉交给外协单位加工后销售给客户。

图 1：公司主营业务收入构成（2011 年数据）



资料来源：公司公告 中投证券研究所

图 2：公司超硬复合材料贡献收入比例（2010H1 数据）

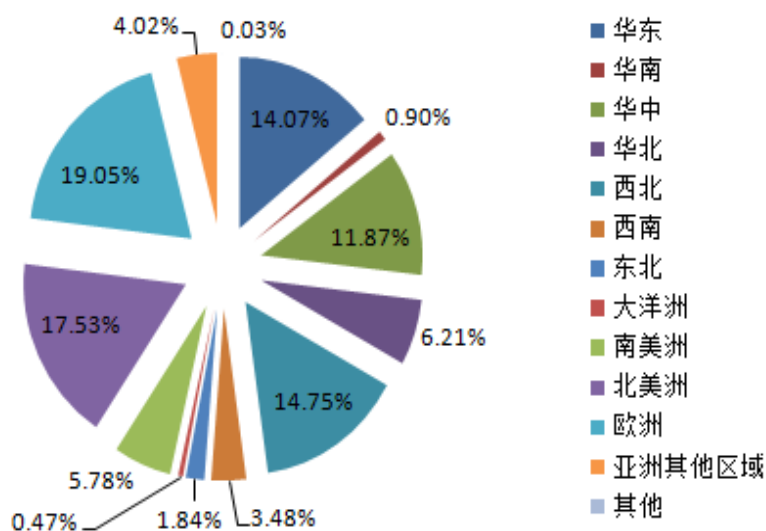


资料来源：公司公告 中投证券研究所

遍布国内外的市场销售显示了公司产品市场认可和品牌知名度，为公司成长打下坚实基础。公司销售区域分布广泛，尤其是国外市场的开拓，已经占到公司销

售收入的一半, 2011 年上半年公司前五大客户销售占比 33.12%, 均为国外客户。相比于国内市场, 国外发达国家对超硬材料制品的认和使用更加成熟, 市场也更加广阔, 尤其是石油钻头用复合片市场, 国外市场空间是国内的 20 倍左右。四方达在国际市场取得的客户认可, 将为公司未来规模的持续扩大提供重要保障。我们认为, 公司任何一种新产品的突破, 在质量保证、价格优惠的前提下, 销售不是问题。

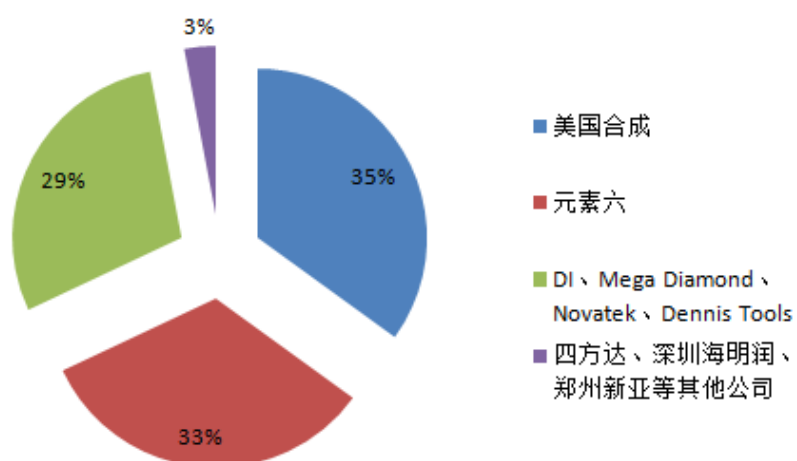
图 3: 公司销售区域构成 (2011 年数据)



