

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

业绩低于预期 关注复合片市场拓展

——四方达（300179）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年03月22日

报告关键要素：

2011年，公司业绩低于预期。公司营收下滑主要是下游需求下滑，原材料价格上涨与新产品试制等因素致毛利率大幅回落；期间费用率略有提升。复合片市场空间巨大，12年重点关注高端石油复合片的市场拓展以及超募项目的建设进展。

事件：

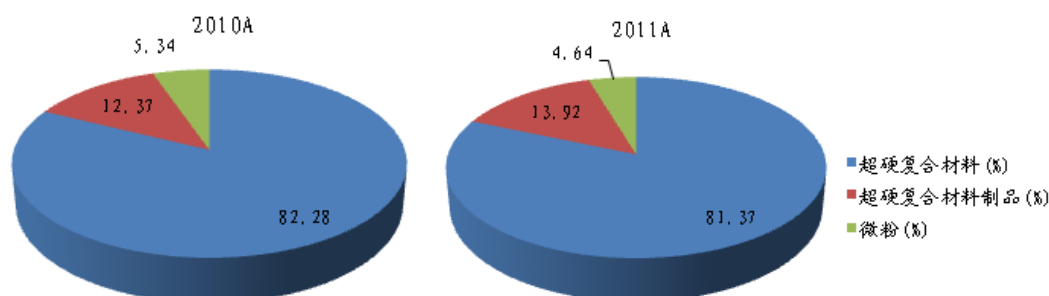
- **四方达(300179)公布2011年年报。**2011年公司实现营业收入10982万元，同比下降1.66%；实现营业利润3141万元，同比下降27.41%；实现归属于上市公司股东的净利润3559万元，同比下降7.49%，实现基本每股收益0.46元。利润分配预案为拟以每10股派人民币现金1元(含税)；同时以资本公积金向全体股东每10股转增5股。

点评：

- **营收小幅回落。**公司2011年实现营业收入1.10亿元，同比略降1.66%。其中，超硬复合材料实现营业收入8937万元，同比小幅回落2.74%，营收占比81.37%，与去年基本持平；超硬复合材料制品实现营业收入1530万元，同比增长10.70%。公司营收回落的主要原因是受国际经济景气度下滑和国内宏观调控影响，公司产品下游需求出现下滑。

复合片市场空间巨大。目前，全球复合片市场空间约300亿元，公司成长空间巨大。公司专业生产聚晶金刚石(PCD)及其相关制品，行业地位显著：超硬复合材料中的PCD拉丝模坯位居国内最大、全球第三；公司成功开发了大直径(50.8mm)刀具用与高端石油复合片，且经客户使用后反响良好，特别是石油用复合片技术壁垒高，市场长期被国外垄断，与国外产品相比具有显著地价格优势，一般是国外价格的70%以下，12年有望实现放量。

图表1：2010-2011年公司营收组成(按产品)

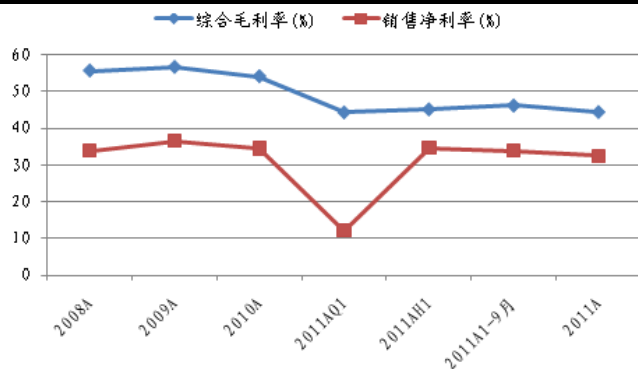


资料来源：Wind，中原证券

- **原料价格提升导致盈利能力大幅回落，12年有望稳中略有提升。**2011年，公司销售毛利率为44.45%，较去年同期大幅回落9.60个百分点。主要原因是公司主要原材料金刚石及合金、顶锤价格持续上涨，加上人工成本的不断上升，新厂房及设备的投入导致的折旧费、调试费增加等因素整体导致综合毛利率有所下降。12年，公司主要原材料单晶人造金刚石价格回落，而公司石油复合片有望放量，该

