



业绩符合预期，长期发展潜力大

——贵研铂业（600459）2012年中报点评

分析师

耿诺 010-88366060-8786
 执业证书编号 S1070512040001
联系人
 曲伟 010-88366060-8739
 从业证书编号 S1070112070030

投资评级：推荐（维持）

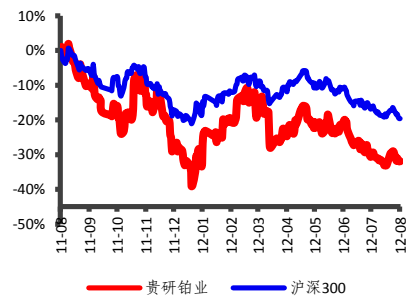
市场数据

总市值（亿元）	25.75
流通市值（亿元）	24.9
12个月最高/最低	24.45/14
大股东	云南锡业集团

公司盈利预测

	2012E	2013E	2014E
营业收入（万元）	298553	298553	328408
(+/-%)	58.4%	0.0%	10.0%
净利润（万元）	3719	6166	7309
(+/-%)	-26.2%	65.8%	18.5%
摊薄 EPS	0.235	0.390	0.462
PE	69.2	41.8	35.2

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

上半年业绩基本符合预期，维持 2012-2014 年 0.39 元/0.46 元/0.59 元的盈利预测，对应当前 PE 分别为 42X、35X、28X，当前估值相对较高，但我们认为随着两个募投项目逐步投产，公司作为“资源—深加工—贸易”产业链一体化的贵金属材料综合龙头企业，长期发展潜力较大，维持“推荐”评级。

事件：

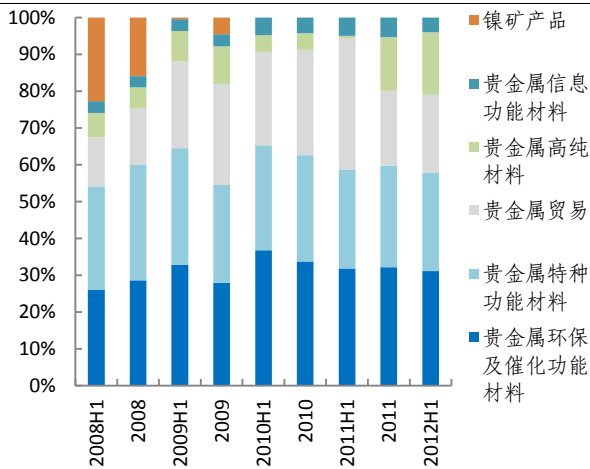
公司发布 2012 年半年报，上半年实现营收 1.54 亿元，同比下降 3.1%；实现归属母公司净利润 0.28 亿元，同比下降 7.2%，实现每股收益 0.18 元，扣非后每股收益 0.15 元，同比下滑 25%。

要点：

- **业绩基本符合预期，盈利基本稳定。** 上半年业绩基本符合预期。公司自剥离镍业务后已逐步形成“贵金属资源—深加工—贸易”一体化的产业链，上半年由于受经济疲软及贵金属价格波动的影响，公司大部分产品的收入同比均出现下滑，其中信息功能材料下滑最大，幅度达到 22.3%，其他产品贵金属特种功能材料、贵金属环保及催化功能材料同比基本持平，下滑幅度均在 5% 以内。但由于公司加大了资源拓展力度，资源板块营收同比增长 16.36%，使得公司综合毛利率基本维持稳定，分产品看除了信息功能材料产品下滑 5.11 个百分点，其他产品变化不大。
- **销售费用增加，营业外收入大增。** 期间费用率略有上升，较去年同期提高 0.2 个百分点，其中销售费用同比增加 11%，其他费用保持稳定。营业外收入同比上升 182.30% 至 0.05 亿，主要原因是由于新投资项目为鼓励项目，政府补助同比增加 182%。此外，由于母公司因高新技术企业资格复审批文未下达，所得税暂按 25% 计提导致所得税同比大增。
- **应收账款增加，存货水平稳定。** 存货账面价值与去年持平，存货周转率今年上半年为 3.04，而去年同期为 3.50，有所下降，主要是由于销售水平下降所致；应收账款大幅增加，较期初上涨 184.33% 达到 3.71 亿，主要原因是尚未到信用结算期销售货款增加所致。
- **公司资本结构趋于健康，偿债能力强。** 公司资产负债率较去年同期，下降了 6.57 个百分点，达到 51.59%，资本结构趋于健康；同时流动比率、速动比率分别为 1.75、1.21，较去年同期的 1.52、1.01 均有所上升，公司的短期偿债能力正不断增强。

