

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究助理：牟国洪 021-50588666-8039

单晶产能持续增长 金属粉末空间巨大

——黄河旋风（600172）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（维持）

发布日期：2012年09月19日

报告关键要素：

公司单晶人造金刚石超硬材料产能位居全球第二，预计12年达24亿克拉；金属粉末业绩将受益于产能逐步释放与预合金粉末市场的逐步替代，而超硬复合材料地矿片市场拓展顺利。预测公司2012-13年全面摊薄后EPS分别为0.34元和0.46元，按9月18日8.11元收盘价计算，对应PE分别为24.16倍和17.74倍，维持“增持”评级。

事件：

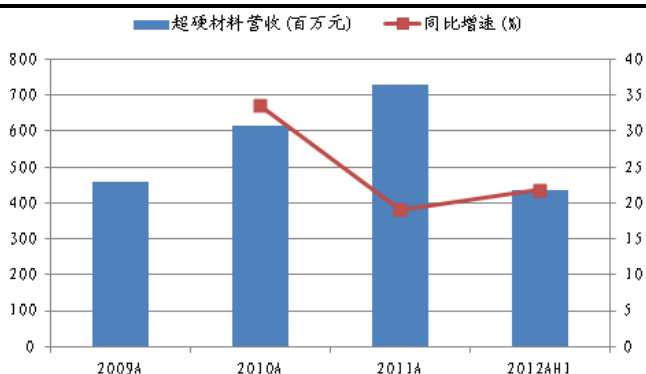
- 近期，我们对黄河旋风（600172）进行了实地调研，就行业发展与公司业务进行了交流。

点评：

- 超硬材料业绩受益于行业需求与产能提升。2009年，公司超硬材料营收4.59亿元，2011年达7.31亿元，2009-2011年间年均复合增长率为26.18%。2012年上半年，面临国内宏观经济增速趋缓不利因素影响，公司超硬材料实现营收4.37亿元，同比增长21.86%。公司业绩增长主要是人造金刚石下游应用领域不断延伸，且公司产能持续增长。预计公司2012年总产能将达24亿克拉，稳居全球第二，未来产能将维持20%的增速水平。

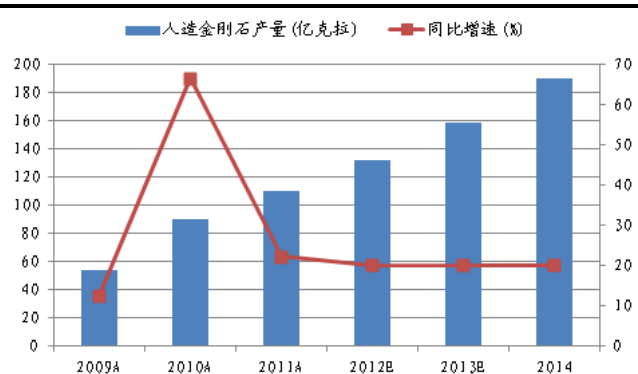
单晶人造金刚石步入稳步发展期且行业集中度提升。受我国独创的六面体合金技术的进步，我国人造金刚石行业快速发展。2009年，我国人造金刚石产量54亿克拉，2011年大幅增至110亿克拉，2009-2011年间的年均增长率为42.72%。随着人造金刚石综合性价比的逐步提升，人造金刚石工具下游应用领域得以延伸，且对传统硬质合金类工具替代逐步加快，预计未来我国人造金刚石需求将保持20%以上的年均复合增长率，14年达190亿克拉。近年来，我国单晶人造金刚石行业集中度逐步提升，目前产能主要集中于中南钻石、黄河旋风和豫金刚石，前三强2012年预计总产能为84亿克拉，实际市场占有率约70%。

