

2015 年 04 月 02 日

证券研究报告·公司研究·有色金属

四方达 (300179) 调研报告

买入 (首次)

当前价: 28.50 元

目标价: 34.64 元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 石油片出口放量拉动业绩增长

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 公司是国内聚晶金刚石领域的龙头企业, 公司不断加强研发, 探索高端产品, 开拓国际市场, 加强进口替代, 并且积极向下游行业拓展, 丰富产品线。公司石油钻头用金刚石复合片突破技术壁垒, 达到国际先进水平, 在油价触底的利好条件下, 以其价格优势和渠道优势迅速开拓国际市场, 石油用 PCD 复合片于 2014 年实现放量; 公司财务状况良好, 具有继续收购的天时和地利, 收购预期强; 公司非公开发行募资扩展生产线, 产能将在三年后集中释放; 公司实施员工持股计划, 彰显企业信心, 具有一定激励作用。
- 石油钻头用金刚石复合片出口异军突起:** 2014 年国际油价大幅下跌, 石油开采企业及钻头企业对成本更加敏感, 开始重视成本控制。公司经过十几年的探索和积累, 石油用 PCD 复合片技术指标已经达到国际先进水平, 并且积累了良好的产品履历, 得到国内外厂商的认可。公司以其超强的渠道能力迅速开拓国际市场, 提高销量。得益于石油片出口放量, 2014 年公司营业收入同比提高 46%, 综合毛利率提高 6.33 个百分点, 达到 48%, 高于行业水平。预计未来两年油价仍会处于低位缓慢上升, 公司石油用复合片出口将继续增长。
- 研发能力支持公司走在行业前端, 实现高附加值:** 公司不断增加研发投入, 一方面加强传统产品向高端发展, 与国际一流厂商竞争, 开拓国际市场, 同时抢占国内市场份额, 实现进口替代, 另一方面加强下游制品的研发, 扩展产品线, 重视新应用领域的探索, 走在行业前端。发挥中国制造的制造成本优势占领市场的同时获得高端产品的高附加值, 支持公司业绩持续提升。
- 员工持股计划彰显信心:** 公司 2014 年底拟进行非公开发行, 募集 3 亿元进行高端石油钻头用 PCD 复合片和高端超硬刀具的研发和生产线的建设。此次非公开发行以员工持股计划的方式进行, 公司控制人方海江和第一期员工持股计划分别认购此次发行 67% 和 33% 的股权, 显示了公司经营者的信心, 同时也具有一定的激励作用。
- 预计公司 2015-2017 年净利润分别为 0.86 亿元, 1.41 亿和 2.30 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.40 元, 0.65 元和 1.06 元。鉴于公司处于高增长时期, 使用 PEG 估值方法, 取申万三级磨具磨料行业 2015 年 PEG 均值 64 倍, 目标价 34.64 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 经济疲软需求不足导致的销售下滑风险, 产品非正常损耗导致的不良事件风险, 产品研发失败的风险, 原材料价格波动的风险, 郑州华源扭亏不及预期的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	189.07	278.74	414.58	622.25
增长率	24.92%	47.43%	48.73%	50.09%
归属母公司净利润 (百万元)	37.46	85.79	141.02	229.51
增长率	13.84%	129.02%	64.38%	62.76%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.40	0.65	1.06
净资产收益率 ROE	4.59%	10.75%	11.75%	16.61%
PE	164.34	71.76	43.65	26.82
PB	8.52	7.72	5.09	4.43

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

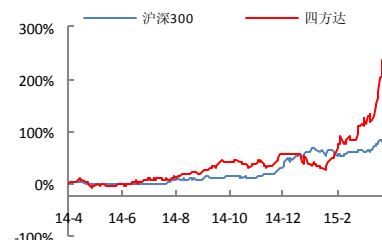
分析师: 熊莉

执证编号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通 A 股(亿股)	2.16
52 周内股价区间(元)	7.00-28.50
总市值(亿元)	62.29
总资产(亿元)	8.15
每股净资产(元)	3.35

### 相关研究

## 目 录

一、石油钻头用金刚石复合片出口异军突起.....	1
1. 石油钻头用金刚石复合片出口拉动公司业绩 .....	1
2. 产品质量提升打破石油片品牌壁垒，公司品牌建设初见成效 .....	3
3. 国际油价大幅下挫，公司价格优势凸显 .....	4
4. 石油片市场容量大，公司市场占有率低.....	5
二、研发能力为拉动业绩提供新动力 .....	7
三、加强华源管理，预计 2015 年扭亏为盈.....	10
1. 华源 2014 年管理不善导致亏损 .....	10
2. 木工用 PCD 刀具市场空间巨大，华源前景可期.....	10
四、公司流动资金多，并购预期高.....	11
五、员工持股计划彰显信心 .....	11
六、财务预测及估值 .....	12
1. 关键假设 .....	12
2. 估值.....	12

## 图 目 录

图 1: 公司 2007-2014 年营业收入（万元）及增长率 .....	1
图 2: 公司 2007-2014 年各类产品营业收入（万元）及增长率 .....	1
图 3: 公司 2012-2014 年各类产品及综合毛利率情况 .....	2
图 4: 公司 2012-2014 年内销和外销毛利率情况 .....	2
图 5: 公司 2010 年至 2014 年利润不断下滑（万元） .....	2
图 6: 2014 年剥离华源引起的损失后，公司的利润总额（万元）及增长率 .....	3
图 7: 石油用复合片价格相对倍数对比 .....	4
图 8: 2014 年原油价格大幅下跌，价格触底（美元/桶） .....	4
图 9: 油价（美元/桶）与勘探开发投资（亿美元）呈正相关关系 .....	5
图 10: EIA 预测 WTI 原油价格于 2015-2016 年缓慢回升（美元/桶） .....	5
图 11: 国际石油用 PCD 复合片市场占有率情况 .....	6
图 12: EIA 预测 2015-2016 全球液体燃料需求量日增一百万桶（百万桶/天） .....	6
图 13: EIA 预测 2015-2016 年国际原油及液体燃料开采量萎缩（百万桶/天） .....	7
图 14: 公司 2010-2014 研发投入逐年上升（万元） .....	8
图 15: 公司 2007-2014 年货币资金金额（万元） .....	11

