

有色金属行业

公司调研报告

收盘价(元) 19.04 元

目标价(元) 25.2 元

市场数据

52 周最高/最低(元)

市净率

总股本(百万) 158

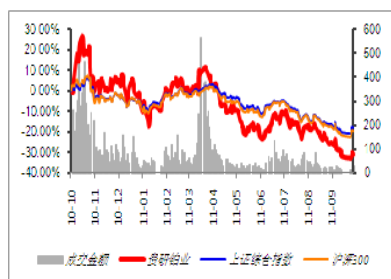
流通 A 股(百万) 145

流通 B 股/H 股(百万) -/-

总市值(百万元)

流通 A 股市值(百万元)

相对股价表现



相关研究

有色金属行业研究小组

张帆

S0120511030001

联系人

孔祥鹏

8621-68761616-8591

蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

贵研铂业 (600459)

评级: 买入 (首次评级)

研发实力雄厚, 进口替代前景广阔

我们认为公司的核心竞争力在于: 一、公司由研究所改制而来, 具有强大的研发能力, 公司人员中拥有工程院院士1人, 博士生导师4人, 研究员及正高级工程师21人。二、公司的汽车尾气催化剂业务具有巨大的进口替代空间。三、公司业务发展符合国家产业政策导向。

汽车尾气催化剂: 按1.5升/辆计算催化剂需求量, 2010年市场规模为2700万升, 我国从2000年开始在汽车上安装汽车尾气净化催化剂, 随着汽车尾气催化剂失效, 催化剂的更新也将产生巨大的市场需求。公司催化剂产品同性能情况下由于稀土的掺入成本要低30%, 同时具有适应性好的优点, 目前公司的市场占有率不到10%, 有很大的进口替代空间。

二次资源回收项目: 本项目建成后, 将形成年处理3,000吨贵金属二次资源物料。达到年回收5吨贵金属的生产规模。公司进行该项目主要优势在于两点: 一是公司具有领先的二次资源回收技术, 铂族金属回收率达到98%以上; 二是公司利用自身行业内的影响已经建立了一定的二次资源市场回收渠道。目前一期项目已经完成, 可回收贵金属1吨/年。项目的建成将有效延伸公司贵金属产业链, 形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链。

盈利预测、估值与投资建议: 预计 2011 至 2013 年营业收入分别为 34.4 亿、42.0 亿、52.4 亿, 净利润分别为 8.7 亿、12.4 亿、15.1 亿, 对应每股收益 0.49 元、0.69 元、0.84 元。公司目前股价对应 2011 至 2013 年的 PE 分别为 40、28、23, 估值合理, 给予公司‘买入’评级, 考虑到二次资源回收以及汽车尾气催化剂产业升级项目完成后, 公司利润在 2014 年后将呈爆发式增长, 给予 2013 年 30 倍市盈率, 目标价 25.2 元。

风险提示: 新能源汽车技术取得重大突破; 公司市场开拓业务进展低于预期

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1884.32	3440.15	4202.10	5242.32
增长率 (%)	72.3%	82.6%	22.1%	24.8%
每股收益 (EPS)	0.45	0.49	0.69	0.84
销售毛利率	8.01%	6.78%	6.84%	7.24%
销售净利率	2.67%	2.24%	2.60%	2.54%
净资产收益率 (ROE)	8.27%	8.11%	10.43%	11.38%
市盈率 (P/E)	42.31	38.86	27.59	22.67
市净率 (P/B)	3.54	3.20	2.90	2.60

目录

一、公司核心竞争力判断.....	3
1, 公司的主要业务.....	3
2, 公司核心竞争力判断.....	3
二、汽车尾气催化剂业务：进口替代空间广阔	5
1 汽车产量和保有量.....	5
2, 催化剂市场前景广阔.....	6
3, 公司催化剂业务前景光明.....	6
三、公司资源保障	7
1, 二次资源回收业务.....	7
2, 贵金属贸易.....	8
四、其他业务	8
1, 贵金属特种功能材料.....	8
2, 贵金属信息功能材料.....	8
3, 贵金属高纯材料.....	8
五、盈利预测、估值与投资建议.....	9
5.1 盈利测算.....	9
5.2 估值与投资建议	9

