

贵研铂业(600459)调研报告

谨慎推荐

未来看点在汽车尾气催化剂和二次资源回收项目

首次评级

原材料/贵金属及采矿

发布时间: 2011 年 1 月 27 日

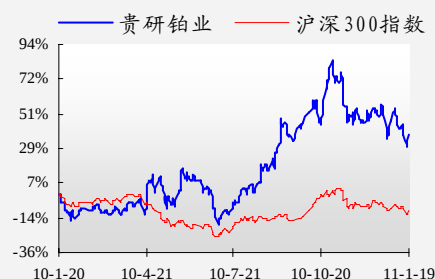
投资要点:

- 公司传统业务保持稳定, 未来看点为汽车尾气催化剂项目和二次资源回收项目。产品涉及贵金属高纯材料、特种功能材料、信息功能材料、环境及催化功能材料四大类, 目前综合生产规模为 150 吨左右的贵金属加工材料, 150 万升环保催化剂生产能力, 传统业务保持稳定, 盈利模式和加工费相关。未来看点在 150 万 L 汽车催化剂项目和 5 吨贵金属二次资源回收项目。
- 150 万升汽车尾气催化剂项目进入收益期。国内有生产汽车尾气催化剂的公司已经有几十家企业, 其中无锡威孚力达公司产能最大, 在国有品牌汽车市场占有率 40%, 贵研铂业目前市场占有率 8% 左右, 未来 2-3 年市场目标是 20-30%。公司催化剂产品主要针对中、轻型和微型客车以及经济型家庭轿车的新车配套市场, 并力争进入高档轿车新车配套市场。2010 年产量估计超过 100 万 L, 估计 2011 年达到 120 万升可能很大, 2012 年基本能完全达产到 150 万升。
- 5 吨贵金属二次资源回收项目能否按时投产依靠渠道建设。5 吨二次资源回收项目, 估计 2012 年建成, 2013 年贡献产量, 估计到 2014 年才能全部达产。目前公司在拓展渠道建设上主要是和中石化等企业已经建立战略合作关系, 和很多中小型合金企业建立产产销关系。由于汽车报废网点这块渠道还要看政府对报废汽车回收的管理。所以 5 吨二次资源回收不确定性还是存在的。
- 给公司谨慎推荐评级。由于公司存在募投项目拖延投产的问题, 所以估计 5 吨贵金属二次资源回收项目能否按时实现收益还是问题。估计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52、0.74、1.15 元, 给予公司 50 倍 PE, 目标价 37 元, 谨慎推荐评级。
- 风险提示。在建项目贡献收益低于预期。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	1,093	-20.67	9	-110.68	0.08	1.58	387.82	177.56
2010E	1,595	45.85	84	816.46	0.52	9.44	60.60	27.74
2011E	2,088	30.95	119	42.36	0.74	16.98	42.57	19.49
2012E	2,325	11.33	184	54.45	1.15	26.20	27.56	12.62

走势图



市场数据

2011-01-26

收盘价:	31.67 元
52 周最高价:	50.11 元
52 周最低价:	20.90 元
平均持仓成本:	39.30 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	11,174
流通 A 股 (万股):	11,174
每股收益 (元):	0.41
每股净资产 (元):	5.42
每股经营现金流 (元):	-0.89
市净率:	5.84