## 表 目 录

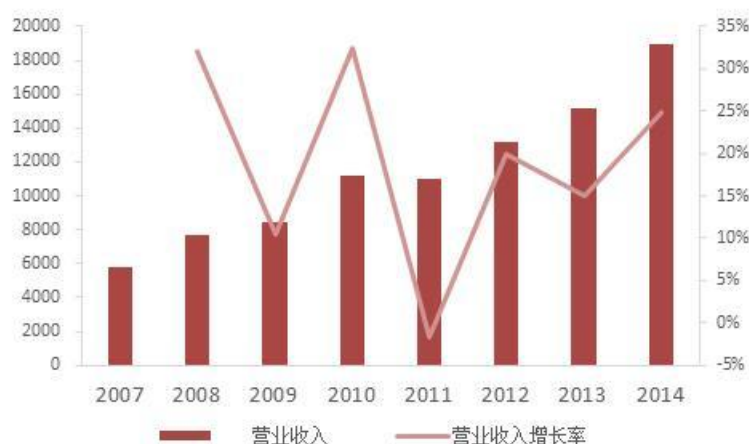
表 1: 与郑州华源相关的业绩数据（万元） .....	2
表 2: 公司的核心技术及其应用 .....	8
表 3: 公司目前的研发项目 .....	9
表 4: 公司 2014 年非公开发行募资筹建项目 .....	9
表 5: 华源的专利情况 .....	10
表 6: 员工持股计划认购情况 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

# 一、石油钻头用金刚石复合片出口异军突起

## 1. 石油钻头用金刚石复合片出口拉动公司业绩

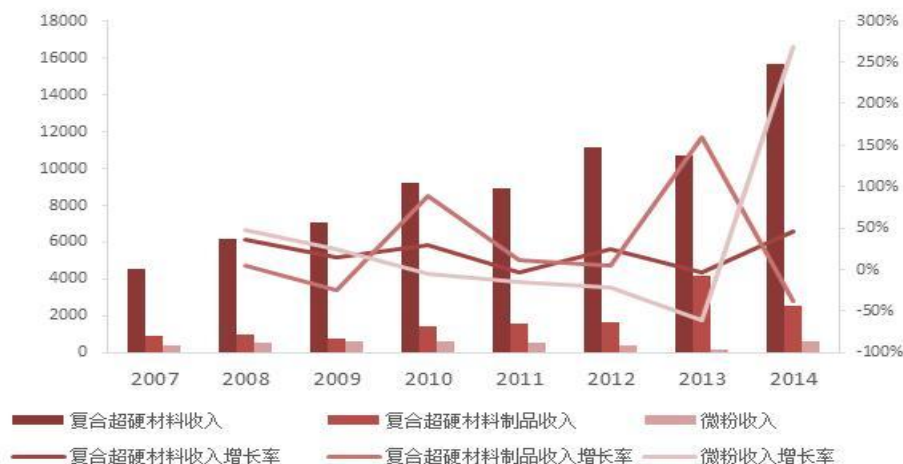
公司是国内规模最大的聚晶金刚石（PCD）研发与生产企业，主要产品为复合超硬材料、复合超硬材料制品和微粉。2014 年公司营业收入大幅提升至 1.86 亿元，收入中占比最大的是复合超硬材料，为公司贡献 83% 的营业收入，较 2013 年增加了 46%。

图 1：公司 2007-2014 年营业收入（万元）及增长率



数据来源：公司公告，西南证券

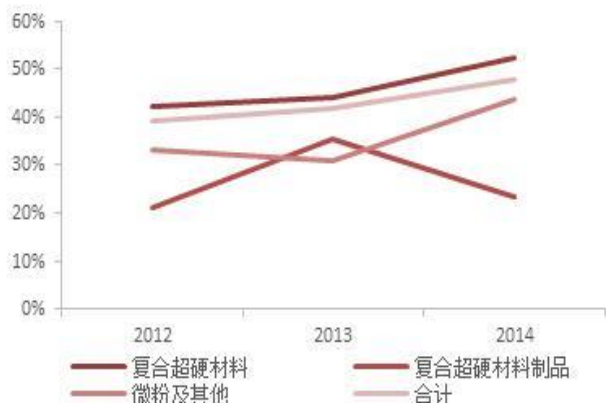
图 2：公司 2007-2014 年各类产品营业收入（万元）及增长率



数据来源：公司公告，西南证券

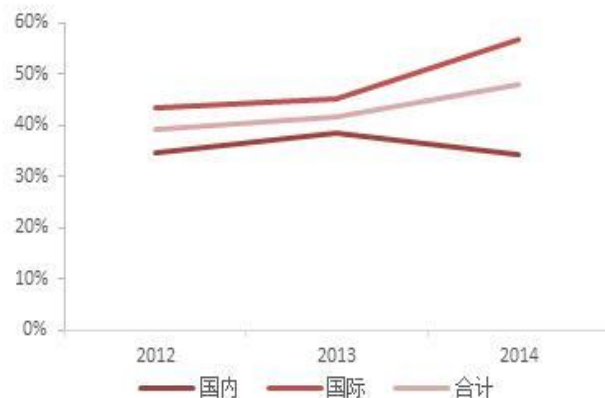
复合超硬材料的主要产品有石油/天然气钻头用金刚石复合片、切削刀具用金刚石复合片、煤田/矿山用金刚石复合片和聚晶金刚石拉丝模坯。2014 年收入的提升主要得益于公司石油钻头用金刚石复合片的出口，同时石油钻头用金刚石复合片的高附加值也拉高了公司的毛利率，公司 2014 年综合毛利率达到 48%，较 2013 年提升了 6.33 个百分点。复合超硬材料的毛利率达到 52%，较 2013 年提高 8%，公司出口毛利率达到 57%，较 2013 年提高了 12%。

图 3: 公司 2012-2014 年各类产品及综合毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 公司 2012-2014 年内销和外销毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

