

有色金属冶炼 II
贵研铂业 (600459. SH) / 19.87 元
技术领先，期待突破资源、销售两大瓶颈
事项

近日，我们实地调研了贵研铂业。

主要观点

1. 公司前身是贵金属研究所，技术实力国内顶尖。产品主要是贵金属高纯材料、信息材料、特种功能材料、汽车尾气催化剂。公司在 2011 年下半年完成定向增发，重点布局贵金属二次资源回收领域。
2. 我们认为：资源成本和销售渠道是公司制约当前业绩突破的两大瓶颈。贵金属信息材料和特种功能材料领域，技术已经很成熟，市场已经是完全竞争状态，对公司的业绩贡献已经很小。公司未来的看点是汽车尾气催化剂和贵金属二次资源回收两块业务。
3. **汽车尾气催化剂：**公司现有产能是国 3 标准 150 万升，2010 年销量是 103 万升，客户主要是长安、奇瑞的一些自主车型，市场占有率 5%。国内市场 80% 以上的份额，尤其是合资车，全部被优美科、庄信万丰等国外厂商垄断。公司计划自筹资金将原有的 150 万升国 3 标准升级改造为国 4/国 5；并新增一条 250 万升国 4/国 5 标准生产线。预计 13 年国 4/国 5 的生产线建好调试，有了过硬的质量和管理后，有望在两三年内形成销售渠道上取得突破，2015 年后将有望实现真正的规模化量产和进口替代，大举打入合资车体系。
4. **贵金属二次资源回收：**中国铂族金属资源储量仅占全球的 0.46%，急需建立贵金属废旧物资回收利用的行业规则和运营体系。公司的检测和提炼技术国内顶尖，已在该领域积极布局：在湖南成立的永兴贵研（51%），位于湖南省永兴循环经济工业区，主要进行贵金属废料的检测。在检测的过程中与废料来源建立关系，争取把这些废料纳入到公司的回收体系—全资子公司易门贵研。最后由该子公司完成贵金属的提炼。预计公司二次资源回收项目要在 2014 年后才能真正贡献业绩，完全达产后，可贡献收入 8 亿，净利润 4000 万元。
5. **盈利预测与投资建议：**我们认为，11 年和 12 年是公司的技术、产能储备期，业绩难有大的增长。13 年产能开始释放，但真正打开销路、业绩大幅增长，乐观估计是在 14-15 年。预计 11-13 年业绩分别为 0.32、0.40、0.63 元。对应 PE 分别为 63 倍、51 倍、32 倍。给予公司 11-12 年中性评级。

风险提示

1. 销售渠道未能按预期打通合资车系；
2. 贵金属二次资源回收市场混乱，废料采购规模未达项目预期。

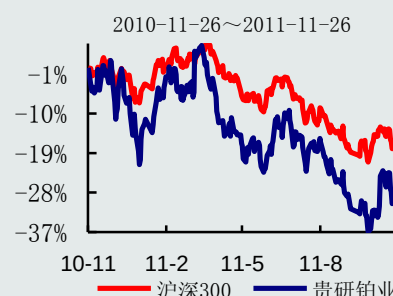
证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018
联系人：何杰
Tel：0755-82828521
Email：hejie@hczq.com

投资评级

投资评级：中性
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	15806
流通 A 股/B 股(万股)	14526/0
资产负债率(%)	49.67
每股净资产(元)	5.70
市盈率(倍)	62.94
市净率(倍)	3.44
12 个月内最高/最低价	42.7/17.78

市场表现对比图(近 12 个月)


