

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

业绩大幅增长 关注募投项目

——黄河旋风（600172）半年报点评

研究报告-公司点评**增持（首次）**

发布日期：2011年7月28日

报告关键要素：

报告期内，公司营业收入大幅增长，毛利率水平略有下降，净利润高速增长。定向增发项目将公司产品延伸至具有高附加值的下游产品，有望优化公司产品结构和提升公司综合毛利率。

事件：

- **黄河旋风(600172)公布2011年中报。**报告期内：公司实现营业收入4.95亿元，同比增长35.10%；实现利润总额7315.61万元，同比增长118.27%；实现归属于上市公司股东的净利润6296.82万元，同比增长189.30%，每股收益0.22元。

点评：

- **公司营业收入大幅增长。**报告期内，公司实现营业收入4.95亿元，同比增长35.10%，其中主营业务实现营业收入4.86亿元，同比增长34.39%。公司主营业务收入上升的主要原因是下游需求旺盛，公司积极拓展市场带动产品销量增加，以及上半年超硬产品价格上升。其中，金属粉末和超硬复合材料分别实现营收4062.06万元和3354.27万元，同比增速分别为84.22%和118.22%。
- **公司综合毛利率同比大幅下降。**2011年上半年，公司综合毛利率为28.63%，同比大幅下降5.68个百分点，但与2010年综合毛利率相比下降1.18个百分点。主营业务中的超硬材料营收占比达72.22%，对应毛利率为30.14%，同比下降8.45个百分点，其主要原因是成本上升所致；金属粉末和超硬复合材料毛利率分别为26.78%和27.27%，同比分别提升2.11和4.79个百分点，随着二者营收占比的增加和下半年规模效益的逐渐显现，预计2011年公司综合毛利率略有回升。
- **公司期间费用率同比大幅下降。**2011年上半年，公司期间费用率为17.47%，同比下降2.69个百分点，其中销售费用率和财务费用率同比分别下降0.71和1.94个百分点，管理费用率基本持平。

销售费用率小幅回落，预计全年同比下降。2011年上半年，公司销售费用为1602.98万元，同比增长10.86%，销售费用率为3.24%，同比下降0.71个百分点。公司销售费用率下降的主要原因是运输费和业务费用同比下降，且运输费用同比大幅下降29.14个百分点。

财务费用基本持平，财务费用率预计全年略有下降。本期公司财务费用3127.93万元，同比增长3.42%，财务费用率为6.32%，同比回落1.94个百分点。报告期内，公司资产负债率为42.83%，同比下降13.24个百分点，下降原因是公司定向增发所致。

管理费用率基本持平。报告期内，公司管理费用为3910.75万元，同比增长34.42%，增速基本持平与公司主营业务营收增速，管理费用率7.91%，与同期基本持平。管理费用中研究开发费用为1163.88万元，占比为29.76%，同比增长28.20%。

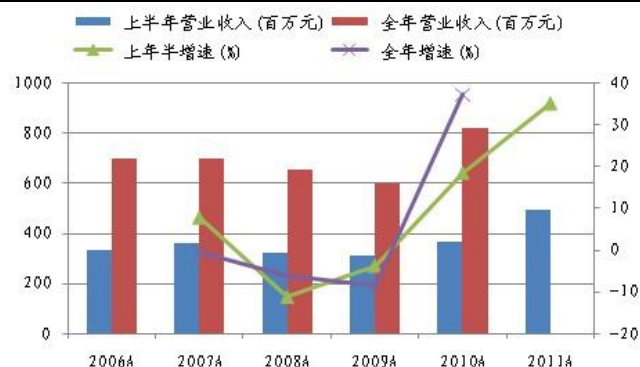
- **公司净利润呈现高增长，销售净利率显著提升。**报告期内，公司实现归属于公司股东的净利润6296.82万元，同比增速为189.30%，扣除资产减值损失和投资收益贡献后的净利润增速为90.92%；销售净利率为12.73%，同比大幅提升5.60个百分点。公司净利润高增长的主要原因是：一是公司营业收入同比大幅增长35.10%；二是公司管理水平提升导致期间费用率下降2.69个百分点；三是公司



资产减值损失冲回和实现投资收益合计贡献1548.50万元。

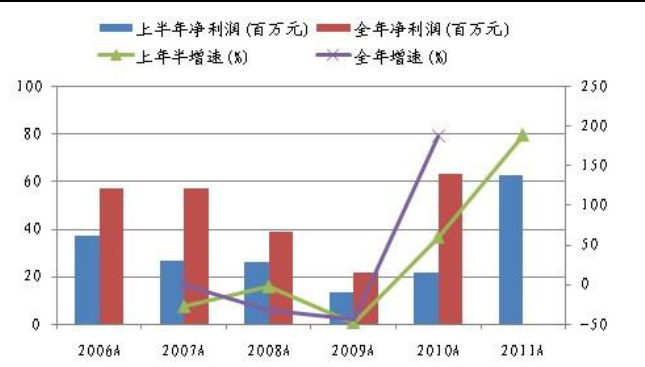
- **未来重点关注定向增发募投项目。**2011年4月27日，公司定向增发4564万股，发行价格14.21元/股，募集资金净额6.26亿元，募投项目包括：一是年产12000吨合金粉体生产线项目；二是年产1200万粒地质矿产钻探级超硬复合材料生产线项目。根据发行预案规划，上述两个项目建设期为2010年4月至2011年4月，由于受自筹资金能力限制，项目进度略低于预期。随着定向增发的实施，上述项目预计将于2011年四季度完成，项目完成后将延伸公司产品至毛利率较高的下游领域，进一步优化公司产品结构和提升公司综合毛利率水平。同时，公司以自有资金投资7446万元建设年产22000吨超硬材料生产线，已形成部分生产能力。
- **首次给予“增持”投资评级。**随着公司定向增发募投项目的达产，且对应产品具有较高附加值，预计公司综合毛利率水平将略有提升。假设募投项目按计划达产，预测公司2011年和2012年每股收益分别为0.46元和0.74元，按7月27日收盘价17.34元计算，对应市盈率分别为37.92倍和23.50倍。目前行业估值水平相对较高，同时考虑公司的行业地位和盈利增长水平，首次给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动风险；市场系统风险；募投项目达产后的预期销售风险。