图1：2009-2012年公司超硬材料营收及增速



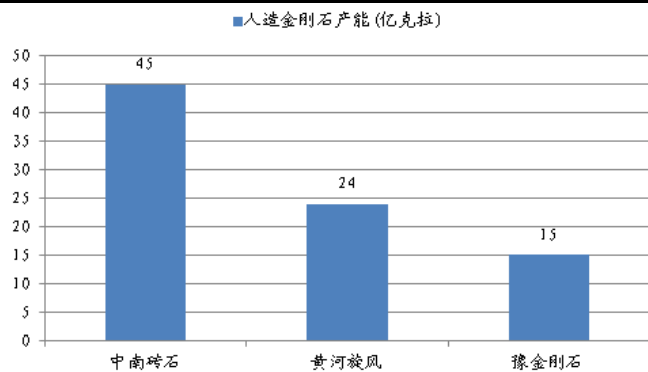
资料来源：Wind，中原证券

图2：2009-2014年我国单晶人造金刚石产量及增速



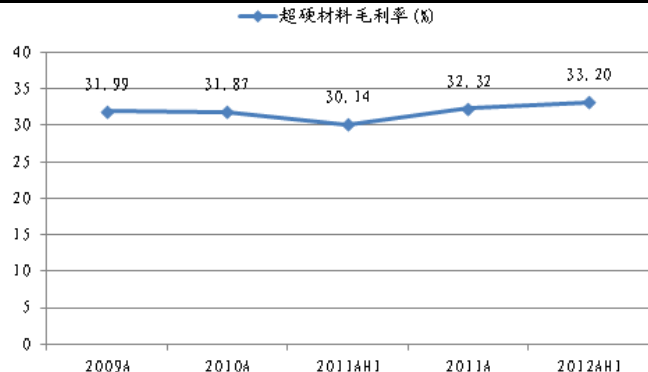
资料来源：中原证券

图3：前三强单晶人造金刚石产能(2012E)



资料来源：各公司公告，中原证券

图4：2009-2012年公司超硬材料毛利率



资料来源：Wind，中原证券

超硬材料盈利能力稳中有升且将维持高位。2009年以来，公司超硬材料毛利率总体稳中逐步提升，12年上半年为33.20%，环比11年的32.32%提升0.88个百分点，提升主要是两方面因素：一是公司人造金刚石新增产能压机单产与高品级颗粒占比均有一定幅度提升；二是公司通过压机研制以及工艺参数优化，降低了单位产能的顶锤消耗，从而降低生产成本。随着新型压机占比的提升以及工艺逐步优化，预计公司超硬材料毛利率将维持较高水平。

- **公司金属粉末业绩将受益于预合金粉替代与产能释放。**2009年，发达国家超硬材料制品中预合金粉末市场占比约60%，而我国预合金粉末市场占比仍较低，主要是国内相关研究较晚，且预合金粉制备具备一定技术壁垒。目前，预合金粉末制备工艺包括共沉淀法、雾化法、机械合金化法、烧结破碎法、非晶晶化法等，如湖南省冶金材料研究所利用雾化法生产了FJT系列预合金粉、有研粉末利用湿法冶金法制备了YHJ系列产品，其中国内仅黄河旋风具备大规模生产与应用的能力。

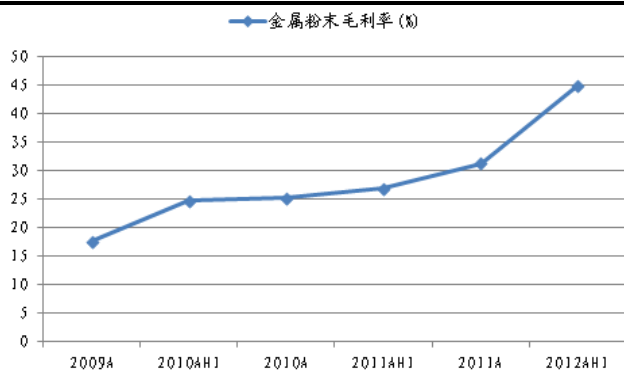
图5：我国预合金粉概况

厂家	牌号	化学组成	烧结密度/ g·cm ⁻³	烧结温 度/℃	硬度(HRB)	用途
安泰科技	Follow 100	Fe-Cu 基	8.15	750~810	101~102	花岗岩、混凝土
	Follow 200	Cu-Fe 基, Co<10%	8.72	680~730	97~98	激光焊、薄壁钻
	Follow 400	Fe-Cu 基(无 Co)	8.03	700~750	106~108	软石材、混凝土
	Follow 500	Ni-Cr 基	8.40	750~800	40~45(HRC)	激光焊、混凝土
有研粉末	M80S20		7.85	800~850	60~65(HRC)	混凝土
	YHJ-1	Co-Cu-Fe	6~9	750~900	95~108	
卡斯特	YHJ-2	Fe-Cu-W-Re	5~7	750~850	94~108	
	CSB	Fe-Cu-Sn-Zn-稀土	8.08	830~870	75~85	石材、混凝土、陶瓷
黄河旋风	FE	Fe-Cu-Sn-Zn	8.20	820~860	80~90	石材、陶瓷
	FC	Fe-Sn-Zn-陶瓷-稀土	7.17	820~860	85~95	石材、陶瓷
黄河旋风	HYF-01	Fe-Cu-Ni-Sn	8.11	830	100~110	中径花岗岩
	HYF-02	Fe-Cu-Ni-Sn	8.05	820	105~110	中径花岗岩、水泥马路
	HYF-05	Fe-Cu-Sn	8.19	770	85~95	陶瓷加工工具
	HYF-06	Fe-Cu-Ni-Sn	8.05	840	90~100	中高档陶瓷磨边轮、滚刀
	HYF-07	Fe-Cu-Sn-Co	7.84	780	100~110	中硬花岗岩的高档小径锯片
	HD-2	Fe-Cu-Zn-Sn	8.29	880	80~90	花岗岩大刀头
	HT-02	Fe-Cu-Sn	7.98	850	100~105	陶瓷加工工具
湖南省冶金材料研究所	FJT-A1	Fe-Cu-Sn-Co	7.84	780		中硬花岗岩的高档小径锯片
	FJT-A2	Fe-Cu	8.16	870		各种金刚石制品基础合金
	FJT-A3	Fe-Ni-Cu-Sn	8.34	850		各种金刚石制品基础合金
	FCuRe	Cu 基稀土				

