

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

业绩符合预期 募投项目发力有望延续

——黄河旋风（600172）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年03月28日

报告关键要素：

2011年，公司业绩符合预期。公司营收增长源自人造金刚石量价齐升与募投项目产能释放；盈利能力稳中略有提升，有望维持较高水平。公司具备完整的产业链优势，12年单晶人造金刚石行业景气度面临阶段性调整，超硬复合材料及金属粉末将延续高增长。

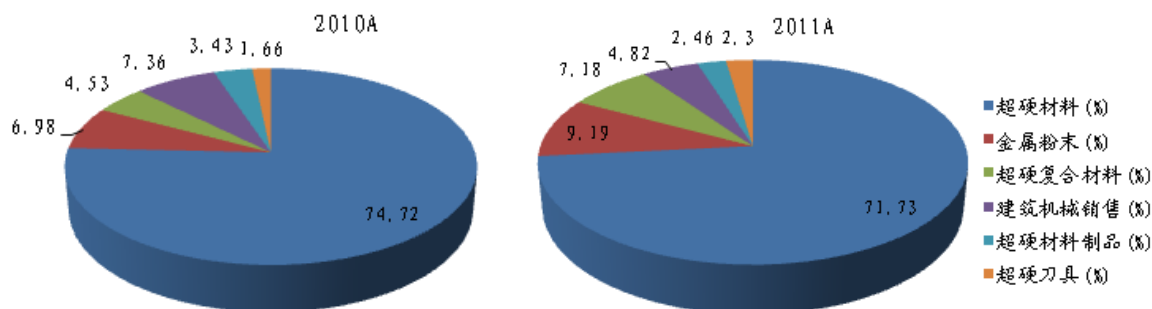
事件：

- **黄河旋风(600172)公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入10.19亿元，同比增长24.02%；实现营业利润1.46亿元，同比增长88.51%；实现归属于上市公司股东的净利润1.31亿元，同比增长106.85%，基本每股收益0.438元；利润分配预案为拟以每10股派发现金红利0.50元（含税），同时以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增7股。

点评：

- **量价齐升与募投项目产能释放致公司营收增长，12年行业景气度阶段性调整。**11年，公司主营业务营收9.96亿元，同比增长22.73%。

图表1：2010-11年公司主营业务营收组成



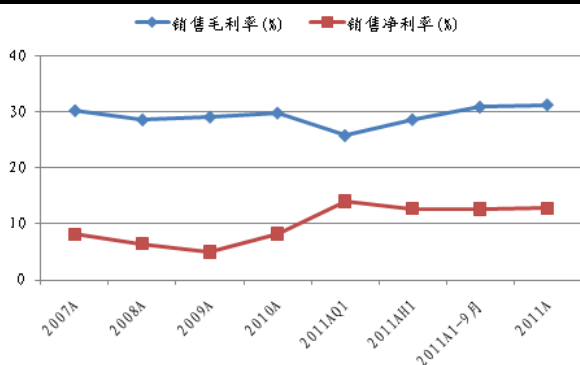
资料来源：Wind，中原证券

量价齐升致超硬材料大幅增长，12年量增而价有回调压力。11年，公司超硬材料实现营收7.31亿元，同比增长19.05%，主要受益下游需求带动，且产品价格有所提升。目前，公司人造金刚石产能为22亿克拉，位居国内第二，规模优势显著。受房地产调控未见放松迹象、光伏行业不景气等多方因素影响，12年下游需求增速将有所放缓，同时须警惕单晶人造金刚石景气度面临产能高速扩张后的阶段性调整。

超硬复合材料与金属粉末募投项目放量，12年持续高增长。11年，公司超硬复合材料和金属粉末分别实现营收7320万元和9366万元，较同期增长96.46%和63.11%，二者合计营收占比由10年的11.51%提升至11年的14.99%。主要原因是2011年募集资金到位后公司加快了对两个募投项目的投入，部分设备投入后产能进一步释放。目前，金属结合剂类工具占全部超硬材料制品总量的80%以上，而我国仍以单质粉体为主，金属粉末市场空间巨大，预计12年仍较保持50%以上的增速；而公司具备完整的超硬材料产业链，聚晶复合片12年将持续放量延伸高速增长势头。

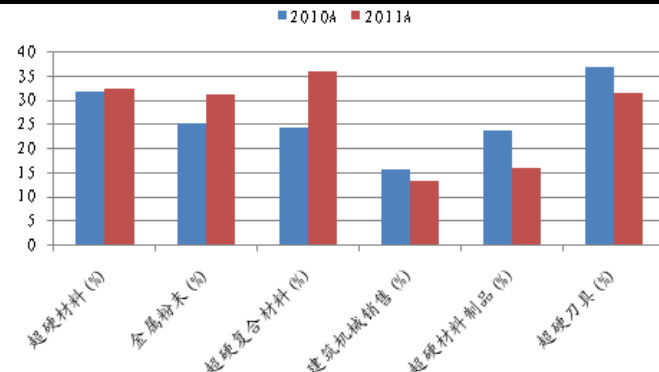
- **盈利能力略有提升,12年有望维持较高盈利水平。**2011年公司销售毛利率为31.29%,较10年的29.81%提升1.47个百分点。其中,超硬材料毛利率为32.32%,较10年提升0.44个百分点,原因是11年人造金刚石产品价格提升;超硬复合材料与金属粉末毛利率分别为35.04%和31.22%,较去年提升11.71个百分点和6.02个百分点,原因是二者产能释放后初具规模,且聚晶片、合金粉末具有较高附加值;超硬复合材料制品毛利率为16.08%,较去年大幅回落7.63个百分点,原因是砂轮类产品行业竞争过于激烈。11年人造单晶金刚石产能扩张显著,12年公司超硬材料维持高盈利水平有一定压力,但具有高附加值的超硬复合材料与金属粉末将进一步放量,12年公司整体盈利能力有望维稳。

