

黄河旋风 (600172)

增持/维持评级

股价: RMB16.59

分析师

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《惊蛰时分-黄河旋风 2011 年 1 季报点评》 (2011/04/21)

《加法与减法-黄河旋风 2010 年报点评》 (2011/03/27)

《加法与减法-黄河旋风 2010 年报点评》 (2011/03/27)

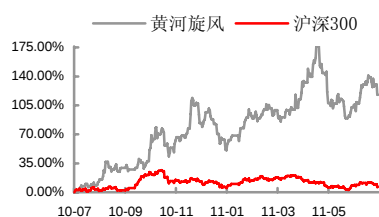
《老骥伏枥 竞生新好-黄河旋风首次评级报告》 (2010/12/08)

《“钻石” 引领制造业新革命-金刚石行业首次覆盖报告》 (2010/12/08)

基础数据

总股本 (百万股)	314
流通 A 股 (百万股)	314
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,205

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

在路上

— 2011 年半年报点评

- 公司公布 2011 年半年报, 实现营业收入 4.95 亿元, 同比上升 35.1%; 归属于上市公司股东净利润 0.63 亿元, 同比增长 189.3%; 对应最新股本摊薄每股收益 0.20 元/股, 扣除非经常性损益后最新股本摊薄每股收益 0.19 元/股, 公司业绩一如我们预期, 随新项目产能逐步释放而稳定增长。
- 我们于 2010 年 12 月挖掘并向市场成功推荐金刚石材料子行业, 主要着眼于产业升级背景下, 具备优异性能的金金刚石超硬材料工具在各领域应用拓展必将大大加速。于今回顾, 金刚石材料需求持续旺盛, 应征了我们前期的判断, 但以需求领域细分, 传统磨具磨料加工市场仍是需求增量的主要来源, 矿山勘探开采领域的推广进展亦切实可见, 而在更为高端的机械加工领域, 推广应用渐行渐近但还未到大规模爆发阶段。依此行业背景对标的选择, 立足于上游原料开发的豫金刚石、黄河旋风就获得更强的确定性, 而下游复合材料高端市场的销售推广则需更多开发努力。与此对照, 在同业间, 市场对于豫金刚石与黄河旋风的盈利预测与估值中枢获得了更多的向上调整修正 (图 2-4)。
- 进一步下沉于企业经营基本面加以比较, 无论以股东回报 ROE, 盈利能力或是三费控制能力衡量, 在同业公司中, 豫金刚石与四方达都是表现优异的“好孩子”, 而黄河旋风则在各项指标上见绌 (表 1); 但换一角度思考, 公司则因而具备更高的弹性与潜力。
- 我们一直在期待与观察黄河旋风这一潜力的挖掘与释放可能, 在 2011 年赛程过半之际加以阶段性评判:

在建项目进度大幅提速。随公司募集资金到位, 两非公开增发拟建项目-合金粉体与超硬复合材料项目的建设大大加速, 公司预计于 3、4 季度交接时项目主体建设即将完工, 进入后期的设备调试与对应成品市场的拓展阶段。目前在主要的煤田采掘客户如中国神华、西山煤电, 公司的截齿产品试用效果良好, 已逐步获得批量订单。我们虽暂时维持前期收入增速预测, 但在后期的进步观察验证中存在上调可能。同时我们提示公司当前远高于同业的折旧收入比率 (2010 年 11.48%) 或随收入的超预期增长而向正常水

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	821.7	1075	1580	2085
(+/-%)	37.3	30.9	46.9	31.9
归属母公司净利润(百万元)	63.2	146	234	354
(+/-%)	188.0	130.2	60.6	51.3
EPS(元)	0.20	0.46	0.75	1.13
P/E(倍)	82.3	37.20	23.17	15.31

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

平回落（制造业合理的折旧收入比率在 3%-5%），带动收入与盈利双升。

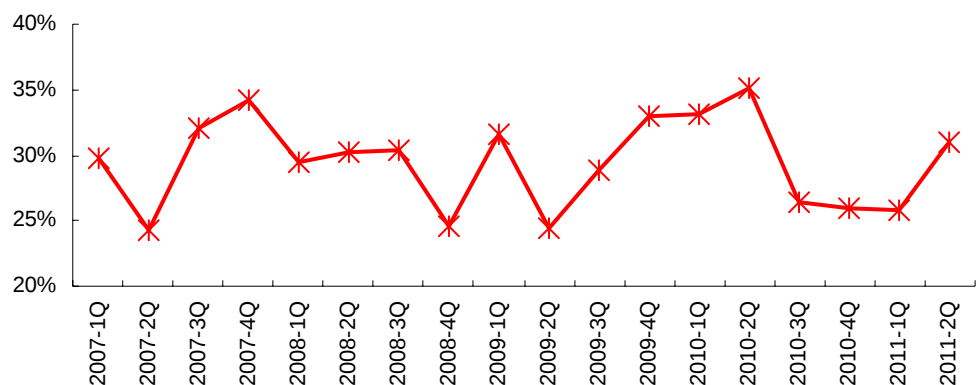
毛利率始现上升。公司 2 季度单季毛利率 31.05%，环比上升约 5 个百分点，公司扩产在建合金粉体与超硬复合材料产品的毛利率随成品率的提升呈现稳步增长态势，是推动整体毛利率上扬的主因。我们预计随扩建项目工艺的进一步成熟稳定，毛利率有望再创新高。

