

贵金属回收与汽车尾气催化剂稳步推进，业绩值得期待

2013年2月20日

强烈推荐/上调

贵研铂业

动态报告

——贵研铂业（600459）动态报告

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn 010-6655 4024	
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028

事件：

- 1) 国家发布《环境空气细颗粒物污染防治技术政策（试行）》，并大力推进汽车尾气污染治理；
- 2) 公司通过高新技术企业复审并获得《高新技术企业证书》，公司将继续享受税收优惠政策。

观点：

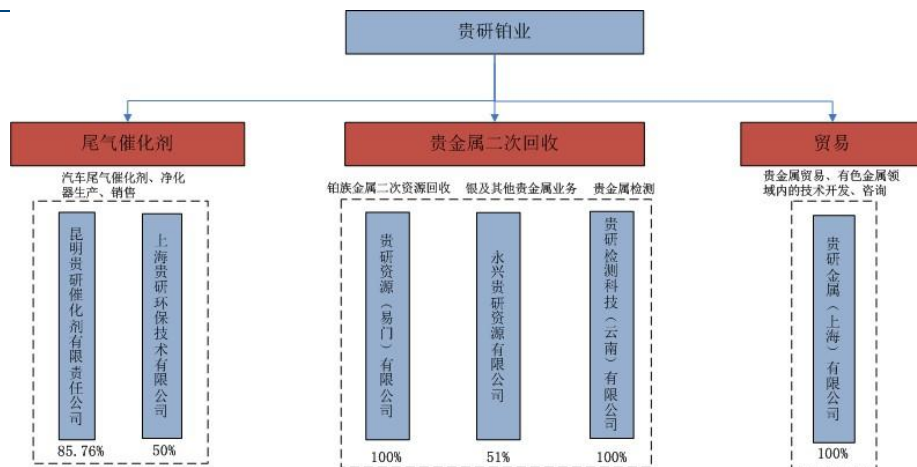
1. 贵金属二次回收业务进入高速增长期

公司未来将重点打造三大业务：资源循环利用、汽车尾气催化剂和贸易。资源循环利用主要是贵金属的二次回收，下游应用的重点是汽车尾气催化剂，贸易主要是为公司提供稳定的上下游客户。由于贸易的毛利率比较低，因此，未来提供公司业绩增长的动力主要来自两个方面：贵金属二次回收业务、汽车尾气催化剂业务。

公司“贵金属二次资源综合利用产业化项目”主要由全资子公司贵研资源（易门）公司实施，目前贵金属二次回收生产线已经基本建设完毕，预计将于2013年底建成投产。项目建成后将形成5吨贵金属回收、3000吨贵金属二次资源物料处理能力，贵金属回收原料主要包括：失效医疗催化剂、失效石化催化剂、失效精细化工催化剂和合金废料等。

由于贵金属二次回收业务的主要难度在于原料贵金属含量检测、原料定价和处理等，对技术要求较高，未来公司贵金属回收生产线正式投产后，公司在保障原料供应的前提下，实际回收能力可能超过5吨/年。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券

表 1：公司贵金属二次回收原料来源

原料来源	回收对象	供应量	已经投入生产
合金材料和电子原件	下游客户	800 - 1000 公斤	是
石油化工裂解催化剂	下游客户	1000 - 1200 公斤	是
医药和精细化工催化剂	下游客户	600 - 800 公斤	是
汽车尾气催化剂	其他	2000 公斤以上	否

