

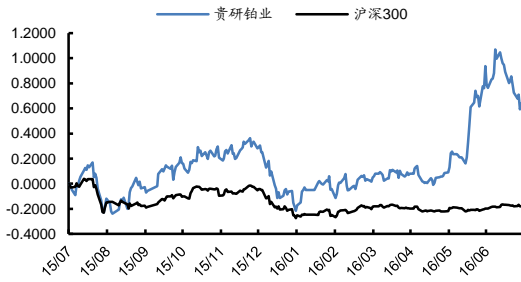
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：李帅华  
010-88576878 lish@ghzq.com.cn

## 催化剂业务稳步发展，燃料电池积极布局

### ——贵研铂业（600459）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
贵研铂业	-6.9	52.8	74.2
沪深 300	2.7	1.9	-15.5

市场数据

2016/07/29

当前价格（元）	27.42
52 周价格区间（元）	12.33 - 35.80
总市值（百万）	7156.01
流通市值（百万）	7156.01
总股本（万股）	26097.77
流通股（万股）	26097.77
日均成交额（百万）	283.19
近一月换手（%）	191.34

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 投资要点：

- 公司是从事贵金属研究、开发和生产经营的国家级高新技术企业。公司建立了较完整的贵金属产业链体系,大力发展贵金属新材料制造、贵金属二次资源回收及贵金属商务贸易。其中贵金属特种功能材料如电接触材料、钎焊材料、测温材料、复合材料、蒸发材料、键合材料等应用于国防工业、电子信息、化工建材、冶金等行业。贵金属信息功能材料如导体浆、电阻浆、灌孔浆、多层布线浆料等广泛应用于片式电子元器件、厚膜集成电路、晶体硅太阳能电池、膜片开关、平板显示器等。贵金属催化材料应用于石油化工、医药合成、精细化工等领域。
- 贵金属工业催化剂材料业务发展亮眼，扩产空间较大。2015 年，工业催化剂毛利率达到 11.32%，营业收入同比增长 109.31%。其中，苯脱硫钨催化剂和氧化铝催化剂市场表现良好，苯脱硫催化剂推出半年时间就抢占了国内的大部分市场，在己二酸和己内酰胺行业市占率超过 50%，后期预计在双氧水用钨催化剂领域也会取得突破。2015 年贵金属工业催化剂材料产量为 88.6 吨，同比大幅增长 80.6%，公司总产能 200 吨，后续扩产空间还很大。
- 机动车催化剂业务稳步发展。公司在机动车催化净化器方面的主要产品包括汽油机三效催化剂、柴油机催化剂、气体机催化剂以及摩托车催化剂等，目前产能约 400 万升，其中柴油机催化剂 100 多万升，目前提供的是长安、奇瑞、标志、东风等客户。市场竞争激烈，国外供应商占据市场大部分份额，2015 年公司该项产品毛利率 13.14%，同比下降 3.94 个百分点。目前公司也在进行大众等车企的认证工作，标致有一款车已经开始供货。2016 年机动车催化净化器将有生产线转固，预期业务量将有所提高，整体业务稳步发展。
- 公司二次资源回收业务陆续达产。公司的贵金属二次资源回收主要依托于湖南永兴贵研资源公司以及贵研资源（易门）有限公司。其中永兴主要回收银为主，易门主要回收铂族金属为主。易门公司回收产能 5 吨，2015 年投产，当年产量达到 4 吨左右。贵金属二次资源回收提炼出来的金属可以作为公司深加工的原料，保证了公司的部分原料供给能力。贵金属在全球属于稀缺资源，尤其是铂族金属在我国属于极度匮乏的资源，发达国家把贵金属二次资源循环利用作为一个重要的产业关键环节加以布局和支持，随着我国成为贵金属工业应用的第一大国，国家也越来越重视贵金属二次资源循环利用的发展。

