

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.05

当前价格: 5.34

2019.10.17

四方达 (300179)

四方达: 国际领先的超硬新材料企业

——四方达首次覆盖报告

	李鹏飞 (分析师)	刘华峰 (分析师)	魏雨迪 (研究助理)
	010-83939783	0755-23976751	021-38674763
	lipengfei@gtjas.com	liuhuafeng@gtjas.com	weiyudi@gtjas.com
证书编号	S0880519080003	S0880515060003	S0880117120039

本报告导读:

公司是高端超硬新材料企业, 产品结构持续优化, 毛利率维持高位。公司研发投入较高, 产品不断实现进口替代。首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资要点:

首次覆盖, 给予“增持”评级。公司主营为超硬材料, 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.23/0.30/0.38 元, 参考同类公司估值, 给予公司 2019 年 PE 35 倍, 对应目标价 8.05 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。**超硬材料行业处于发展期, 未来前景广阔。**超硬材料是我国的优势行业, 2018 年我国年产金刚石和立方氮化硼占世界产量的比例超过 90%、70%, 是世界超硬材料的中心。超硬材料以其超高的硬度、出色的耐热及耐磨性质, 逐渐在机械及电子加工、原油开采和煤田开采等领域崭露头角。我国政策利好超硬材料的发展, 叠加我国制造业的转型升级, 超硬材料在我国的应用将逐渐扩张, 我国超硬材料未来的发展前景广阔。

立足高端产品, 公司毛利率维持高位。公司研发投入占营收的比例维持在 6% 以上, 公司采用“生产一代、开发一代、预研一代”的产品研发策略, 确保公司产品的竞争力。在较高的研发投入支撑下, 公司产品品质不断升级, 产品结构不断优化。受益于良好的产品结构, 2013 年以来公司毛利率维持在 40% 以上。

“大客户”战略不断推进, 进口替代增厚收益。公司围绕大客户的核心需求, 不断提高公司大客户开发效果、巩固大客户合作关系, 大客户的贡献持续增加。同时, 2019 年公司新产品在石油天然气开采的钻进区域实现突破, 并批量供应, 有效完善了进口替代的产品系列与钻进应用范围。公司近期不断回购股份, 彰显出管理层对公司长期发展的信心。

风险提示:人民币汇率大幅升值, 原油价格大幅下跌。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	314	377	486	598	712
(+/-)%	88%	20%	29%	23%	19%
经营利润 (EBIT)	83	68	158	199	250
(+/-)%	249%	-18%	132%	26%	26%
净利润 (归母)	62	65	114	150	191
(+/-)%	109%	5%	77%	32%	27%
每股净收益 (元)	0.12	0.13	0.23	0.30	0.38
每股股利 (元)	0.10	0.15	0.11	0.15	0.19

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	26.3%	18.1%	32.5%	33.2%	35.1%
净资产收益率 (%)	7.7%	7.6%	12.7%	15.4%	17.9%
投入资本回报率 (%)	14.9%	10.7%	22.7%	25.1%	27.4%
EV/EBITDA	24.86	18.57	12.85	10.41	8.43
市盈率	42.34	40.38	22.87	17.38	13.65
股息率 (%)	1.9%	2.9%	2.1%	2.8%	3.7%

交易数据

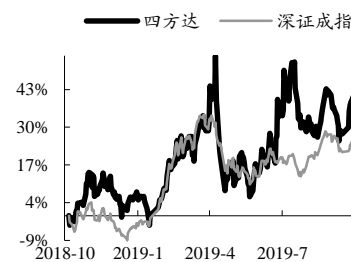
52 周内股价区间 (元)	3.51-6.08
总市值 (百万元)	2,662
总股本/流通 A 股 (百万股)	498/335
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	67%
日均成交量 (百万股)	10.25
日均成交值 (百万元)	54.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	858
每股净资产	1.72
市净率	3.1
净负债率	-19.02%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.02	0.02
Q2	0.05	0.08
Q3	0.04	0.07
Q4	0.02	0.06
全年	0.13	0.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	4%	0%
相对指数	2%	0%	-31%

模型更新时间: 2019.10.17

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

四方达 (300179)

首次覆盖

评级: **增持**

目标价格: **8.05**

当前价格: 5.34

2019.10.17

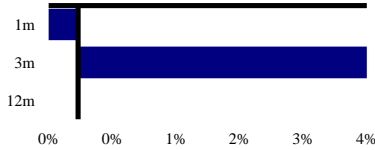
公司网址

www.sf-diamond.com

公司简介

公司主要从事聚晶金刚石(简称 PCD)及其相关产品的研发、生产和销售, 产品包括石油/天然气钻探用聚晶金刚石复合片、煤田及矿山用金刚石复合片、切削刀具用金刚石复合片、聚晶金刚石拉丝模坯, 截齿潜孔钻头公路齿、旋挖机齿、成品聚晶金刚石模具、超硬刀具、金刚石砂轮等, 形成了有自身特色的产品系列, 由生产常规产品向高端产品转变, 由简单加工行业向高端加工制造业转变; 产品广泛应用于石油钻探及矿山开采, 机械、

