

新材料研究小组

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com

海外市场获突破 13 年业绩增长可期

——四方达（300179）年报分析报告

证券研究报告-分析报告

增持(维持)

发布日期：2013 年 03 月 06 日

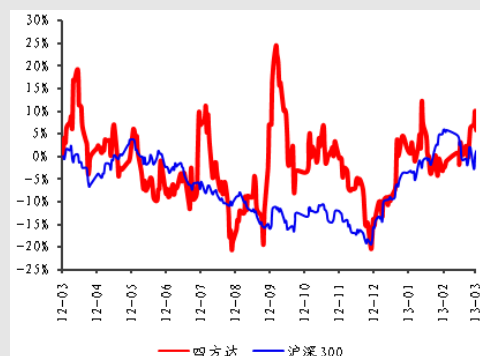
市场数据 (2013-03-05)

收盘价 (元)	14.95
一年内最高/最低 (元)	17.59/10.44
上证指数	2622.81
市净率 (倍)	2.66
流通市值 (亿元)	7.20

基础数据 (2012-12-31)

每股净资产 (元)	5.62
每股经营现金流 (元)	0.25
毛利率 (%)	39.30
净资产收益率-摊薄 (%)	5.09
资产负债率 (%)	7.66
总股本/流通股 (万股)	12000/4815
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



联系人：张 杨

电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

2012 年，公司实现营业收入 1.32 亿元，同比增长 19.89%；营业利润 3204 万元，同比增长 2.01%；归属于上市公司股东的净利润 3433 万元，同比下降 3.54%，基本每股收益 0.29 元。

投资要点：

- **营收增长主要源自海外市场有效突破。**公司营收增长主要是公司积极开拓国内外市场致产品销量增长，特别是石油复合片在海外市场取得较大突破，12 年海外市场营收 6776 万元，大幅增长 31.68%；12 年前五大客户均为来自海外市场，合计占比 28.17%，其中美国 SMITH 客户已进入成熟发展期。
- **毛利率大幅回落 预计 13 年稳中提升。**12 年公司销售毛利率为 39.03%，较 11 年大幅回落 5.18 个百分点，原因是人工成本及折旧费上升。公司超硬复合材料中的石油复合片具备较高技术壁垒和附加值，其毛利率预计将进一步提升。公司研发投入在营收中占比提升至 9%，且新产品逐步入市将提升公司综合竞争力和盈利水平。
- **二因素致净利润下滑。**公司净利润同比下降 3.54%，一方面是毛利率大幅回落；其次是政府补助下降致营业外收入同比减少 251 万元。
- **13 年业绩增长可期。**公司业绩增长主要基于两点：首先从行业方面看，超硬复合材料及制品对传统硬质工具的渗透率将提升，同时国内产品将加快对进口产品的替代；其次公司上市募投与超募项目逐步达产，特别是石油复合片预计 13 年将进一步放量。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司 2013 年、2014 年的全面摊薄后每股收益分别为 0.38 元和 0.47 元，按 03 月 05 日 14.95 元收盘价计算，对应 PE 为 40 倍和 32 倍。目前估值偏高，考虑公司成长性预期及行业地位，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；经济下滑超预期；项目进展及市场拓展低于预期；汇率大幅波动。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	109.82	131.67	177.99	234.28	307.57
增长比率 (%)	-1.66	19.89	35.18	31.62	31.28
净利润 (百万元)	35.59	34.33	45.10	56.00	68.64
增长比率 (%)	-7.49	-3.54	31.38	24.16	22.58
每股收益 (元)	0.30	0.29	0.38	0.47	0.57
市盈率 (倍)	50.41	52.26	39.78	32.04	26.14

目 录

1. 海外市场突破致营收增长.....	3
1.1 营收增长主要是海外市场获突破.....	3
1.2 主营业务占比持续提升.....	4
2. 毛利率大幅回落 预计 13 年提升.....	4
3. 期间费用率回落 预计 13 年持平.....	6
4. 二点原因致净利润下滑.....	6
5. 营运能力稳中提升.....	7
6. 行业发展趋势携产品优势助 13 年业绩增长.....	7
7. 盈利预测与投资建议.....	8
8. 风险提示.....	8
行业投资评级.....	10
公司投资评级.....	10
重要声明.....	10
免责条款.....	10
转载条款.....	10