图表目录:

图表 1 公司主要产品和用途	3
图表 2 公司拥有的部分专利	4
图表 3 国内汽车产量.....	5
图表 4 全国汽车保有量.....	5
图表 5 主要国家 09 年底汽车人均保有量.....	6
图表 6 世界汽车尾气催化剂全球市场分布	6
图表 7 2010 年各国铂金开采量分布	7

一、公司核心竞争力判断

1, 公司的主要业务

公司主要从事贵金属和相关产品的生产、综合回收利用和销售，致力于新技术和新产品的开发。主要从事产品、贸易、资源三个核心业务板块，其中汽车尾气催化剂是公司的最大利润来源，2010年，占毛利润的67%。

图表 1 公司主要产品和用途

分类	产品	用途
贵金属高纯材料	高纯铂、高纯钯、高纯铑、高纯铈、高纯银	基础材料并应用于电子、化学化工、检测等特殊领域
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、钎料、精密管棒材、电接触材料、铂合金网	航空、航天、船舶、化工、电子电器、机械等行业
贵金属信息功能材料	银粉、银浆、玻璃浆、金浆、铂浆、钎浆、银钯浆	电子信息、汽车等行业
贵金属环保及催化功能材料	贵金属基础化合物	催化、电镀、医药、精细化工、感光材料等
	催化传感器	石油、化工、煤矿、冶金、消防、环保等领域
	汽车尾气催化剂	汽油、柴油、天然气等各类汽车发动机的尾气净化

2, 公司核心竞争力判断

我们判断公司的核心竞争力主要在于以下三点：

a) 强大的研发能力

贵金属新材料是技术和资金密集型高技术产业，产品技术含量高，价值昂贵，生产工艺复杂，需要多专业及交叉专业技术，产品和技术更新快，因而没有雄厚的技术实力和技术储备是不行的。

公司由研究所改制而来，公司人员具有较高文化程度和专业技术知识，具有较强的科学技术研究能力和扩大试验能力。公司人员中拥有工程院院士1人，博士生导师4人，研究员及正高级工程师21人。

本公司设立时，贵研所无偿投入了8项专利权、15项专利申请权和14项非专利技术等无形资产。公司成立后，还向国家知识产权局申请了多项专利。

2010年，国家级重点实验室“稀贵金属综合利用新技术国家重点实验室”得到国家科技部批准。

强大的研发能力使得公司产品不会受制于其他公司专利限制，并能够满足下游不断提高的各种需求。

图表 2 公司拥有的部分专利

序号	专利名称	用途	专利号
1	贵金属-稀土-过渡金属废气净化催化剂及其制备	机动车尾气净化	ZL92113298.0
2	内燃机排气净化贵金属催化剂及制备	机动车尾气净化	ZL92113299.9
3	生产贵金属或合金微异型丝或复合丝的拉拔模具	贵金属材料加工	ZL92111281.5
4	大面积大功率器件硅片与钼散热垫板钎焊料	电子元器件	ZL96111892.X
5	高强度软钎料铅基合金	电子元器件	ZL95105290.X
6	电接触材料金基合金	电子元器件	ZL98105040.9
7	从碱性氰化液中萃取金的方法	贵金属冶炼	Z196117348.3
8	镍钴铁合金/铜复合材料生产方法	贵金属加工	Z100101458.7
9	生产贵金属或合金微异型丝或复合丝的拉拔磨具	贵金属材料加工	ZL92111281.5
10	工业有机废气净化催化剂及其制备方法	工业废气处理	Z198118283.6

b) 汽车尾气催化剂具有广阔的进口替代空间广阔

随着国家环保标准的提高和中国汽车产销量的增加，汽车尾气催化剂市场规模巨大，目前，外国公司在该市场中占据主导地位，公司自主研制的三效稀土基催化剂通过添加稀土降低产品成本约30%，同时在稳定性和尾气转化率方面也得到了改善，目前公司在催化剂市场占有率不到10%，有很大的进口替代空间。

c) 符合国家产业政策导向

随着国家对节能减排、环境保护重视程度的增加，汽车尾气催化剂业务将迎来更大的发展契机。

"十二五"期间，新能源、新材料、信息产业、新医药、生物育种、节能环保、电动汽车七大战略性新兴产业将成为推动中国未来经济快速发展的先导产业和支柱产业，本行业所涉及的产品多与汽车、电子信息、航空航天、新材料、节能环保等行业息息相关，是上述行业产品应用的关键材料之一。