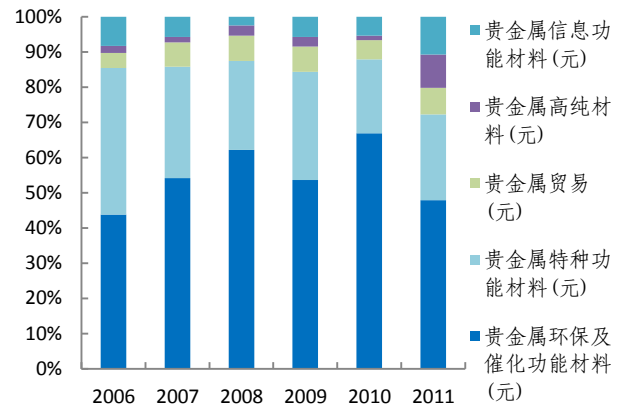
- **公司募投项目进展顺利。**目前公司主要两个募投项目：1) 2011年定增项目“贵金属二次资源综合利用产业化项目”已建成4个生产单元, 6个辅助单元, 其中精炼单元和湿法单元达到产业化生产能力, 上半年已内实现利润501万元。2) 配股项目“国四、国五机动车催化剂产业升级建设项目”也在按计划建设中。
- **公司看点：**一、定位贵金属二次资源综合利用的龙头企业, 长期发展潜力巨大。公司定增项目“贵金属二次利用项目”预计2014年建成, 将形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链, 将改变公司贵金属原材料不能有效、稳定的供应的状态, 大幅提升公司竞争力和盈利能力。二、汽车催化剂业务仍是公司突出亮点。国内汽车尾气催化剂市场的进口替代市场已逐步打开, 公司作为国内仅次于威孚力达的第二大龙头企业, 发展前景乐观。且新材料产业“十二五”规划明确提出要提高高效贵金属催化材料发展水平, 随着国IV2011年的全面推行, 以及国V预计2013年将率先在北京试点, 公司的汽车催化剂业务发展前景值得期待。
- **风险提示：**需求低于预期; 新市场拓展不利。