资料来源：公司资料、东兴证券

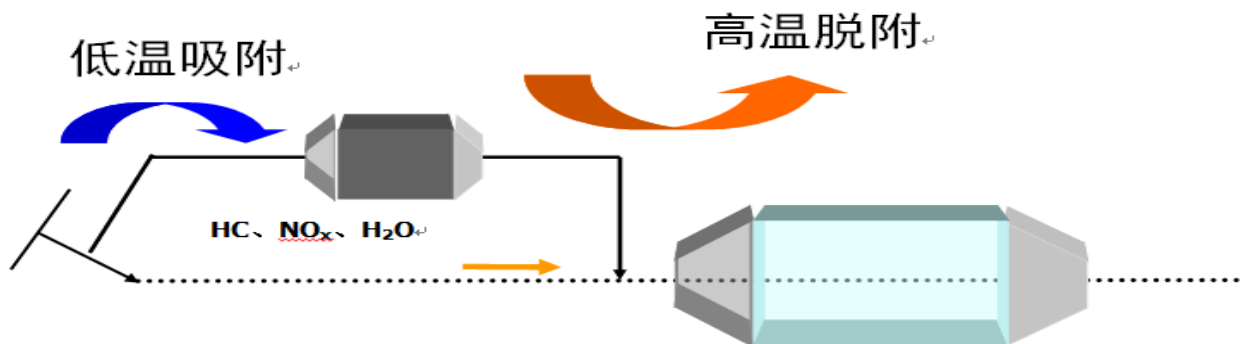
公司拥有国内最先进的金属回收技术，综合回收率在 96% 以上，环保指标达到国际标准，火法工艺引进了最先进的设备，同时有针对汽车尾气催化剂的专业设备。而公司的竞争对手是民营小公司，回收率低导致大量浪费和环境污染，未来随着越来越多贵金属废料产生，国家势必对行业进行整治规范，对公司扩大资源来源将起到重要作用。

铂族金属二次资源再生循环利用产业属于新兴朝阳产业，前景广阔，失效汽车尾气净化催化剂被形象誉为“移动的城市铂族金属矿山”，根据公司非公开发行项目的测算，贵金属二次回收项目于 2013 年底正式投产后，预计每年为公司贡献营业收入 8.2 亿元，毛利率约为 17% 左右，每年带来净利润 0.59 亿元，大约增厚公司 2014 年 EPS: 0.37 元。未来随着公司贵金属废料回收能力的不断增强，公司实际贵金属回收能力大约能提升至 8 吨/年，将增厚 EPS: 0.60 元。

2. 积极开拓市场，汽车尾气催化剂或迎爆发性增长

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（NO_x）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。尾气处理有多种方法，使用新能源，改善燃烧装置等，其中汽车尾气净化催化剂是控制汽车尾气排放减少污染的最有效手段。尾气净化分为机内净化和机外净化两种。机内净化是通过改进对发动机、曲轴箱涉及的改进和燃油精制等方法来降低有害气体的生成。在这方面改革比较难，而且机内净化只能减少有害物质生成，不能从根本上消除有害气体。机外净化是通过安装催化净化器，使有害物质转化为无害物质，这是目前机动车尾气净化的最有效方法，被世界发达国家广泛应用。

图 2：汽车尾气催化剂工作原理



资料来源：公开资料、东兴证券

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 2013~2015 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 2012 年产量在 120 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需求，因此，公司尾气催化剂未来进一步扩产的可能性较大。

为了实现公司快速占领国内汽车尾气催化剂市场的目标，打破合资汽车品牌认证门槛，公司此前通过增资扩股的方式，引入战略投资者苏州深蓝创业投资有限公司。苏州深蓝创投负责人刘敬印曾任优美科汽车催化剂（苏州）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提供了有利支持。

目前公司已经获得了东风标志汽车认证，其他厂商如上海大众、一汽大众等的认证也在同步进行，由于汽车厂商对合作公司的生产线、产品质量要求非常高，检测非常严格，因此认证周期较长，但是一旦获得汽车厂商的认证，就获得了尾气催化剂供应商资格。未来公司将直接参与合作厂商新车型的设计开发，随着新车型的上市，公司的产能将得到快速释放，对此我们抱有乐观的态度，我们认为，公司未来将会占据汽车尾气催化剂市场的 20 - 30% 市场份额，远景销售上限将超过千万升级水平。

3. 政策推动汽车尾气污染治理，尾气净化剂市场空间巨大

国家于 2 月 18 日，正式出台了被称为“PM2.5”防治纲领的《环境空气细颗粒物污染防治技术政策（试行）》。按照上述政策的规定，到 2020 年我国将建立区域层面大气污染监测、评估、监督体系，PM2.5 排放总量显著下降。其中针对汽车等移动污染源的治理提出了建立车用尿素供应网络、安装尾气颗粒物捕集器、加快发展新能源汽车和电动汽车等有力对策。其中对汽车等移动污染源的防治措施中，首次明确了针对尾气排放等问题的具有科技含量的控排举措。我们认为随着国内大城市环境污染政策的加强，汽车尾气污染治理将显著提高汽车尾气催化剂的重要性，国内尾气净化剂市场空间巨大。