分析师: 周思立 联系人: 杨霞辉

执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司概况

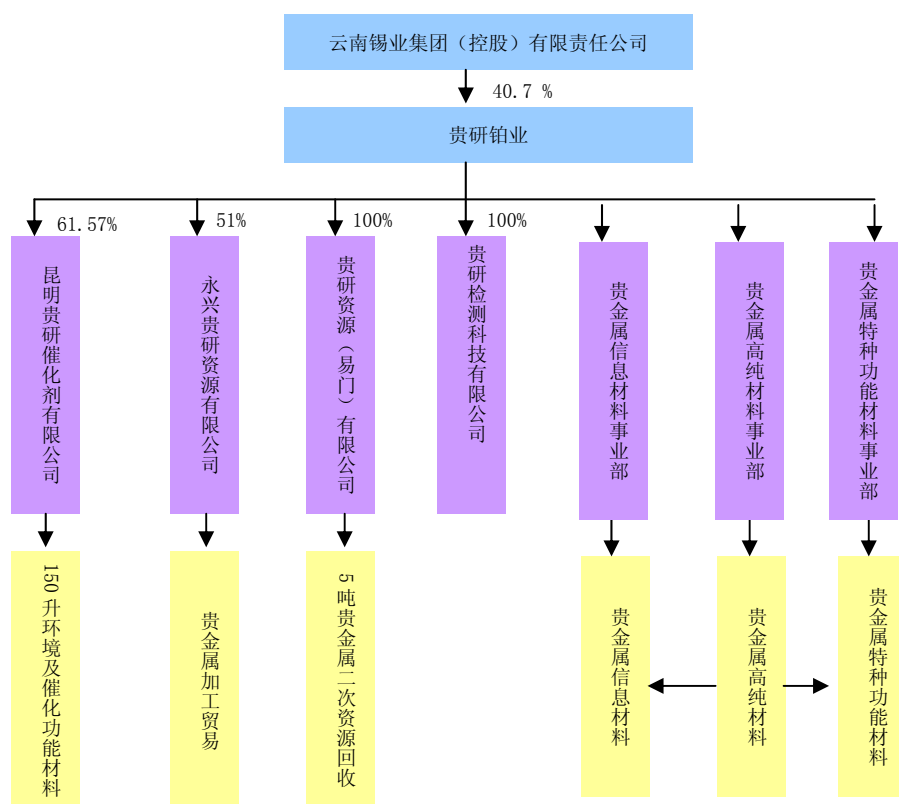
公司产品涉及贵金属高纯材料、特种功能材料、信息功能材料、环境及催化功能材料四大类，300 多个品种、4000 余种规格，属国家产业政策重点支持的高技术特种功能材料行业，产品用户涵盖电子信息、航空、航天、船舶、汽车、生物医药、化学化工、建材、矿产冶金、环保能源等行业。目前综合生产规模为 150 吨左右的贵金属加工材料，150 万升环保催化剂生产能力，2009 年产量分别为 95 吨和 60 万升。传统业务保持稳定，盈利模式和加工费相关。估计未来看点在 150 万 L 汽车净化催化剂项目和 5 吨贵金属二次资源回收项目。

表 1、公司几大类产品

公司产品类型	具体分类	产能	用途
贵金属高纯材料	高纯铂、高纯钯、高纯铑、高纯铈、高纯银	-	贵金属高纯材料主要用作贵金属功能材料的前驱体，也用于信息电子元器件和用于精细化工工业
贵金属环境功能材料	贵金属基础化合物、催化传感材料等	0.9 吨	石油工业、化学工业和电化学工业
汽车尾气催化剂	三效稀土基催化剂	150 万升	汽车、石化行业
贵金属特种功能材料	贵金属复合材料、电子材料、测温材料、焊料、钎	45 吨	航空航天、国防军工、电子电气、能源、化工、石油、汽车、玻璃玻纤及环境保护等领域
贵金属信息功能材料	银粉、银浆、玻璃浆、金浆、铂浆、钨浆、银钨浆；	55 吨	大规模和超大规模集成电路和各种元器件