图目录

图 1: 2007-2012 年公司海外营收、增速及占比.....	3
图 2: 2012 年公司前五大客户营收及占比.....	3
图 3: 2010-12 年公司单季度营收及增速.....	4
图 4: 2007-12 年公司营收组成(按产品).....	4
图 5: 2007-2012 年公司超硬复合材料营收及增速.....	4
图 6: 2007-12 年公司销售毛利率与销售净利率.....	5
图 7: 2007-12 年公司不同产品毛利率比对.....	5
图 8: 2007-12 年公司研发支出及占比.....	5
图 9: 2007-12 年公司三项费用率.....	6
图 10: 2010-12 年公司单季度净利润及增速.....	7
图 11: 2007-12 年公司营业外收入及占比.....	7
图 12: 2007-12 年公司营运能力.....	7

表目录

表 1: 12 年公司产品研发项目及进展概括.....	5
表 2: 公司盈利预测.....	9

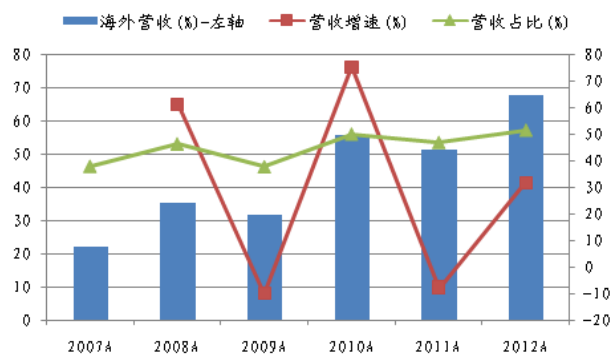
公司公布2012年年报及13年一季度快报：2012年公司实现营业收入13167万元，同比增长19.89%；实现营业利润3204万元，同比增长2.01%；实现归属于上市公司股东的净利润3433万元，同比下降3.54%，实现基本每股收益0.29元；利润分配预案为拟以每10股派人民币现金1.5元(含税)；同时以资本公积金向全体股东每10股转增8股；13年一季度，公司预计归属于上市公司股东净利润为721-902万元，同比下降20-0%。

1. 海外市场突破致营收增长

1.1 营收增长主要是海外市场获突破

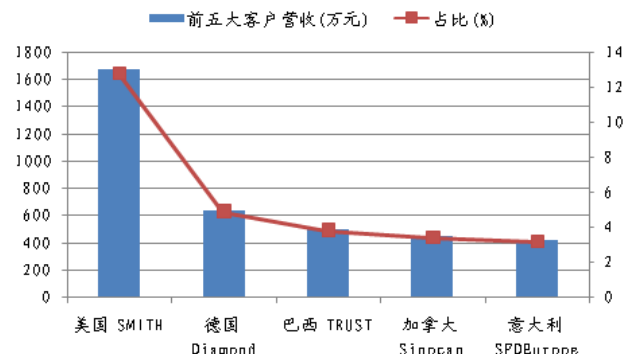
2012年，公司营收1.32亿元，同比增长19.89%，营收增长主要是积极开拓国内市场，海外市场取得突破且新产品入市，特别是石油复合片在海外市场取得较大突破，如公司12年海外营收6776万元，同比大幅增长31.68%，海外营收首次超越国内收入，占比为51.47%。12年公司前五大客户中均为海外客户，五大客户合计营收3706万元，占公司总营收的28.17%，其中美国SMITH已进入发展成熟期，12年全年营收1682万元，营收占比12.79%。