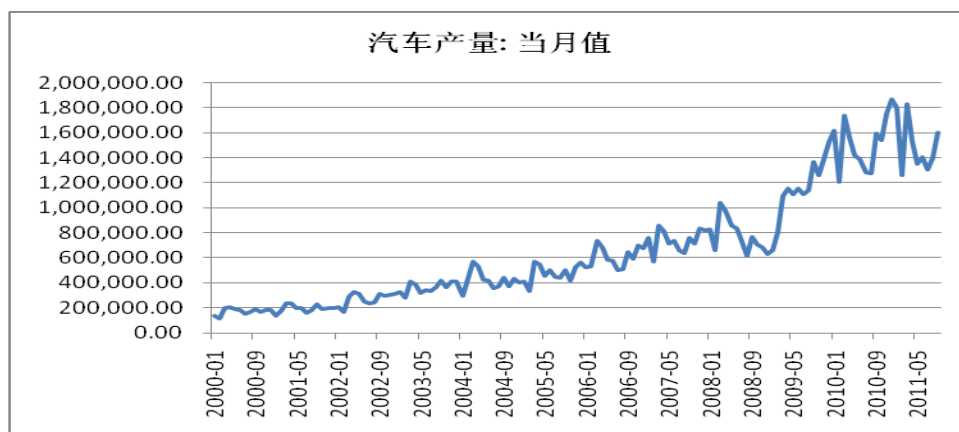
二、汽车尾气催化剂业务：进口替代空间广阔

汽车尾气中含有不完全燃烧产物—碳氢化合物（HC）、一氧化碳（CO）、以及氮氧化物（NOX）等成分，它们对人体的健康以及动植物的生存构成巨大的危害。汽车催化剂市场规模与国家环保法规的要求以及汽车保有量、产销量以及催化剂自身的技术水平相关。

1 汽车产量和保有量

2010 年汽车销量1800 万辆，同比增长32%，延续了09 年以来汽车的超高增速；短期看，随着年初补贴政策的退出、各地的治堵限购以及3 月日本地震对于全球零部件供应体系的影响，11 年行业景气将有所下行；但居民财富的持续增长以及庞大的人口基数意味着中国汽车消费方兴未艾。