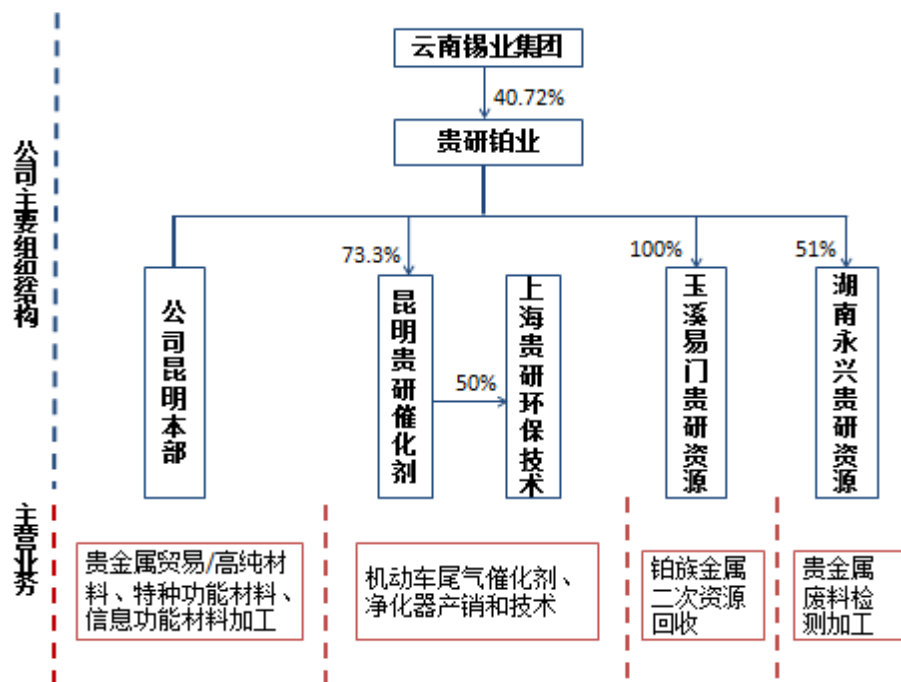
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、 公司本部以贵金属材料加工为主，积极布局环保、资源领域

公司前身是贵金属研究所，技术实力国内顶尖，2005 年通过股改划入云锡集团，仍属国有控股。公司业务主要是贵金属材料加工、汽车尾气催化剂，在 2011 年下半年完成定向增发，未来将重点布局贵金属二次资源回收领域。

图表 1 公司股权结构及产业布局（2011 半年报）

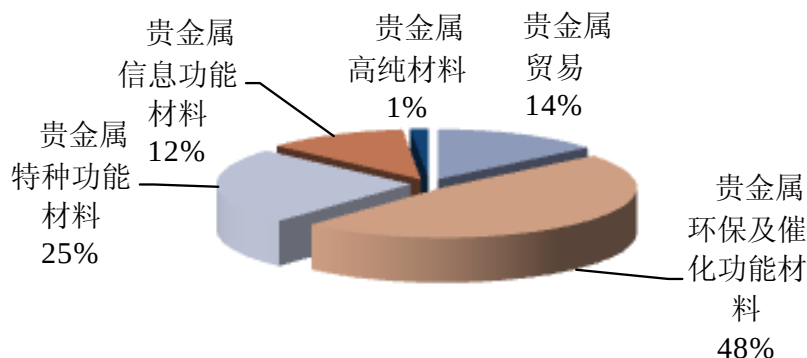


数据来源：公司资料、华创证券

二、 环保催化对业绩贡献最大

公司的产品主要是贵金属高纯材料、信息材料、特种功能材料、汽车尾气催化剂。汽车尾气催化剂和特种功能材料是公司利润的主要来源。2011 年上半年，对毛利润贡献分别达到 48% 和 25%。

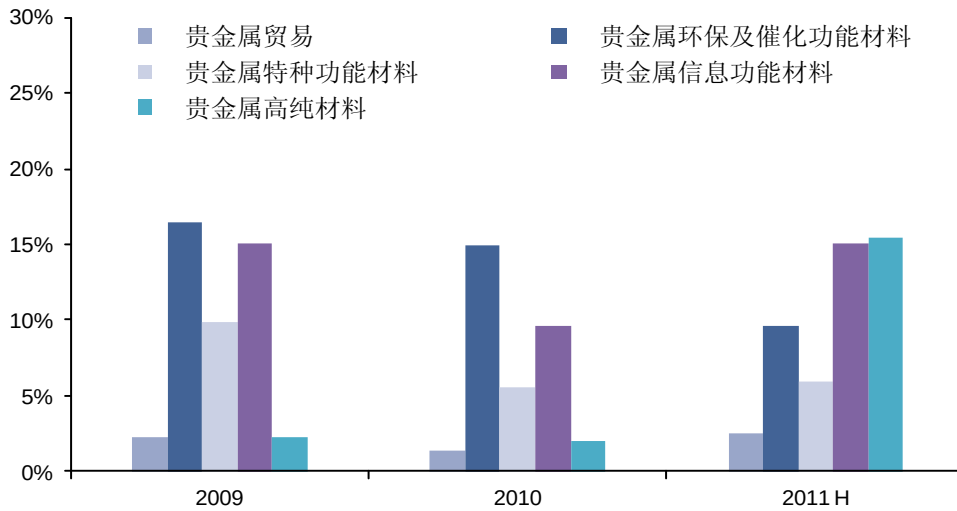
图表 2 主营业务毛利润结构（2011 半年报）



数据来源：公司资料、华创证券

从近几年情况看，毛利率较高的也是尾气催化剂和特种功能材料。其中，特种功能材料技术已经普及，市场已经是完全竞争状态，未来毛利率呈下滑态势。尾气催化剂毛利较稳定，2011 年毛利率下降，主要是因为原材料价格上涨、以及生产线升级改造带来的影响。