图1：2006-2011年公司营业收入及增速



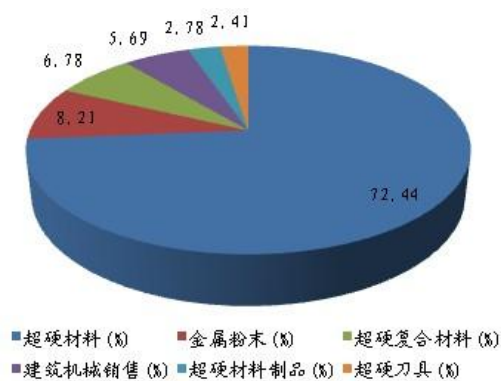
数据来源：Wind，中原证券

图2：2006-2011年公司净利润及增速



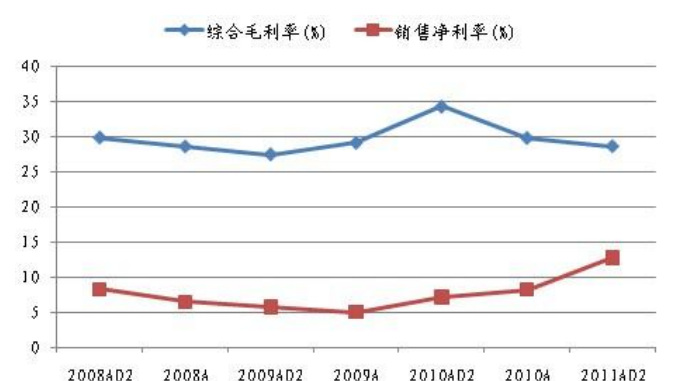
数据来源：Wind，中原证券

图3：公司主营业务构成（2011AQ2）



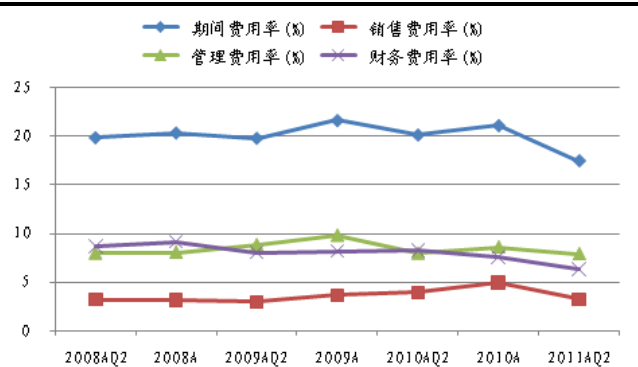
数据来源：Wind，中原证券

图4：2008-2011年公司综合毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，中原证券

图5：2008-2011年公司期间费用率



数据来源：Wind，中原证券

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	598.57	821.75	1125.52	1616.03
增长比率 (%)	(8.32)	37.29	36.97	43.58
净利润 (百万元)	21.96	63.24	134.75	217.44
增长比率 (%)	(43.28)	187.98	113.06	61.36
每股收益 (元)	0.08	0.24	0.46	0.74
市盈率 (倍)	211.60	73.48	37.92	23.50

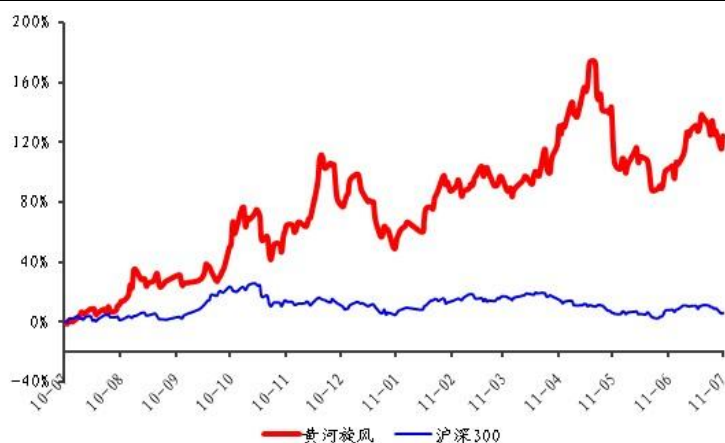
市场数据 (2011年07月27日)

收盘价 (元)	17.34
一年内最高/最低 (元)	21.85/7.54
沪深300 指数	2707.96
市净率 (倍)	4.87
流通市值 (亿元)	43.52

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	5.74
每股经营现金流 (元)	0.28
毛利率 (%)	28.63
净资产收益率 (%)	3.50
资产负债率 (%)	42.83
总股本/流通股 (万股)	31374/25099
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投资咨询执业资格。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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。