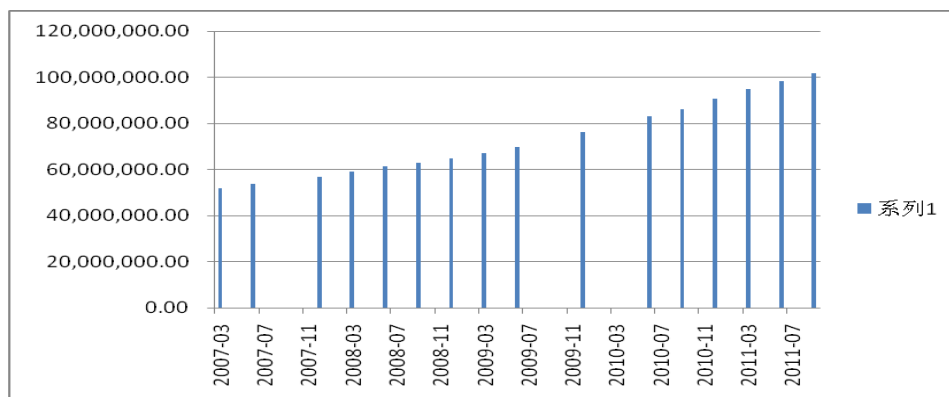
图表 3 国内汽车产量



数据来源：中汽协，德邦研究

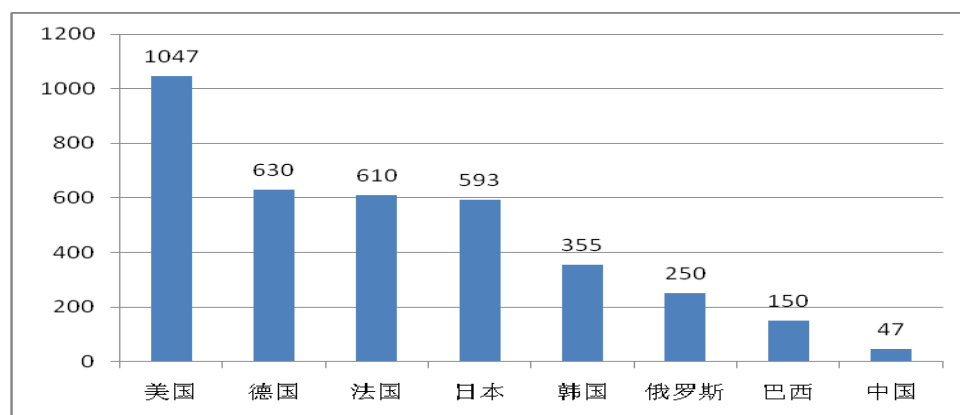
即使经历了09、10 两年汽车销量的超高增速，截止10 年底中国汽车千人保有量也仅为60 辆左右，仍远低于全球平均水平，具有巨大的增长空间；工信部预计2020年中国汽车保有量将超两亿辆。截至2011年9月，我国汽车保有量1.02亿，未来10年中国汽车新车销量复合增速将为8-10%

图表 4 全国汽车保有量



资料来源：中汽协，德邦研究

图表 5 主要国家 09 年底汽车人均保有量



资料来源：2010年中国汽车工业年鉴，德邦研究

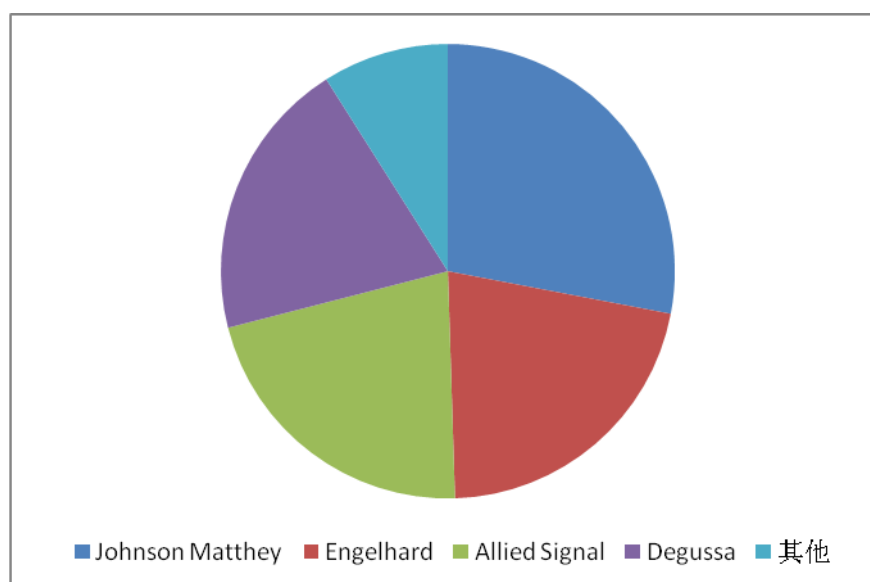
2，催化剂市场前景广阔

按1.5升/辆计算催化剂需求量，2010年市场规模为2700万升，我国从2000年开始在汽车上安装汽车尾气净化催化剂，随着汽车尾气催化剂失效，催化剂的更新也将产生巨大的市场需求。