- **公司积极布局燃料电池催化剂业务。**铂基催化剂是质子交换膜燃料电池的关键组成部分，质子膜燃料电池的阳极和阴极均需电极催化剂。因为质子膜燃料电池中的电解液是酸性的，铂基催化剂能够在酸性材料中保持相对稳定。公司在燃料电池催化剂方面的布局较早，与上海汽车集团合作已达3年。目前已经研发出铂基催化剂，交付于上汽集团，等待反馈。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司建立了较完整的贵金属产业链体系。工业催化剂业务表现亮眼，市场份额较高，机动车催化剂业务稳步发展，资源保障方面则是二次资源回收产能陆续达产，同时积极布局未来景气度较高的燃料电池业务。预计2016-2018的EPS为0.39元、0.61元、0.72元，对应当前股价的PE分别为68倍、44倍、37倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求增速不及预期；新业务推进不及预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	7743	9019	10567	12609
增长率(%)	13%	16%	17%	19%
净利润（百万元）	64	102	159	189
增长率(%)	-25%	59%	56%	19%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.39	0.61	0.72
ROE(%)	3.40%	5.12%	7.36%	8.01%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 贵研铂业盈利预测表

600459.S									
证券代码:	H	股价:	27.42	投资评级:	买入	日期:	2016/07/29		
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	3%	5%	7%	8%	EPS	0.25	0.39	0.61	0.72
毛利率	3%	4%	4%	4%	BVPS	6.84	7.21	7.79	8.48
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>				
销售净利率	1%	1%	2%	1%	P/E	111.90	70.20	45.06	37.88
<b>成长能力</b>					P/B	4.01	3.80	3.52	3.23
收入增长率	13%	16%	17%	19%	P/S	0.92	0.79	0.68	0.57
利润增长率	-25%	59%	56%	19%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	2.35	2.59	2.81	3.14	营业收入	7743	9019	10567	12609
应收账款周转率	8.04	9.13	9.13	9.61	营业成本	7518	8685	10113	12061
存货周转率	9.71	9.13	9.61	10.43	营业税金及附加	4	5	6	7
<b>偿债能力</b>					销售费用	37	43	53	63
资产负债率	43%	43%	43%	41%	管理费用	140	180	211	252
流动比	1.93	1.99	2.08	2.22	财务费用	39	44	43	43
速动比	1.26	1.23	1.31	1.40	其他费用 / (-收入)	(12)	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>(8)</b>	<b>62</b>	<b>141</b>	<b>182</b>
现金及现金等价物	345	335	356	361	营业外净收支	95	80	80	80
应收款项	963	988	1158	1313	<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>142</b>	<b>221</b>	<b>262</b>
存货净额	774	952	1053	1157	所得税费用	17	28	44	52
其他流动资产	169	225	264	315	<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>113</b>	<b>176</b>	<b>210</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>2251</b>	<b>2502</b>	<b>2832</b>	<b>3146</b>	少数股东损益	6	11	18	21
固定资产	565	509	458	412	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>64</b>	<b>102</b>	<b>159</b>	<b>189</b>
在建工程	196	196	196	196					
无形资产及其他	69	69	62	55	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	(218)	14	46	34
<b>资产总计</b>	<b>3291</b>	<b>3485</b>	<b>3758</b>	<b>4019</b>	净利润	70	113	176	210
短期借款	934	934	934	934	少数股东权益	6	11	18	21
应付款项	46	119	139	165	折旧摊销	36	63	58	52
预收帐款	77	90	174	207	公允价值变动	2	0	0	0
其他流动负债	113	113	113	113	营运资金变动	(331)	(345)	(413)	(370)
<b>流动负债合计</b>	<b>1169</b>	<b>1255</b>	<b>1358</b>	<b>1419</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>(186)</b>	<b>57</b>	<b>51</b>	<b>46</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(150)	57	51	46
其他长期负债	241	241	241	241	长期投资	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	其他	(36)	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1410</b>	<b>1496</b>	<b>1599</b>	<b>1660</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>394</b>	<b>(5)</b>	<b>(7)</b>	<b>(9)</b>
股本	261	261	261	261	债务融资	289	0	0	0
股东权益	1881	1989	2158	2359	权益融资	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3291</b>	<b>3485</b>	<b>3758</b>	<b>4019</b>	其它	105	(5)	(7)	(9)
					<b>现金净增加额</b>	<b>(9)</b>	<b>66</b>	<b>89</b>	<b>71</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【有色金属研究团队介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

李帅华，工学硕士，CIIA，三年央企实业工作经历，四年有色产业研究经历，曾供职于民生银行和中国钢研科技集团，2016年加入国海证券，负责有色金属行业研究。

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。