

节能环保提速，催化剂市场迎增长 **增持 首次**

投资要点:

- 📖 贵金属二次回收业务稳步推进
- 📖 汽车尾气催化剂业务未来增长空间巨大
- 📖 柴油车催化剂市场有望成为公司 2015 年后新亮点

报告摘要:

- **贵金属二次回收业务稳步推进。**公司拥有国内最先进的贵金属回收技术，综合回收率在 96% 以上。回收原料主要，来自石油、汽车、医药、精细化工、硬盘等领域，目前占比较大的来自石油领域，供应量达到 1000-1200 公斤，未来新增原料将主要来自于汽车尾气催化剂。我们预计贵金属二次回收生产线将于 2013 年底或 2014 年初建成投产，届时将形成 5 吨贵金属回收、3000 吨贵金属二次资源物料处理能力。
- **汽车尾气催化剂业务未来增长空间巨大。**公司目前拥有 150 万升汽车尾气催化剂产能，未来两年有望扩产至 400 万升，新增需求主要来自新增汽车尾气催化剂需求量、保有车辆的替换需求和德系法系的新拓展需求，其中新增汽车需求量主要来自内资品牌市场占有率的提升，我们保守分析公司汽车尾气需求量未来三年公司每年有望达到 300-400 万升，增长空间明显。
- **柴油车催化剂市场有望成为公司 2015 年后新亮点。**影响当前柴油车推广的主要问题在于油品质量，根据我们石化分析师的判断，2015 年后，我国油品质量可能会有所提升，届时中卡和轻卡柴油车的推广将提速，从而带来柴油车尾气催化剂的新增需求，公司将充分受益于这部分新增增量，前景值得期待。
- **2013 年 EPS 0.35 元，给予“增持”评级。**预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.35 元、0.43 元和 0.54 元，对应动态 PE 分别为 59 倍、49 倍和 39 倍，估值并不具有明显优势，但我们认为随着“美丽中国”的深化，公司这两大核心业务有超预期的可能，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	2985.53	4225.92	4713.71	5354.40	6468.58
增长率 (%)	58.44	41.55	11.54%	13.59%	20.81%
归母净利润(百万)	37.19	29.97	70.59	85.38	107.97
增长率 (%)	-26.21	-19.42	135.55%	20.95%	26.46%
每股收益	0.24	0.19	0.35	0.43	0.54
市盈率	62.86	78.01	59	49	39

有色金属行业研究组

分析师:

赵丽明(S1180511010007)

电话: 010-88085099

Email: zhaoliming@hysec.com

闵丹(S1180511010010)

电话: 010-88085977

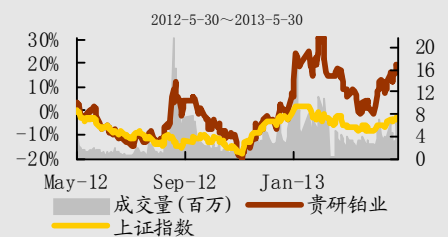
Email: mindan@hysec.com

刘喆(S1180511060001)

电话: 010-88085267

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



相关研究

《五大主题受益“新型城镇化”》

2012-12-13

《弹性渐退中把握时点与转型机会—有色金属行业 2013 年年度策略报告》

2012-12-04

《2012 年有色金属行业三季度业绩总结: 业绩下滑逐渐收敛》

2012-11-02

《流动性共振催生反弹有望延续》

2012-10-17

目录

一、核心业务明晰，研发能力突出.....	4
(一) 公司历史悠久，研究能力突出.....	4
(二) 两大核心业务渐入佳境.....	4
二、贵金属二次回收业务稳步推进.....	5
(一) “现代工业维他命”供给小、需求大.....	5
(二) 公司贵金属回收原料供应充足.....	7
(三) 贵金属回收项目已经成功试产.....	7
三、汽车尾气催化剂业务未来增长空间巨大.....	8
(一) PM2.5 超标、天气阴霾，尾气治理刻不容缓.....	8
(二) 汽车尾气催化剂市场巨大，公司大有作为.....	9
(三) 公司汽油车尾气催化剂生产目前处于国内顶尖地位.....	10
1、贵研铂业在汽油车催化剂生产中具有三大明显竞争优势.....	10
(1) 贵金属催化剂原料有保障.....	10
(2) 稀土基三元催化剂在技术上具有世界领先水平.....	11
(3) 已获多家内资汽车企业认证，正积极开拓外资市场.....	11
2、公司汽油车催化剂市场未来三年增长明显.....	11
(四) 柴油车催化剂市场有望成为公司 2015 年后新亮点.....	13
1、乘用车柴油化，柴油车将会热销.....	13
2、柴油车尾气处理使用 SCR 或 DOC.....	13
3、柴油车尾气催化剂市场有望在 2015 年打开.....	14
(五) 引入深蓝作为战略投资者打通催化剂贸易.....	14
(六) 配股增资助力催化剂生产.....	15
四、盈利预测.....	15

插图

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司对外投资情况.....	4
图 3: 2012 年收入构成.....	4
图 4: 2011 年收入构成.....	4
图 5: 2012 年利润构成.....	5
图 6: 2011 年利润构成.....	5
图 7: 铂需求.....	5
图 8: 钯需求.....	5
图 9: 欧洲汽车注册量.....	6
图 10: 美国汽车销量.....	6
图 11: 南美汽车销量.....	6
图 12: 日本汽车销量.....	6
图 13: 中国汽车销量.....	7
图 14: 74 个城市空气质量日报级别分布图.....	8
图 15: 中国汽车产量.....	10
图 16: 2012 年国内乘用车销售比例图.....	12
图 17: 重卡、中卡、轻卡销量 (单位: 万辆).....	14

表格

表 1: 公司贵金属回收原料来源.....	7
表 2: 新增汽车尾气催化剂预测.....	10
表 3: 国产催化剂在德资和法资乘用车催化剂市场中占 5% 和 10% 下的市场估计.....	12
表 4: 公司未来 3 年汽车尾气催化剂预测.....	13