资料来源: 公司公告 中投证券研究所

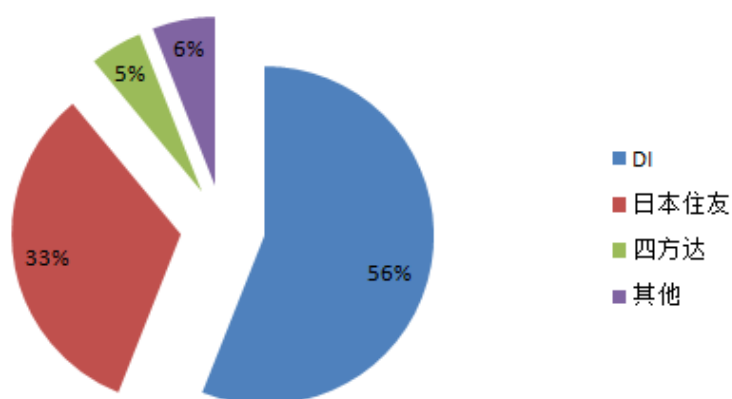
**市场空间及竞争状况:** 根据我们的推算, 全球石油、矿山、刀具复合片市场空间在 2011 年已经分别达到 78 亿元、92 亿元、132 亿元, 相对于国内企业的规模(四方达 2011 年收入仅为 1 亿元左右)显得十分广阔。目前, 除了矿山复合片外, 超硬复合材料市场主要被美日等国企业占据, 尤其是中高端产品市场, 国内企业介入的还很少。矿山复合片领域国内起步比较早, 但是生产壁垒、盈利能力相对较低, 目前国内企业占据主要的市场份额。我们认为石油片和刀具片是国内超硬复合材料企业未来应该主攻的方向。另一方面, 由于超硬复合材料主要是由国外企业提供, 价格长期处于较高水平, 因此, 超硬复合材料制品对传统工具的替代进程明显落后于单晶制品, 这也为超硬复合材料行业提供了更广阔的发展前景和更长的生命周期。尤其是刀具领域, 国内金刚石刀具的比例仅为 10%左右。我们认为, 国内企业尤其是龙头企业有能力逐步挤占国外巨头的市场份额。国外企业的优势主要在价格, 同类产品比国外便宜 30%左右。尽管复合片领域, 客户对质量的敏感度可能要超过对价格的敏感度, 但是我们认为, 一旦国内企业在客户方面取得良好的试用效果, 产品质量得到认可, 客户没有理由不选择相对便宜的国内产品, 在四方达, 这样的故事正在发生。我们认为, 虽然国内超硬复合材料行业整体的崛起、要取得类似单晶材料的国际地位尚需时日, 但是国内龙头企业有望在国际竞争中率先崛起, 凭借其稳定的质量、优惠的价格不断扩大市场占有率。我们建议长期关注四方达的在国际市场中的表现。

图 4: 全球石油钻采用复合片市场占有情况



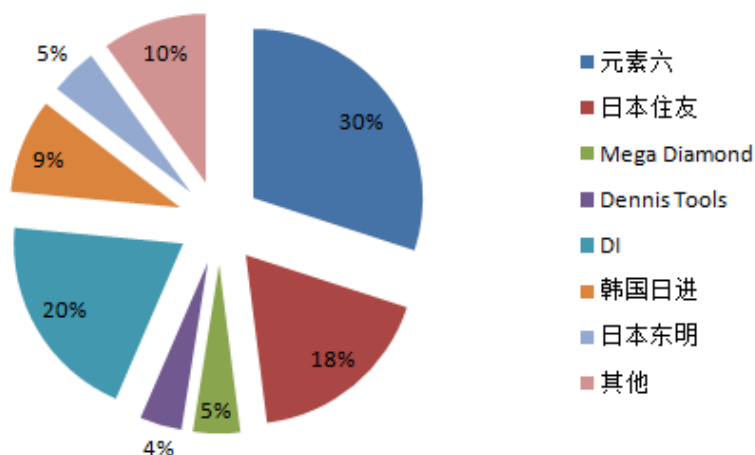
资料来源: 公司公告 中投证券研究所

图 5: 全球拉丝模坯市场占有情况



资料来源: 公司公告 中投证券研究所

图 6: 全球刀具复合片市场占有情况



资料来源：公司公告 中投证券研究所

表 1: 聚晶市场主要生产企业情况

企业名称	简介
元素六	前身为 DeBeers 超硬材料事业部，该公司产品线较为齐全，在石油/天然气用 PDC、煤田/矿山用 PDC 和 PCD 刀具材料方面具有强大的竞争力，石油/天然气用 PDC 市场占有率世界第二，达到 33%，PCD 刀具材料市场占有率世界第一，达到 30%
DI	前身为 GE 公司超硬材料事业部，是聚晶金刚石和 PCD 复合片等材料的发明者，是当前复合超硬材料行业的领头羊
美国合成	该公司在 PCD 材料领域的从业经验已经超过 30 年，主要产品是石油/天然气用 PCD 复合片，也有部分煤田/矿山用 PCD 复合片，其中，石油/天然气用 PDC 产品全球市场占有率第一，达到 35%
日本住友	该公司产业材料部门产品包括复合超硬材料拉丝模、PCD 刀具材料，与 DI 公司和四方达同为全球三大拉丝模坯制造商，复合超硬材料拉丝模市场占有率 33%，PCD 刀具材料市场占有率达到 18%
郑州新亚	成立于 1991 年，是以郑州磨料磨具磨削研究所为投资主体和原始技术来源的高新技术企业，是国内金刚石复合片及拉丝模坯料行业的开拓者，专业生产具有国内领先水平和国际竞争力的复合超硬材料制品，目前主要产品包括石油复合片、金刚石拉丝模坯
深圳海明润	成立于 2000 年 8 月，是专业从事金刚石复合片等超硬材料研究生产的开发型高科技企业，主导产品是金刚石复合片、聚晶金刚石和聚晶金刚石喷砂喷嘴，公司具有年产各种规格石油天然气钻探用金刚石复合片以及特种聚晶金刚石和聚晶金刚石喷砂喷嘴等超硬材料制品 100 万件以上的生产能力
郑州磨料磨具磨削研究所	三磨所始建于 1958 年，是我国磨料磨具行业唯一的综合性研究机构，1999 年转制为科技型企业，隶属于“中国机械工业集团有限公司”，公司产品包括金刚石砂轮、磨盘等超硬材料制品、行业专用设备、检测仪器设备等