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

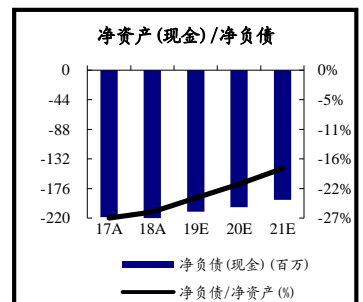
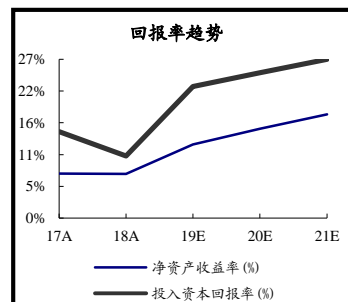
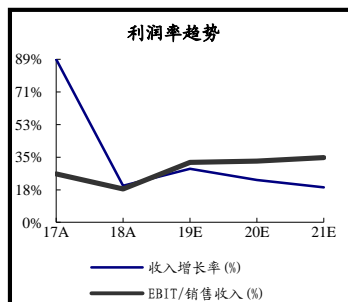
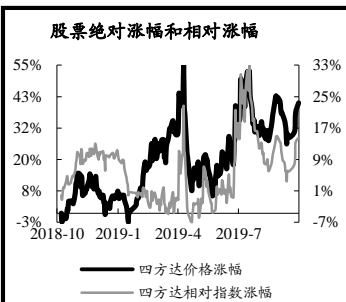
3.51-6.08

市值 (百万)

2,662

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	314	377	486	598	712
营业成本	160	186	208	276	334
税金及附加	5	5	7	9	11
销售费用	19	27	28	29	30
管理费用	26	54	48	49	50
EBIT	83	68	158	199	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	8	0	0	0
财务费用	2	-8	6	6	11
营业利润	74	74	129	169	215
所得税	12	9	15	19	24
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	62	65	114	150	191
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	218	220	210	204	192
其他流动资产	384	476	527	649	790
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	177	196	192	190	187
无形及其他资产	202	195	195	195	195
资产合计	981	1,087	1,124	1,237	1,364
流动负债	146	208	192	229	261
非流动负债	30	34	34	34	34
股东权益	805	845	899	975	1,069
投入资本(IC)	465	556	619	702	807
现金流量表					
NOPLAT	70	60	140	176	222
折旧与摊销	23	26	29	33	37
流动资金增量	-40	-1	67	85	108
资本支出	-14	-40	-29	-34	-39
自由现金流	39	45	207	261	328
经营现金流	193	112	80	101	124
投资现金流	-64	-119	-29	-34	-39
融资现金流	-4	1	-60	-74	-97
现金流净增加额	125	-5	-9	-6	-11
财务指标					
成长性					
收入增长率	88.5%	19.8%	29.1%	23.0%	19.0%
EBIT 增长率	248.9%	-17.7%	132.4%	25.6%	25.7%
净利润增长率	108.6%	4.9%	76.6%	31.6%	27.3%
利润率					
毛利率	49.0%	50.7%	57.2%	53.9%	53.1%
EBIT 率	26.3%	18.1%	32.5%	33.2%	35.1%
归母净利润率	19.6%	17.1%	23.4%	25.1%	26.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.7%	7.6%	12.7%	15.4%	17.9%
总资产收益率(ROA)	6.3%	5.9%	10.1%	12.1%	14.0%
投入资本回报率(ROIC)	14.9%	10.7%	22.7%	25.1%	27.4%
运营能力					
存货周转天数	216	199	200	210	220
应收账款周转天数	159	153	170	180	195
总资产周转天数	1,069	1,002	830	720	667
净利润现金含量	313.9%	173.6%	70.1%	67.6%	65.0%
资本支出/收入	4.3%	10.6%	6.0%	5.7%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	22.2%	20.1%	21.2%	21.6%
净负债率	-27.1%	-26.0%	-23.4%	-20.9%	-18.0%
估值比率					
PE(现价)	42.34	40.38	22.87	17.38	13.65
PB	3.68	2.31	2.90	2.68	2.44
EV/EBITDA	24.86	18.57	12.85	10.41	8.43
P/S	7.94	6.94	5.38	4.37	3.67
股息率	1.9%	2.9%	2.1%	2.8%	3.7%