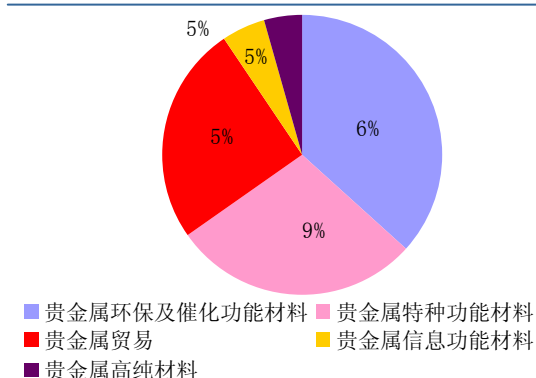
资料来源：公司网站，东北证券

图 1、公司主要分公司和主营业务分布情况



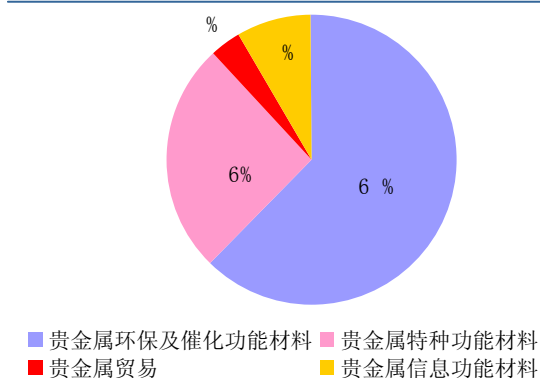
资料来源：公司网站，东北证券

图 2、环保材料、特种功能材料和贸易占公司营收的 90%



资料来源：公司公告，东北证券

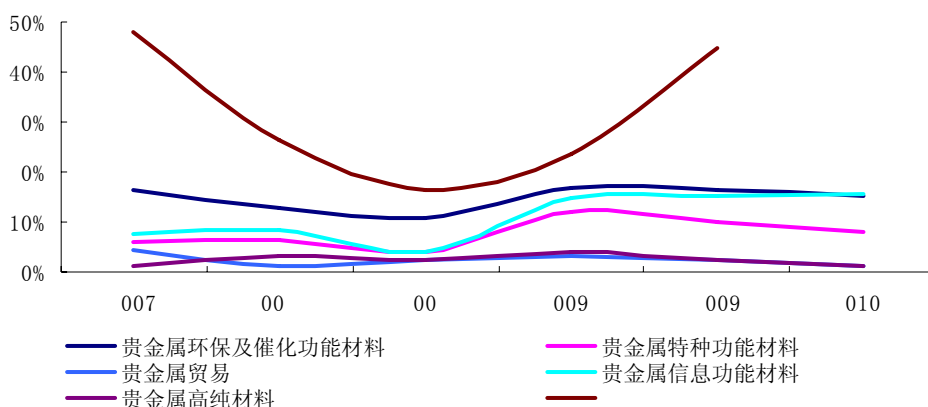
图 3、环保材料、贵金属材料和信息材料占公司毛利的 97%



资料来源：公司公告，东北证券

按照 2010 年中报信息，贵金属环保及催化剂功能材料、特种材料、贵金属贸易占据了公司营收的 90%，从毛利占比来看环保及功能材料占了 63%，特种材料占了 26%，信息材料占 8%，可见看出盈利能力最强的产品是贵金属环保及催化剂功能材料。估计未来这两大产品毛利率情况变化不会很大，基本都在 10-15%之间。

图 4、分类产品毛利率情况



资料来源：公司公告，东北证券

为集团

二、150 万升汽车尾气催化剂项目进入收益期

随着各国环保要求的提高和汽车保有量的增长，汽车在尾气排放方面面临日益严格的要求。2008 年 12 月，欧洲议会通过欧 6 汽车排放新标准，进一步限制氮氧化物和粉尘颗粒排放。根据中国环境保护部的要求，中国将在 2012 年 1 月 1 日和 2013 年 7 月 1 日分别实施车用压燃式发动机和轻型柴油汽车国 IV 排放标准。