一、核心业务明晰，研发能力突出

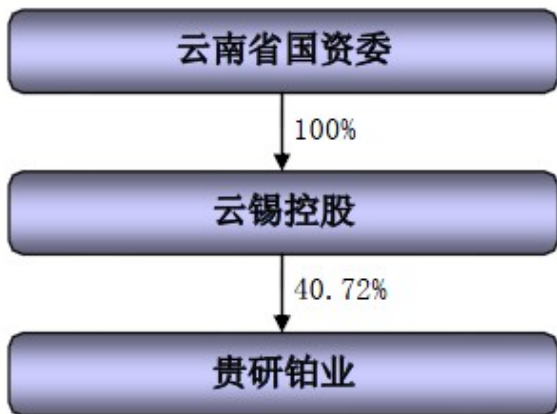
(一) 公司历史悠远，研究能力突出

由昆明贵金属研究所作为主发起人，联合云南铜业(集团)有限公司、红塔创新投资股份有限公司、云南烟草兴云投资股份有限公司、昆明冶金研究院等七家发起人于2000年9月共同发起设立的股份有限公司。2005年7月，贵研所和云锡集团公司强强联合，组建新的云锡集团，贵研所持有贵研铂业的股份变更为云锡集团持有。

(二) 两大核心业务渐入佳境

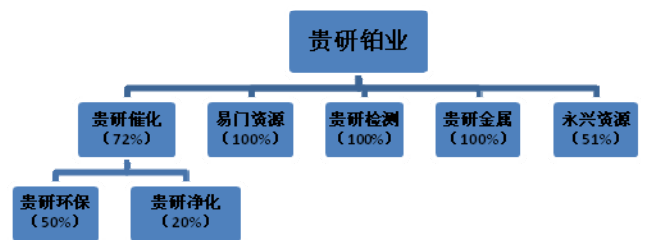
公司是从事贵金属系列功能材料研究、开发和生产经营的专业企业。公司集新产品科研和产业化建设为一体，拥有一支以中国工程院院士为首的稳定的科研生产队伍，掌握着一系列贵金属功能材料的核心技术。公司产品涉及贵金属高纯材料、特种功能材料、信息功能材料、环境及催化功能材料四大类，已形成金属材料加工、资源回收、商务贸易三个核心板块。

图 1: 公司股权结构



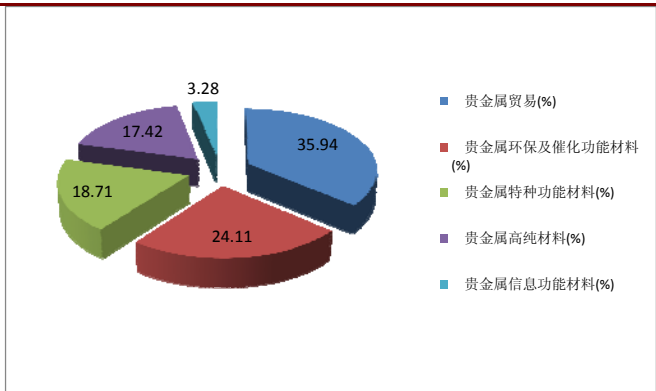
资料来源：公司配股说明书，宏源证券

图 2: 公司对外投资情况



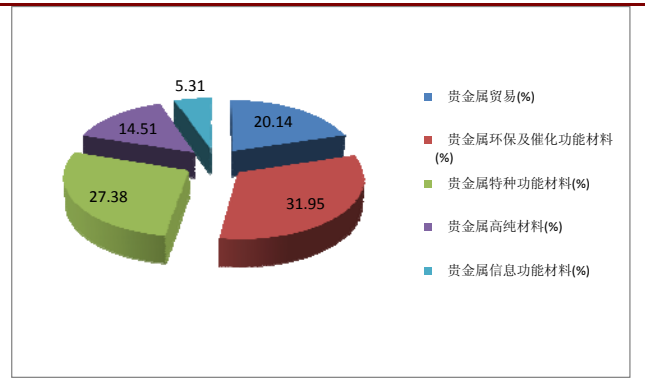
资料来源：公司配股说明书，公司公告，宏源证券

图 3: 2012 年收入构成



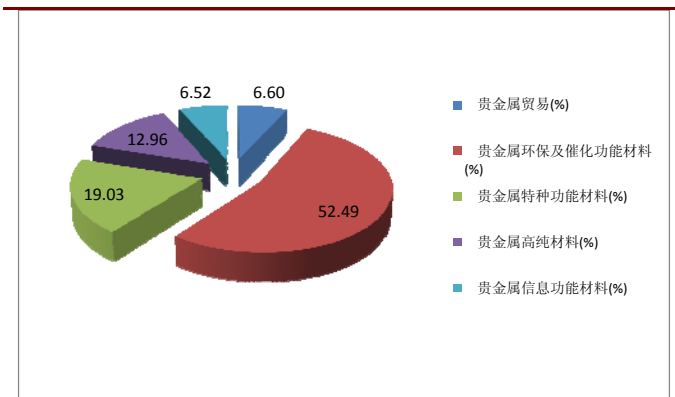
资料来源：Wind，宏源证券

图 4: 2011 年收入构成



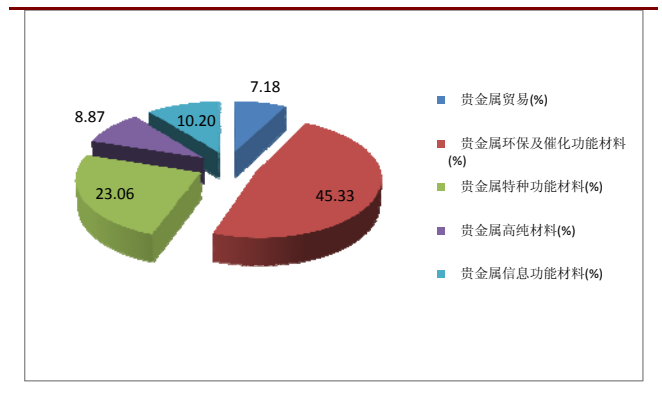
资料来源：Wind，宏源证券

图 5：2012 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

图 6：2011 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

从收入和利润构成来看，公司收入的增长的贡献主要来自贵金属贸易业务，但由于贸易的毛利率非常低，对公司利润贡献微乎其微，因此公司盈利主要来自贵金属环保及催化功能材料、贵金属特种功能材料以及贵金属高纯材料；我们认为未来公司业绩增长主要来源于以下两个核心业务：贵金属二次回收业务和汽车尾气催化剂业务。