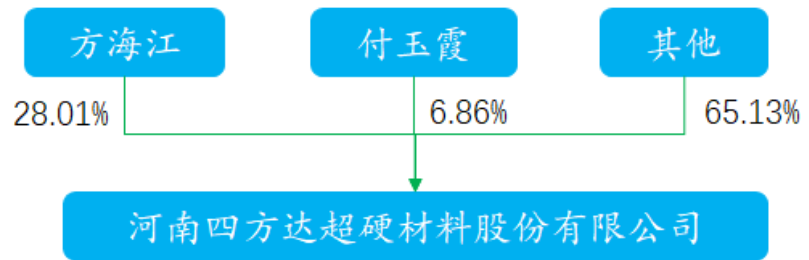
目录

1. 四方达：国内超硬材料龙头企业.....	4
2. 超硬材料行业处于发展期，前景广阔.....	6
2.1. 超硬材料是我国的优势行业.....	6
2.2. 超硬材料应用前景广阔.....	7
3. 立足高端产品，推进进口替代战略.....	8
3.1. 立足高端超硬材料产品，公司毛利率维持高位.....	8
3.2. 推进进口替代战略，打开渠道培育市场.....	9
4. 首次覆盖，给予“增持”评级.....	11
5. 风险提示.....	12
5.1. 人民币汇率大幅升值.....	12
5.2. 原油价格大幅下跌.....	12

1. 四方达：国内超硬材料龙头企业

四方达于 1997 年 3 月 5 日注册于河南自贸试验区郑州片区（经开）第十大街 109 号，法人代表为方海江，注册资本为人民币 4.98 亿元。2011 年 2 月 15 日，公司在深圳证券交易所上市交易。公司控股股东为方海江，持有公司 28.01% 的股份，为公司第一大股东。

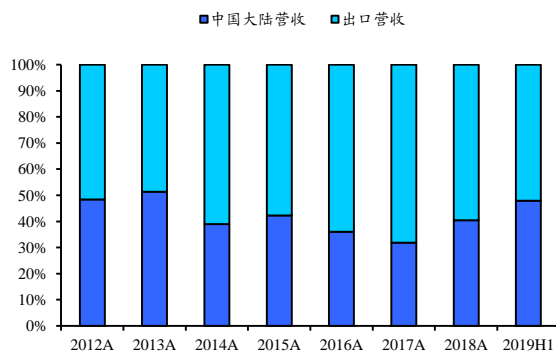
图 1 公司股权情况简明



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

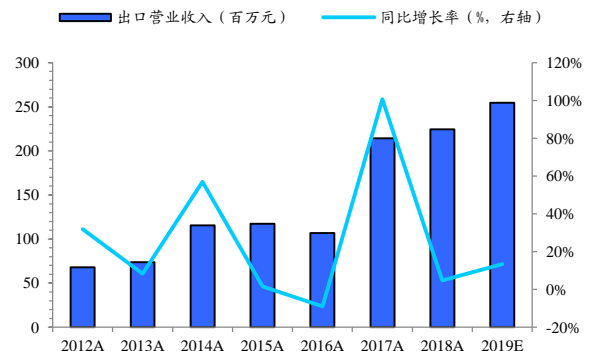
公司是国内超硬材料龙头企业。公司主要从事超硬材料及其相关制品的研发、生产和销售，已形成以复合超硬材料为核心、以精密金刚石工具为新的业务增长点的产品体系。目前，公司国内产品品种规格齐全、规模优势明显、市占率最高的复合超硬材料龙头企业。公司产品质量达到国际先进水平，获得下游客户广泛认可，产品远销欧洲、美洲、东南亚、非洲等四十多个国家和地区，具有较高的国际知名度。2018 年公司生产超硬复合材料 333.6 万个，销量 317.8 万个，产销比为 95.3%。近年来，其海外销售增长较快，2019 年 1-6 月公司出口营收占比 52.03%，出口营业收入达到 1.27 亿元。

图 2 公司出口占比超 50%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 公司出口营收逐年攀升

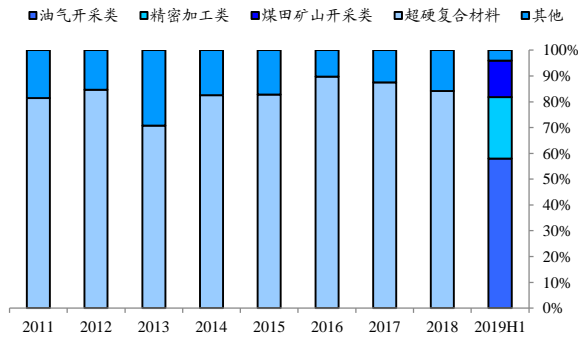


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

油气开采类产品为公司主要营收来源，并贡献公司主要毛利。公司目前超硬材料产品可分三种类型，第一类是油气开采用，产品包括平面齿以及异形齿；第二类是煤田矿山开采用，产品包括平面齿、球型齿等；第三类是精密加工用，可细分为 PCD（加工有色金属用）及 PCBN（加工黑色金属用）两类。2019 年 1-6 月公司三大类产品分别实现营业收入 1.42、0.35、0.58 亿元，占比分别为 58.02%、14.21%、23.74%，同比分别增长 81.74%、30.36%、10.68%；毛利润分别为 9226、1559、2235 万