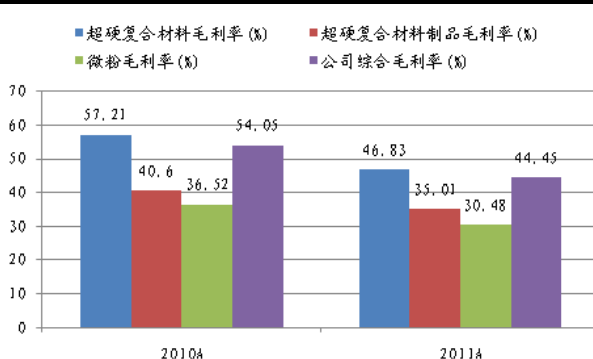
类产品具有一定技术壁垒，预计12年公司毛利率有望稳中略有提升。同时，公司注重产品创新与研发投入，11年研发支出870万元，在营收中占比提升至7.92%，获得国家专利8项，其中发明专利3项。

图表2：2006-2011年公司毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，中原证券

图表3：2010-11年公司不同产品毛利率



资料来源：Wind，中原证券

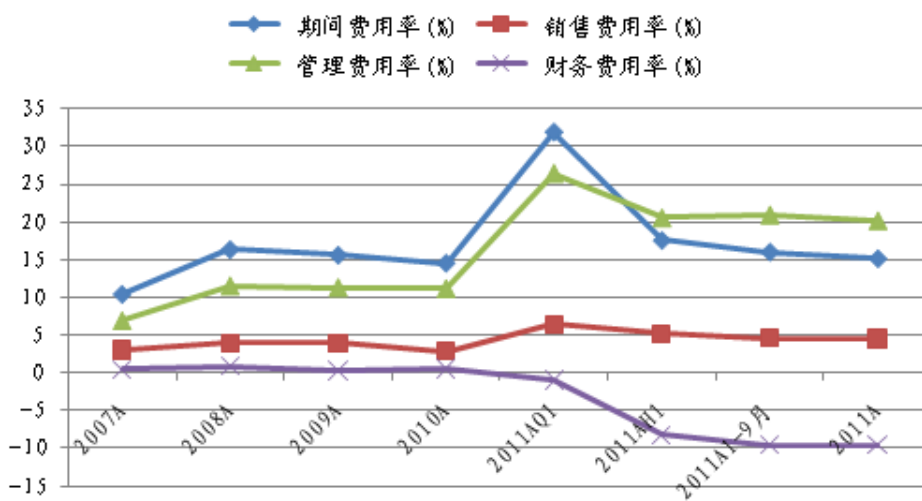
- **期间费用率略有提升，预计12年回落。**2011年，公司期间费用率合计1663万元，同比略增2.34%，对应期间费用率为15.15%，较去年同期提升0.59个百分点。

管理费用大幅增长，预计12年回落。11年公司管理费用支出2214万元，同比大幅增长77.49%，对应管理费用率为20.16%，较去年同期提升8.99个百分点。费用增加一方面是部分上市费用计入当期损益；二是研发投入增加，11年研发支出870万元，同比增长35.27%；三是管理人员增加，工资与劳务费合计支出417万元，同比大幅增长208.87%。

低资产负债率致财务费用率大幅回落，预计12年持平。11年，公司财务费用率为-9.57%，大幅回落10.09个百分点，原因是上市后利息收入增加，11年公司资产负债率为4.88%。