图表2: 2007-2011年公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表3: 2010-11年公司主要产品毛利率比对



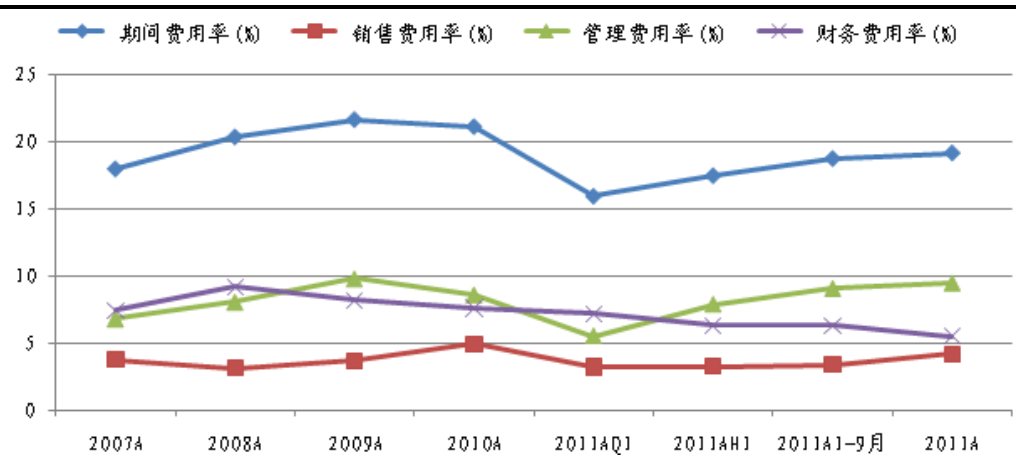
资料来源: Wind, 中原证券

- **资产负债率降低致期间费用率回落,预计12年持平。**公司11年期间费用率为19.17%,较10年回落1.96个百分点。

研发增长提升管理费用率。11年,公司管理费用支出9692万元,同比大幅增长36.95%,对应管理费用率为9.51%,较2010提升0.90个百分点。主要原因是研发支出3820万元,同比大幅增长385.70%。

财务费用率持续回落。财务费用支出5599万元,同比下降10.16%,对应财务费用率为5.49%,较去年同期大幅下滑2.09个百分点。主要是募集资金到位后资产负债率由10年的56.07%回落致41.33%。

图表4: 2007-2011年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

- **行业迎发展良机,公司看点颇多。**12年2月,在工信部公布的《新材料产业“十二五”重点产品目录》中:作为新型无机非金属材料的高品级金刚石、高效精密超硬材料制品被列为重点发展对象。

公司兼具规模、产业链优势与亮点。首先,公司人造金刚石产能22亿克拉,稳居国内第二;其次具

备具备从单晶人造金刚石、金属粉末至超硬复合材料及制品完整的产业链优势；三是超硬复合材料和金属粉末项目12年有望持续放量，增速达50%以上；四是公司金刚石砖石线项目正有序推进中。

- **盈利预测与投资建议：**预测公司2012、2013年每股收益(不考虑转股)分别为0.65元和0.89元，按3月27日14.90元收盘价计算，对应PE分别为22.91倍和16.71倍。目前估值合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济景气波动；行业产能扩张速度过快致单晶金刚石景气度阶段性下滑；项目进展低于预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	821.75	1019.15	1381.63	1827.15
增长比率(%)	37.29	24.02	35.57	32.25
净利润(百万元)	63.24	130.82	191.68	262.73
增长比率(%)	187.98	106.85	46.52	37.07
每股收益(元)	0.24	0.49	0.65	0.89
市盈率(倍)	63.14	30.52	22.91	16.71

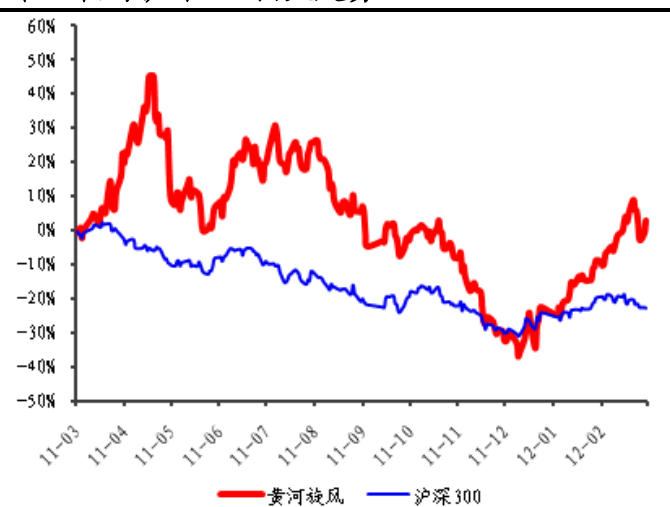
市场数据(2012年03月27日)

收盘价(元)	14.90
一年内最高/最低(元)	21.65/8.89
上沪深300指数	8.89
市净率(倍)	2547.14
流通市值(亿元)	2.50

基础数据(2011年12月31日)

每股净资产(元)	5.96
每股经营现金流(元)	0.73
毛利率(%)	31.28
净资产收益率-摊薄(%)	7.00
资产负债率(%)	41.33
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。