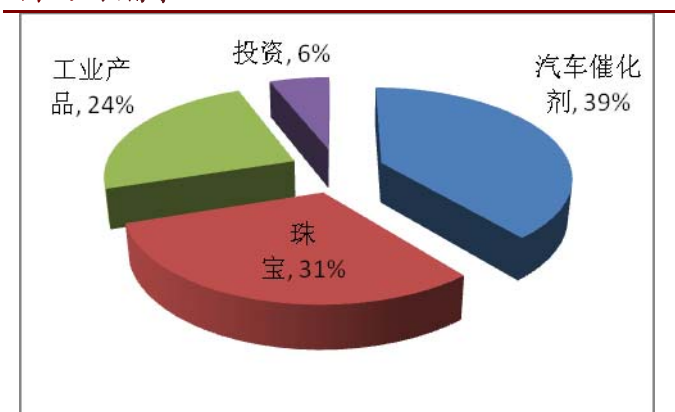
二、贵金属二次回收业务稳步推进

(一) “现代工业维他命” 供给小、需求大

贵金属主要指金、银和铂族金属（铂、钯、铑、铱、钌、钇），贵金属具有良好的物理特性和化学特性：如银具有金属中最好的导电性、导热性和对可见光的反射性，金具有极好的抗氧化性和延展性，铂具有优良的热点稳定性、高温抗氧化性和高温抗腐蚀性，铂族金属具有很强的催化活性等。

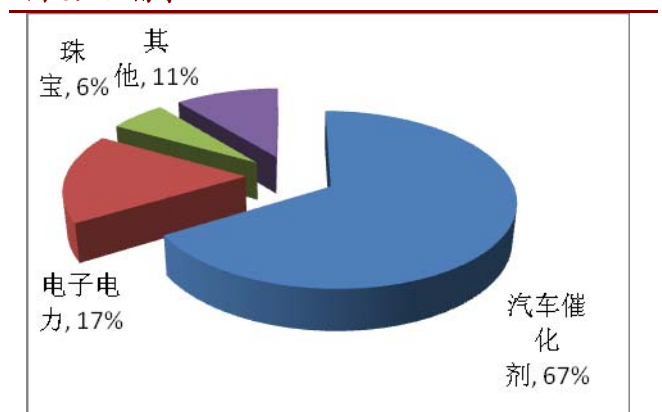
由于贵金属产品品种规格多、用量小，在工业体系中是最为特殊且不可缺少的一类材料，因而被誉为“现代工业维他命”。然而贵金属在地壳中的含量少且分散，在矿石中品位低，常常与其他金属共生，其中又以铂族金属为最。

图 7：铂需求



资料来源：彭博，宏源证券

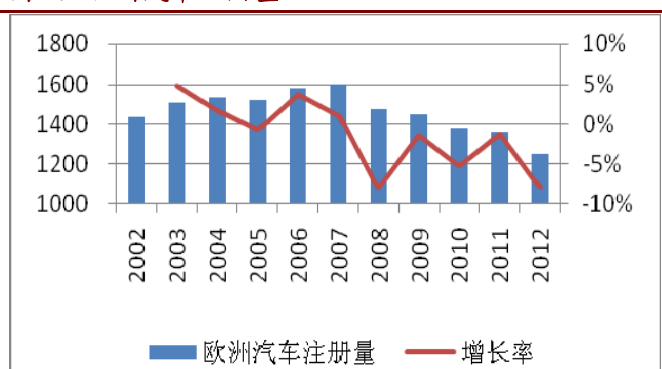
图 8：钯需求



资料来源：彭博，宏源证券

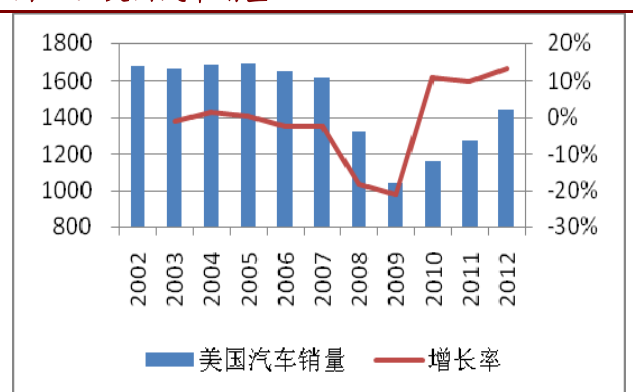
铂和钯需求来源于汽车催化剂、珠宝、电力电子和其他工业产品，其中很大一部分来源于汽车催化剂，因此未来汽车催化剂需求将直接影响铂族金属的需求量。世界汽车组织（OICA）预测今年全球汽车销量增长率将达到3%，而全球汽车需求强劲，不会受到像目前欧洲金融危机等地区性经济危机的影响。结合我们对全球宏观经济的观点，我们认为今年全球汽车产量较去年将会略有小幅增长，因此未来铂族金属的需求将会继续保持增长。