销售费用率提升，预计12年基本持平。销售费用率为4.55%，同比提升1.69个百分点，原因是上市发生的媒体广告费增加以及出口产品保险费用增加。

图表4：2007-2011年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

- **净利润下滑幅度低于利润下滑速度。**2011年，公司实现净利润3559万元，同比下降7.49%，下降幅度远低于营业利润的27.41%，原因是公司收到政府补助824.11万元。

- **12年关注募投项目市场拓展与超募项目进展。**公司上市募投项目中的复合超硬材料高技术产业化项目和复合超硬材料制品项目分别对各类产品进行产能扩产，目前已达产，主要关注细分产品的市场拓展，特别关注石油复合片的放量；复合超硬材料及制品研发中心工程由于土地因素低于预期，预计13年建成。投资2.24亿元的超募项目建设包括金属切削用PCD/PCBN复合片产业化项目和矿山开采PDC截齿及潜孔钻头产业化项目，二者预计2012年底达产，13年将成为公司新的利润增长点。

图表5：公司募投项目概况及进度(截止到2011年12月31日)

项目名称	总投资 (万元)	投资 进度	11 年营 收(万元)	产品名称	年产能	预计 达产
复合超硬材料高技术产业化项目	12858.07	68.24%	768.97	石油/天然气钻头用聚晶金刚石复合片	71.7 万片	2011 年 3 月 26 日
				煤田/矿山工具用聚晶金刚石复合片	119 万片	
				高品质金刚石拉丝模坯	345 万片	
				聚晶金刚石/聚晶立方氮化硼切割刀片	6.58 万片	
复合超硬材料制品项目	3237.52	63.14%	43.18	成品聚晶金刚石拉丝模	18 万	2011 年 12 月
				金刚石砂轮	6650 片	
复合超硬材料及制品研发中心工程	2044.2	1.85%	-	-	-	2013 年 2 月 01 日
合 计:	18139.79		725.11			

资料来源：公司公告，中原证券

图表6：公司超募项目概况及进度(截止到2011年12月31日)

项目名称	总投资 (万元)	产品名称	产品规格	年产能	预计业绩(万元)		投资 进度
					营 收	利润总额	
金属切削用 PCD/PCBN 复合 片产业化项目	9203.94	金属切削用	Φ50.8mm	2 万片	7426	4194	3.55%
		PCD 复合片	Φ58mm	1.5 万片			
		金属切削用	Φ50.8mm	1 万片			
		PCBN 复合片	Φ58mm	0.8 万片			
PDC 截齿及潜孔 钻头产业化项目	13231.07	PDC 截齿	U47、U62 等	66.8 万片	34928	8396	2.56%
		PDC 潜孔钻头	Φ90-Φ203	2.5 万只			
合 计:	22435.01				42354	12590	

资料来源：公司公告，中原证券

- **盈利预测与投资建议：**预测公司2012年与2013年的每股收益为0.60元与0.80元，按3月20日22.80元收盘价计算，对应的PE分别为38.08倍与28.54倍。目前估值水平相对较高，考虑公司行业地位及高成长性预期，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；经济下滑超预期；项目市场拓展与建设进展低于预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	111.68	109.82	157.13	214.69
增长比率 (%)	32.42	(1.66)	43.07	36.63
净利润 (百万元)	38.47	35.59	47.90	63.90
增长比率 (%)	24.82	(7.49)	34.60	33.40
每股收益 (元)	0.64	0.59	0.60	0.80
市盈率 (倍)	35.56	38.44	38.08	28.54

市场数据 (2012年03月20日)

收盘价 (元)	22.80
一年内最高/最低 (元)	37.19/15.30
上沪深300指数	2584.45
市净率 (倍)	11.60
流通市值 (亿元)	7.20

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	8.10
每股经营现金流 (元)	0.11
毛利率 (%)	44.45
净资产收益率-摊薄 (%)	5.49
资产负债率 (%)	4.88
总股本/流通股 (万股)	8000/2000
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



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。

免责声明

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。