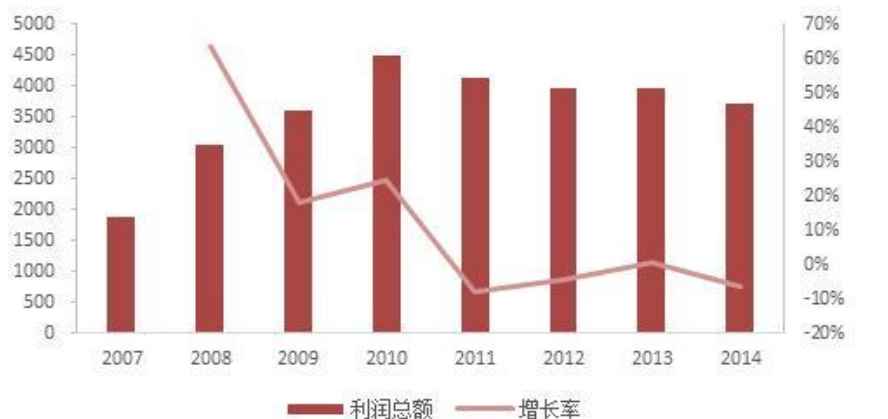
单从公司利润总额来看,公司并没有扭转业绩下滑的趋势,2014 年公司利润总额为 3701 万元,较 2013 减少了 6.7%。公司的高收入低利润是由于公司 2013 年收购的“郑州华源超硬材料”业绩下降引起的。华源 2014 年因为销售下滑,亏损 2057 万元,业绩未达预期,导致公司计提 4735 万元商誉损失。

表 1: 与郑州华源相关的业绩数据 (万元)

与郑州华源相关的业绩数据				
资产减值损失-商誉	存货跌价准备	坏账准备	营业收入	净利润
4735	720	417	1649	-2057

数据来源: 公司公告, 西南证券

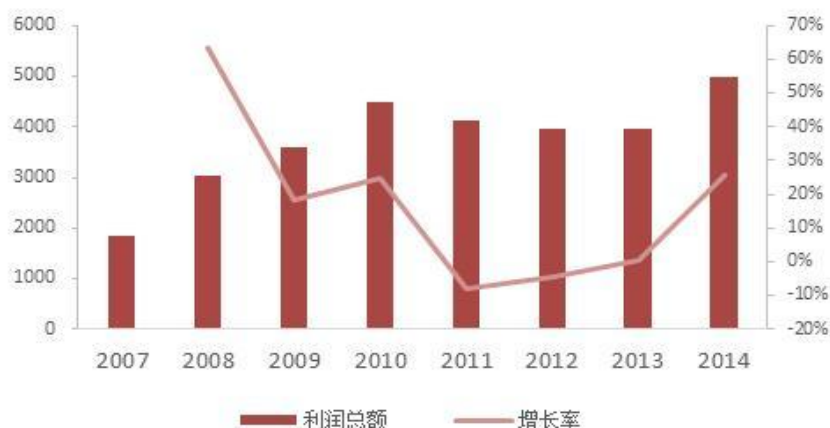
图 5: 公司 2010 年至 2014 年利润不断下滑 (万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

如果剥离华源所带来的损失不计进行粗估,公司 2014 年利润总额将达到 5000 万元,一挽颓势,较 2013 年提高 26%。可以看出公司的内生增长力势头强劲。

图 6：2014 年剥离华源引起的损失后，公司的利润总额（万元）及增长率



数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 产品质量提升打破石油片品牌壁垒，公司品牌建设初见成效

石油钻头用 PCD 复合片的下游行业是石油钻头和石油开采机械行业。石油开采设备属于超大型系统工程机械，石油用 PCD 复合片在整套开采机械的价值比重很低，约占 6%。石油开采过程中，由于石油钻井较深，将损坏的钻头提出钻井进行更换耗费巨大的人力、物力和时间成本，特别是随着人们对石油需求量和依存度逐渐增加，传统陆地浅地层油田可开采的资源越来越少，目前开采范围已经扩展到 3000m 深的陆地深井与海洋深井油田，钻头非正常的损耗更换需要耗费更多成本。因此下游用户对石油复合片及其制造的钻头质量稳定性和产品耐用性要求极高。所以市场选用石油用复合片的首要考量标准是材料品质是否优异、产品质量是否稳定。基于此，石油用 PCD 复合片行业壁垒高，相关制造企业少，市场份额较集中，产品履历考察标准严格，考察时间长，新进入企业的产品需要经过漫长的考察期才能得到市场的认可。

公司以市场需求为导向，利用自有技术，不断改进石油用 PCD 复合片的设计：表面去钴技术支持公司开发目前主打的石油用 PCD 复合片产品 EC 系列，该系列产品在软到中硬，中硬到硬地层有良好的钻进效果；钢体石油钻头专用球面复合齿生产技术支持公司生产钢体石油钻头专用球面复合齿，获得广泛的市场认可；公司深入研究影响石油 PCD 复合片的抗冲击性能的影响因素和改进办法，改进合金和金刚石分布、合成时间、温度和压力等合成工艺条件，提高了产品的品级；表面刻槽及表面刻槽去钴技术使产品提高钻进效率，可与国际著名企业的高端产品竞争；公司最新推出的 ER 系列产品，是在 EC 系列产品基础上选取更高级别的原材料，优化工艺，耐磨性、冲击韧性和热稳定性大幅提升，达到国际一流水平，迅速获得了市场的认可。

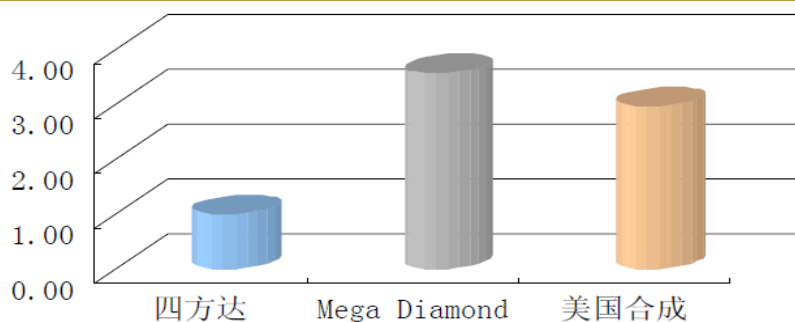
公司的石油用复合片经过十几年市场的检验，建立了良好的产品履历，在国内和国际市场的认可度越来越高，市场逐渐打开。公司在海外采用代理商模式，对客户进行全面的跟踪服务，并注重产品效果反馈。美国具有全球最大的钻头市场，是公司重点开发的海外市场，经过 5、6 年的开拓，已经初具成效，目前公司正在美国筹设全资子公司，未来重点开拓大客户。