四方达	国内规模最大的复合超硬材料生产企业，成立于 2008 年 9 月，主要产品包括石油/天然气用复合片、矿山用复合片、拉丝模坯、刀具用复合片等，产品远销俄罗斯、德国、北美等复合材料主要消费市场
天津人造金刚石厂	核工业国营 232 厂，中国核工业总公司所属生产人造金刚石单晶、聚晶及制品的专业工厂，产品包括人造金刚石单晶、微粉、人造金刚石聚晶、金刚石工具等一百多个品种
黄河旋风	国内仅次于中南钻石的第二大单晶生产基地，产业链比较齐全，聚晶产品目前在公司业务中比重不大，但是是公司未来重点发展方向之一，计划未来单晶业务占比 50%，聚晶、金属粉末业务占比 50%

资料来源：公司公告 公司网站 中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	555	365	515	731
现金	439	211	203	213
应收账款	39	57	125	213
其他应收款	0	1	2	3
预付账款	5	10	27	43
存货	54	69	128	217
其他流动资产	18	16	30	42
<b>非流动资产</b>	126	393	356	317
长期投资	0	0	0	0
固定资产	96	359	316	272
无形资产	27	32	38	44
其他非流动资产	3	2	1	1
<b>资产总计</b>	681	758	871	1049
<b>流动负债</b>	18	47	81	154
短期借款	0	0	0	29
应付账款	18	23	70	116
其他流动负债	0	24	11	8
<b>非流动负债</b>	15	17	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	17	16	16
<b>负债合计</b>	33	64	97	170
少数股东权益	0	0	0	0
股本	80	120	120	120
资本公积	449	409	409	409
留存收益	119	165	245	349
归属母公司股东权益	648	694	774	879
<b>负债和股东权益</b>	681	758	871	1049

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	9	41	17	6
净利润	36	54	91	123
折旧摊销	7	28	44	44
财务费用	-11	-11	-7	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-36	-33	-115	-162
其他经营现金流	12	3	4	6
<b>投资活动现金流</b>	-52	-293	-7	-6
资本支出	48	290	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-5	-3	-7	-6
<b>筹资活动现金流</b>	457	24	-18	10
短期借款	0	0	0	29
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	40	0	0
资本公积增加	443	-40	0	0
其他筹资现金流	-6	24	-18	-19
<b>现金净增加额</b>	413	-228	-8	10

## 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	110	165	418	672
<b>营业成本</b>	61	88	257	434
<b>营业税金及附加</b>	0	0	1	2
<b>营业费用</b>	5	6	15	24
<b>管理费用</b>	22	19	46	74
<b>财务费用</b>	-11	-11	-7	-6
<b>资产减值损失</b>	1	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	31	64	107	145
<b>营业外收入</b>	10	0	0	0
<b>营业外支出</b>	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	41	64	107	145
<b>所得税</b>	6	10	16	22
<b>净利润</b>	36	54	91	123
<b>少数股东损益</b>	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	36	54	91	123
<b>EBITDA</b>	28	80	144	183
<b>EPS (元)</b>	0.44	0.45	0.76	1.03

## 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.7%	50.3%	153.3	60.6%
营业利润	-27.4%	102.6%	68.2%	35.7%
归属于母公司净利润	-7.5%	51.9%	68.2%	35.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.5%	46.9%	38.6%	35.4%
净利率	32.4%	32.8%	21.8%	18.4%
ROE	5.5%	7.8%	11.8%	14.1%
ROIC	8.4%	8.6%	14.4%	16.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.9%	8.4%	11.1%	16.2%
净负债比率	0.00%	21.90%	0.00%	17.34%
流动比率	30.64	7.73	6.40	4.76
速动比率	27.67	6.26	4.80	3.35
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.25	0.23	0.51	0.70
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	4.43	4.30	5.56	4.67
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.45	0.76	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.34	0.14	0.05
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.78	6.45	7.32
<b>估值比率</b>				
P/E	46.19	30.40	18.07	13.32
P/B	2.54	2.37	2.12	1.87
EV/EBITDA	43	15	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

初学良，中投证券研究所钢铁行业研究员，南开大学经济学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

韩小静，中投证券研究所钢铁行业研究助理，复旦大学材料学硕士，2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司：宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434