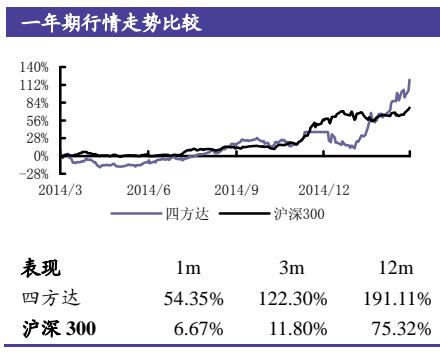


投资品 - 有色

2015 年 3 月 30 日

市场数据	2015 年 3 月 30 日
当前价格 (元)	25.90
52 周价格区间 (元)	7.06-18.90
总市值 (百万)	4082.40
流通市值 (百万)	2513.91
总股本 (百万股)	216.00
流通股 (百万股)	133.01
日均成交额 (百万)	43.07
近一月换手 (%)	116.61%
Beta (2 年)	1.5
第一大股东	方海江
公司网址	http://www.sf-diamond.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	46.87%	2.85%
净利润率	19.81%	4.00%
净资产收益率	5.23%	6.69%
总资产收益率	4.41%	2.38%
资产负债率	14.88%	60.68%
市净率	5.70	4.27



相关报告

《华源并表，业绩增长确定》，2014.5
 《期待市场步伐进一步加快》，2013.12
 《细分行业龙头，受益于进口替代》，2013.10

周宠

执业证书号 S1030511010002
 0755-83199424
 zhouchong@csc.com.cn
 公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，周宠，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

期待石油片持续放量

—四方达 (300179) 调研报告

评级：增持（下调）

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	189	266	367	482
净利润 (百万元)	33	67	110	158
每股收益 (元)	0.17	0.30	0.48	0.68
净利润增长率 %	13.0%	74.8%	60.9%	42.2%
市盈率	151.5	86.7	54.1	38.2

资料来源：世纪证券研究所

- **公司未来两年业绩的增长将主要来源于石油片在国外市场的放量。**石油片的全球市场 60 亿人民币左右，公司目前石油片收入不到 1 亿，空间广阔。公司是国内最大的超硬材料研发和生产基地，但石油领域则产品存在着技术壁垒高、生产工艺复杂，高端产品大部分为国际著名厂商垄断、石油公司不轻易更换供应商等的特点，公司石油片一直无法放量。不过，去年石油价格下跌带来契机，石油公司降成本，凭借优良的性价比，公司石油片在国外的销售取得了突破性的进展，2014 年国外销售同比增加 55%。公司募投项目和超募项目带来的产能扩张，将保障石油片产品的供给，公司近两年业绩的高速增长可期。
- **未来高端装备制造业对金刚石工具的需求空间广阔。**从长远来看，金刚石部分替代硬质合金是未来趋势，刀具领域的新产品应用开发，是一个更广阔的空间。例如公司 58 毫米大尺寸刀具用 PCD 的研发，远领先于竞争对手黄河旋风、中南钻石等 48 毫米的水平，公司该产品在下游客户的认证正顺利推进，有望在 2015 年实现规模生产。
- **收回郑州华源经营权，木工刀具处于恢复期。**公司于 2013 年收购了主攻木工刀具的郑州华源，本意是借机进入木工刀具行业，拓展产品线，实现强强联合，但现实并不理想，华源并没有按照当年承诺，实现当期利润。公司 2014 年收回了管理经营权，我们认为两年内木工刀具会回到正常的利润水平。
- **盈利预测与估值。**预计 2014-2017 年 EPS 分别为 0.30 元、0.48 元、0.68 元。目前股价下对应的 PE 分别为 87、54、38。我们认为，公司石油片突破瓶颈，进入国外石油市场或有可能出现销量“井喷”，以及未来高端装备制造带来金属刀具市场的巨大空间，公司值得关注，但考虑到股价短期涨幅较大，目前估值较高，下调评级到“增持”。
- **风险因素。**全球经济增速下滑、高端石油片投放低于市场预期。