### 3. 国际油价大幅下挫，公司价格优势凸显

与国外石油用 PCD 复合片制造商相比，公司具有成本优势和价格优势。Mega Diamond 和美国合成生产的石油用复合片平均价格分别是本公司生产的同类产品平均价格的 3.55 倍和 2.96 倍，公司价格优势显著。与国内竞争者相比，公司在国外具有更强的渠道能力，利于公司更快地推广产品，获得知名度，提高市场份额。

图 7：石油用复合片价格相对倍数对比



数据来源：公司公告，西南证券

从历史数据可以看出，全球勘探投资与 WTI 原油均价呈现正相关的线性关系，油价提高时，全球勘探投资同比提升，油价下跌时，全球勘探投资也相应缩减。虽然石油用 PCD 复合片是整个石油开采设备中很小的一部分，之前石油开采企业和石油钻头商对石油 PCD 复合片的成本并不敏感，但是 2014 年，国际石油价格大幅下跌，供应商利润受到严重挤压，石油开采企业及钻头商不得不进行更加严格的成本管理，选用性价比高的国产石油用 PCD 复合片，公司的产品脱颖而出。

图 8：2014 年原油价格大幅下跌，价格触底（美元/桶）



数据来源：Wind，西南证券

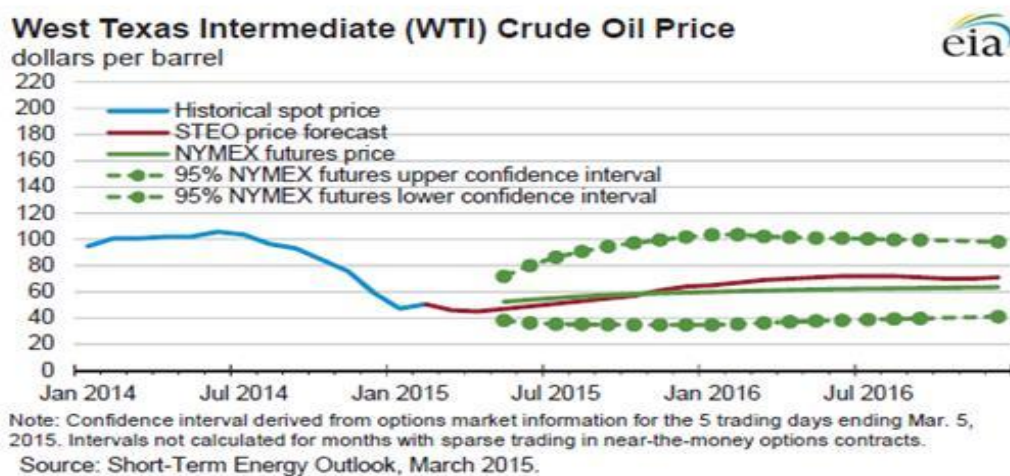
图 9：油价（美元/桶）与勘探开发投资（亿美元）呈正相关关系



数据来源：Wind，西南证券

根据美国能源信息局（EIA）的预测，原油价格于 2015-2016 年保持在低位缓慢回升。石油低价对公司销量的刺激并不止于 2014 年，低油价预计将持续利好公司的石油用 PCD 复合片的销售。

图 10：EIA 预测 WTI 原油价格于 2015-2016 年缓慢回升（美元/桶）



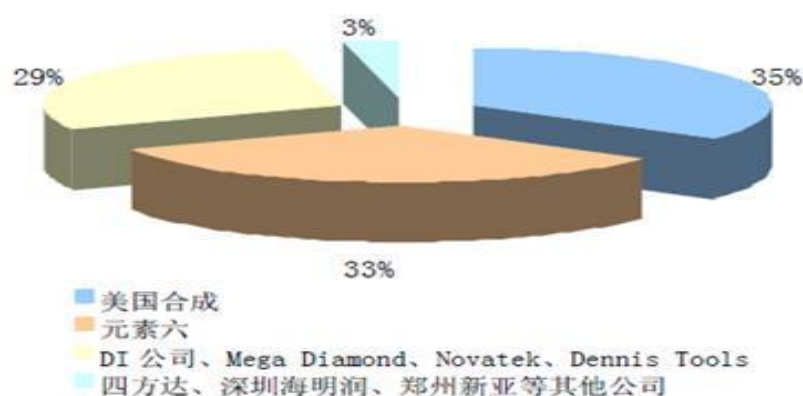
数据来源：EIA，西南证券

## 4. 石油片市场容量大，公司市场占有率低

根据 2008 年《中国超硬材料》的统计，国内企业石油用复合片的市场占有率仅为 3%。市场份额主要由外国企业元素六、DI 公司，美国合成公司、凤凰公司、梅加公司、韩国日进公司等占有。到 2012 年，全世界石油与天然气钻井用的 PCD 复合片产值约为 82 亿元左右，并且以每年 10% 的复合增速增长，国内石油片产值约为 4.5 亿元，国内企业市场占有率提高到了 5%。四方达 2012 年超硬复合材料产品收入 1.3 亿元，石油用复合片收入约占公司总收入的 30%，即 3900 万元，占国内石油用复合片总产量的 9%，占全世界总产量的 0.5%，可见，公司市场占有率还非常低。