图 9: 欧洲汽车注册量



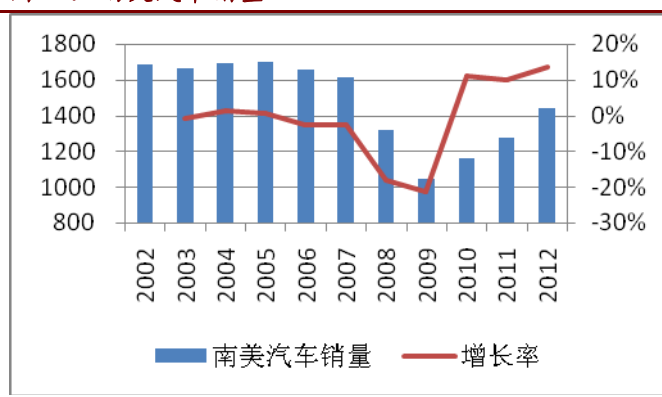
资料来源: 彭博, 宏源证券

图 10: 美国汽车销量



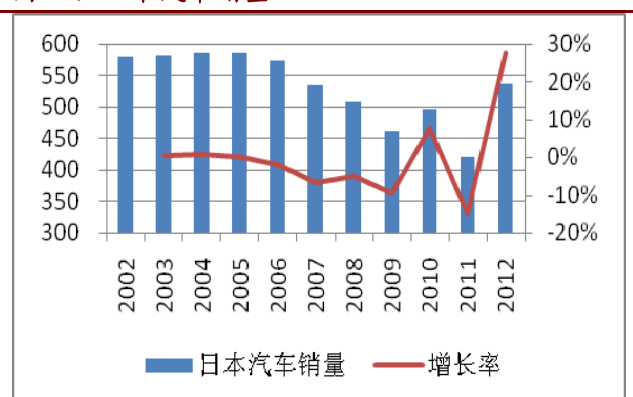
资料来源: 彭博, 宏源证券

图 11: 南美汽车销量



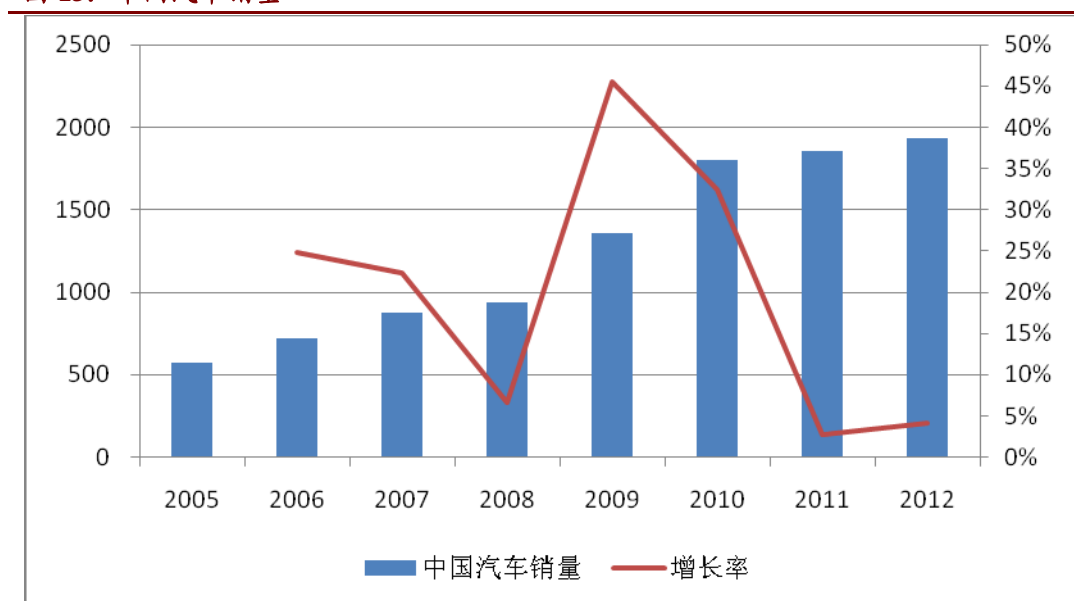
资料来源: 彭博, 宏源证券

图 12: 日本汽车销量



资料来源: 彭博, 宏源证券

图 13: 中国汽车销量



资料来源: 彭博, 宏源证券

(二) 公司贵金属回收原料供应充足

公司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, 来自石油、汽车、医药、精细化工、硬盘等领域。

表 1: 公司贵金属回收原料来源

原料来源	回收对象	供应量	是否投产
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	否

资料来源: 宏源证券

公司目前原料主要来自石油领域, 这方面供应量达到 1000-1200 公斤每年, 且已成功投入生产, 同时未来石油领域原料供应稳定。未来原料将主要来自于汽车尾气催化剂, 公司主要从汽车厂淘汰的不合格品、4S 店、专业的回收企业等渠道回收废料。汽车领域原料供应增长空间较大且可预测性较大, 原因在于 2006 年国内强制安装汽车尾气催化剂, 而其使用年限通常为 7~8 年, 即到 2013~14 年时, 失效催化剂原料供应会比较充裕。

(三) 贵金属回收项目已经成功试产

公司贵金属二次回收主要通过其全资子公司易门资源“贵金属二次资源综合利用产业化项目”实施。资源回收项目是公司 2010 年的定增项目, 主要是从回收的失效催化剂中提取铂、钯、铑、铱、钌等铂族金属。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。

公司 2012 年报显示“贵金属二次资源综合利用产业化项目”按计划分段建设和投入试生产, 截止 2012 年, 累计投资 2.35 亿元, 完成了项目三个主体单元中湿法、精炼单元

的建设，建成了完整的污水处理系统和尾气处理系统，顺利通过环保验收，试生产期间产出铂族金属 3 吨。

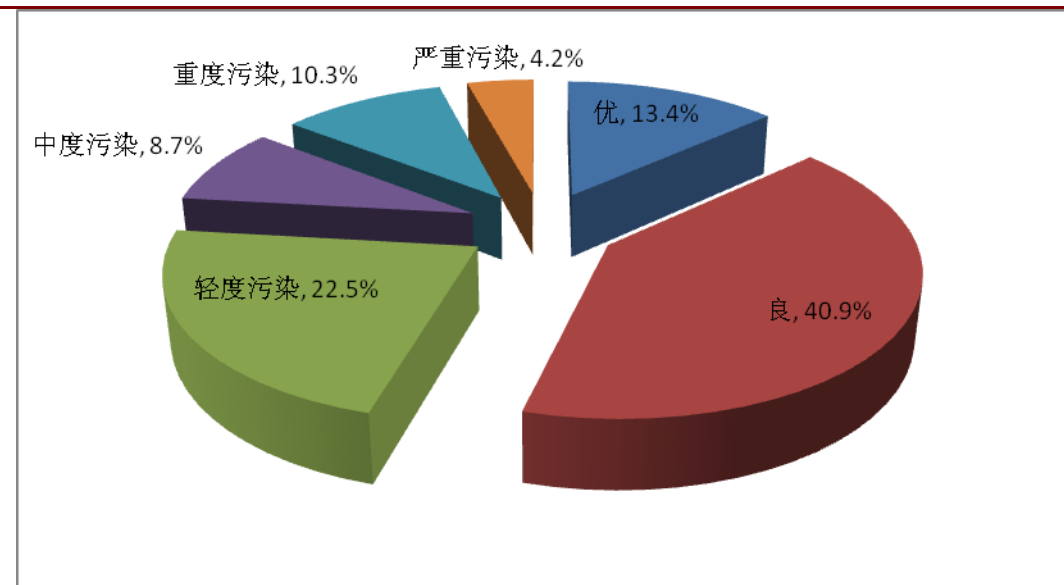
目前贵金属二次回收生产线已经基本建设完毕，我们预计将于 2013 年底或 2014 年初建成投产。项目建成后将形成 5 吨贵金属回收、3000 吨贵金属二次资源物料处理能力，公司将会是国内唯一一家规模化、专业化进行贵金属二次资源回收的企业。