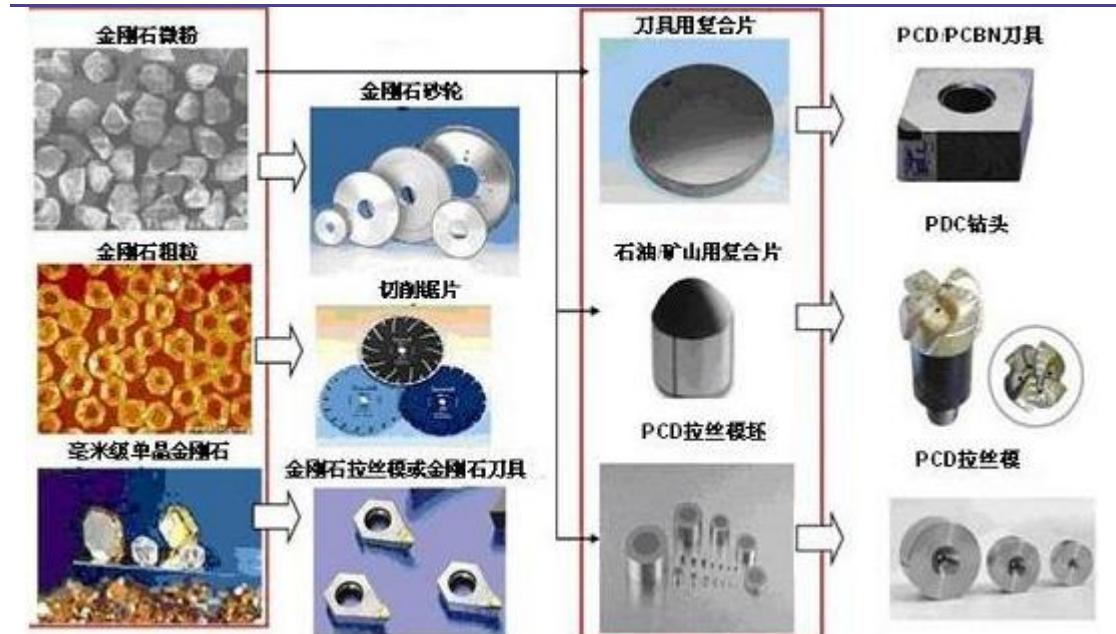
公司概况

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制品的研发、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。

公司所处行业背景

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。

Figure 1 超硬复合材料产业链

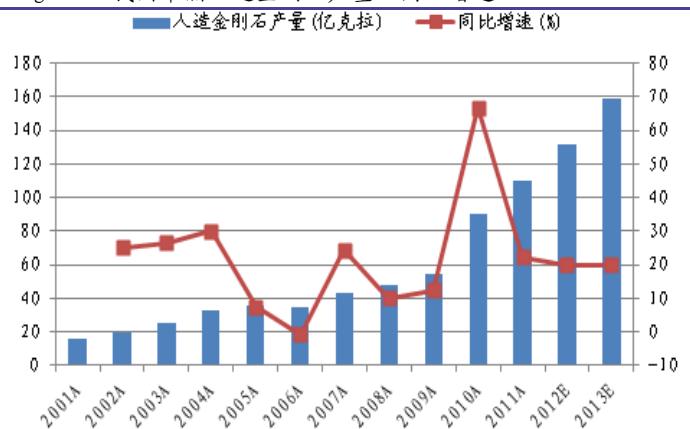


资料来源：WIND 世纪证券研究所

上游原料价格走低以及量产有利于产品在其它下游领域的替代。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

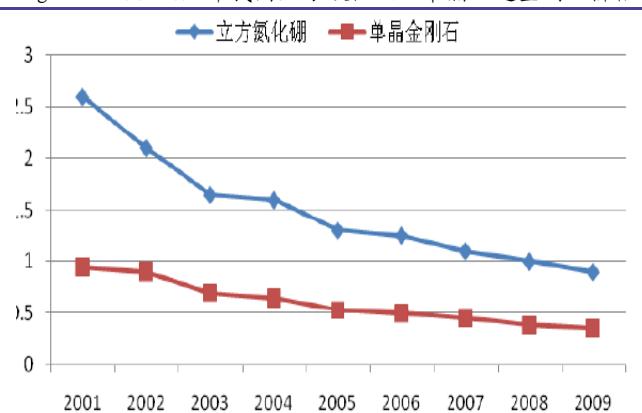
下游应用领域延伸，预计我国单晶人造金刚石未来将保持20%的复合增长率，2013年总产量约160亿克拉。单晶材料产量的快速增长使产品价格持续下滑：2001年，立方氮化硼和单晶人造金刚石的价格分别为2.61元/克拉和0.91元/克拉；2009年，价格降至0.90元/克拉和0.35元/克拉，降幅分别为66%和62%。复合超硬材料的主要原材料为单晶超硬材料微粉、压机顶锤以及合金等材料，原材料成本占总成本的70%左右