图 11: 国际石油用 PCD 复合片市场占有率情况

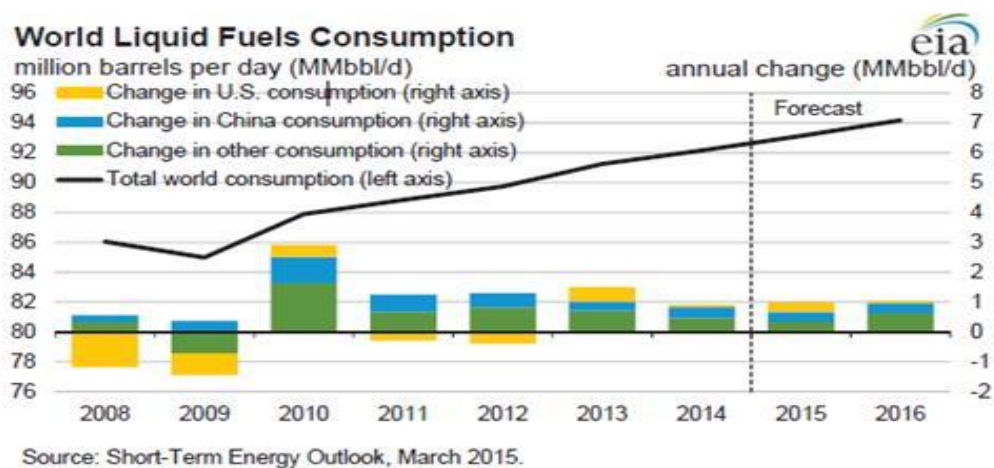


数据来源: 公司公告, 西南证券

未来石油用复合片的市场容量和需求主要由下游石油钻头市场需求量决定, 而石油钻头需求量主要由石油市场需求和石油开采企业采油计划决定。

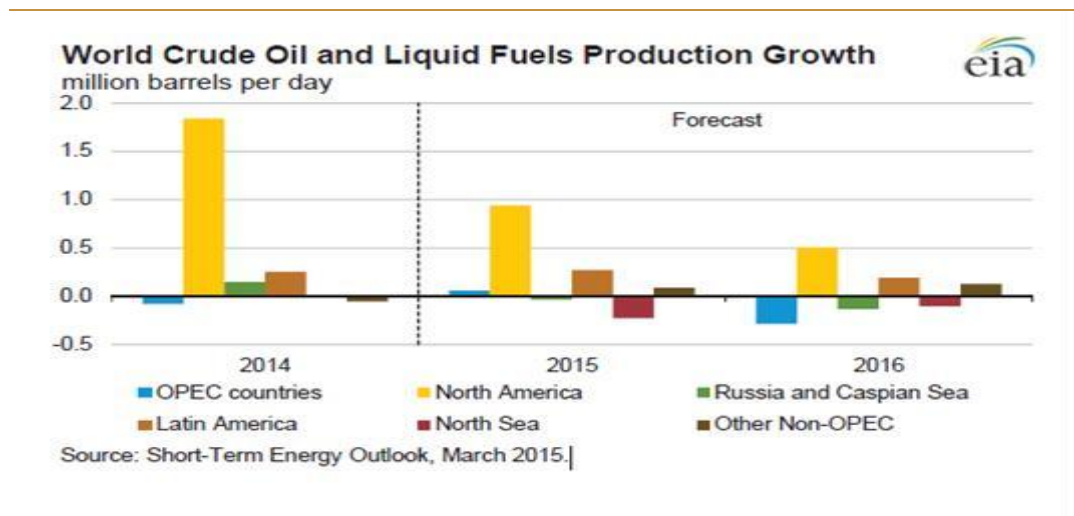
从 EIA 的统计数据来看, 预计 2015 年和 2016 年, 中、美和全球的液体燃料的需求量将持续增加, 全球每天将增加一百万桶消费量, 逐年提高 1% 的累积消费额, 能源结构短期内不会发生重大调整, 原油的需求量也不会发生太大变化。因为诸多因素, 石油开采量可能有一定程度萎缩, 但是因为公司目前市场占有率很低, 对国外产品来说有很强的替代效用, 石油开采量的萎缩对公司影响较小。

图 12: EIA 预测 2015-2016 全球液体燃料需求量日增一百万桶 (百万桶/天)



数据来源: EIA, 西南证券

图 13: EIA 预测 2015-2016 年国际原油及液体燃料开采量萎缩（百万桶/天）



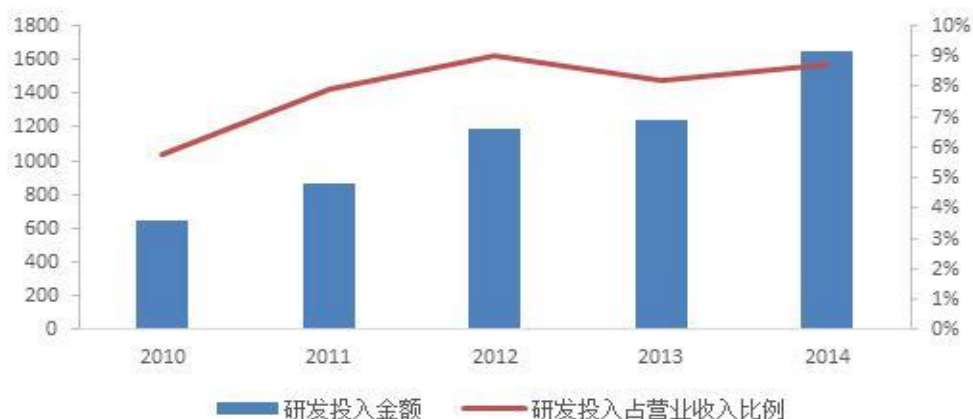
数据来源: EIA, 西南证券

目前公司已经突破品牌壁垒, 积累良好的产品履历, 在石油价格探底, 公司价格优势展现的利好形势下, 公司未来石油用复合片的销售依旧大有可为。

另外, 使用石油用 PCD 复合片的 PDC 钻头, 以其性能上的优越性, 对其他种类的钻头具有很强的替代效用。按照制作材料和钻进方式不同, 钻头可以分为刮刀钻头, 牙轮钻头, 天然金刚石钻头, PDC 钻头等, 目前主流的钻头为牙轮钻头和 PDC 钻头。PDC 钻头以切削原理工作, 破岩能耗低, PCD 复合片超强的硬度、耐磨性和自锐性使 PDC 钻头寿命更长, 效率更高, 2—3 只 PDC 钻头就可以完成十多只牙轮钻头的钻进量, 且 PDC 钻头为固定齿钻头, 没有活动件, 工作可靠性高, 因此对牙轮钻头有很强的替代性, 2011 年 PDC 钻头的总进尺数已经超过牙轮钻头成为最主流的钻头。随着 PDC 钻头对高强度、高研磨性、高非均质性等难钻地层的适应能力逐步增强, PDC 钻头在油气钻井破岩工具市场的主导地位将继续加强, 未来石油用 PCD 复合片的市场也将进一步扩大。