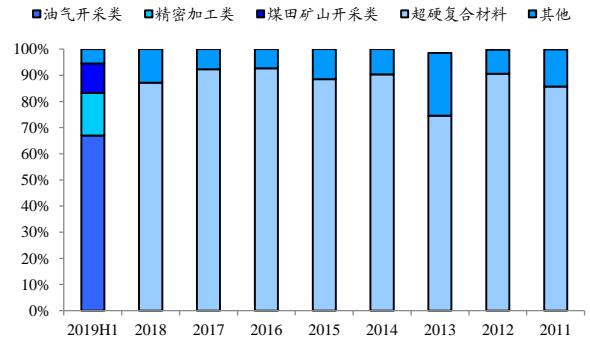
元, 占比分别为 66.98%、11.32%、16.23%, 基本持平。

图 4 油气开采类产品为公司营收的主要来源



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

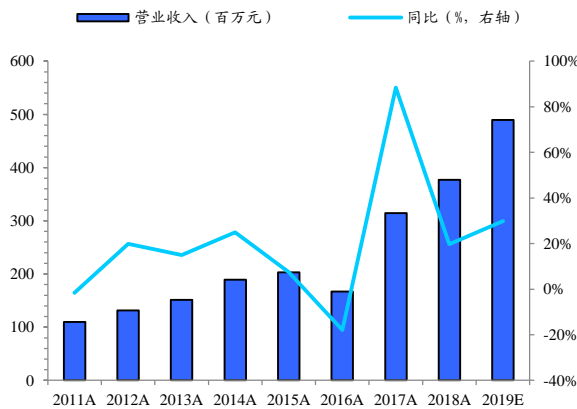
图 5 油气开采类产品贡献公司主要毛利



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

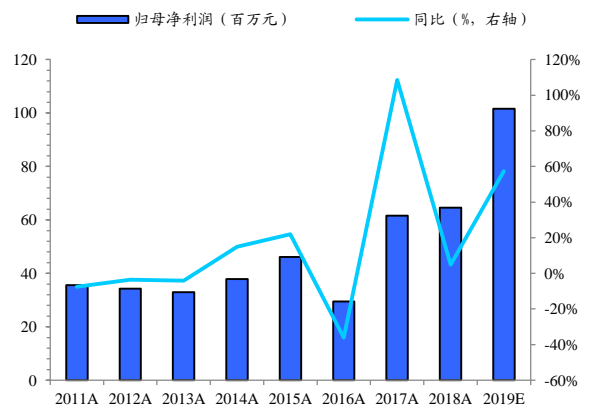
公司营业收入近年来稳步上升, 2018 年公司业绩创历史新高。随着公司产品结构的不断优化及油气行业景气持续回暖, 公司盈利能力稳步提升。2019 年 1-6 月公司实现营业收入 2.45 亿元, 同比增长 39.22%; 归属上市公司股东净利润 0.51 亿元, 同比增长 47.34%。

图 6 公司营业收入稳步上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

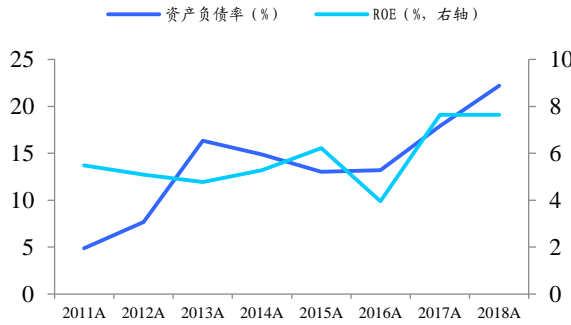
图 7 公司归母净利润稳步上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

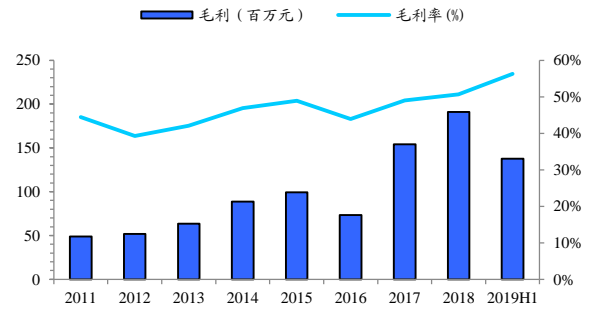
2018 年公司毛利及产品毛利率持续稳定攀升, ROE 逐年提升。公司总体毛利及毛利率稳定增长, 2018 年总毛利达 1.9 亿元, 产品综合毛利率达到 50.68%。同时, 公司各项财务指标也得到进一步改善, ROE 由 2016 年的 3.96% 提升至 2018 年的 7.64%, 公司盈利能力持续上行。