Figure 2 我国单晶人造金刚石产量及同比增速



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 3 2001-09年我国立方氮化硼及单晶人造金刚石价格



资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司主营业务分析

超硬复合材料是公司收入和利润的主要贡献者。按公司产品统计口径，产品分为超硬复合材料，超硬复合材料制品和微粉等三类。从下图中可见，超硬复合材料是公司收入和利润的大头，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。

Figure 4 主营收入 (单位：百万元)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 5 主营利润 (单位：百万元)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

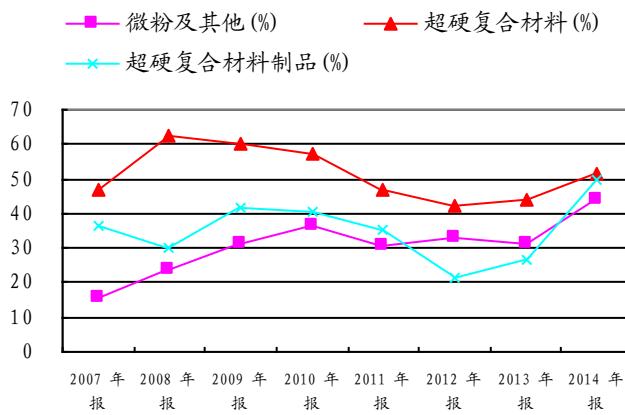
Figure 6 超硬复合材料产品明细

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: WIND 世纪证券研究所

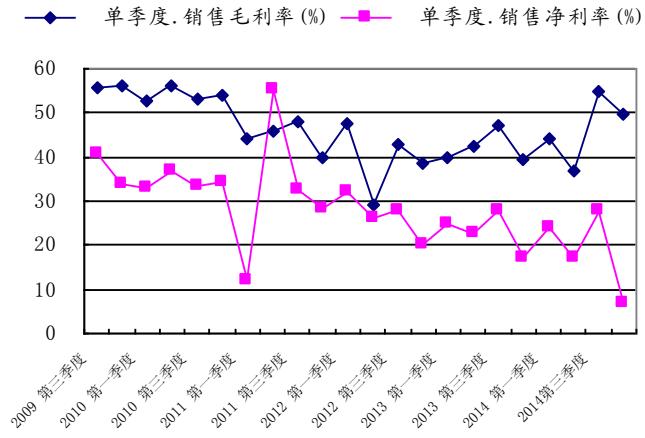
随公司高附加值产品增加, 毛利率有重新走高的趋势。公司主营收入近年来不断增长, 但是主营利润在 2010 年达到高点后, 开始走低, 表现为产品毛利率的下降, 以超硬复合材料为例, 最高毛利率曾达 60%, 但随后逐年下降, 2012 年仅 40%。我们判断, 对于制造业而言, 新产品进入新领域, 毛利率才会一直保持高水平。在单季度毛利率数据来看, 2014 年三、四季度都达到 50%, 这主要是毛利率较高的石油片去年下半年在国外的销量增加所致。在随后的盈利预测中, 我们假定, 未来三年中毛利率可以保持在这个水平上下。