## 二. 研发能力为拉动业绩提供新动力

研发能力始终是公司的核心能力, 公司经过多年积累, 形成了具有自主知识产权的生产和检测技术, 部分技术具有国内或全球独创性。截至目前, 公司已获得由国家知识产权局颁发的 27 项实用新型专利、3 项发明专利和一项发明公布。公司的研发投入也持续增加, 2014 年, 研发费用占总收入的比重达到 9%, 2013 年研发费用占总收入比重也超过 8%, 高于同行业的平均水平, 2013 年同期豫金刚石、黄河旋风和江南红箭的研发费用占总收入的比重分别为 5.5%、3% 和 2%。

**图 14：公司 2010-2014 研发投入逐年上升（万元）**


数据来源：公司公告，西南证券

公司的产品之所以能优于市场是以其优越的技术优势为基础，公司的每项产品都有其技术支持：

**表 2：公司的核心技术及其应用**

技术	应用
<b>PCD 拉丝模坯方面的核心技术</b>	
超细金刚石粒度聚晶金刚石拉丝模坯技术	通过该技术，公司成为世界上仅有的三家能够生产各种金刚石粒度（1-50 微米）的聚晶金刚石拉丝模坯的厂家之一（另外两家分别为 DI 公司和日本住友）。
超大尺寸聚晶金刚石拉丝模坯技术	通过该技术，公司获得了一系列产品，使公司成为世界上少数能够生产各种规格聚晶金刚石拉丝模坯的公司之一
防止聚晶金刚石模芯从硬质合金支撑中脱落的结构设计技术	该技术有助于提高了产品的使用寿命，该技术已获国家实用新型专利
适用于钨、钼等高温拉拔的聚晶金刚石拉丝模坯的生产技术	通过该技术所开发的新产品的耐热温度高达 1100℃，在高温拉拔钨、钼丝时取得了很好的效果，该技术为国内首创。
<b>切削刀具用聚晶金刚石复合片方面的核心技术</b>	
超大尺寸切削刀具用聚晶金刚石复合片生产技术	目前公司已经可以生产直径为 58mm 的刀具复合片，该产品直径在国内最大，国际领先
聚晶金刚石复合片高效表面抛光技术	该技术有效提高公司切削刀具用复合片、石油钻头用复合片等产品的加工效率，降低生产成本，提高市场竞争力和利润率，国内首创
<b>石油、矿山用聚晶金刚石复合片方面的核心技术</b>	
聚晶金刚石层表面去 Co 技术	公司运用该技术开发了 EC 系列产品，该产品在石油钻井领域钻进中硬地层时取得了良好的效果
钢体石油钻头专用球面复合齿生产技术	通过该技术，公司成功生产了钢体石油钻头专用球面复合齿并获得广泛应用，为企业创造了丰厚的利润
石油矿山钻头用聚晶金刚石复合片抗冲击性能影响因素和改进办法	通过该技术，公司获得了抗冲击性能和使用寿命明显增加的产品，提高了产品的等级，优等品率增加了 10%以上
石油矿山钻头用聚晶复合片金刚石层表面刻槽及表面刻槽去 Co 技术	通过该技术，申请了“表面刻槽的聚晶金刚石硬质合金复合片”实用新型和“有缺 Co 区的表面刻槽的聚晶金刚石硬质合金复合片”发明专利，是为与国际知名企业在高端产品上竞争而储备的一种新型专利产品

技术	应用
锚杆钻头用聚晶金刚石复合片生产技术	通过该技术，公司开发了适用于锚杆钻头用的聚晶金刚石复合片，获得了良好的经济效益
<b>综合技术（不针对特定产品）方面的核心技术</b>	
石油、矿山钻头用聚晶金刚石复合片抗冲击性能评价体系的建立	通过该技术，公司制定了一套科学有效的评价体系，建立了抗冲击性能企业检测标准，对产品质量的稳定起到了巨大作用
石油、矿山钻头用聚晶金刚石复合片磨耗比测量和评价体系的建立	通过该技术，公司开发了一种符合实际工作状况的磨耗比测试方法，这种磨耗比测试方法为国内首创，对公司大部分产品的性能的提高都有重要作用

数据来源：公司公告，西南证券

公司重点部署产业链下游的超硬复合材料制品，且以市场为导向，密切关注聚晶金刚石新应用领域，开发新产品。目前公司在矿用工具的研发中投入较大，也取得较大进展，公司也关注高铁、桥桩等领域的应用，预计公司在近期会有新产品推出。

同时，公司也重视对复合超硬材料传统领域高端产品的研发，公司 2014 年底拟定的非公开发行计划募集资金 3 亿元用于建设复杂地层石油钻头用高端聚晶金刚石复合片研发及产业化项目和超硬刀具研发及产业化项目，项目投产后将更有利于公司与国际知名石油片生产商竞争，进一步开拓国际市场，推进超硬刀具高端产品的进口替代。

**表 3：公司目前的研发项目**

研发项目	阶段
复合超硬刀具	中试/小批量生产
聚晶立方氮化硼复合材料系列化产品研发	中试/小批量生产
金属加工聚晶金刚石刀具研发	中试/小批量生产
复合超硬材料制品（拉丝模、砂轮）	中试/小批量生产
金属切削用 PCD/PCBN 复合片	中试/小批量生产
矿山开采用 PDC 潜孔钻头	小批量生产
高性能木工刀具用聚晶金刚石复合片系列	研究
高耐磨石油钻探用金刚石复合片系列	中试/小批量生产
高抗冲击石油钻探用聚晶金刚石复合片系列	研究
矿山开采 PDC 截齿	中试/小批量生产