图 1：2007-2012 年公司海外营收、增速及占比



资料来源：Wind，中原证券

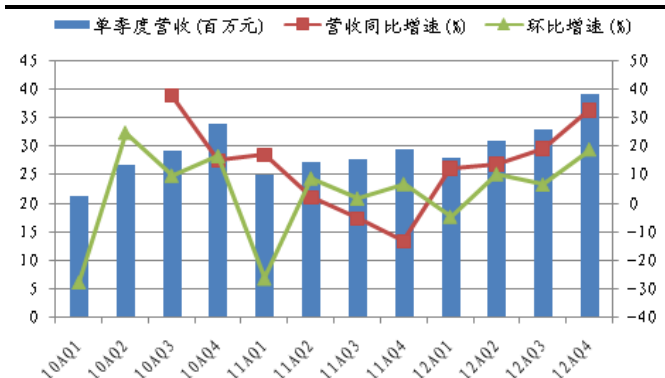
图 2：2012 年公司前五大客户营收及占比



资料来源：公司公告，中原证券

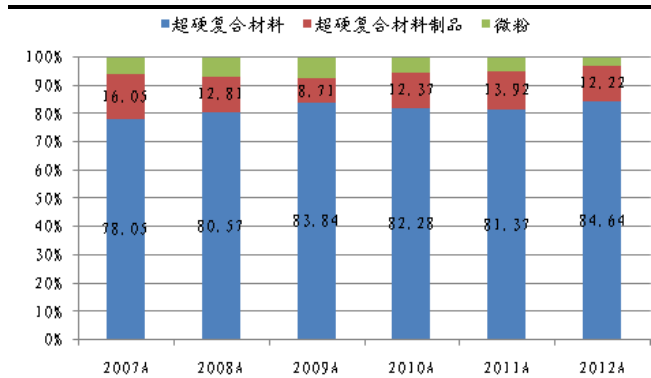
同时季度营收显示：公司第三季度营收增速显著提升，其中第四季度营收3929万元，同比大幅增长32.69%，表明海外市场是从第三季度开始逐步放量，同时公司营收呈现一定的季节因素，一季度为销售淡季，四季度为旺季。

图 3：2010-12 年公司单季度营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2007-12 年公司营收组成(按产品)

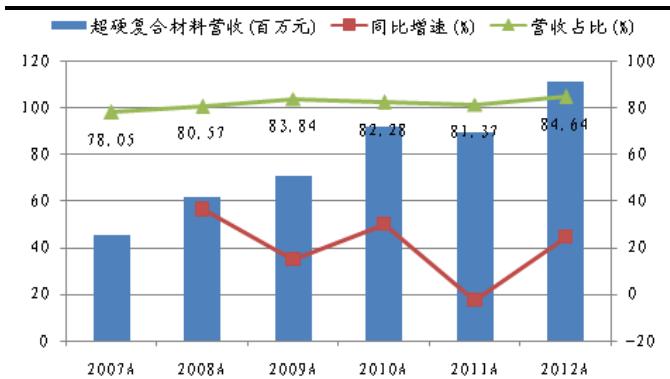


资料来源：Wind，中原证券

1.2 主营业务占比持续提升

公司主营产品为超硬复合材料、超硬复合材料及制品，二者占比近年持续提升，其中超硬复合材料营收占比近年均维持在 80% 以上，12 年实现营收 1.11 亿元同比大幅增长 24.60%，在营收中的比重提升至 84.64%，原因是石油复合片在海外取得突破，且石油复合片具有较高的技术壁垒和附加值。