Figure 7 公司产品毛利率



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 8 单季度毛利率走高趋势

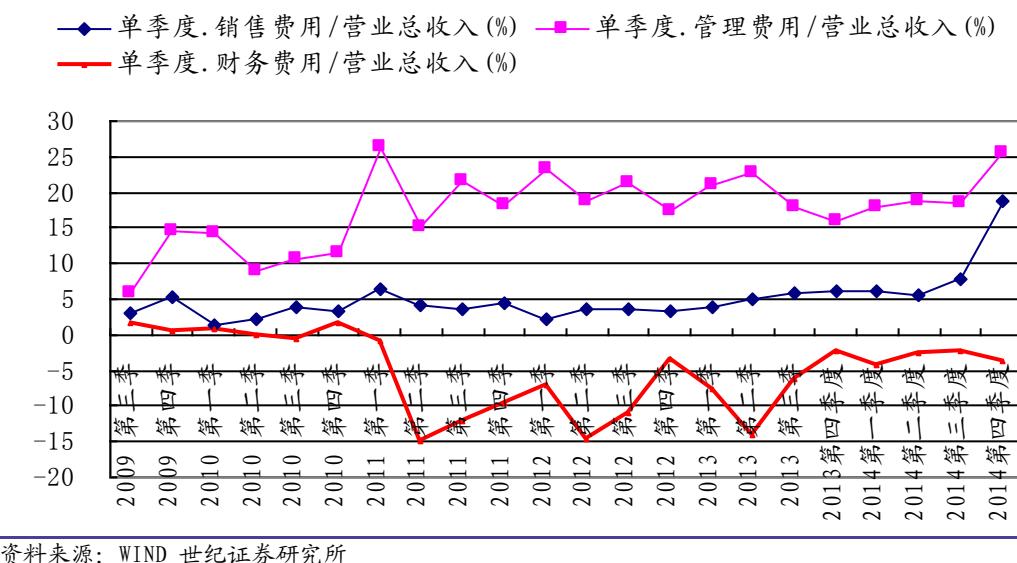


资料来源: WIND 世纪证券研究所

去年四季度净利率下跌, 主要是因并购华源导致较大的销售费用、管理费用以及资产减值。公司收回管理权后, 预计两年内华源会恢复以往盈利能力。公司于 2013 年收购了主攻木工刀具的郑州华源, 本意是借机进入木工刀具行业, 拓展产品线, 实现强强联合, 但现实并不理想, 由

于在整合的过程中部分客户和销售人员流失，华源并没有按照当年承诺，实现当期利润，而是亏损 2057 万元，公司也因此计提商誉减值损失 4735 万元，拖累了公司整体业绩增长。不过由于郑州华源本期未完成当初股权转让协议中约定的业绩承诺，所以公司将不需要支付的第二期股权转让价款及利息 5500 万元计入营业外收入，一定程度缓解了华源业绩亏损的影响。公司 2014 年收回了华源的管理经营权，我们认为近两年木工刀具会慢慢恢复，回到正常的利润水平。

Figure 9 管理费用、销售费用因并购华源而大幅上升



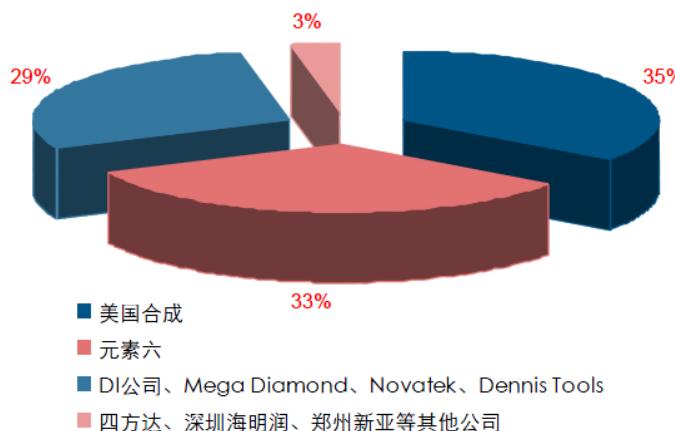
资料来源：WIND 世纪证券研究所

未来业绩增长看点

需求端放量：公司石油片突破销售瓶颈，产品在国外开始放量，2014 年同比国外销售收入增长 55%，毛利率由 45% 提高到 57%。期待公司石油片销量出现“井喷”。由国际主流几家公司的销售数据粗算，石油片的全球市场约 60 亿人民币以上，公司目前石油片收入不到 1 亿，空间广阔。石油用复合片的市场份额较为集中，具有生产能力的企业数量有限。国际著名的石油用复合片生产企业包括美国合成、元素六公司、DI 公司等，国内主要有四方达、深圳海明润、郑州新亚等企业。根据《中国超硬材料》统计的 2009 年的数据，在世界范围来看，石油地质钻头用 PCD 复合片近 70% 为美国合成、DI 公司、元素六公司所占据。而公司与国内其他几家复合片制造商合计只占全球份额的 3%。公司虽然是国内最大的超硬材料研发和生产基地，但是在石油领域，公司体量一直较小，