图 8 公司 ROE 逐年提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9 公司盈利能力持续改善，毛利率稳定增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 超硬材料行业处于发展期，前景广阔

2.1. 超硬材料是我国的优势行业

超硬材料指硬度可以与金刚石相比拟的材料。目前使用的超硬材料的原材料主要为立方氮化硼 (PCBN) 与金刚石，其中 PCBN 具有高硬度、高耐磨性且高温下表现稳定，主要用于制造各类刀具；金刚石又分为单晶金刚石、聚晶金刚石 (PCD) 和 CVD 金刚石，单晶金刚石应用于砂轮、锯片等，PCD 应用于刀具、石油钻头，CVD 金刚石应用于拉丝模、刀具等，高端 CVD 金刚石应用于电子器件、航天等领域。超硬材料也可以分类为单晶超硬材料和聚晶超硬材料（也称“复合超硬材料”），单晶超硬材料包含单晶金刚石、单晶立方氮化硼等，特点是硬度高但尺寸小；聚晶金刚石/立方氮化硼是用单晶金刚石/立方氮化硼为主要原料，添加金属和非金属粘接剂在高温高压环境下制成的复合材料，复合超硬材料虽然硬度和耐热度稍差，但其切割面积较大、耐磨性更好。

表 1: 单晶、复合超硬材料用于不同领域

品类	性质	用途	对应下游
单晶超硬材料	硬度高、耐热性好，但尺寸小，切割面积小	锯片、砂轮等切削工具	光伏行业等
复合超硬材料	硬度、耐热性稍差，但尺寸大，切割面积大，耐磨性更好	刀具、钻头	汽车、电子、石油天然气等

数据来源：中国机床工具工业协会超硬材料分会，国泰君安证券研究

复合超硬材料主要用于石油天然气、煤田矿山、汽车等。石油天然气用聚晶金刚石是由小金刚石颗粒和粘接剂混合组成的切削层和硬质合金衬底层在高温高压下烧结合成，该材料具有很高的强度、硬度和耐磨性，该材料镶嵌于石油、天然气钻头上，是钻头上起到切削和掘进的核心部件，在钻头掘进的过程中，金刚石复合片逐渐消耗。在煤田矿山开采过程中，金刚石复合片起到同样的作用。PCD 刀具的耐用度较硬质合金刀具寿命高几十倍，主要加工对象为有色金属、非金属材料等。由于汽车发动机活塞的群部、销孔和化油器等部件含硅量一般在 10% 以上，硬度较大，且大多采用流水线批量生产，这使得合金刀具的性价比较低，金