图 5：2007-2012 年公司超硬复合材料营收及增速

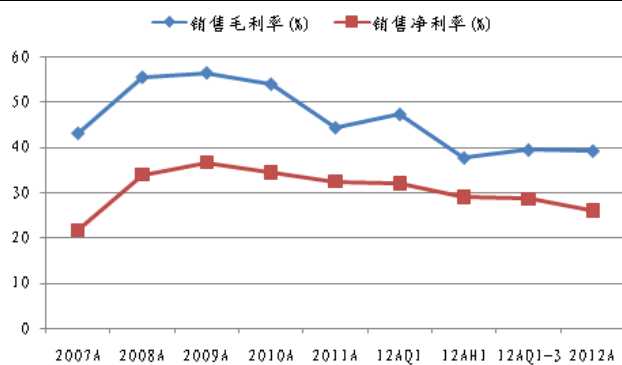


资料来源：Wind，公司公告，中原证券

2. 毛利率大幅回落 预计 13 年提升

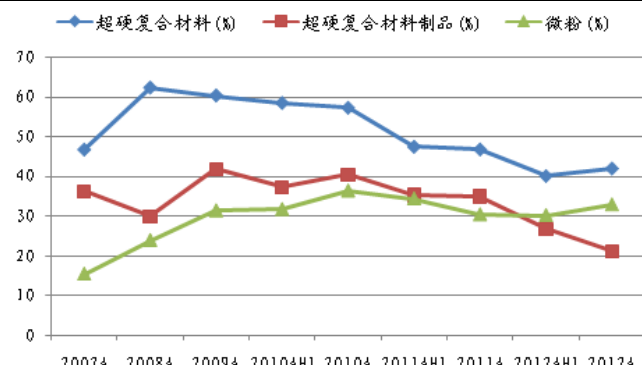
2012 年，公司销售毛利率为 39.30%，较 11 年大幅回落 5.18 个百分点，主要原因是人工成本上升、新厂房及设备投入导致折旧费上升等。公司不同产品毛利率显示：12 年超硬复合材料及超硬复合材料制品毛利率分别为 42.07% 和 21.21%，分别较去年回落 4.76 和 13.80 个百分点，但超硬复合材料毛利率 12 年底毛利率较 12 年中的 40.20% 提升 1.87 个百分点，原因是石油复合片产品在下半年开始逐步放量，且该类产品具有一定技术壁垒和较高附加值，预计超硬复合材料毛利率将进一步提升。

图 6：2007-12 年公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，中原证券

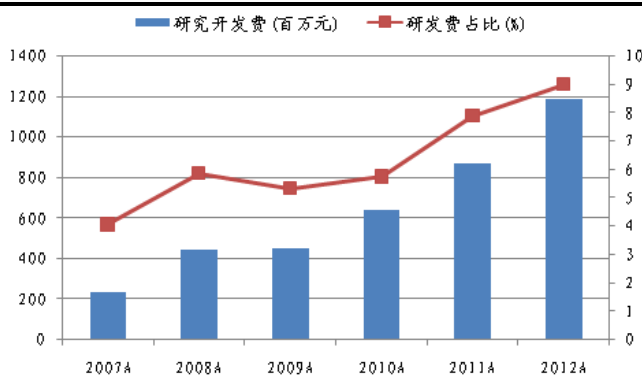
图 7：2007-12 年公司不同产品毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，中原证券

公司长期注重研发投入与技术创新，近年研发支出在总营收的占比持续提升。2012 年，公司研发支出 1188 万元，同比大幅增长 36.57%，在营收中的比重达提升至 9.02%，创近年新高。

图 8：2007-12 年公司研发支出及占比



资料来源：Wind，中原证券

2012 年，公司产品研发项目涉及 10 余项，其中大部分进入中试与小批量生产阶段，将为公司未来业绩提高有力支撑，同时新产品逐渐入市将有效提升公司综合竞争力和赢利水平。

表 1：12 年公司产品研发项目及进展概括

序号	研发项目	所处阶段
1	煤田/矿山用异形聚晶金刚石复合片研发	研发/小试
2	矿山开采 PDC 截齿	中试/小批量生产
3	复合超硬刀具	中试/小批量生产
4	聚晶立方氮化硼 (PCBN) 复合材料系列化产品开发	中试/小批量生产
5	金属加工用聚晶金刚石刀具研发	中试/小批量生产
6	复合超硬材料制品 (拉丝模、砂轮)	中试/小批量生产
7	金属切削用 PCD/PCBN 复合片	中试/小批量生产
8	高性能切削刀具用聚晶金刚石复合片 GC 系列	中试/小批量生产