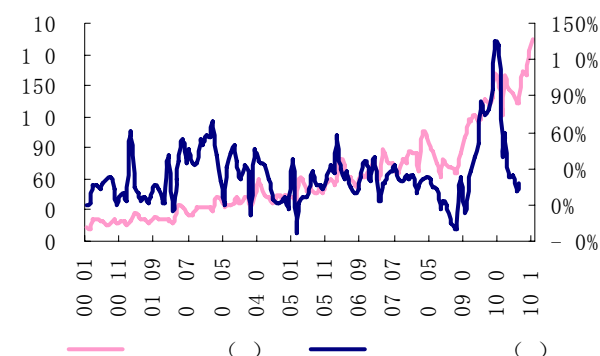
表 2、中国重型商用车排放标准

阶段	CO (G/KW.H)	碳氢化合物 (G/KW.H)	氮氧化物 (G/KW.H)	颗粒物 (G/KW.H)	烟度 M-1
III	2.10	0.66	5.00	0.10	0.80
IV	1.50	0.46	3.50	0.02	0.50
V	1.50	0.46	2.0	0.02	0.50
VI	1.50	0.25	2.00	0.02	0.15

资料来源： 准化 员会

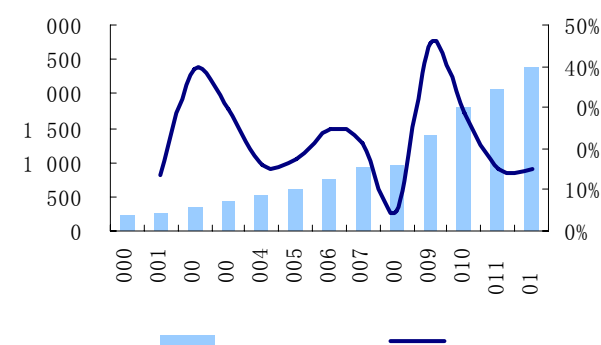
贵金属铂（Pt）、钯（Pd）、铑（Rh）是作为净化尾气的重要催化剂。汽车尾气净化催化剂是一个有着巨大商业利益的市场，我们汽车研究员预期未来两年汽车产量至少保持 15% 的增长，而国 IV 标准的推行将带动汽车尾气催化剂配比比例更高，意味着贵金属催化功能材料需求量的爆发性增长，每辆车需要平均 1.6 升催化剂，那么今年中国乘用车催化剂市场容量 3200 万升。预计汽车尾气净化器需求增长速度保持在 30% 左右。