3，公司催化剂业务前景光明

世界汽车尾气催化剂主要由四家公司垄断，英国的Johnson Matthey公司，美国的Engelhard公司和Allied Signal公司以及德国的Degussa公司。其产品都已进入中国的新车配套市场，并占有了相当的市场份额。国内有一定影响的汽车催化剂厂家有无锡威孚力达催化剂净化器有限责任公司、山西净土环保实业有限公司和桂林利凯特环保实业有限公司。

图表 6 世界汽车尾气催化剂全球市场分布



资料来源：招股说明书，德邦研究

本公司催化剂产品的整体技术达到国际先进水平，而且大量使用稀土，贵金属含量大幅度下降，降低了催化剂的成本，提高了产品的竞争优势。与目前高档国产车使用的国外催化剂为例，本公司催化剂价格可降低30%。另外，由于公司产品主要针对如何解决中国汽车尾气污染的问题，结合我国汽车燃油品质、发动机工况以及道路状况等进行设计，与国外同类产品相比具有更优异的适应性。

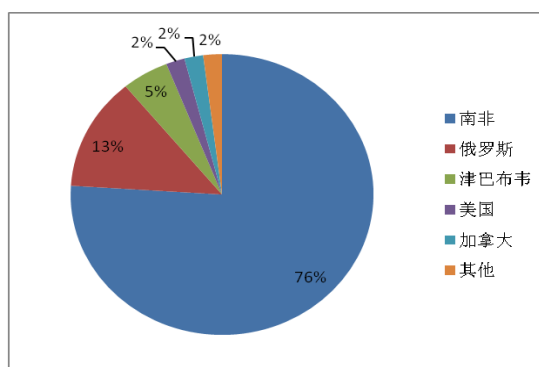
目前公司有满足国三标准催化剂产能150万升，受汽车销售周期性影响，5月至8月一般不能满产，根据以销定产的原则，公司预计今年产销120万升左右。公司前期客户主要是微卡、交叉乘用车等低端客户。公司未来在该领域的发展定位于高端客户市场开拓业务，一方面加大营销队伍建设力度，另一方面引入战略投资者苏州深蓝创业投资有限公司协助进行市场开拓。汽车尾气催化剂新客户开发一般需要一年的产品认证周期，目前公司在高端客户的拓展上已经取得了一定突破，已经对国内部分乘用车厂商批量供货，合资汽车厂商如标致等也开始供货，其他如大众、通用等也都进入了产品认证期。由于公司产品在质量与成本方面的优势，我们看好公司在高端用户方面的市场开拓。

为了应对环保标准的提高以及公司高端客户的开拓带来的需求增加，公司将自筹资金37569万元建设国IV/国V机动车催化剂产业升级项目，项目建设周期2年，完成后将形成年产400万升国IV/国V催化剂的生产能力。

三、公司资源保障

据USGS2010年铂族金属报告的统计，目前世界铂族金属保有储量和储量基础分别为1.4万吨和4.8万吨。而且铂族金属资源分布极不平衡，主要的大型铂族金属矿藏集中于南非、俄罗斯、加拿大等少数国家。

图表 72010 年各国铂金开采量分布



资料来源：德邦研究

我国铂族资源极其稀少，主要分布在甘肃和云南，云南地区多为鸡窝矿难于开采，甘肃金川集团年产铂族金属1吨左右，稳定供应本公司。目前公司每年投入科研及生产的贵金属用料达到40吨，多为外购，资源自给率不足10%。

1、二次资源回收业务

公司通过非公开发行募集资金进行贵金属二次资源综合利用产业化项目，项目拟投入资金3.02亿。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），回收5吨贵金属的生产规模（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）。

公司进行该项目主要优势在于两点：一是公司具有领先的二次资源回收技术，铂族金属回收率达到98%以上；二是公司利用自身行业内的影响已经建立了一定的二次资源市场回收渠道。

该项目建设工作按计划顺利推进，永兴贵研资源有限公司运营良好，今年上半年累计完成投资7140.14万元，目前一期项目已经完成，可回收贵金属1吨/年。

本项目预计年平均营业收入82,685.00万元，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(税后)9.55年(含建设期2.5年)，财务内部收益率(所得税后)为14.43%