- 9 聚晶金刚石剥皮模
10 矿山开采用 PDC 潜孔钻头

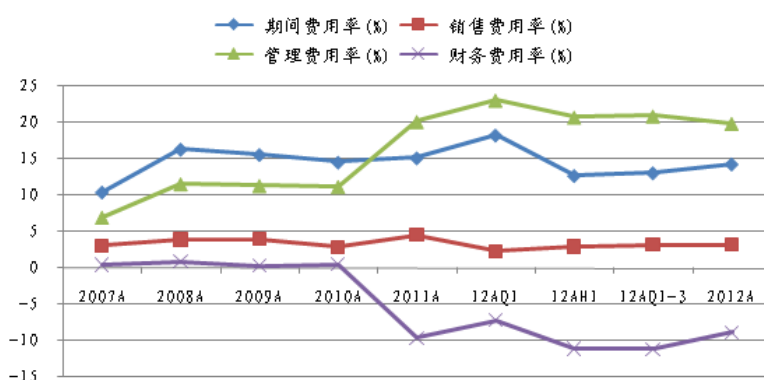
小批量生产
小批量生产

资料来源：公司公告，中原证券

3. 期间费用率回落 预计 13 年持平

2012年，公司三项费用合计支出1884万元，同比增长13.24%，期间费用率为14.31%，较11年的15.15%回落0.84个百分点，主要是销售费用率回落所致。12年，公司销售费用支出422万元，同比下降15.65%，原因是11年上市产生媒体广告费；管理费用为2620万元，同比增长10.20%，主要是人工成本及研发支出增长，其中研发支出1188万元，研发支出在管理费用中占比为45.34%；财务费用为-1158万元，主要是上市募集资金到位后利息收入增加所致，12年底公司资产负债率为7.66%，而11年底为4.88%。随着上市募投项目的逐步达产和超募项目的有序推进，预计公司财务费用率逐步回升，同时公司管理水平也逐步提升，预计13年期间费用率基本持平。

图 9：2007-12 年公司三项费用率



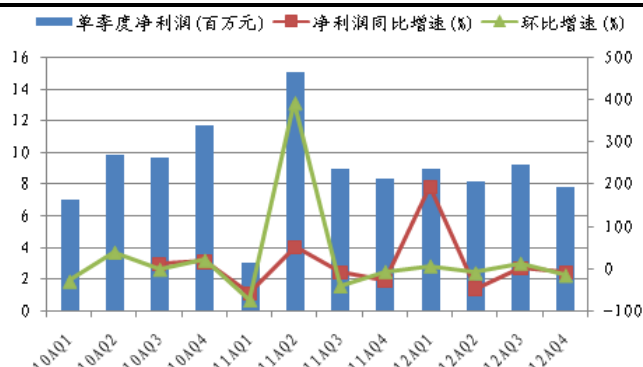
资料来源：Wind，中原证券

4. 二点原因致净利润下滑

2012年，公司实现净利润3433万元，同比下降3.54%，主要原因有如下两点：一是公司销售毛利率下降；二是公司营业外收入大幅下降。近两年，公司营业外收入在净利润中的占比较高，11年占比达27.85%，而12年公司营业外收入740万元，同比减少251万元，降幅25.34%，在净利润中占比为21.55%，营业外收入下降原因是政府补助减少。

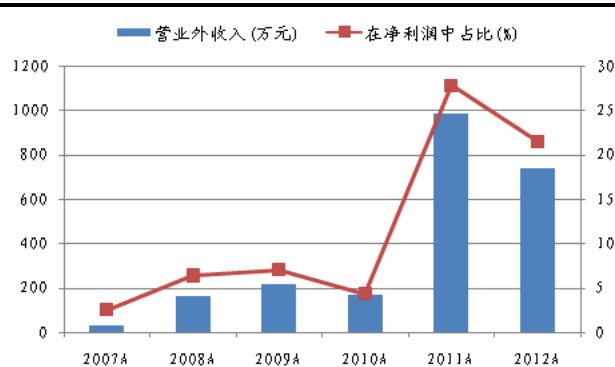
2010年，国家发改委批示“河南超硬材料及制品区域特色高技术产业链的复函”，郑州市财政局拨付公司项目补助资金1500万元，11-12年根据补助资金购置资产所计提的折旧摊销分别为97万元和188万元，并转入营业外收入；12年12月，省财政厅根据国家战略新兴产业项目补助政策对公司“补助1710万元，转向用于矿产开发PDC截齿及潜孔产业化项目”。