图表 3 历史上公司产品毛利率波动不大



数据来源：公司资料、华创证券

三、 两大瓶颈制约，未来发展重点是汽车尾气催化剂和贵金属二次资源回收

我们认为：资源成本和销售渠道是公司业绩突破的两大瓶颈。一方面产品毛利率受制于贵金属原材料价格（这方面寄望于二次资源回收体系的整合）；另一方面，主打产品汽车尾气催化剂难以打入合资车供应体系，销量难有突破（这方面寄望于产品标准和产能提高后，向合资车市场的渗透）。

贵金属信息材料和特种功能材料，技术已经很成熟，市场已经是完全竞争状态，对公司的业绩贡献已经很小。未来的看点是汽车尾气催化剂和贵金属二次资源回收两块业务。

四、 汽车尾气催化剂

1. 市场地位

尾气催化剂需求量与发动机排气量基本上是 1:1 的关系。以 2010 年 1800 万辆汽车计，估算国内尾气催化剂市场需求量大约 2000-3000 万升。公司 2010 年销量是 103 万升，市场占有率 5% 不到。近年来，国内汽车市场增长已经大大放缓，但是合资车增长（特别是排量）还是很快，这更加鼓舞公司未来目标向合资车系渗透。

国内市场 80% 以上的份额被优美科、庄信万丰等三四家国外厂商垄断；国内主要竞争对手是无锡威孚力达。

2. 产能产量

公司现有产能是国 3 标准 150 万升。由于 2011 年 7 月 1 日开始使用国 4 标准。公司 9 月份公告，自筹资金 3.7 亿进行两个项目：1) 原有的 150 万升国 3 标准升级改造成国 4/国 5；2) 新增一条 250 万升国 4/国 5 标准生产线。

预计 13 年初建成，开始调试，14 年才能完全达产。同时原有的 150 万升升级改造，导致 2011 年公司的实际产能减少至 100 来万升。2011 年公司预计产销量与 2010 年持平。

3. 销售瓶颈

目前客户主要是长安、奇瑞的一些自主车型，合资车只是进入了法系车（国内唯一进入合资车系）。行业壁垒主要两个：一个是汽车商要求有非常稳定的质量和管理体系，审核认证非常严格（两年以上）；一个是大的汽车供应商有利益链的捆绑合作。因此，产品价格反而并不是影响市场的主要因素。

公司虽然有比较明显的价格优势，但目前市场情况是，美系车并不在乎你的价格优势，日韩系则有严重的利益捆绑，所以合资车目前仅仅是打入了法系车的几个车型。

4. 发展路径

公司自己认为技术上已经和国外厂商相差无几，但产能还达不到要求。即使完全通过了合资车的审核认证，也无法供货。

按照公司的规划，13 年国 4/国 5 的生产线建好调试，有了过硬的质量和管后，有望在两三年内形成销售渠道上取得突破，2015 年后将有望实现真正的规模化量产和进口替代，大举打入合资车体系。

2011 年 1 月份，公司控股子公司贵研催化，通过增资的方式，引入战略投资者苏州深蓝创业投资有限公司，未来计划其股权将达到 20%。新的战略投资者的引进，有望为公司的销售打开新的局面。

五、 贵金属二次资源回收

1. 资源极度匮乏，却没有合理的回收体系

中国在铂族金属资源上属于极度匮乏的国家，2008 年我国查明铂族金属资源储量 324.13 吨，仅占全球的 0.46%。而 2009 年我国铂钯的消费量超过 95 吨，已成为世界上最大的铂族金属消费国之一。

尽管资源短缺，但中国并没有正规的含贵金属废料回收体系，贵金属废料回收的整合还是需要国家的政策支持和规范。现在的情况是：一方面落后的回收处理技术不仅造成稀缺资源的浪费，更带来了严重的环境污染；另一方面，没有正规的回收体系，造成了回收市场混乱，大批资源流失到国外。因此，中国急需建立贵金属废旧物资回收利用的行业规则和运营体系。

2. 公司检测、提炼技术国内顶尖，积极进行产业布局

公司的铂族金属二次资源物料冶金提纯技术，处于国际领先地位。形成了铂族金属二次资源回收的工程化成套技术，建成了年产铂族金属 1 吨的中试生产线，具备了规模化利用贵金属二次资源的技术支撑。