项目的建成将有效延伸公司贵金属产业链，形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链，有利于提升公司的核心竞争力和综合竞争实力，为公司可持续跨越式发展奠定坚实的原材料保障。

2、贵金属贸易

公司进行贵金属贸易的主要优势在于其品牌效应和规模效应，目前贵金属贸易主要是来料加工类型，接收订单将贵金属加工成高纯贵金属后直接外销，也是收取加工费模式，目前毛利率基本维持在2%左右。公司也在积极探索贵金属贸易方式及其盈利模式，加强政策争取和资金投入，逐步完善价格风险管理机制，建设贵金属商务平台和多元化运营平台。

通过积极参与贵金属贸易，公司与数家伦敦、纽约金属交易所的会员公司建立了密切的合作关系，可以及时、灵活、低成本地采购原料为公司的原材料供应，有效的保障了公司的原材料供应。

四、其他业务

1、贵金属特种功能材料

公司特种功能材料产品主要包括复合材料、电子材料、测温材料、焊料、贵金属管棒材、铂网等。其中焊料和贵金属管棒材应用于军工企业，订单和毛利率均能维持稳定。本公司拥有原贵研所三十多年研究开发的贵金属特种功能材料领域多项具有自主知识产权的研究成果和相关科技人员。随着军工、航天工业的发展，公司的特种功能材料产业也将稳定发展。

2、贵金属信息功能材料

公司主要生产各种贵金属浆料，目前主要应用于电子产品，电子产品浆料市场竞争激烈，公司市场占有率不高，公司正在进行高端产品的开发，比如用于太阳能电池的银浆料。公司正处于从人才到技术体系的构建中。

3、贵金属高纯材料

贵金属高纯材料由于毛利率较低，不是公司的重点发展方向，从全球范

围看，贵金属高纯材料的生产和销售被几家国际著名的大型贵金属企业所垄断，占据了全球贵金属高纯材料的绝大部分份额；国内贵金属高纯材料生产企业大多起步较晚，生产规模不大，而且受到原材料供应的制约，尚不能与国外大型生产企业展开全面竞争。

五、盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利测算

预计 2011 至 2013 年营业收入分别为 34.4 亿、42.0 亿、52.4 亿，净利润分别为 8.7 亿、12.4 亿、15.1 亿，对应每股收益 0.49 元、0.69 元、0.84 元。

利润预测表		单位: 百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1,884	3,440	4,202	5,242	
营业成本	1,733	3,207	3,915	4,863	
营业税金及附加	2	7	8	10	
营业费用	15	28	34	42	
管理费用	62	69	63	79	
财务费用	23	35	46	83	
资产减值损失	2	4	4	4	
公允价值变动净收益	0	0	0	0	
投资净收益	3	0	0	0	
汇兑净收益	0	0	0	0	
营业利润	49	91	133	161	
营业外净收支	17	19	23	29	
利润总额	66	110	156	190	
所得税	9	23	32	40	
未确认的投资损失	0	0	0	0	
净利润	57	87	124	151	
少数股东损益	7	10	14	18	
归属母公司净利润	50	77	109	133	
EPS (元)	0.45	0.49	0.69	0.84	

5.2 估值与投资建议

公司所属小金属板块 2011 年预计平均市盈率 60 倍，公司目前股价对应 2011 至 2013 年的 PE 分别为 40、28、23，公司目前股价对应 2011 至 2013 年的 PE 分别为 40、28、23，估值合理，给予公司‘买入’评级，考虑到二次资源回收以及汽车尾气催化剂产业升级项目完成后，公司利润在 2014 年后将呈爆发式增长，给予 2013 年 30 倍市盈率，目标价 25.2 元。