图 4、最近十年汽车产量的复合增长率为 22%



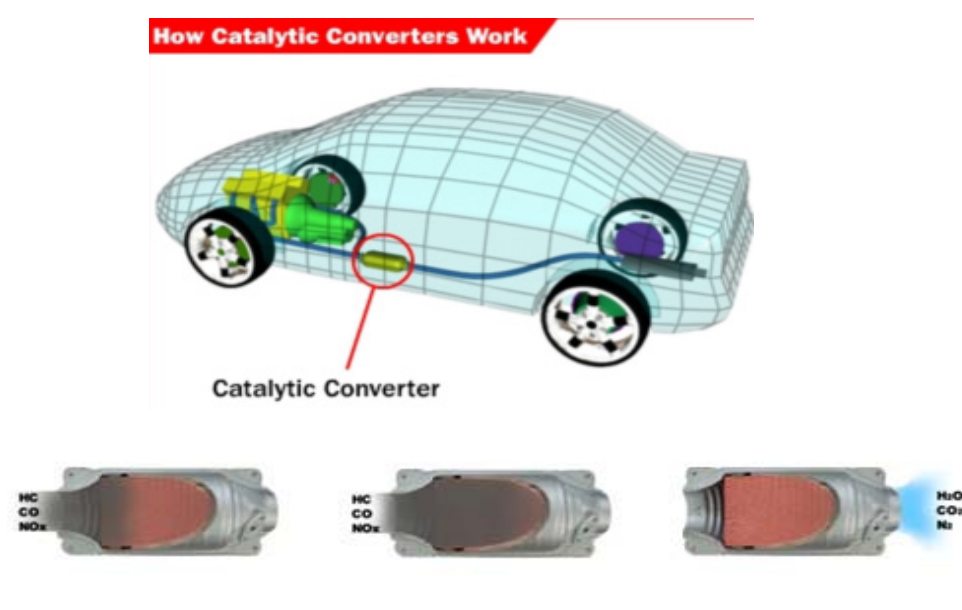
资料来源：WIND，东北证券

图 5、估计未来两年中国机动车产量至少保持 15% 的增长速度



资料来源：WIND，东北证券

图 3、汽车尾气三效稀土基催化剂工作原理



资料来源： 锡 网站，东北证券

目前 JohnsonMatthey、Engelhard、Allied Signal 和 Degussa AG 等四家外国公司控制了 90% 以上的全球汽车尾气催化剂市场，面对新兴的中国市场，Johnson Matthey 公司已经在国内建立了催化剂公司，其他三家则分别通过国内汽车合资企业和汽车零部件的全球采购体系积极争夺先机。国内有生产汽车尾气催化剂的公司已经有几十家企业，其中无锡威孚力达公司产能最大，在国有品牌汽车市场占有率 40%，贵研铂业目前市场占有率 8% 左右，未来 2-3 年市场目标是 20-30%。

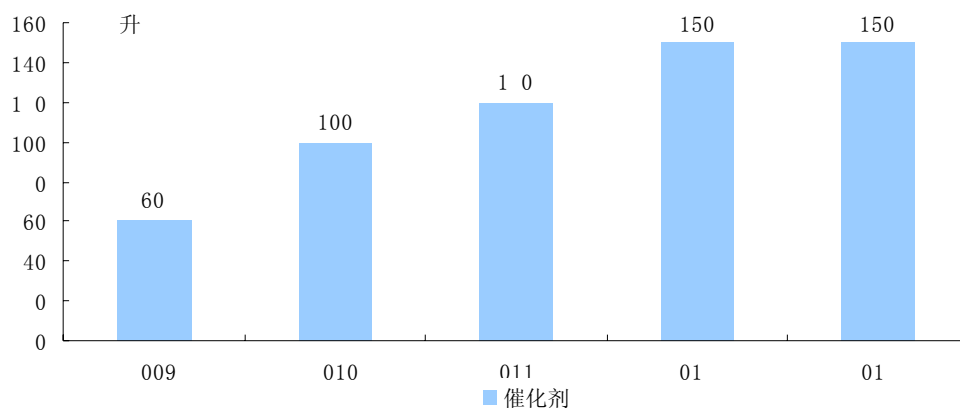
表 3、国内主要生产汽车催化剂公司

公司名称	产品	产能 (万升)	市场占 有率	主要客户
无锡威孚力达催化剂净化器有限责任公司	贵金属三效 稀土	300	40%	吉利、奇瑞、长城、华晨、长安、江淮等厂家，产品覆盖国各大内自主品牌汽车、摩托车、通机厂家。
贵研铂业	贵金属三效 稀土	150	8%	东风神龙、长安、奇锐、五菱、上汽等
山西净土环保实业有限公司	贵金属三效 稀土	100	8%	北京吉普 2020VS 车，年产 5 万辆；江苏牡丹汽车客车 MD6601CY，年产 1.5 万辆；北京客车总车、中国第一汽车集团 BK6781E/CA6760D95 系列；芜湖一汽扬子客车厂先锋牌 6M 客车以及旅行客车厂等。
桂林利凯特环保实业有限公司	陶瓷催化剂	50	4%	摩托车用金属载体催化剂生产基地

资料来源：高科网站,公司公告, 东北证券

公司的催化剂业务分布在控股 61.57% 的昆明贵研催化剂有限责任公司，该公司具备 150 万升的汽车尾气催化剂，2009 年生产催化剂约 60 万升，仅次于威孚力达位居第二。公司汽车尾气催化剂产品对汽车排放污染物 CO、HC、NO_x 的净化率平均达到 90% 以上，寿命超过 8 万公里，已通过中国环科院、中国轿车质量检测中心（长春）、北京切诺基集团、湖北神龙富康集团、美国福特汽车公司按欧 I 标准和欧 II 标准进行的严格检验，也通过了昆明、重庆、南京、苏州、济南等环保检测部门的地方适应性检验。