费用率已现扭转趋势。公司近 3 年三项费用率持续高于 20%，成为抑制公司盈利的重要因素。随公司更多利用资本市场融资。逐步摆脱单一银行贷款渠道，财务负担沉重现状（财务费用收入占比长年保持在 7%以上）逐渐缓解，同时公司除研发开支外的其他项管理费用也在显著降低。我们预计公司未来三费的持续下降将成为业绩提升的又一重要推动力。

业绩拐点已现，维持“增持”投资评级。随公司重定其战略规划、资源投入日益集中在高速成长中的金刚石材料市场，我们判断公司已摆脱前期的停滞状态，步入业绩高速增长阶段，成为“大市场、高成长”主题下的优秀标的。随公司募集资金到位，资本结构与财务费用变化，我们小幅调整公司 2011-2013 年 EPS 预测为 0.46/0.75/1.13 元，维持“增持”投资评级。

风险提示：新项目投产后业绩兑现低于预期风险，经济景气波动风险。

图 1： 黄河旋风历史季度毛利率变动统计



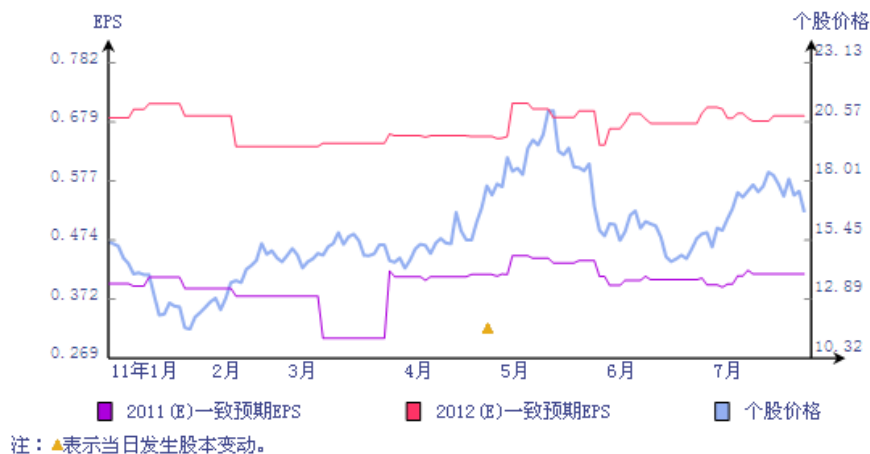
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

表格 1：公司各项财务指标对比

	黄河旋风	豫金刚石	四方达
营业收入（2010 亿元）	8.22	2.56	1.12
毛利率（2010）	29.81%	45.42%	54.05%
三项费用率（2010）	21.25%	11.48%	14.54%
销售净利率（2010）	7.70%	29.73%	34.45%
折旧收入占比（2010）	11.48%	8.55%	3.71
一致预期 2011PE	40.29	39.89	37.69
一致预期净利润 CAGR（2010-2013）	68.30%	52.76%	28.37%

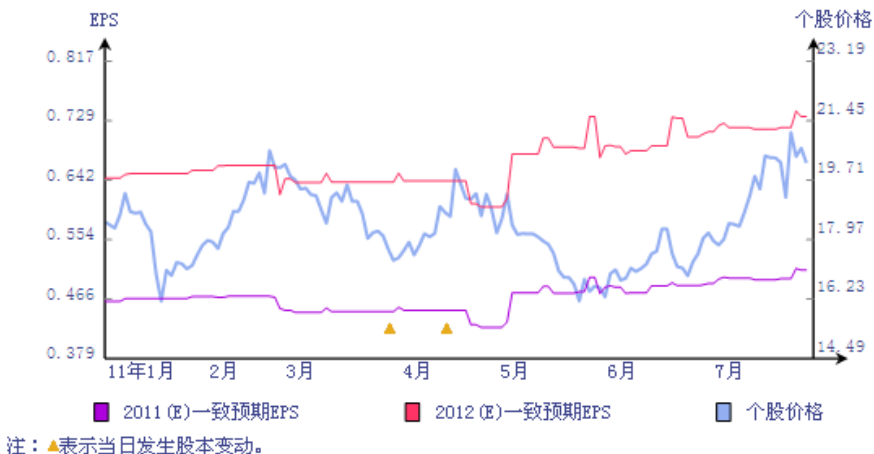
资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 2： 黄河旋风每股收益市场一致预期时间序列统计