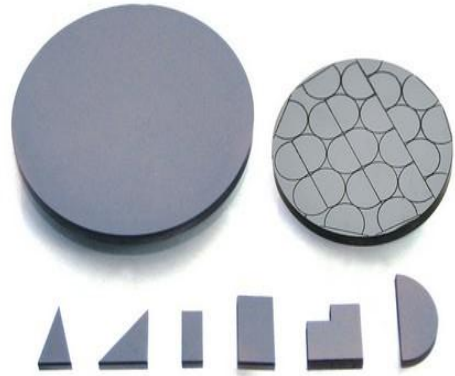
金刚石刀具适用性良好。

图 4 石油钻头用金刚石复合片能加快采掘



数据来源: OIL SNS

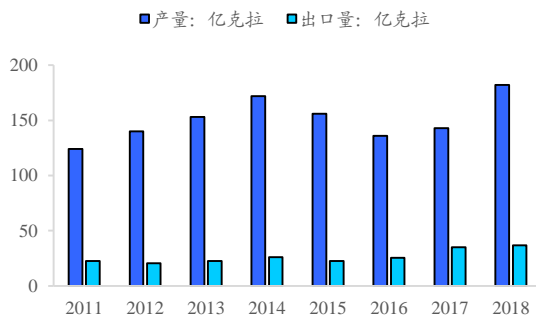
图 5 PCD/PCBN 刀片主要用于机床



数据来源: 四方达网站

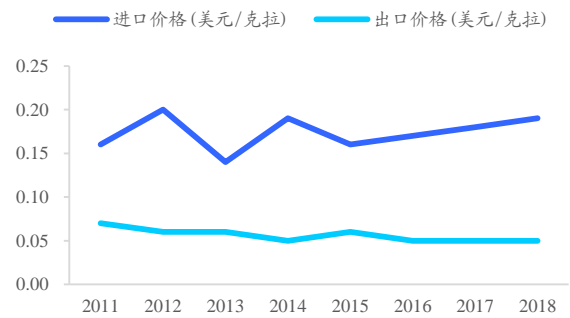
超硬材料是我国的优势产业。2018 年我国人造金刚石产量 182 亿克拉, 占世界总产量的 90% 以上, 立方氮化硼产量占世界总产量的 70% 以上, 是世界超硬材料的制造中心。2011 年至 2018 年, 我国人造金刚石产量复合增长率 4.9%、金刚石出口量复合增长率 6.3%。我国金刚石产量虽然较大, 但下游深加工仍然为国外生产厂商所掌控, 我国金刚石进口价格显著高于出口价格就是例证。我国人造金刚石及复合超硬材料的制造中心为河南省郑州市, 产业内相关公司如黄河旋风、豫金刚石等企业均在郑州市及其周边。超硬材料是我国的优势产业, 成本优势明显, 高端超硬材料的进口替代正在逐步发生。

图 6 我国金刚石产量快速增长



数据来源: 中国产业研究网, 国泰君安证券研究

图 7 金刚石进口价格远高于出口



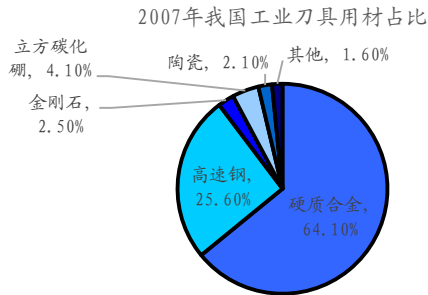
数据来源: 中国产业研究网, 国泰君安证券研究

2.2. 超硬材料应用前景广阔

金刚石材料替代传统硬质材料是大势所趋。硬质材料包括硬质合金、陶瓷材料及超硬材料, 其中硬质合金主要为碳化钨、碳化钒、碳化钛等, 陶瓷材料分为氧化铝基、氮化硅基和氮化硅-氧化铝复合陶瓷等, 金刚石包含单晶、PVD、CVD 等。以维氏硬度排序, 金刚石 (10000HV) > 立方氮化硼 (8000HV) > 碳化钛 (3000-5000HV) > 碳化硼 (2800-3700HV) > 氧化铝 (1600-2700HV) > 高速工具钢 (1100-1300HV) > 普通不锈钢 (200-700HV)。由于超硬材料的优势, 其替代传统硬质材料是大势所趋。以工业用刀具为例, 根据中国工业信息研究院数据, 2007 年国内机械加工中

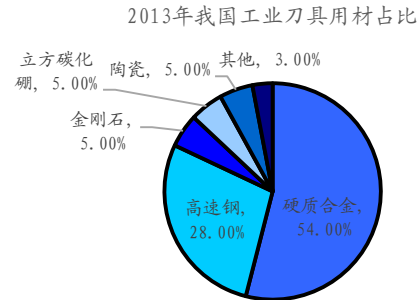
硬质合金切削刀具市场占比超过 64.1%，高速钢切削刀具占比 25.6%，超硬材料（金刚石、立方氮化硼）切削刀具合计 6.6%。而根据《第三届切削刀具用户调查分析报告》，截至 2013 年底，我国机械加工行业硬质合金切削刀具市场占比 54%，高速钢切削刀具占比 28%，超硬材料切削刀具占比约为 10%，超硬材料刀具应用占比逐渐提升。

图 8 2007 年我国超硬材料刀具占比较低



数据来源：中国工业信息研究院，国泰君安证券研究
安证券研究

图 9 2013 年我国超硬材料刀具占比提升



数据来源：第三届切削刀具用户调查分析报告，国泰君

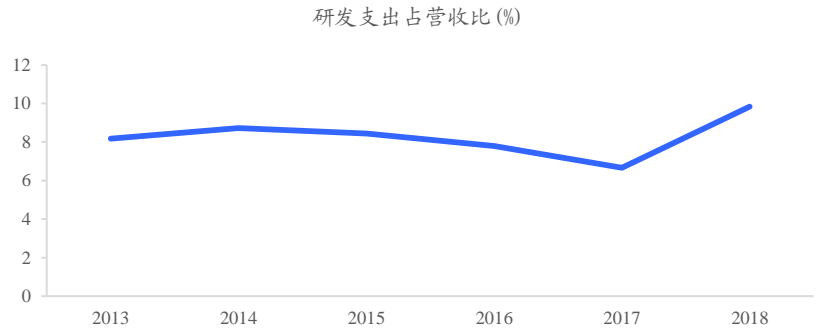
产业政策支持超硬材料行业发展。我国《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》在“重点发展方向和主要任务”中明确指出，要大力发展新型功能材料，积极发展超硬材料及制品。在《中国制造 2025》中，将高档数控机床和机器人列为大力推动突破发展的领域之一，而刀具作为“工业的牙齿”，是数控机床的重要组成部分，超硬刀具对于提升机床的精密、高效等方面有直接影响。另外，河南省政府 2016 年发布《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的实施意见》，指出加快推进新型功能材料和高品级超硬材料及制品的发展，建成全国重要的先进材料产业基地。我国产业政策支持超硬材料行业的发展，我们认为随着我国工业的升级，我国对超硬材料的需求将稳步上升，我国高端超硬材料也将逐渐发展。