三、汽车尾气催化剂业务未来增长空间巨大

(一) PM2.5 超标、天气阴霾，尾气治理刻不容缓

去年冬天以来，一场超大规模的雾霾天气席卷全国，各地都受到不同程度的影响，其中尤以北京受影响程度最深。北京阴霾、北京 PM2.5 指数超标以及“北京咳”等一系列标志性事件早已“深入人心”。今年 2 月份，纳入环保部统计的 74 个城市中有 43 个城市空气质量达到污染水平，其中更有 3 个城市达到严重污染水平。

图 14: 74 个城市空气质量日报级别分布图



资料来源：中国环境监测总站网站，宏源证券

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。目前机动车排放的氮氧化物、挥发性有机物和可吸入颗粒物，在城市中心区所有污染源中的“贡献”比例已分别达到 66%、90%和 26%。如今的城市污染已经由过去的煤烟型污染转成以机动车污染为主。

今年年初举办的全国环保工作会议上环保部部长表示 PM2.5 防治要提升到国家层面进行约束性控制，2013 年要在 113 个环保重点城市和环保模范城市开展包括 PM2.5 在内的 6 项指标监测，采取综合措施，基本淘汰 2005 年以前注册运营的“黄标车”。同时北京市政府也表示今年从 2 月 1 号开始在全国率先执行第五阶段机动车排放标准，全市二氧化

硫、氮氧化物、化学需氧量、氨氮排放量同比分别削减 2%、2%、2%和 2%。

环境保护部部长周生贤近日在北京主持召开环境保护部常务会议，听取 2012 年主要污染物总量减排目标考核结果的汇报，审议并原则通过《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第五阶段)》，与第四阶段排放标准相比，第五阶段排放标准新增了污染物控制项目，加严了各项技术要求和污染物排放限值。

(二) 汽车尾气催化剂市场巨大，公司大有作为

汽车尾气处理主要有两方面：一是控制技术，如提高燃油的燃烧率、安装防污染处理设备和开发新型发动机等；二是行政管理手段，如采取报废更新、从控制燃料使用标准入手等。其中技术控制通常有两方面：机内净化和机外净化。机内净化主要是提高燃料质量和改善燃料在发动机中的燃烧条件，从而提高燃油的燃烧率，尽可能减少污染物的生成；机外净化的主要方式是安装净化器，对有害气体进行处理。由于绝大多数污染物来自尾管排放，故机外净化控制是控制汽车排污的快捷而有力的手段。因为催化剂又是净化效果的关键，因此开发实用高效的催化剂是控制汽车尾气排放的重要措施之一。

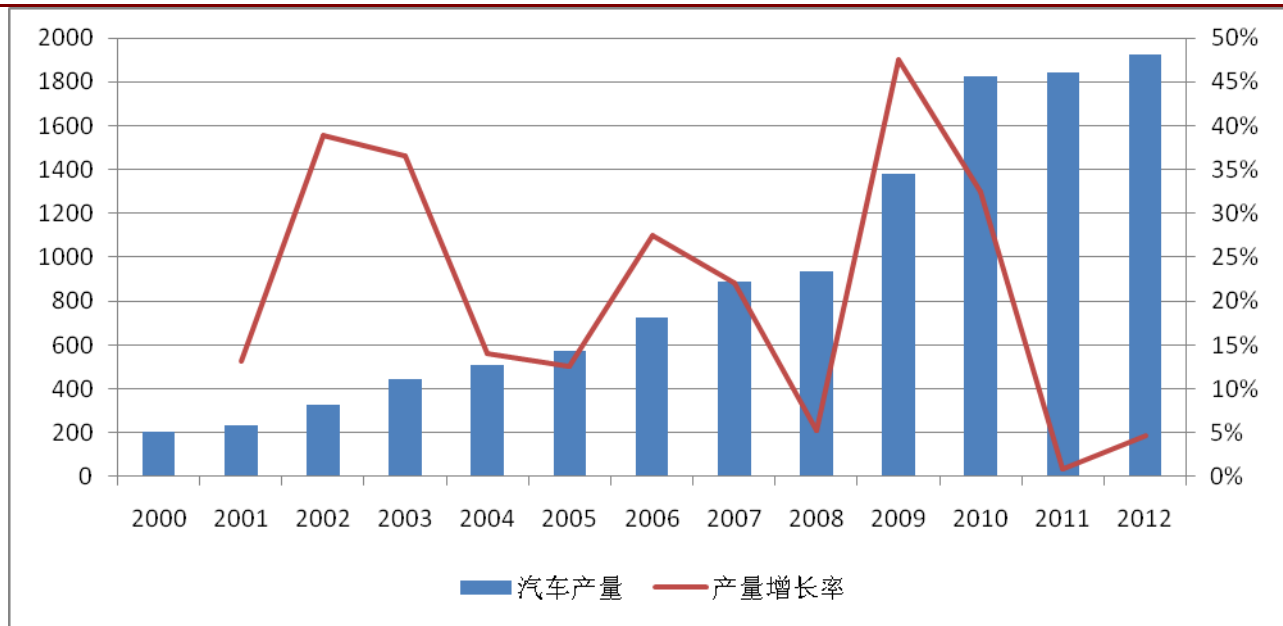
世界三大汽车尾气生产厂商有巴斯夫、庄信万丰和优美科，三家产量占据全球市场 95%，而国内汽车厂商所使用的汽车尾气催化剂中也有 85% 采购于这三大厂商，国内剩余市场份额主要由贵研、威孚高科和朝日环保占领。

汽车通常 10 年左右报废，催化剂使用期限为 7-8 年，因此我们认为催化剂的替换需求小，未来三年市场对催化剂的需求主要来自于新车。如果按照每辆新车 1.5 升计算催化剂需求量，目前市场总规模在 3000 万升左右。贵研目前产能为 150 万升，国内市场占有率 5% 左右。