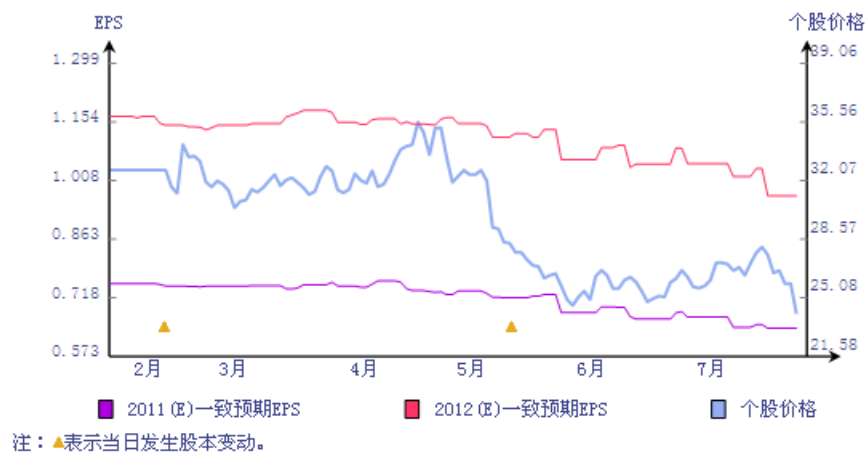
资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 3： 豫金刚石每股收益市场一致预期时间序列统计



资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

图 4： 四方达每股收益市场一致预期时间序列统计



资料来源：朝阳永续一致预期，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1006	1753	1890	2454	营业收入	822	1075	1580	2085
现金	242	445	79	104	营业成本	577	761	1096	1396
应收账款	189	323	585	741	营业税金及附加	0	5	2	4
其他应收款	8	50	72	94	营业费用	41	38	61	82
预付账款	165	228	239	322	管理费用	71	81	111	146
存货	366	600	803	1037	财务费用	62	49	54	65
其他流动资产	36	108	111	154	资产减值损失	-7	-10	0	0
非流动资产	1361	1548	1683	1701	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	42	42	42	42	投资净收益	-1	10	13	17
固定资产	1190	1322	1468	1518	营业利润	77	162	269	410
无形资产	6	6	6	6	营业外收入	3	10	8	8
其他非流动资	122	177	166	135	营业外支出	1	1	2	2
资产总计	2366	3300	3573	4155	利润总额	80	171	275	416
流动负债	759	938	1014	1281	所得税	12	26	41	62
短期借款	489	500	598	767	净利润	68	146	234	354
应付账款	107	228	239	313	少数股东损益	4	0	0	0
其他流动负债	163	210	177	201	归属母公司净利	63	146	234	354
非流动负债	496	479	464	460	EBITDA	234	308	438	606
长期借款	440	440	440	440	EPS (元)	0.24	0.46	0.75	1.13
其他非流动负	56	39	24	20					
负债合计	1255	1417	1478	1741	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	268	314	314	314	成长能力				
资本公积	390	970	970	970	营业收入	37.3%	30.9%	46.9%	31.9%
留存收益	454	599	811	1130	营业利润	153.1	109.6	65.8%	52.4%
归属母公司股	1112	1883	2095	2414	归属母公司净利	188.0	130.2	60.6%	51.3%
负债和股东权	2366	3300	3573	4155	获利能力				
					毛利率(%)	29.8%	29.2%	30.7%	33.0%
					净利率(%)	7.7%	13.2%	14.9%	7.7%
					ROE(%)	5.7%	7.7%	11.2%	14.6%
					ROIC(%)	6.5%	7.4%	8.8%	11.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.0%	42.9%	41.4%	41.9%
					净负债比率(%)	81.20	74.80	77.02	75.08
					流动比率	1.33	1.87	1.86	1.92
					速动比率	0.83	1.22	1.07	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.38	0.46	0.54
					应收账款周转率	3	4	3	3
					应付账款周转率	6.38	4.53	4.69	5.05
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.20	0.46	0.75	1.13
					每股经营现金流	1.19	-0.48	-0.26	0.28
					每股净资产(最新	3.54	6.00	6.68	7.69
					估值比率				
					P/E	85.62	37.20	23.17	15.31
					P/B	4.87	2.88	2.58	2.24
					EV/EBITDA	26.04	19.76	13.92	10.06

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。