图 4、对公司汽车尾气催化剂产量估计



资料来源：公司公告, 东北证券

公司催化剂产品主要针对中、轻型和微型客车以及经济型家庭轿车的新车配套市场，

并力争进入高档轿车新车配套市场。比如对于神龙-富康这样的新客户,打算 2011 年全面铺货。公司汽车净化催化剂产能 150 万 L, 2010 年产量估计超过 100 万 L, 估计 2011 年达到 120 万升可能性很大, 2012 年基本能完全达产。

三、5 吨贵金属二次资源回收项目能否按时投产依靠渠道建设

目前全国一年产生 500 吨左右的失效汽车催化剂, 每个催化剂含贵金属 1-2g, 含铂、钯、铑约 600 公斤。预计到 2014 年后, 产生的失效汽车催化剂将达到 5,000 吨, 含铂、钯、铑超过 6 吨。但目前国内尚未建设规模化回收失效汽车催化剂中铂族金属的生产平台, 资源再生循环利用整体产业化程度不高。公司是集贵金属系列功能材料研究、开发和生产经营的高新技术企业, 在贵金属特种功能材料、贵金属环境及催化功能材料、汽车尾气净化催化剂生产、贵金属二次资源回收利用等领域具有较好的产业基础。凭借公司现有的技术和市场渠道, 能有效的保障贵金属二次资源综合利用产业化项目的顺利实施。

表 4、回收贵金属渠道建设

回收渠道	原料规模 (吨)	贵金属量 (吨)	渠道建设情况
汽车实收尾气催化剂	1500	1-2	报废汽车有专门回收点回收, 公司是国内规模最大的二次资源回收公司, 有望得到政府支持力度
石化实收催化剂	500	1	已经和中石化建立战略关系
精细化工失效催化剂	500	1	-
贵金属合金废料、电子废料	500	1	很多中小合金企业都是公司客户

资料来源: 公司公告, 东北证券

公司在云南省玉溪市易门县投资 3.12 亿元, 建设二次资源回收项目, 设计产能 5 吨。项目估计 2012 年建成, 完全达产需要等 2013 年。所以估计到 2014 年贵金属回收项目才能全部达产。以汽车尾气失效催化剂、石油化工失效催化剂、精细化工失效催化剂、贵金属合金废料共四类原料的回收提取为主要产业化内容。本项目建成后, 将形成年处理 3,000 吨贵金属二次资源物料 (其中失效汽车催化剂 1500 吨, 失效石化催化剂 500 吨、失效精细化工催化剂 500 吨、合金废料 500 吨)。总产能是 5 吨, 其中铂 1,400 千克/年; 钯 2,500 千克/年; 铑 400 千克/年; 铱 200 千克/年; 钨 500 千克/年。汽车尾气催化剂领域回收 (1-2 吨)、石化催化剂领域回收 (1 吨)、精细化工和制药企业回收 (1 吨)、合金废料、电子元器件中的电子废料回收 (1 吨)。

目前我国汽车尾气催化剂回收处于起步阶段, 主要问题是回收单位分散, 不能形成规模, 回收设备简陋, 技术落后, 回收率不高, 取道杂乱, 缺乏政府监管。所以公司如果能和汽车报废点、石化企业、电子废品回收站建立对接渠道, 二次资源回收项目就实施起来比较容易, 如果渠道建立不顺畅, 公司项目很有可能被拖延, 目前公司在拓展渠道建设上主要是和中石化等企业已经建立战略合作关系, 和很多中小型合金企业建立产销关系。由于汽车报废网点这块渠道还要看政府对报废汽车回收的管理, 所以 5 吨二次资源回收不确定性还是存在的。