图 10: 2010-12 年公司单季度净利润及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 2007-12 年公司营业外收入及占比

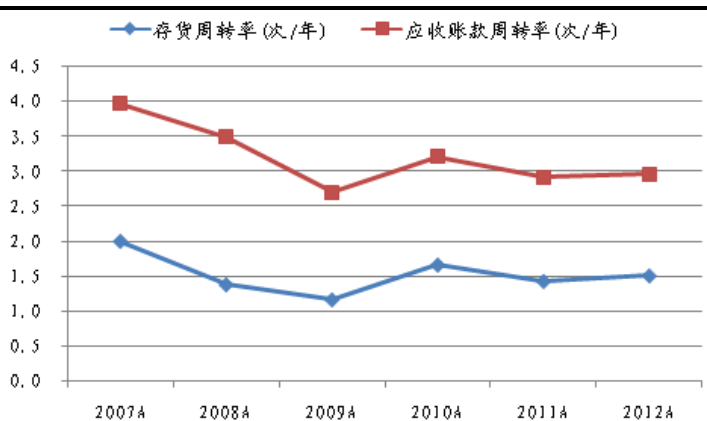


资料来源: Wind, 中原证券

5. 营运能力稳中提升

近年来,公司营运能力总体稳中提升。2009-12年,公司存货周转率约1.5次/年,12年存货为5205万元,同比略降3.23%,其中存货减少主要是原材料大幅减少,这是由于公司12年采取措施减少库存资金占用;12年底应收账款4991万元,同比大幅增长27.72%,增长原因是公司销售增长,以及为应对竞争延缓了客户付款期及增加客户信用金额所致,12年底对应应收账款周转率为2.96次/年,位于近年合理水平内。

图 12: 2007-12 年公司营运能力



资料来源: Wind, 中原证券

6. 行业发展趋势携产品优势助 13 年业绩增长

13年一季度,公司业绩预告营收同比基本持平,而净利润为721-902万元,同比下降20-0%,净利润下降原因是研发费用、人工成本及设备折旧同比增长,且营业外收入同比下降。我们认为,公司13年业绩增长可期,主要基于如下两方面:

一是超硬复合材料及制品的渗透率及替代率将逐步加快。首先,超硬复合材料及制

品工具对传统硬质合金的渗透将加速；其次国内超硬材料产业群优势逐步显现，国内产品对进口产品的替代速度将加快。

二是公司项目逐步达产且产品优势渐现。至12年底，公司上市募投项目中的“复合超硬材料高技术产业化项目”已达产，并在12年实现了1445万元的效益，而“复合超硬材料制品项目”预计13年8月底达产；而超募项目“金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目”与“矿山开采PDC截齿及潜孔钻头产业化项目”预计13年10月底达产。12年，公司推出的高端石油/天然气钻探用复合片受到客户的良好反应，预计13年国际市场将进一步放量。目前，公司作为国内唯一规模化量产50.8mm刀具用PCD复合片的企业，将继续推进58mm刀具用PCD复合片的研发，且公司已开始接受各类PCD/PCBN刀具订单。

7. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设：1) 国内外宏观经济不出现大幅下滑；2) 公司上市募投项目与超募项目按进度投产；3) 公司海外市场推进有效推进，且新产品逐步放量。

预测公司2013年、2014年的全面摊薄后(不考虑转股)每股收益分别为0.38元和0.47元，按3月5日14.95元收盘价计算，对应PE为40倍和32倍。目前估值偏高，考虑公司成长性预期及行业地位，维持“增持”投资评级