资料来源：CNKI，中原证券

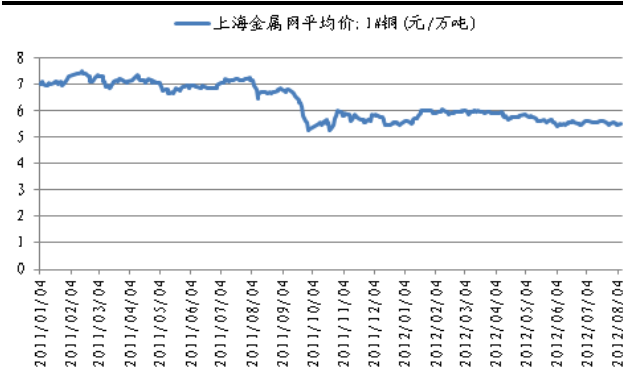
公司金属粉末产能逐步释放且毛利率持续提升。2011年，公司金属粉末营收9366万元，同比增长63.11%；2012年上半年营收5228万元，增幅为28.71%。公司金属粉末规划总产能为12000吨，至2014年完全释放。2009年以来，公司金属粉末销售毛利率持续提升，2012年上半年为44.94%，毛利率提升主要是制备工艺逐步优化，其次是产品结构逐步优化，同时上游金属价格下降，如1#铜11年均价为6.63万元/吨，12年均价为5.73万元/吨。随着产能的逐步释放，公司金属粉末业绩将维持高速增长格局，同时工艺水平的进一步优化使金属粉末盈利能力维持较高水平。

图6：2009-2012年公司金属粉末毛利率



资料来源：Wind，中原证券

图7：2011-12年1#铜价格曲线



资料来源：Wind，中原证券

- **公司超硬复合材料市场拓展稳步推进。**公司超硬复合材料按应用领域分为地质矿山片、刀具复合片以及石油用复合片等，根据材料组分包括PCD和PCBN复合片两大类，已具备较为完整的产品系列。目前，公司PCD地矿片市场拓展顺利，12年上半年销量约200万余片，并已在神化下属煤矿使用，预计2012年全年销量为300-400万片；石油用复合片在超硬复合材料中营收占比相对较低，目前占比近10%，公司正加大市场推广力度；刀具用复合片最大生产直径达58mm，其中批量生产直径为52mm，下游市场也将逐步由石材、木材领域延伸至高附加值的金属切削领域。目前，全球金属切削刀具市场主要由DI公司与元素六等垄断，国内企业市场占比较低，而该领域市场容量巨大。2011年，我国金属切削机床产量85.99万台，同比增长13.78%；2010年我国PCD/PCBN刀具市场规模约40亿元，预计12年达90亿元。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司2012、2013年全面摊薄后的每股收益分别为0.34元和0.46元，按9月18日8.11元收盘价计算，对应PE分别为24.16倍和17.74倍。目前估值相对行业较为合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**经济下滑超预期；行业产能扩张速度过快。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	821.75	1019.15	1257.47	1590.75
增长比率（%）	37.29	24.02	23.38	26.50
净利润（百万元）	63.24	130.82	179.02	243.56
增长比率（%）	187.98	106.85	36.84	36.06
每股收益（元）	0.12	0.25	0.34	0.46
市盈率(倍)	68.39	33.06	24.16	17.74

市场数据（2012年09月18日）

收盘价（元）	8.11
一年内最高/最低（元）	16.16/6.39
上沪深300指数	2235.24
市净率（倍）	2.31
流通市值（亿元）	40.28

基础数据（2012年06月30日）

每股净资产（元）	3.63
每股经营现金流（元）	0.32
毛利率（%）	33.89
净资产收益率-摊薄（%）	4.23
资产负债率（%）	42.66
总股本/流通股（万股）	53336/49668
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。