表 5、5 吨贵金属二次资源回收项目

回收渠道	项目总投资 (亿元)	贵金属量 (吨)	年营业收入	年平均净利润	投资回收期	IRR
贵金属二次资源综合利用 产业化项目	3.02	5	8.27	0.19	9.55	14.43%

资料来源：公司公告，东北证券

项目建成后，预计实现年平均营业收入万元，年平均净利润 5,990.75 万元，年平均所得税 1,996.92 万元，投资回收期 9.55 年(含建设期 2.5 年)，财务内部收益率（所得税后）为 14.43%。按照目前股本来算每股贡献 0.53 元。

四、给公司谨慎推荐评级

目前 2011 年公司 PE42.57 倍，PB5.16 倍，和有色金属平均 PE、PB 值 48.40 倍、5.55 倍相比，基本和行业均值相当；和整个小金属行业公司如厦门钨业、锡业股份、金钼股份、格林美、云南锗业等相比，估值合理。由于公司存在募投项目拖延投产的问题，所以估计 5 吨贵金属二次资源回收项目能否按时实现收益还是问题。给予公司 50 倍 PE，谨慎推荐评级，估计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52、0.74、1.15 元。

表 6、贵研铂业和同类公司估值比较

简称	评级	股价 (1/26)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
基本金属										
驰宏锌锗	推荐	23.14	0.37	0.73	68.58	34.56	8.94	7.43	13.04	21.49
江西铜业	推荐	31.67	1.39	2.12	26.29	17.26	4.31	3.43	16.37	19.88
中国铝业	中性	50.52	0.07	0.39	152.90	26.85	2.81	2.68	1.84	9.97
吉恩镍业	中性	20.29	0.73	1.11	33.19	21.67	6.45	5.53	19.44	25.51
新疆众和	推荐	37.65	0.76	0.87	26.70	23.41	3.30	2.91	12.38	12.42
焦作万方	中性	70.48	0.96	1.01	19.65	18.77	4.27	4.15	21.75	22.09
锡业股份	推荐	25.59	0.43	0.63	70.03	47.33	8.12	7.34	12.78	15.51
西部矿业	推荐	23.14	0.52	0.77	30.33	20.45	2.97	2.63	9.80	12.84
铜陵有色	推荐	31.67	0.75	1.13	33.86	22.66	4.13	3.89	12.19	17.19
平均值	-				48.27	29.35	4.80	4.33	12.96	16.10
小金属										
宝钛股份	谨慎推荐	23.14	0.01	0.25	2447.74	93.60	2.70	2.68	0.11	2.87
贵研铂业	谨慎推荐	31.67	0.52	0.74	60.60	42.57	5.72	5.16	9.44	12.13
格林美	推荐	50.52	0.65	0.72	77.72	70.17	11.08	10.11	14.25	14.41
金钼股份	推荐	20.29	0.21	0.43	95.25	47.24	4.42	4.42	4.64	9.36
厦门钨业	推荐	37.65	0.51	0.61	73.82	61.72	9.91	8.74	13.42	14.15
云南锗业	推荐	70.48	0.60	1.46	116.65	48.18	8.00	7.36	6.86	15.27
中色股份	推荐	25.59	0.07	0.22	355.77	115.69	8.72	8.08	2.45	6.98
平均值	-				124.27	67.64	8.85	7.85	12.40	14.47

简称	评级	股价 (1/26)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
A 股行业平均水平					70.00	48.40	6.25	5.55	14.13	16.51
紫金矿业 H	-	6.39	0.39	0.50	16.38	12.78	4.10	3.83	25.00	29.95
江西铜业 H	-	25.2	1.39	2.12	18.12	11.90	2.97	2.37	16.37	13.06
中国铝业 H	-	7.85	0.07	0.39	115.52	20.29	2.12	2.02	1.84	1.75
洛阳钼业	-	7.47	0.26	0.39	29.07	19.35	1.21	1.16	4.16	4.00
湖南有色	-	3.1	0.20	0.25	15.50	12.40	0.88	0.83	5.70	5.32
H 股行业平均水平					57.60	20.85	2.92	2.04	11.20	11.77