市场现状：国内的贵金属废料需要经过权威的检测，确定其贵金属含量，然后以大概 6-7 折的价钱卖给回收体系。公司是目前国内技术最先进、最具权威性的检测鉴定机构。

公司二次回收的布局模式是：在湖南与郴州永星合资成立的永兴贵研（51%），位于湖南省永兴县柏林镇循环经济工业区内，主要进行贵金属废料的检测。在检测的过程中与废料来源建立关系，争取把这些废料纳入到公司的回收体系—全资子公司易门贵研。最后由该子公司完成贵金属的提炼。

公司在资源板块的发展路径：（1）13-14 年我国将迎来第一个汽车集中报废期，市场空间广阔；（2）通过与贵金属功能材料、信息材料等下游客户的战略合作，获取该领域的稳定二次资源；（3）未来不排除在长三角、珠三角等二次资源集中地设立子公司，扩大回收体系。

按照公司 11 年 8 月定增项目预案，公司预计二次资源回收项目要在 2014 年后才能真正贡
证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

献业绩。如果完全达产，可贡献收入 8 亿，净利润 4000 万元左右。

在完成这个项目后，公司有望摆脱以前受上游资源的束缚。在资源涨价时对外卖资源，资源便宜时对内供原材料，业绩受资源的影响将大大减小。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	898	2136	1622	1793
现金	171	908	243	267
应收账款	133	233	256	277
其它应收款	19	66	86	70
预付账款	58	97	161	214
存货	437	747	786	880
其他	82	85	90	86
非流动资产	393	362	347	330
长期投资	50	32	43	42
固定资产	259	246	232	219
无形资产	45	39	34	32
其他	39	45	38	37
资产总计	1291	2498	1969	2123
流动负债	538	1307	725	779
短期借款	335	1000	400	400
应付账款	34	68	66	74
其他	170	238	259	305
非流动负债	101	212	225	266
长期借款	80	140	180	220
其他	21	72	45	46
负债合计	640	1519	950	1045
少数股东权益	42	50	62	78
股本	112	158	158	158
资本公积金	361	591	591	591
留存收益	137	179	208	250
归属母公司股东权益	609	928	957	1000
负债和股东权益	1291	2498	1969	2123

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-228	-198	-31	74
净利润	57	59	75	116
折旧摊销	17	16	16	16
财务费用	23	40	45	38
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-330	-323	-166	-93
其它	7	10	-1	-3
投资活动现金流	-7	21	-7	1
资本支出	53	0	0	0
长期投资	0	-18	11	-1
其他	45	3	3	-0
筹资活动现金流	251	914	-627	-51
短期借款	261	665	-600	0
长期借款	-37	60	40	40
普通股增加	0	46	0	0
资本公积增加	0	230	0	0
其他	26	-87	-67	-91
现金净增加额	15	737	-665	24

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1884	3380	3622	3952
营业成本	1733	3183	3391	3674
营业税金及附加	2	9	8	8
营业费用	15	24	31	31
管理费用	62	65	67	70
财务费用	23	40	45	38
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	3	-0	-0	-0
营业利润	49	57	78	129
营业外收入	23	20	20	21
营业外支出	6	4	5	5
利润总额	66	73	93	145
所得税	9	15	19	29
净利润	57	59	75	116
少数股东损益	7	8	12	16
归属母公司净利润	50	51	63	100
EBITDA	89	114	139	182
EPS（元）	0.45	0.32	0.40	0.63

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	72.3%	79.4%	7.1%	9.1%
营业利润	825.3%	17.1%	36.5%	64.5%
归属母公司净利润	484.3%	0.7%	23.8%	58.7%
获利能力				
毛利率	8.0%	5.8%	6.4%	7.0%
净利率	2.7%	1.5%	1.7%	2.5%
ROE	8.3%	5.5%	6.6%	10.0%
ROIC	6.5%	6.3%	7.1%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	49.5%	60.8%	48.3%	49.2%
净负债比率	76.96%	77.61%	66.51%	64.71%
流动比率	1.67	1.63	2.24	2.30
速动比率	0.86	1.06	1.15	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.66	1.78	1.62	1.93
应收帐款周转率	18	18	15	15
应付帐款周转率	68.43	62.35	50.40	52.48
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.32	0.40	0.63
每股经营现金	-1.45	-1.25	-0.20	0.47
每股净资产	3.85	5.87	6.05	6.32
估值比率				
P/E	44.79	62.94	50.84	32.03
P/B	3.71	3.44	3.34	3.19
EV/EBITDA	39	31	25	19

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558