附录：预测财务报表

单位: 百万元

资产负债表	2010A	2011E	2012-E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012-E	2013E
流动资产	898	1,716	1,911	2,523	营业收入	1,884	3,440	4,202	5,242
现金	171	439	501	611	营业成本	1,733	3,207	3,915	4,863
应收账款	133	311	231	445	营业税金及附加	2	7	8	10
其他应收款	19	67	82	102	营业费用	15	28	34	42
预付款项	58	67	82	102	管理费用	62	69	63	79
存货	437	614	750	932	财务费用	23	35	46	83
其他流动资产	82	217	265	331	资产减值损失	2	4	4	4
非流动资产	393	439	665	892	公允价值变动净收益	-0	0	0	0
长期股权投资	50	50	50	50	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	259	296	429	609	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	45	44	44	44	营业利润	49	91	133	161
其他非流动资产	39	48	142	189	营业外净收支	17	19	23	29
资产总计	1,291	2,154	2,577	3,415	利润总额	66	110	156	190
流动负债	538	1,030	1,340	2,039	所得税	9	23	32	40
短期借款	335	607	839	1,432	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	34	69	84	104	净利润	57	87	124	151
其他流动负债	170	355	418	503	少数股东损益	7	10	14	18
非流动负债	101	120	120	120	归属母公司净利润	50	77	109	133
长期借款	80	80	80	80	EBITDA	89	143	201	275
其他非流动负债	21	40	40	40	EPS (元)	0.45	0.49	0.69	0.84
股本	112	158	158	158					
资本公积	361	588	588	588					
留存收益	137	206	304	426					
归属母公司股东权益	609	952	1,050	1,172					
负债和股东权益	1,291	2,154	2,577	3,415					
现金流量表	2010A	2011E	2012-E	2013E	主要财务比率	2010A	2011E	2012-E	2013E
经营活动现金流	-228	-130	139	-129	成长能力				
净利润	57	87	124	151	营业收入	72.3%	82.6%	22.1%	24.8%
折旧摊销	17	17	22	31	营业利润	825.3%	85.7%	46.0%	21.5%
财务费用	23	35	46	83	归属于母公司净利润	452.3%	53.1%	41.8%	21.9%
投资损失	-3	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	-330	-291	-55	-396	毛利率(%)	8.0%	6.8%	6.8%	7.2%
其他经营现金流	7	22	2	2	净利率(%)	2.7%	2.2%	2.6%	2.5%
投资活动现金流	-7	-67	-252	-261	ROE(%)	8.3%	8.1%	10.4%	11.4%
资本支出	18	64	249	259	ROIC(%)	6.8%	8.0%	9.3%	9.0%
长期投资	4	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	15	-3	-3	-3	资产负债率(%)	49.5%	53.4%	56.7%	63.2%
筹资活动现金流	251	465	175	500	流动比率	1.67	1.67	1.43	1.24
短期借款	261	272	232	594	速动比率	0.86	1.07	0.87	0.78
长期借款	-37	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	46	0	0	总资产周转率	1.66	2.00	1.78	1.75

资本公积增加	0	227	0	0	净资产周转率	3.18	4.41	4.20	4.72
其他筹资现金流	26	-80	-56	-93	每股指标 (元)				
现金净增加额	15	268	62	110	EPS	0.45	0.49	0.69	0.84
主要财务指标	2010A	2011E	2012-E	2013E	每股净资产	5.45	6.02	6.64	7.41
营业收入	1884	3440	4202	5242	每股经营现金流	-2.04	-0.82	0.88	-0.82
收入同比(%)	72%	83%	22%	25%	估值比率				
归母公司净利润	50	77	109	133	P/E	42.31	38.86	27.59	22.67
净利润同比(%)	452%	53%	42%	22%	P/B	3.54	3.20	2.90	2.60
毛利率(%)	8.0%	6.8%	6.8%	7.2%	P/S	1.14	0.89	0.73	0.58
ROE(%)	8.3%	8.1%	10.4%	11.4%	EV/EBITDA	37.87	23.51	16.78	12.22
每股收益(元)	0.45	0.49	0.69	0.84					
P/E	42.77	39.52	27.86	22.86					
P/B	3.54	3.20	2.90	2.60					
EV/EBITDA	37.87	23.51	16.78	12.22					

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。