图 1: 2008-2012 上半年主营业务构成



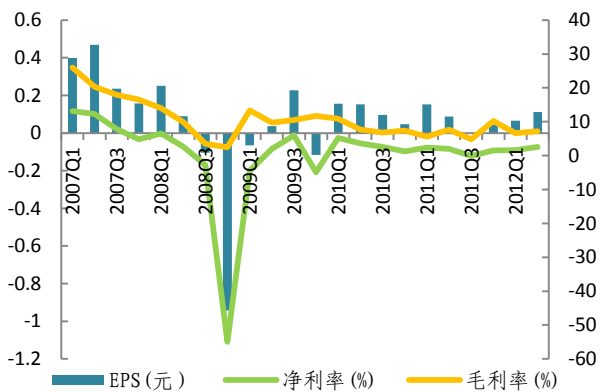
资料来源: WIND、长城证券研究所整理

图 2: 2009-2011 分产品的利润构成



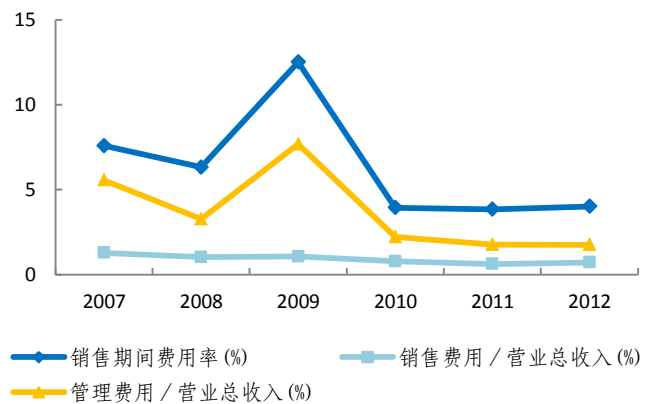
资料来源: WIND、长城证券研究所整理

图 3: 2007-2012 上半年整体毛利率与净利率变化水平



资料来源: WIND、长城证券研究所整理

图 4: 2007-2012 上半年费用率变化



资料来源: WIND、长城证券研究所整理

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
利润表 单位: 万元				
营业收入	298,553	298,553	328,408	377,669
营业成本	277,997	277,953	305,091	350,100
销售费用	2,164	2,090	2,299	2,644
管理费用	6,087	5,971	6,568	7,553
财务费用	4,873	4,306	4,523	4,856
投资净收益	-380	-300	-300	-300
营业利润	4,666	7,635	9,299	11,839
营业外收支	672	800	700	600
利润总额	5,338	8,435	9,999	12,439
所得税	986	1,265	1,500	1,617
少数股东损益	634	1,004	1,190	1,515
净利润	3,719	6,166	7,309	9,307
资产负债表				
流动资产	148,092	148,682	153,551	171,409
货币资金	46,179	48,793	43,790	45,320
应收账款	13,050	14,928	16,420	18,883
应收票据	32,573	32,841	36,125	41,544
存货	47,170	41,693	45,764	52,515
非流动资产	41,779	50,529	58,384	60,170
固定资产	32,499	41,556	49,717	51,810
资产总计	189,871	199,211	211,934	231,579
流动负债	80,314	79,494	80,726	86,615
短期借款	67,087	67,087	67,087	67,087
应付款项	2,411	2,410	2,646	3,036
非流动负债	14,516	17,816	21,116	24,416
长期借款	11,300	14,600	17,900	21,200
负债合计	94,830	97,309	101,842	111,030
股东权益	95,041	101,902	110,092	120,549
股本	15,806	15,806	15,806	15,806
留存收益	75,408	81,265	88,266	97,207
少数股东权益	3,827	4,830	6,020	7,535
负债和权益总计	189,871	199,211	211,934	231,579
现金流量表 (万元)				
经营活动现金流	-16,107	11,359	3,948	1,312
其中营运资本减少	-14,462	16,769	-2,896	-4,579
投资活动现金流	-31,641	-16,830	-3,001	-10,355
其中资本支出	-14,318	-16,830	-3,001	-10,355
融资活动现金流	8,496	-540	-312	1,605
净现金总变化	-23,412	7,467	4,020	-1,166

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
主要财务指标				
成长性				
营业收入增长	58.4%	0.0%	10.0%	15.0%
营业成本增长	60.4%	0.0%	9.8%	14.8%
营业利润增长	-4.7%	63.6%	21.8%	27.3%
利润总额增长	-19.4%	58.0%	18.5%	24.4%
净利润增长	-26.2%	65.8%	18.5%	27.3%
盈利能力				
毛利率	6.9%	6.9%	7.1%	7.3%
销售净利率	1.2%	2.1%	2.2%	2.5%
ROE	3.9%	6.1%	6.6%	7.7%
ROIC	7.2%	6.3%	6.7%	7.4%
营运效率				
销售费用/营业收入	4.6%	5.1%	5.0%	0.7%
管理费用/营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用/营业收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%
投资收益/营业利润	-8.1%	-3.9%	-3.2%	-2.5%
所得税/利润总额	18.5%	15.0%	15.0%	13.0%
应收账款周转率	21.34	19.05	18.60	17.78
存货周转率	6.26	6.36	6.21	6.63
流动资产周转率	2.01	1.98	2.02	2.02
总资产周转率	1.53	1.45	1.48	1.39
偿债能力				
资产负债率	49.9%	48.8%	48.1%	47.9%
流动比率	1.84	1.87	1.90	1.98
速动比率	1.26	1.35	1.34	1.37
每股指标 (元)				
EPS	0.235	0.390	0.462	0.589
每股净资产	6.01	6.45	6.97	7.63
每股经营现金流	-1.02	0.72	0.25	0.08
每股经营现金/EPS	-4.3	1.8	0.5	0.1
估值				
PE	69.2	41.8	35.2	27.7
PEG	0.42	0.99	0.81	1.05
PB	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	24.67	22.19	18.98	16.20
EV/SALES	1.14	1.15	1.05	0.93
EV/IC	2.10	2.02	1.82	1.67
ROIC/WACC	0.65	0.56	0.60	0.66
REP	3.23	3.58	3.03	2.52

研究员介绍及承诺:

耿 诺: 中国地质科学院矿产学硕士, 2008 年加入长城证券, 任有色金属行业分析师。

曲 伟: 中国人民大学硕士, 2011 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>