3. 立足高端产品，推进进口替代战略

3.1. 立足高端超硬材料产品，公司毛利率维持高位

立足高端超硬材料，研发投入维持高位。公司长期致力于超硬材料行业，对标超硬材料国际竞争对手，研发投入占营收的比例维持在 6% 以上。公司采用“生产一代、开发一代、预研一代”的研发策略，在较高的研发投入支撑下，公司产品品质不断升级，产品结构不断优化。2019 年，公司 PX 齿等高端新产品应用取得突破，在新的钻进区域实现进口替代。

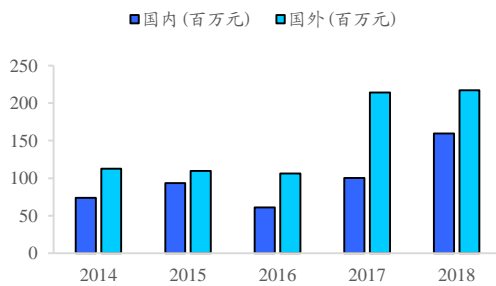
图 10 公司研发支出维持高位



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

出口上升，毛利率维持高位。公司产品海外销售占比较高，海外客户为世界大型油井钻探企业，产品需求的稳定性良好。2018 年公司实现海外销售收入 2.17 亿元，同比上升 1.4%，公司海外销售收入的增加主要是公司产品逐渐打开了海外市场。公司地处我国超硬材料的生产中心河南省郑州市，在原材料采购上具有优势，且公司产品高端，下游客户对公司产品价格的敏感度较低，公司产品毛利率稳定。

图 11 公司海外销售收入稳步上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 12 公司产品毛利率维持高位

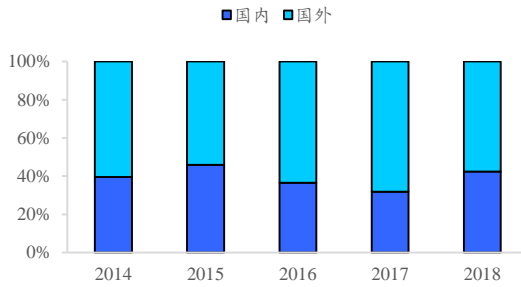


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.2. 推进进口替代战略，打开渠道培育市场

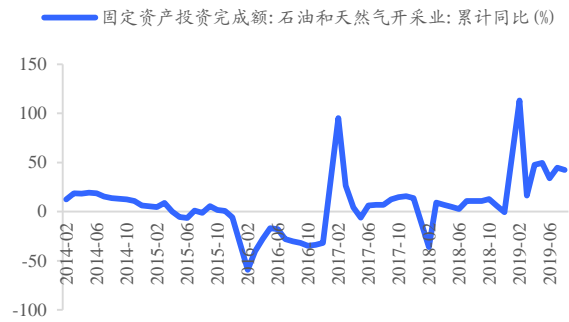
积极推进进口替代战略，拓展公司下游用户。公司研发投入较高，新产品在原只能使用进口产品的钻进区域实现突破，并持续批量供应，有效完善了进口替代的产品系列与钻进应用范围，进口替代效果显著。同时，公司在国内市场紧盯“三桶油”核心钻头供应商，用自身的研发投入满足客户的需求，叠加我国油气勘探与开采业务量增加的背景，公司国内销售大幅回暖，支撑公司业绩稳步走高。

图 13 2018 年公司国内销售占比提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 14 我国油气投资景气度较高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

培育新兴市场，公司未来产品需求广阔。在国际市场，公司紧盯 Schlumberger、Halliburton、Baker Hughes、NOV 等龙头企业核心需求，围绕这些大客户的核心需求，公司研发、服务、内部运营能力快速提升，不断提高公司大客户开发效果、巩固大客户合作关系，大客户的贡献持续增加。另外，在煤田开采和精密加工领域，公司正在逐步培育市场。煤田开采领域目前仍然较多采用硬质合金，但超硬材料相较硬质合金而言，寿命更长、性价比更高，超硬材料在煤田开采领域的渗透率将逐渐提高。此外，公司正持续开发精密加工领域的客户，预期随着公司大客户战略的推进，公司产品的市场将逐步打开。