国内汽车产量自 2010 年以来增速有较大幅度下滑，维持在 1800 到 1900 万辆，主要是由于 08 年金融危机导致经济衰退导致。我们认为随着国内及全球经济的缓慢复苏，国内汽车产量 2013 年-2015 年会有所上升，截至今年前 4 个月，我国汽车产量达到 780.3 万辆，同比增长达 15.4%，当然这是由于 2010 年之后增速下滑导致 2012 年基数相对较低所致，我们判断 2014-2015 年很难继续保持超过 15% 的增速，因此我们保守预计 2013 年汽车产量增速可达 10-12%，14-15 年年增长率可能维持在 3-5% 左右，年产总量维持在 2100-2300 万辆以上。

假设每辆汽车需要使用 1.5 升汽车尾气催化剂，则每年国内新车尾气催化剂的整体需求规模维持在 3000 万升以上；该市场属于相对垄断行业，产品主要集中在国内外几家生产企业手里，由于国内汽车尾气催化剂的生产企业成本优势较国外生产企业明显，售价明显低于国际巨头 10-15%，因此具有一定竞争优势，特别是在开拓国内汽车品牌方面；因此我们有理由相信，未来随着国内汽车尾气催化剂生产企业对客户的不断拓展以及产品技术水平的不断升级，国产汽车尾气催化剂的市场份额逐年提升会是一个大概率事件，因此我们假设未来三年国产汽车尾气催化剂的市场份额将从 2012 年的 15-16% 提升至 2015 年的 25%，由此对应的国产汽车尾气催化剂市场空间将达到 868 万升，公司作为研发能力突出的汽车尾气催化剂生产企业，将充分受益于这部分市场。

图 15: 中国汽车产量



资料来源: 彭博, 宏源证券

表 2: 新增汽车尾气催化剂预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汽车产量 (万辆)	1806	1840	1930	2142	2228	2317
单汽车催化剂用量 (升/辆)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
国产催化剂市场占有率 (%)	10%	12%	16%	18%	20%	25%
国产催化剂需求量 (万升)	271	331	463	578	668	868

资料来源: 宏源证券

(三) 公司汽油车尾气催化剂生产目前处于国内顶尖地位

贵研铂业在国内较早开始研究汽车尾气净化催化剂, 公司依托昆明贵金属研究所优势成为国内该技术的领头羊。2012 年配股募投项目国 IV、国 V 机动车催化剂产业升级正在加紧实施土建, 预计 2014 年投产。

三元催化技术是解决汽油车尾气污染的一个重要技术, 其中“三元”指的是一氧化碳、氮氧化物和碳氢化物这三种汽车尾气排放物。三元催化技术就是将贵金属作为催化剂涂敷在蜂窝载体上, 当汽车尾气通过蜂窝载体时与贵金属发生催化反应, 使得汽车最终排出的气体还原成无害的二氧化碳、水和氮气, 从而达到减排效果。

1、贵研铂业在汽油车催化剂生产中具有三大明显竞争优势

(1) 贵金属催化剂原料有保障

三元催化剂通常使用铂、钯和铑的组合。铂和钯可以用来提高尾气中 HC、CO 同氧气的反应速度, 从而降低 HC、CO 的污染物排放。钯和铑除了能加速 HC、CO 的氧化外, 还能加速 NOX 还原成氮气和氧气。而公司在铂族金属供应方面有保障, 能够实现部分自给, 如易门资源“贵金属二次资源综合利用产业化项目”截止 2012 年试生产期间产出铂族金属 3 吨。

（2）稀土基三元催化剂在技术上具有世界领先水平

铂、铑催化剂净化效果好，但在经济和资源上都不现实。为了解决铂、铑供应和需求之间的矛盾，通常可采用减少铂、铑在单位体积中的负载量、广泛使用价格相对便宜的钯，强化贵金属回收再用及采取非金属为基的催化剂的三种方法。国内主要开展非金属为助催化剂或非金属为基的新型催化剂的研究，特别在稀土作为催化剂在降低铂、铑用量，扩大钯基催化剂应用中有重要地位。

国外厂商等研究机构基本看法是单一的稀土催化剂几乎是没有活性的，而作为贵金属的一种催化剂，则能提高催化剂的性能，其主要是提高催化剂的储氧功能。在应用上，国外目前仅将稀土元素作为贵金属的改性添加剂，不将其作为主体催化剂，除此之外也有资源不丰富和技术不成熟两方面原因，所以国外稀土催化剂市场不佳。而我国稀土资源丰富，并且国内科技工作者认为，不添加贵金属的稀土催化剂也能用于汽车尾气的三元催化剂。

贵研铂业在稀土基三元催化剂生产技术上具有世界领先水平，“汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化”被列为国家高技术产业化示范工程。公司未来将继续加大对这方面的研究力度，“高性能稀土基汽车尾气催化器研发及国V催化器产业化”项目，总投资4.17亿元，2012年累计投资4103.19万元，建设工作全面展开。公司2012年报称贵金属载体催化剂专项在制备技术及工艺装备方面取得突破，已形成年产新型催化剂5吨的产能。

（3）已获多家内资汽车企业认证，正积极开拓外资市场

获得汽车企业的认证具有重要意义，获得认证就相当于获得了产品的供应资格。但通常认证过程会非常缓慢，检测会很严格。

在客户方面，贵研铂业与神龙、东南、长安、上汽、奇瑞、东风柳汽、昌河、哈飞等内资汽车厂家已建立了多年的合作关系，目前正在洽谈德系、法系汽车公司。相信随着贵研铂业技术的日趋成熟，贵研铂业的品牌将更加受到认可，认证企业数量将逐渐增加。

2、公司汽油车催化剂市场未来三年增长明显

通常汽车催化剂供应是与某特定车型相联系的。通过汽车企业认证就意味相关车型的催化剂供应资格。公司目前优势在于国产内资汽车，未来公司发展战略是稳定已认证企业相关车型的供应资格，开拓已认证企业新开发车型供应资格，同时积极争取外资企业的认证。