资料来源: Bloomberg, 东北证券

五、风险提示

1、行业政策风险

贵金属行业属于政府支持的新材料行业, 近期一直有政策支持该产业发展, 政策的变动对公司未来销量、所得税等影响较大。

2、公司技术研发风险

公司在贵金属材料方面处于领先企业, 研发队伍实力强大, 但随着行业发展壮大, 不排除强硬有力的竞争对手出现, 公司依靠研发, 就存在着核心技术人员流失的风险。

3、汽车尾气催化剂项目盈利低于预期风险

从 2003 年到现在共 7 年汽车尾气催化剂项目还没完全达产, 我们对公司盈利预期是建立 2012 年完全投产基础上的, 所以如果届时公司拓展市场不顺利公司业绩将受较大影响。

4、公司 5 吨贵金属二次资源回收项目延迟投产的风险

按照公司项目进展, 2013 年该项目投产, 2014 年批量贡献产能, 但项目进展顺利与否的关键是公司在回收渠道上, 如果公司渠道建立不力届时项目将拖延兑现收益。

损益表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入				
主营业务利润				
销售费用				
财务费用				
营业利润				
其它营业外收入				
利润总额				
所得税				
少数股东权益				
净利润				
税率(%)		16	32	15

资产负债表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金				
存货				
应收帐款及票				
其它流动资产				
长期投资				
固定资产				
其它资产				
资产总额				
流动负债				
长期负债				
其它负债				
负债总额				
少数股东权益				
股本				
资本公积与保留盈				
股东权益				
负债总额+股东权益				

现金流量表(RMB 百万)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润				
折旧与摊提				
本期运用资金变动				
其它营业资产与负				
营业活动之现金流量				
资本支出净额				
本期长期投资变动				
其它资产变动				
投资活动之现金流量				
自由现金流量				
现金增资	-	-	-	-
本期负债变动				
配股付息				
其它		-	-	-
融资活动之现金流量				
本期产生现金流量				

财务报表分析	2009	2010	2011	2012
每股资料分析(元)				
每股盈余(EPS)	0.08	0.52	0.74	1.15
每股净值(BVPS)	5.16	5.54	6.13	7.14
每股营收	9.79	9.97	13.05	14.53
每股现金股利	0.15	0.15	0.15	0.15

估值				
本盈比(PER)	387.8	60.60	42.57	27.56
本值比(PBR)	6.14	5.72	5.16	4.44
股息收益率(DY)	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值(EV)/营收	3.42	3.35	2.59	2.33
EV/EBITDA	45.52	30.83	25.46	18.15
EV/自由现金流	-72.7	53.55	34.92	16.75

获利能力(%)				
主营业务利润率	10.83	13.19	15.26	18.01
营业利润率	0.48	6.19	6.76	9.51
EBITDA/营收	7.52	10.86	10.17	12.83
EBIT/营收	4.17	8.56	9.63	12.40
净利润率	1.11	5.58	6.06	8.41

资本回报率(%)				
净值回报率(ROE)	1.58	9.44	16.98	26.20
总资产回报率(ROCE)	1.24	7.38	9.74	14.54

年成长率(%)				
营业收入	-20.6	45.85	30.95	11.33
EBITDA	-	110.6	22.67	40.38
EBIT	-	199.5	47.34	43.26
每股盈余	-	540.0	42.36	54.45
每股净值	12.71	7.32	10.82	16.37
每股股利	-	0.00	0.00	0.00

稳定/偿债能力				
负债比率(%)	38.70	37.91	42.67	44.52
利息保障倍数(X)	1.65	4.28	3.85	4.96
利息及短期债保障倍数	18.55	40.03	44.96	59.57
净负债/EBITDA	273.2	179.7	183.4	135.0
流动比率(X)	2.82	2.19	2.06	2.10
速动比率(X)	1.93	1.52	1.39	1.43

按照中国会计准则编制

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。