图 15 公司将持续拓展超硬材料的下游需求

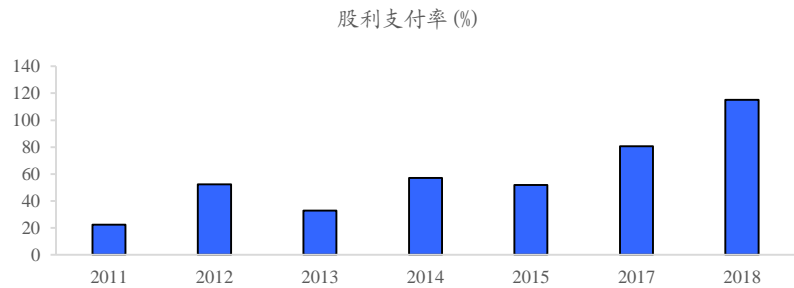


数据来源：公司公告

公司积极回馈股东，回购股票彰显公司对自身发展的信心。公司于 2019 年 6 月审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》并开始已自筹资金回购公司股票，截止 2019 年 9 月 30 日，公司累计回购公司股票 291.45 万股，占公司总股本的 0.58%，支付总金额 1528.05 万元。公司以现金回购自身股票，彰显了公司对于自身发展的信心，公司下游拓展积极，业绩的持续性较高。另外，公司资金充裕、分红积极，2011 年上市以来，

公司累计分红 2.06 亿元，占公司累计实现净利润的 52.44%。

图 16 公司分红积极



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 首次覆盖，给予“增持”评级

盈利预测的关键假设：

- 1) 公司产品结构持续优化，毛利率稳中有升
- 2) 公司产量及销售稳定。

表 2: 分产品预测表

	2019H1	2019E	2020E	2021E
油气开采类 (百万元)	142	282	340	398
营收同比 (%)			20.06%	17.05%
营业成本 (万吨)	50	94	124	161
成本同比 (%)			31%	30%
毛利 (百万元)	92	187	216	237
毛利率 (%)			63.61%	59.59%
精密加工类 (百万元)	58	115	153	191
营收同比 (%)			32.65%	24.83%
营业成本 (万吨)	36	71	94	111
成本同比 (%)			32.00%	18.00%
毛利 (百万元)	22	44	59	80
毛利率 (%)			68.50%	77.73%
煤田矿山开采类 (百万元)	35	69	86	103
营收同比 (%)			24.02%	19.70%
营业成本 (万吨)	19	38	54	58
成本同比 (%)			40.00%	8.00%
毛利 (百万元)	16	31	32	45
毛利率 (%)			25.93%	27.70%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

按照假设，我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 1.14、1.50、1.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.30、0.38 元。公司是国内超硬材料龙头企业，主要产品为复合超硬材料制品，根据公司的产品品种和规模，我们

选取银河磁体、菲利华作为可比公司，应用 PE 及 PB 法进行估值：

1. PE 估值法：可比公司 2019 年 PE 平均值为 34.67X，考虑到公司处于行业龙头地位，盈利能力稳步上行，给予公司 2019 年 PE 35X 进行估值，对应每股价值为 8.05 元。

2. PB 估值法：可比公司 2019 年 PB 平均值为 4.98 倍，由于公司为国内超硬材料龙头，主营业务更接近银河磁体，给予公司 4.8X 进行估值。公司 2019H1 BPS 为 1.69 元，对应每股价值 8.11 元。

表 3：可比公司估值表

证券代码	公司	股价	EPS			PE			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300127.SZ	银河磁体	18.30	0.52	0.57	0.70	35.19	32.11	26.14	4.37
300395.SZ	菲利华	22.88	0.67	0.92	1.24	34.15	24.87	18.45	5.59
平均值		20.59	0.60	0.75	0.97	34.67	28.49	22.30	4.98

注：盈利预测采用 WIND 一致预期，股价取自 2019 年 10 月 15 日收盘价

数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

综合两种估值方法，结合谨慎性原则，选择两种估值法中的较低估值，对应公司目标价 8.05 元。受益于产品结构持续优化及油气行业景气度回升，公司业绩有望强劲增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

5.1. 人民币汇率大幅升值

2018 年公司营收的 58% 来自于境外，公司盈利受人民币汇率的影响较大。我国经济运行稳定，但下行压力仍然较大，人民币汇率持续承压。若人民币汇率出现大幅升值，公司将会产生较大的汇兑损失，不利于公司业绩。

5.2. 原油价格大幅下跌

公司产品中用于石油和天然气开采的份额较大，公司产品为开采过程中的消耗品，受新开油井及活跃油井的影响较大，其中活跃油井的影响更大。目前世界经济平稳，原油需求平稳而供给端中东地区地缘政治带来的不确定较大。若原油价格大幅下跌，全球石油开采的活跃程度将下降，不利于公司产品需求和业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		