8. 风险提示

公司面临的主要风险是：1) 原材料价格波动；2) 经济下滑超预期；3) 项目进展及市场拓展低于预期；4) 汇率大幅波动。

表 2: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	588.2	646.3	733.2	835.2	营业收入	131.7	178.0	234.3	307.6
现金	350.0	438.8	374.7	387.0	营业成本	79.9	103.7	134.4	176.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	0.9	0.3	0.3	0.4
应收票据	7.6	7.1	9.4	12.3	销售费用	4.2	5.3	6.8	8.9
应收款项	50.4	35.9	140.2	184.3	管理费用	26.2	35.2	46.2	60.0
存货	52.0	36.3	80.7	123.4	财务费用	-11.6	-9.9	-10.2	-9.5
其他	128.2	128.2	128.2	128.2	资产减值损失	1.1	0.4	1.3	1.5
非流动资产	142.1	132.5	122.8	113.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	1.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	111.0	103.5	95.9	87.3	营业利润	32.0	42.9	55.5	70.0
无形资产	28.4	27.0	25.7	24.4	营业外收入	7.4	9.0	9.0	9.0
其他	2.6	1.9	1.2	1.5	营业外支出	0.0	0.1	0.1	0.1
资产总计	730.3	778.8	855.9	948.4	利润总额	39.4	51.8	64.4	78.9
流动负债	25.8	27.9	48.5	71.2	所得税	5.1	6.7	8.4	10.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	34.3	45.1	56.0	68.6
应付帐款	19.9	20.7	40.3	61.7	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收帐款	0.6	-0.3	-1.5	-2.9	归属母公司净利润	34.3	45.1	56.0	68.6
其他	5.3	7.5	9.6	12.4	EPS (元)	0.29	0.38	0.47	0.57
长期负债	30.2	31.6	34.4	38.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		2012A	2013E	2014E	2015E
其他	30.2	31.6	34.4	38.0	每股指标				
负债合计	56.0	59.5	82.9	109.2	每股收益	0.29	0.38	0.47	0.57
股本	120.0	120.0	120.0	120.0	每股经营现金	-0.04	0.74	-0.52	0.12
资本公积金	409.5	409.5	409.5	409.5	每股净资产	5.62	6.00	6.46	7.03
未分配利润	128.8	169.3	219.7	281.5	增长率				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	19.9%	35.2%	31.6%	31.3%
母公司所有者权益	674.3	719.4	775.4	844.1	营业利润增长率	2.0%	34.0%	29.2%	26.2%
负债及权益合计	730.3	778.9	858.3	953.3	净利润增长率	-3.5%	31.4%	24.2%	22.6%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	39.3%	41.7%	42.6%	42.7%
	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	26.1%	25.3%	23.9%	22.3%
经营活动现金流	30.4	79.4	-72.0	5.3	ROE	5.1%	6.3%	7.2%	8.1%
净利润	34.3	45.1	56.0	68.6	ROIC	4.1%	12.8%	11.6%	12.8%
资产减值准备	1.1	0.4	1.3	1.5	偿债能力				
折旧摊销	10.5	10.0	10.0	9.9	资产负债率	7.2%	6.9%	8.7%	10.6%
财务费用	-11.6	-9.9	-10.2	-9.5	流动比率	22.83	23.15	15.12	11.73
投资收益	1.2	0.0	0.0	0.0	速动比率	20.81	21.85	13.45	10.00
营运资金变动	0.0	33.8	-129.1	-65.2	营运能力				
投资活动现金流	-39.2	0.0	0.0	0.0	资产周转率	0.19	0.24	0.29	0.34
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	1.51	2.35	2.30	1.73
其他投资	-39.2	0.0	0.0	0.0	应收帐款周转率	2.96	4.18	2.68	1.91
筹资活动现金流	3.5	9.9	10.2	9.5	估值比率				
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	51.55	39.78	32.04	26.14
其他	3.5	9.9	10.2	9.5	PB	2.66	2.49	2.31	2.13
现金净增加额	-5.3	89.3	-61.8	14.8					

资料来源: 公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。