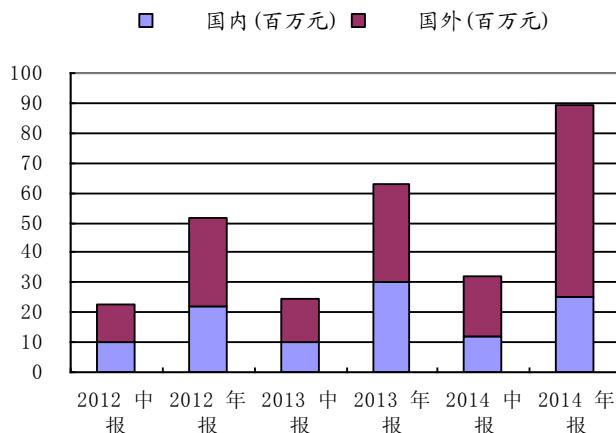
原因在于石油片技术壁垒高、生产工艺复杂，高端产品大部分为国际著名厂商垄断，而石油公司更看重产品质量而不是产品价格，不会轻易更换供应商。尽管公司产品仅为国外同类产品的 70%，仍难以进入国外石油市场。不过，去年石油价格下跌的背景下，石油公司降成本使公司石油片需求放量具备了基础。

Figure 10 石油片市场主要由国外公司垄断



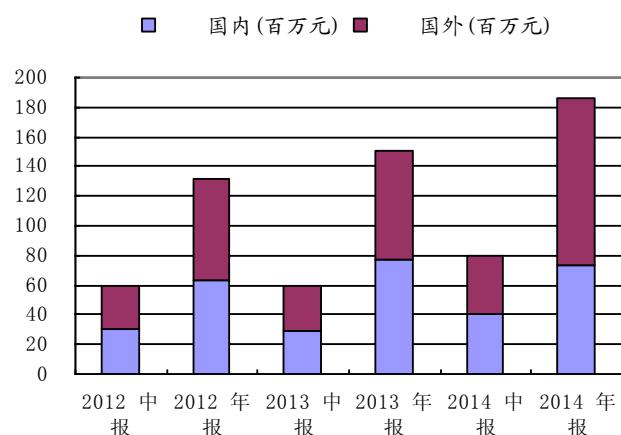
资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 12 2014 下半年国外销售利润大幅增加



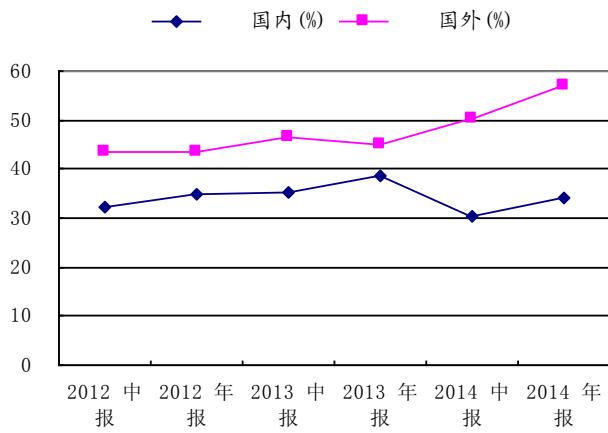
资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 11 近年国外销售收入不断增加



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 13 PCD 国外销售毛利率不断提高



资料来源：WIND 世纪证券研究所

供给端产能投放：募投项目和超募项目投产已做好了产能扩张准备。IPO募投项目已建成投产。“复合超硬材料高技术产业化项目”已于 2011 年 3 月份开始启动，已建设完成，2012 年累计实现效益 1,444.52 万元。复合超硬材料制品项目也于 2013 年 8 月底投产。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。公司对超募资金中 9,203.94 万元投资金属切削用 PCD/PCBN 复合片产业化项目；

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，两上项目于2013年10月底完成，为业绩增长奠定基础。