目前，世界较大的汽车尾气催化剂生产厂商主要有美国安格（Engelhard），庄信万丰（Johnson Matthey），优美科（Umicore）和德尔福（Delphi），他们的产量占整个市场的 95% 左右，在我国都建立了合资或独资企业，国内汽车厂所使用的催化剂中 80% 左右都从这些厂家采购。

表 2：全球主要汽车尾气净化器生产厂家

国家	生产厂商	尾气净化器类型
美国	安格（Engelhard）	三元催化转换器
美国	德尔福	三元催化转换器、催化剂芯体
比利时	优美科（Umicore）	汽车尾气净化器
日本	NGK 绝缘材料公司	三元催化转换器
日本	电装株式会社	汽车尾气净化器是主要产品之一
中国	威孚高科	以微量贵金属与稀土材料为活性组份，设计高性价比的尾气净化催化剂。
中国	贵研铂业	汽车尾气净化器
中国	重庆海特	汽车尾气净化器
中国	中国科学院兰州化学物理研究所	纳米高铈涂层材料、新型催化剂载体涂敷

资料来源：稀土信息、东兴证券

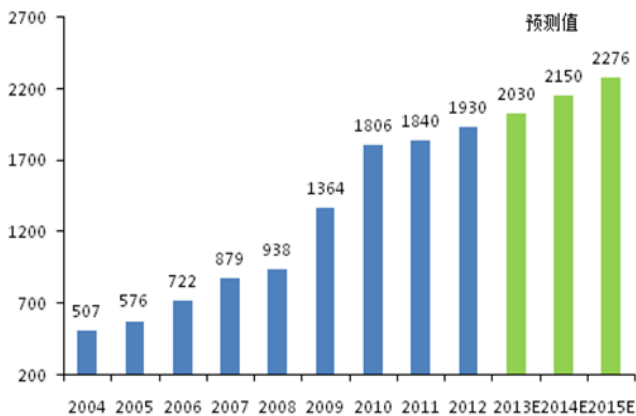
我国从 2000 年开始在汽车上安装汽车尾气净化催化剂，随着汽车尾气催化剂失效，催化剂的更新也将产生巨大的市场需求。汽车尾气催化剂如果按 1.5 升/辆计算催化剂需求量，目前的市场总规模在 2500 万升左右，目前国内主要的生产厂商仅能满足国产汽车厂商的需求。

表 3: 国产汽车尾气催化剂需求量测算 (单位: 万升)

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
汽车产量 (万辆)	1806	1840	1930	2030	2150	2276
汽车更新数量 (万辆)	150	200	250	300	350	450
国产催化剂市场占有率	10%	12%	16%	20%	25%	30%
单汽车催化剂需求量	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
国产催化剂需求量	293.4	367.2	523.2	699	937.5	1226.7

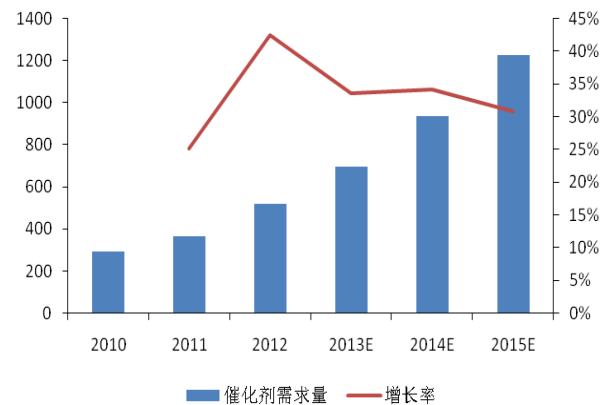
资料来源: 中国汽车工业协会、东兴证券测算

图 3: 2004—2015 中国汽车销量及预测 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业年鉴、东兴证券

图 4: 汽车尾气催化剂需求量 (单位: 万升)



资料来源: 公开资料、东兴证券

4. 公司业绩预测

公司在国内贵金属二次回收和汽车尾气催化剂市场占据显著优势，随着国家对资源循环利用产业和大气污染治理的重视，公司二次资源回收、尾气催化剂两大业务将存在超预期表现的可能，公司业务长期发展情景非常乐观。预计 2012 - 2014 年公司 EPS 分别为：0.38、0.41、0.99 元，对应 PE 分别为 57.1、52.9、22.0 倍，上调公司评级至“强烈推荐”，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 4：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

东兴证券

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。

东兴证券