因此，我们认为公司未来的汽车尾气催化剂市场主要分为三部分：

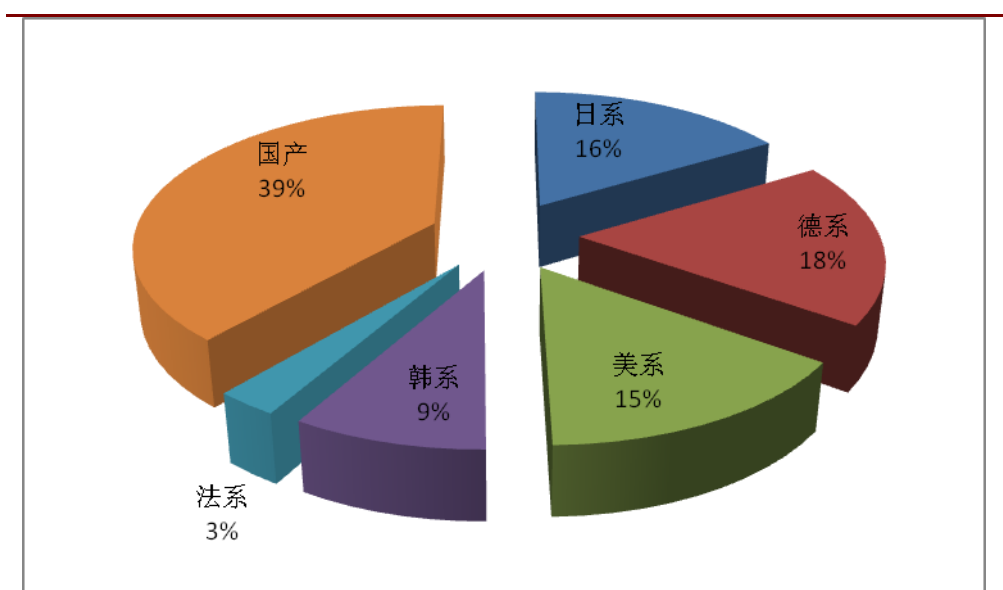
- （1） 每年新增汽车尾气催化剂需求量：按照前面的分析和假设，未来国产汽车尾气催化剂的市场份额将不断提升，在此基础上，我们假设公司在国产汽车尾气催化剂市场的市场份额可达40%，则2013年-2015年公司催化剂的需求量有望达到212万升、240万升和307万升；
- （2） 保有车辆尾气催化剂的替换需求量：汽车通常使用年限约10年左右报废，催化剂使用期限为7-8年，因此我们认为催化剂的替换需求相对较小，但由于过去十年我国汽车保有量已经达到2.4亿辆，哪怕只有1%的车辆需要更换尾气催化剂，年需求量也达到360万升，则公司所占市场份额约为30万升；
- （3） 德系和法系车辆的新拓展需求：根据我们下面的分析，这部分市场空间每

年有可能达到 25-50 万升。

2005 年汽车统计分类标准 (GB/T3730.1-2001) 中把汽车分为乘用车与商用车两种, 其中乘用车指的是车辆座位少于九座 (含驾驶员位), 以载客为主要目的的车辆。因为国内乘用车规模大于商务车, 并且国内外资车主要是乘用车, 因此我们这里仅考虑乘用车。

据中国汽车工业协会统计分析, 2012 年德系乘用车共销售 285.74 万辆, 同比增长 19.81%, 增幅明显高于其他国外品牌, 占乘用车销售总量的 18.44%, 市场占有率较上年同期提升 1.96 个百分点。法系乘用车销售 44 万辆, 同比增长 8.88%, 占乘用车销售总量 2.84%, 市场占有率较上年也有所提升。

图 16: 2012 年国内乘用车销售比例图



资料来源: 中国汽车工业协会, 宏源证券

表 3: 国产催化剂在德资和法资乘用车催化剂市场中占 5%和 10%下的市场估计

	2012	2013E	2014E	2015E
德资销量	285.74	291.45	297.28	303.23
德资乘用车催化剂需求	428.61	437.18	445.93	454.84
法资销量	44	44.88	45.78	46.69
法资乘用车催化剂需求	66.00	67.32	68.67	70.04
德、法资乘用车催化剂合计	494.61	504.50	514.59	524.88
情景一: 5%市场占比	24.73	25.23	25.73	26.24
情景二: 10%市场占比	49.46	50.45	51.46	52.49

资料来源: 中国汽车工业协会, 宏源证券

随着德系和法系乘用车在华销量的提升, 在汽车销量 2%的年增幅下, 5%和 10%的市场份额分别对应 2015 年 26 和 52 万升德、法资乘用车尾气催化剂市场。我们认为如果贵研铂业通过德系、法系企业的认证, 公司催化剂业务在外资车市场将会有所突破。

综上所述，未来三年公司每年汽车尾气催化剂的需求量有望达到 300-400 万升，较目前 150 万升的产能增长达到 100-166.7%，增长空间明显。此外基于贵研铂业在内资汽车品牌中的逐步认可，内资市场逐步扩大，因此未来贵研铂业尾气催化剂市场前景明朗。

表 4：公司未来 3 年汽车尾气催化剂预测

需求类别	2013E	2014E	2015E
新增汽车国产尾气催化剂总需求量:	578	668	868
假设公司市场份额 40%	231	267	347
汽车保有量替换需求量:	30	30	30
德系和法系新拓展需求量:	25-50	25-50	25-50
合计需求量	286-311	322-347	402-427

资料来源：宏源证券

（四）柴油车催化剂市场有望成为公司 2015 年后新亮点

1、乘用车柴油化，柴油车将会热销

针对汽车行业的治污措施，政府相关主管部门除了有可能对汽车保有量规模出台一定限制措施外，发展新能源汽车和以清洁柴油为代表的清洁能源技术汽车也是关键着力点。在成本居高不下，电池等技术性能有待进一步提升以及新能源汽车相关基础设施短期内难以完善的情况下，大力发展新能源汽车越发难以实现。

以清洁柴油为代表的清洁能源技术相对成熟，同时搭载柴油动力的车型与同类搭载汽油动力的车型售价也已经实现持平，因此无论从技术还是从市场价格等角度，清洁柴油车型具备短期内实现大规模推广的条件。

2 月 6 号《关于加强内燃机工业节能减排的意见》出现“鼓励发展乘用车用柴油机电控高压燃油喷射系统”条文，同时上汽通用五菱、吉利为代表的整车企业联合上柴、玉柴等发动机企业已经自发开展乘用车柴油化。