数据来源：公司公告，西南证券

**表 4：公司 2014 年非公开发行募资筹建项目**

项目名称	预计总投资额 (万元)	销售收入 (亿元)	净利润 (万元)	产能	建设周期	达产周期
复杂地层石油钻头用高端聚晶金刚石复合片研发及产业化项目	18011	21840	6869	84 万片	2 年	3 年
超硬刀具研发及产业化项目	12359	13650	4409	7.8 万把	2 年	4 年

数据来源：公司公告，西南证券

## 三、加强华源管理，预计 2015 年扭亏为盈

### 1. 华源 2014 年管理不善导致亏损

郑州华源主要生产强化复合地板、实木复合木地板、竹木复合木地板、新型材料复合地板等专用的金刚石刀具和金刚石锯片，是刀具用金刚石复合片的下游产品。公司 2013 年收购郑州华源 80% 的股权实现并表。收购华源有助于公司丰富复合超硬材料制品的产品线，是公司向下游拓展的重要举措。

“华源”品牌的木工用 PCD 刀具在国内享有较高知名度，收购之前在国内木地板用 PCD 刀具市场占有率约 20%，稳居同行业前两名。公司拥有 9 项相关的专利。华源在收购时承诺 2014 年扣非后利润总额不低于 2165 万元。但由于收购过程中整合管理不善导致销售人员离职率高，客户流失，整体销售业绩急剧下滑，亏损 2057 万元，导致商誉计提 4735 万元。公司因此不用支付第二期股权转让款及利息实现营业外收入 5499 万元。

### 2. 木工用 PCD 刀具市场空间巨大，华源前景可期

随着 PCD 复合片刀具制造成本不断降低，工艺逐渐完善，PCD 复合片刀具对传统硬质合金刀具和进口 PCD 刀具替代速度也在加快。木工用 PCD 工具主要用于强化复合木地板加工行业、人造板行业、风动工具行业、康佩特新型建材、家具行业等。目前物美价廉的强化木地板比起传统的具有放射性的陶瓷和价格昂贵的实木地板更受到家庭的青睐，木地板行业可观的需求增量也将带动木工用 PCD 刀具行业的发展。地板行业 PCD 刀具市场约有 2-4 亿元，市场前景广阔，华源地板用 PCD 刀具还有增长空间，另外 PCD 圆锯片市场约为 46 亿元，PCD 圆锯片也是华源的利润增长点。

与同行业相比，华源具有自主知识产权，技术创新和研发能力强，且以技术为依托，长期坚持成本领先战略，较同类产品成本低，利润空间大。

表 5：华源的专利情况

序号	专利名称	专利号	专利类别	授权日期
1	一种附着超硬材料磨料的切割用线锯	ZL200720092282.8	实用新型	2008/7/23
2	增强型锯片	ZL200920089734.6	实用新型	2010/1/13
3	一种新型锯片	ZL201220005847.5	实用新型	2012/9/19
4	一种线锯机	ZL201220440724.4	实用新型	2013/2/6
5	地板及其拼接结构	ZL201220440474.4	实用新型	2013/2/6
6	一种坚固耐用的切割工具	ZL201220441558.X	实用新型	2013/2/6
7	一种放断裂锯片	ZL201220440702.8	实用新型	2013/3/6
8	一种刚断裂切割工具	ZL201220440572.8	实用新型	2013/3/6
9	一种逃生安全锤	ZL201220440494.1	实用新型	2013/3/13

数据来源：公司公告，西南证券

公司今年会加强对华源的经营管理，重塑营销队伍，加强渠道管理，并且会对华源进行更多技术支持，助其开发高附加值的新产品，提高竞争力。预计在 2015 年，华源将扭亏为盈。



## 四、公司流动资金多，并购预期高

虽然公司在收购郑州华源的整合期间进展不顺利，但是公司对木工用 PCD 复合片制品企业的标的选择值得肯定。公司在调整支持华源整合的期间也积累了收购方面的经验。

公司通过研发，逐渐向下游拓展，而公司通过收购下游企业则更高效地丰富产业链，扩大规模，符合公司的发展战略。公司也具有继续并购的所需要的资金支持和天时地利的条件。

公司目前有大量货币资金和良好的财务结构：公司 2014 年末货币资金达到 3 亿元，占总资产的 35%，资产负债率仅为 15%，同期，豫金刚石资产负债率达到 40%，黄河旋风的资产负债率则高于 50%。

公司具有继续并购天时地利的条件：人造金刚石下游应用领域广，产品多样化，企业众多而集中度低，有大量优秀的标的可供选择，且目前市场需求疲软给中小企业的生存带来了巨大压力，中小企业也乐于背靠大树；公司处于人造金刚石的产业聚集地河南省，国内规模较大的人造金刚石企业大部分聚集于此，中小企业众多，不同企业处于产业链的不同环节，企业间是竞争关系同时也彼此了解，协同共生，有利于公司低成本地寻找定位优秀标的。

图 15：公司 2007-2014 年货币资金金额（万元）



数据来源：公司公告，西南证券

## 五、员工持股计划彰显信心

2014 年底，公司计划非公开发行，募集资金 3 亿元用于投资超硬材料及制品向高端化延伸的项目。此次非公开发行拟定以不低于 9.63 元的价格向方海江及四方达第 1 期员工持股计划发行不超过 3116 万股股票。员工持股计划中，方海江、付玉霞各占比 18.86%，其他高管合计占比 47.03%，其他员工占比为 15.25%。

表 6：员工持股计划认购情况

认购对象	认购金额	认购股份数	认购比例
方海江	不超过 20,000 万元	不超过 2,077 万股	66.67%
四方达第一期员工持股计划	不超过 10,000 万元	不超过 1,039 万股	33.33%
合计	不超过 30,000 万元	不超过 3,116 万股	100%

数据来源：公司公告，西南证券

公司控制人、高管及员工的认购彰显了对企业发展前景的信心，同时员工持股计划可以形成激励，更有利于公司快速发展。

## 六、财务预测及估值

### 1. 关键假设

预计石油片将继续得益于低油价及公司渠道建设的成果，实现放量，带动超硬复合材料实现业绩提升，预计未来三年公司超硬复合材料销售收入增速保持在 50%，同时海外销售带动毛利率提升，预计超硬复合材料毛利率未来三年分别以 8%、7%、6% 的增速提升；