Figure 14 公司IPO募投项目以及超募项目

	名称	年产规模	达到预定可使用状态	总投资（万元）	预测主营收入（万元）	预测利润（万元）
IPO募投项目	A、复合超硬材料高技术产业化项目（万片）			12858	14644	5281
	石油/天然气钻头用聚晶金刚石复合片	71.7	20121231			
	煤田/矿山工具用聚晶金刚石复合片	119	20121231			
	高品级金刚石拉丝模坯	345	20121231			
	聚晶金刚石/聚晶立方氮化硼切割刀片	6.58	20121231			
	合计	542.28	20121231			
超募项目	B、复合超硬材料制品项目（片）			3237	3000	1269
	成品聚晶金刚石拉丝模	180000	20130831			
	金刚石砂轮	6650	20130831			
	合计	186650	20130831			
超募项目	A、金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目（万片）			9203	7426	4194
	金属切削用PCD复合片	3.5	20131030			
	金属切削用PCBN复合片	1.8	20131030			
	合计	5.3	20131030			
	B、聚晶金刚石复合片（PDC）截齿及潜孔钻头			13231	34928	8396
	截齿（万片）	66.8	20131030			
	潜孔钻头（万只）	2.5	20131030			
	合计	69.3	20131030			

资料来源：WIND 世纪证券研究所

未来高端装备制造业对金刚石工具的需求空间广阔。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。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。传统硬质合金主要成分为碳化钨，专家预测按目前开发和使用程度，碳化钨资源未来将面临枯竭。而在国民经济产业结构升级和新材料推广应用过程中，复合超硬材料对于传统硬质合金材料的替代效应已在机械、冶金、地质、石油、煤炭、石材、木材、建筑、电子信息、航天航空、国防军工、汽车、家电等诸多领域体现出来，上述原因将促使复合超硬材料及制品行业市场需求旺盛，同时也会推动复合超硬材料及制品在更广泛的范围内进行替代。全球中高端复合超硬材料及制品主要由国际领先的大型集团公司控制，根据全球产业转移规律，一旦国内企业突破制约进口替代的技术瓶颈，国内产品较高的性价比将加速进口替代进程。近两年国内制造商研发投入增加，研发水平不

断提高，高端产品的技术壁垒逐渐被打破，国内制造商的高端产品进入国际市场与国际厂商进行全方位竞争，一方面为那些最先进入高端产品市场的制造商带来不菲利润，同时也促使整个复合超硬材料行业进口替代进程加速。

盈利预测

公司主要产品是聚晶金刚石等超硬复合材料及制品。石油/刀具复合片是公司未来重点发展方向，毛利率较高在 50%左右，煤炭矿山复合片国内竞争较为激烈，毛利率在 30%左右，未来公司在此领域将主要进军相对高端的产品。拉丝模坯是公司的优势领域，PCD 拉丝模坯位居全球前三甲，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。

假设如下：

- 1、根据 2014 年报数据，国外石油片在两个季度之内增加了 3000 万左右的销售，假设未来三年，每年的增加量在 7000 万、1 亿、1 亿。毛利率在 52%左右，与 2014 年持平。
- 2、微粉、煤田片、拉丝模坯以及制品基本保持稳定，假设刀具片每年增加 1000 万收入，毛利率在 52%左右，与 2014 年持平。
- 3、郑州华源 2015 年处于恢复到 2000 万左右利润。
- 4、所得税率按 15%计算。

Figure 15 盈利预测

	2014 年 报	2015E	2016E	2017E
一、营业收入(百万元)	188	266	367	482
二、营业总成本(百万元)	215	193	244	304
其中：营业成本(百万元)	99	136	180	232
营业税金及附加(百万元)	3	3	3	4
销售费用(百万元)	20	20	18	18
管理费用(百万元)	39	35	42	47
财务费用(百万元)	(6)	(2)	0	2
资产减值损失(百万元)	60	1	1	1
投资收益(百万元)	6	4	4	4
三、营业利润(百万元)	(21)	73	122	178
加：营业外收入(百万元)	58	4	4	4
四、利润总额(百万元)	37	77	126	182

减: 所得税费用 (百万元)	4	10	16	24
五、净利润(百万元)	33	67	110	158
六、每股收益:	0.17	0.30	0.48	0.68

资料来源: WIND 世纪证券研究所

盈利预测与估值。预计 2014-2017 年 EPS 分别为 0.30 元、0.48 元、0.68 元。目前股价下对应的 PE 分别为 87、54、38。我们认为, 公司石油片突破瓶颈, 进入国外石油市场或有可能出现销量“井喷”, 以及未来高端装备制造带来金属刀具市场的巨大空间, 公司值得重点关注, 但考虑到股价短期涨幅较大, 目前估值较高, 下调评级到“增持”。

风险因素

全球经济增速下滑、高端石油片投放低于市场预期。

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.