2、柴油车尾气处理使用 SCR 或 DOC

柴油机尾气具有复杂的化学组成，并且随着发动机的工况变化，尾气的组成也显著不同，其排放的污染物中含有碳烟颗粒物（PM），HC、CO 和 NOX 等。因为尾气中氧气含量较高，故 HC 和 CO 排放量较小；NOX 排放量与汽油机大致处于同一数量级；而 PM 的排放量约为汽油机的几十倍，因此需更加关注柴油车 PM 排放。

目前主流的技术处理方案有两种：一是 SCR（选择性还原催化，喷氨还原 NOX 技术），二是以 EGR（废气再循环系统）与 DOC（氧化催化器）、POC（颗粒氧化型催化器）以及 DPF（微粒子捕集器）的技术组合方案。

SCR 技术适合重型柴油车，而 EGR 适合中轻型柴油车：

1. 从尾气排放角度，柴油车中的重卡发动机燃烧比较充分，所以产生的碳氢化合物比较少，只需要使用 SCR 方式即可。中轻型柴油车，由于目前油品质量不达标，所以产生碳氢化合物比较多，所以需要使用 SCR+DOC 模式。

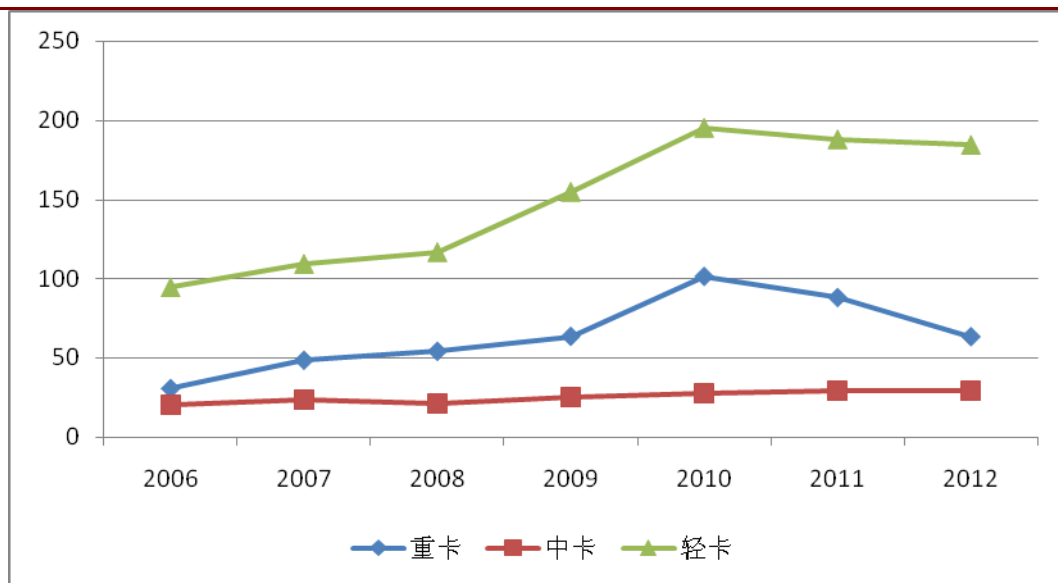
2. 采用 SCR 系统的发动机无论大小，都需要安装一套尿素定量控制和喷射系统，成本随排量变化不大。而 EGR 技术所使用的微粒捕捉器，会因排量不同而产生巨大成本差异。
3. 由于 SCR 技术仅在一定的工作温度范围内才能有效果，所以更适合长时间大负荷工作的重型柴油机。而在城市工况下的轿车柴油机，长期工作在低负荷区域，尾气温度不能达到要求。

结合当前的实际情况，重卡采用 SCR，中卡和轻卡采用 SCR+DOC。

3、柴油车尾气催化剂市场有望在 2015 年打开

影响当前柴油车市场主要在于油品质量。我国油品差是阻碍以使用柴油机为主的卡车、客车无法实施国四排放标准的因素。根据我们石化分析师的判断，2015 年后，我国油品质量可能会有所提升，届时中轻型柴油车的推广将提速，柴油车催化剂市场空间将被打开。届时中卡和轻卡柴油车的推广将提速，从而带来柴油车尾气催化剂的新增需求，公司将充分受益于这部分新增增量，前景值得期待。

图 17: 重卡、中卡、轻卡销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 宏源证券

(五) 引入深蓝作为战略投资者打通催化剂贸易

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 2011 年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。截止目前，苏州深蓝对贵研催化公司的增资款已全额缴清。贵研催化公司实收资本为人民币 14325 万元，其中，公司对其出资 10320 万元，持股比例为 72.04%，苏州深蓝对其出资 2865 万元，持股比例为 20%。

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，曾参与国家汽车排放标准制定 (国 III, 国 IV)。引入苏州深蓝，有利于逐步加大市场营销力度，打通催化剂贸易，使公司催化剂业务更具竞争力。

（六）配股增资助力催化剂生产

今年3月贵研铂业发布配股说明书，拟募集8亿元资金投入国IV、国V机动车催化剂产业升级建设并补充部分流动资金，公司控股股东云锡控股承诺全额认购其可配售股份。配股说明书称此次募投项目达产后，公司汽车催化剂产能将达到年产400万升，年均销售收入12亿元、年均税前利润1.37亿元。

公司拥有此次募投项目的全套核心技术，并达到国际先进水平。此次募投项目建设完成后将实现产品技术从国IV到国V的升级、产能从150万升到400万升的升级，公司的综合竞争力将进一步得到提升。

四、盈利预测

结合以上对贵研铂业的资源二次回收和汽车尾气催化剂业务的介绍，我们认为公司在这两个市场优势显著。我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.35元、0.43元和0.54元，对应动态PE分别为59倍、49倍和39倍，估值并不具有明显优势，但我们认为随着社会及政府对“美丽中国”的更加重视，资源回收和空气治理将会成为社会发展的重中之重，公司这两大核心业务有超预期的可能，公司未来发展前景十分喜人，首次给予“增持”评级。

作者简介:

赵丽明: 宏源证券研究所钢铁行业研究员, 北京科技大学材料学博士, 有多年钢铁行业和证券行业从业经验。

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所, 期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、包钢稀土、中科三环、中金黄金、宝钛股份、利源铝业。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。