PCD 刀具制品将带动超硬复合材料制品的提升，预计未来三年公司超硬复合材料制品增速为 20%，毛利率以每年 3% 提升；

郑州华源销售队伍重建成果显现，实现扭亏为盈，预计未来三年增速保持在 20%，毛利率逐年提升 3%；

预计公司在 2015 年完成定增。

### 2. 估值

根据以上假设，预计公司 2015-2017 年将实现营业收入 2.8 亿元、4.1 亿元和 6.2 亿元，归属母公司的净利润分别为 0.86 亿元，1.41 亿和 2.30 亿元，对应的 EPS 分别为 0.40 元，0.65 元和 1.06 元。

公司是聚晶金刚石产业的龙头，在 A 股市场具有一定稀缺性。公司专注于超硬复合材料及制品，行业准入门槛和产品技术含量与上游和下游企业相比更高，公司品牌和渠道的价值不断增加，公司的盈利能力和上升空间均高于人造金刚石产业的其他公司，并且公司有很强的并购预期。鉴于公司处于高增长时期，使用 PEG 估值方法，取申万三级磨具磨料行业 2015 年 PEG 中值 64 倍，目标价 34.64 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	189.1	278.7	414.6	622.3	净利润	33.1	85.8	142.2	230.9
营业成本	100.5	121.8	153.3	195.0	折旧与摊销	15.8	11.4	11.4	11.4
营业税金及附加	2.6	3.2	5.1	7.6	财务费用	-6.0	-0.6	-0.4	-0.4
销售费用	20.2	29.8	44.3	66.5	资产减值损失	60.1	-3.7	0.6	0.3
管理费用	39.3	58.0	86.3	129.5	经营营运资本变动	-13.7	-127.3	-159.7	-241.1
财务费用	-6.0	-0.6	-0.4	-0.4	其他	-50.7	0.3	0.3	0.3
资产减值损失	60.1	0.0	0.0	0.0	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>38.6</b>	<b>-34.0</b>	<b>-5.6</b>	<b>1.3</b>
投资收益	6.5	0.0	0.0	0.0	资本支出	-39.5	-140.5	-151.9	0.0
公允价值变动损益	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	其他	-194.0	11.0	-0.3	-0.3
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-233.5</b>	<b>-129.4</b>	<b>-152.2</b>	<b>-0.3</b>
<b>营业利润</b>	<b>-21.1</b>	<b>66.2</b>	<b>125.8</b>	<b>223.7</b>	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非经营损益	58.1	31.5	35.7	38.1	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>37.0</b>	<b>97.7</b>	<b>161.5</b>	<b>261.8</b>	股权融资	0.0	0.0	300.0	0.0
所得税	3.9	11.9	19.4	30.9	支付股利	-18.0	-10.8	-29.9	-50.6
净利润	33.1	85.8	142.2	230.9	其他	12.3	0.6	0.4	0.4
少数股东损益	-4.3	0.0	1.1	1.4	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5.7</b>	<b>-10.2</b>	<b>270.5</b>	<b>-50.2</b>
归属母公司股东净利润	37.5	85.8	141.0	229.5	<b>现金流量净额</b>	<b>-200.6</b>	<b>-173.7</b>	<b>112.7</b>	<b>-49.1</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	299.3	125.6	238.3	189.2	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	101.6	154.2	232.9	344.9	销售收入增长率	24.9%	47.4%	48.7%	50.1%
存货	86.3	109.9	138.7	177.5	营业利润增长率	-158.6%	214.3%	90.0%	77.9%
其他流动资产	119.5	176.1	262.0	393.2	净利润增长率	-2.4%	158.8%	65.7%	62.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA 增长率	-127.3%	582.0%	77.6%	71.6%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	158.4	299.8	441.1	430.6	毛利率	46.9%	56.3%	63.0%	68.7%
无形资产和开发支出	68.0	67.1	66.3	65.4	三费率	28.3%	31.3%	31.4%	31.4%
其他非流动资产	16.0	4.6	4.6	4.6	净利率	17.5%	30.8%	34.3%	37.1%
<b>资产总计</b>	<b>849.1</b>	<b>937.4</b>	<b>1383.9</b>	<b>1605.4</b>	ROE	4.6%	10.8%	11.7%	16.6%
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	4.1%	3.9%	7.0%	9.1%
应付和预收款项	83.5	83.1	114.1	150.8	ROIC	20.8%	120.8%	220.8%	320.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA/销售收入	-6.0%	27.6%	33.0%	37.7%
其他负债	42.9	45.2	48.5	52.9	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>126.4</b>	<b>128.3</b>	<b>162.6</b>	<b>203.7</b>	总资产周转率	22.4%	31.2%	35.7%	41.6%
股本	216.0	216.0	247.2	247.2	固定资产周转率	119.3%	188.4%	301.7%	490.4%
资本公积	313.5	313.5	582.3	582.3	应收账款周转率	212.1%	244.8%	239.1%	240.6%
留存收益	186.4	261.4	372.5	551.4	存货周转率	125.7%	117.2%	119.2%	119.8%
归属母公司股东权益	715.9	790.9	1202.0	1380.9	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	131.7%	--	--	--
少数股东权益	6.9	6.9	8.0	9.4	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>722.8</b>	<b>797.7</b>	<b>1210.0</b>	<b>1390.3</b>	资产负债率	14.9%	13.7%	11.7%	12.7%
负债和股东权益合计	849.1	926.0	1372.6	1594.0	带息债务/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	644.5%	589.1%	668.9%	644.2%
					速动比率	552.8%	474.6%	562.5%	540.7%
					股利支付率	28.8%	34.9%	35.9%	36.0%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.17	0.40	0.65	1.06
					每股净资产	3.35	3.69	5.60	6.44
					每股经营现金	0.18	-0.16	-0.03	0.01
					每股股利	0.05	0.14	0.23	0.38
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	-11.3	77.0	136.8	234.7					
PE	164.3	71.8	43.7	26.8					
PB	8.5	7.7	5.1	4.4					
PS	32.6	22.1	14.8	9.9					
EV/EBITDA	-517.4	78.1	49.6	29.1					
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn