

业绩增长符合预期 未来增长仍靠 汽车尾气净化催化剂

2012年3月8日

推荐/维持

贵研铂业

财报点评

——贵研铂业（600459）年报点评

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司2011年实现营业收入 29.86亿元，同比增长 58.44%；实现净利润 4,352.70万元，同比下降 23.69%；其中归属上市公司股东净利润3718.9万元，同比下降26.2%；基本每股收益0.25元，同比下降44.4%。公司总资产 18.99 亿元，同比增长 47.06%，净资产 9.50 亿元，同比增长 45.88%。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	504.26	482.55	517.38	845.55	743.16	769.41	627.41
增长率（%）	123.39%	6.25%	105.78%	122.44%	47.38%	59.45%	21.27%
毛利率（%）	7.68%	6.79%	7.41%	5.60%	7.66%	4.84%	10.22%
期间费用率（%）	3.61%	4.33%	8.60%	3.06%	4.72%	4.47%	5.71%
营业利润率（%）	4.81%	2.67%	-2.26%	2.66%	2.69%	0.03%	0.63%
净利润（百万元）	18.35	12.22	6.54	19.79	14.90	-0.55	9.39
增长率（%）	304.94%	-54.82%	-153.49%	-0.72%	-18.80%	-104.47%	43.46%
每股盈利（季度，元）	0.152	0.097	0.046	0.153	0.087	0.001	0.046
资产负债率（%）	48.52%	47.82%	49.54%	54.65%	58.16%	49.67%	49.94%
净资产收益率（%）	2.89%	1.89%	1.00%	2.93%	2.18%	-0.06%	0.99%
总资产收益率（%）	1.49%	0.99%	0.51%	1.33%	0.91%	-0.03%	0.49%

评论：

积极因素：

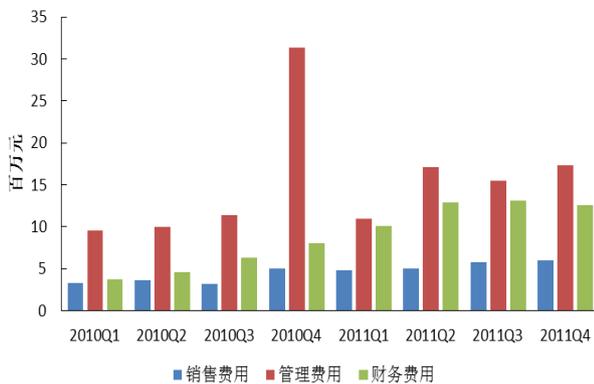
- **产品销量增长导致营业收入增长，业绩增长符合预期。** 公司2011年营业收入较去年增长 58.44 %。主要原因是公司加强了市场开拓力度，扩大经营规模，贵金属产品产销量增加、贵金属贸易量扩大，以及贵金属价格上涨，导致销售收入增长。其中，贵金属特种功能材料和贵金属信息功能材料营业收入分别较去年增长52%和100%，贵金属环保及催化功能材料收入较去年增长51%，基本符合预期。
- **贵金属二次回收和汽车尾气净化催化剂业务高增长。** 公司贵金属再生资源材料和贵金属环保及催化功能材料分别实现销售收入4.3亿元和9.5亿元，与去年同期相比分别增长408%和51%。公司拥有国内最先进的金属回收技术，综合回收率在96%以上，环保指标达到国际标准，火法工艺引进了最先进的设备，同时有针对性汽车尾气净化催化剂的专业设备。而公司的竞争对手是民营小公司，回收率低导致大量浪费和环境污染，未来随着越来越多贵金属废料产生，国家势必对行业进行整治规范，对公司扩大资源来源将起到重要作用。

在汽车尾气催化剂业务方面，为了快速占领国内汽车尾气催化剂市场，打破合资汽车品牌认证门槛，公司引入战略投资者苏州深蓝创业投资有限公司。苏州深蓝以每股 1.18 元的价格出资 3380.70 万元认购贵研催化 2865 万元注册资本。据资料显示，苏州深蓝创投负责人刘敬印曾任优美科汽车催化剂（苏州）有限公司总经理，参与国家汽车排放标准制定（国 III，国 IV），在汽车尾气催化剂领域拥有深厚的人脉关系和资源，为公司进一步开拓合资品牌市场打开了一扇长期以来难以突破的大门。公司目前已经在上海大众、一汽大众等合资品牌上取得了显著进展，未来将有可能进入更多的合资品牌体系。

消极因素：

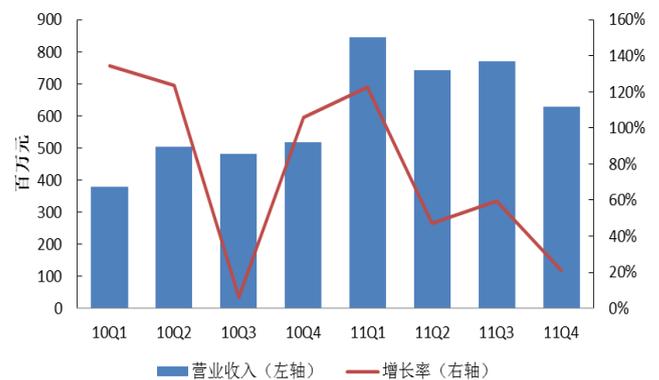
- **贷款规模扩大导致财务费用上升。**公司 2011 年营业总成本 29.3 亿元比去年同期增加 10.97 亿元，增长 59.72%，主要原因是公司经营规模扩大及贵金属原料价格上涨，相应产品成本增加；其中销售费用 2164.4 万元，比去年同期增加 647.33 万元，增长 42.67%，主要原因是经营规模扩大，产品运输费、保险费、其他与销售业务相关费用增加；财务费用 4873.49 万元，较去年同期增长 114.63%，主要原因是贷款规模扩大及利息上涨，公司截止期末短期借款 3.7 亿元、长期借款 1.13 亿元。
- **大幅计提资产减值导致净利润下降。**公司净利润较去年同期下降 26.2%，主要原因是财务费用上升、资产减值损失增加、参股公司云锡元江镍业公司亏损等造成净利润同比下降。由于黄金价格去年四季度回落，公司计提了资产减值损失 2097.37 万元，比去年同期增加 1889.42 万元，增长 908.61%。

图 1：单季度销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：单季度营业收入及增长率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

业务展望：

- **汽车尾气催化剂业务具备爆发性增长潜力：**目前 80% 以上的市场被安格、优美科等外资厂商占据，进口替代空间较大，预计 2011~2015 年汽车尾气催化剂需求量将保持年均 25%~30% 的增速，根据我们的测算，2015 年国产催化剂总需求量将达到 1226.7 升，公司 2011 年产量在 110 万升左右，预计 2012 年产量将达到 120 万升左右，2014 年随着 250 万升项目达产，公司尾气催化剂产能将达到 400 万升，远不能满足国内市场的需要，因此，公司尾气催化剂未来进一步扩产的可能性较大。

随着公司 150 万升现有生产线由国 3 升级到国 4 标准，另外 250 万升新增产能预计 2014 年建成，预计公司 2012~2015 年汽车尾气催化剂产量分别为：120、150、270、350 万升。

盈利预测与投资建议:

我们认为公司最大看点仍然在汽车尾气净化催化剂，预计公司2012-2014年EPS分别为：0.38、0.41、0.99元，对应PE分别为53.3、49.3、20.4倍。鉴于公司未来二次资源回收、尾气催化剂两大业务2年后将进入爆发性增长阶段，给予公司“推荐”评级，看好公司的中长期投资价值。

风险提示:

- 1) 二次回收资源量低于预期;
- 2) 汽车尾气催化剂产品进入合资厂商体系低于预期;

表 1: 盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,985.53	3,531.82	4,061.59	4,670.83
(+/-)%	58.44%	18.30%	15.00%	15.00%
经营利润 (EBIT)	112.74	101.04	103.25	211.66
(+/-)%	26.99%	-10.38%	2.19%	105.00%
净利润	37.19	60.19	65.04	157.15
(+/-)%	-26.21%	61.85%	8.06%	141.61%
每股净收益 (元)	0.250	0.381	0.412	0.994

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,985.53	3,531.82	18.30%	4,061.59	15.00%	4,670.83	15.00%
营业成本	2,779.97	3,307.43	18.97%	3,812.74	15.28%	4,287.98	12.46%
营业费用	21.64	28.25	30.54%	32.49	15.00%	37.37	15.00%
管理费用	60.87	116.55	91.48%	134.03	15.00%	154.14	15.00%
财务费用	48.73	11.00	-77.43%	7.50	-31.79%	7.55	0.67%
投资收益	(3.80)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	46.66	65.05	39.41%	70.76	8.77%	179.12	153.14%
利润总额	53.38	79.05	48.08%	84.76	7.22%	193.12	127.85%
所得税	9.86	11.86	20.31%	12.71	7.22%	28.97	127.85%
净利润	43.53	67.19	54.37%	72.04	7.22%	164.15	127.85%
归属母公司所有者的净利润	37.19	60.19	61.85%	65.04	8.06%	157.15	141.61%
NOPLAT	77.78	64.64	-16.89%	66.52	2.91%	158.67	138.53%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	461.79	128.10	-72.26%	121.85	-4.88%	140.12	15.00%
交易性金融资产	2.05	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	130.50	193.52	48.29%	222.55	15.00%	255.94	15.00%
预付款项	69.19	102.27	47.80%	140.40	37.28%	183.28	30.54%
存货	471.70	453.07	-3.95%	522.29	15.28%	587.40	12.46%
流动资产合计	1,480.92	1,045.72	-29.39%	1,201.16	14.86%	1,389.91	15.71%
非流动资产	417.79	282.80	-32.31%	257.81	-8.84%	232.82	-9.69%
资产总计	1,898.71	1,328.51	-30.03%	1,458.97	9.82%	1,622.73	11.22%
短期借款	670.87	0.00	N/A	28.08	N/A	3.67	-86.93%
应付帐款	16.75	54.37	224.62%	62.68	15.28%	70.49	12.46%
预收款项	97.77	118.96	21.67%	143.33	20.49%	171.35	19.55%
流动负债合计	803.14	236.51	-70.55%	301.43	27.45%	316.76	5.09%
非流动负债	145.16	145.16	0.00%	145.16	0.00%	145.16	0.00%
少数股东权益	38.27	45.27	18.29%	52.27	15.46%	59.27	13.39%
母公司股东权益	912.14	966.31	5.94%	1,024.85	6.06%	1,166.29	13.80%
净营运资本	677.78	809.21	19.39%	899.73	11.19%	1,073.15	19.27%
投入资本 IC	1,270.44	996.48	-21.56%	1,096.36	10.02%	1,202.10	9.65%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	43.53	67.19	54.37%	72.04	7.22%	164.15	127.85%
折旧摊销	17.34	0.00	N/A	24.99	N/A	24.99	0.00%
净营运资金增加	317.88	131.43	-58.66%	90.53	-31.12%	173.42	91.57%
经营活动产生现金流	(161.07)	311.37	N/A	(20.33)	N/A	65.96	N/A
投资活动产生现金流	(42.94)	44.46	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A

融资活动产生现金流	495.28	(689.52)	N/A	14.08	N/A	(47.68)	N/A
现金净增(减)	291.28	(333.69)	N/A	(6.25)	N/A	18.28	N/A

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。