天风证券 TF SECURITIES

# 贵研铂业（600459）

证券研究报告
2018 年 04 月 26 日

## 三大板块业绩齐升，产业布局与日俱进

**公司公布 2017 年业绩报告，报告期内公司共实现营收 154.42 亿元，同比增加 43.33%；实现归母净利 1.19 亿元，同比增加 43.73%，值得注意的是扣非后归母净利 9187.11 万元，同比大增 173.01%；本期 EPS 为 0.46 元/股。**

**三大业务协同发展成效显著**
贵金属新材料制造板块实现营收 45.15 亿元，同比增长 38.31%，市场份额继续加大；资源再生板块实现营收 19.03 亿元，同比增长 35.89%，资源循环利用保障能力大幅提高；商务贸易板块实现营收 89.85 亿元，同比增长 48.11%，公司积极开发外资市场，不断拓展交易渠道，商务贸易能力进一步提升。

**核心竞争力不断增强，优势显现**
汽车催化剂在上汽乘用、玉柴取得突破，柴油车业务实现大幅增长，公司机动车催化净化器销售量同比增长 53.75%至 320.96 万件；银基、金基特种功能材料业务量大增，公司贵金属特种功能材料销量攀升至 171.82 吨，同比增幅高达 159.41%；受到下游煤化工、医药、电子等行业的旺盛需求影响，公司贵金属前驱体材料业务实现营收 15.25 亿元，同比大增 101.83%；白银回收业务规模扩大，公司资源再生板块营收增长 35.89%，铂族金属的来料加工业务推动影响该板块毛利率增长 2.60 个百分点至 5.42%；交易渠道不断拓展，贵金属贸易营业收入较上年同期增长 48.11%至 89.85 亿元。公司品牌优势、产业链一体化经营和服务优势、渠道优势、自主创新能力优势等各项优势持续提升，核心竞争力不断增强，有望实现稳健可持续发展。

**资源稀缺、环保趋严，循环再生与新材料制造板块前景可期**
贵金属在全球属于稀缺资源。随着我国成为贵金属工业应用的第一大国，国家越来越重视贵金属资源再生循环利用的发展。新材料制造方面，催化材料和环保材料市场是公司重点布局的领域，前者广泛运用于汽车污染治理，后者是环境治理材料重要的前驱体。在资源稀缺、环保趋严的背景下，公司循环再生与新材料制造业务或将大幅受益。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司重点项目陆续建成，产业布局进程加快，我们上调 2018~2020 年公司 EPS 预期至 0.60 元/股、0.65 元/股和 0.82 元/股（18~19 年前值为 0.57 元/股、0.65 元/股），对应 4 月 25 日收盘价 19.39 元，2018-2020 年 PE 分别为 32 倍、30 倍、24 倍。一方面随着资源日渐紧缺、环保力度加大，公司业务需求拥有稳定支撑，另一方面公司抓实项目统筹产业布局，产能预期保持增长。预测公司未来业绩或可维持稳步向上态势，维持“增持”评级。

**风险提示：**环保政策不及预期，贵金属价格下行风险，公司重点项目建设进度不及预期。

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 10,773.69 | 15,441.64 | 18,269.98 | 22,287.75 | 25,232.70 |
| 增长率(%) | 39.15 | 43.33 | 18.32 | 21.99 | 13.21 |
| EBITDA(百万元) | 134.36 | 253.90 | 303.34 | 379.02 | 468.64 |
| 净利润(百万元) | 83.02 | 119.33 | 157.43 | 169.27 | 213.87 |
| 增长率(%) | 29.82 | 43.73 | 31.93 | 7.52 | 26.35 |
| EPS(元/股) | 0.32 | 0.46 | 0.60 | 0.65 | 0.82 |
| 市盈率(P/E) | 60.95 | 42.41 | 32.14 | 29.90 | 23.66 |
| 市净率(P/B) | 2.74 | 2.60 | 2.45 | 2.29 | 2.11 |
| 市销率(P/S) | 0.47 | 0.33 | 0.28 | 0.23 | 0.20 |
| EV/EBITDA | 49.67 | 30.35 | 22.57 | 20.81 | 15.97 |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

| | |
|---|---|
| 行业 | 有色金属/稀有金属 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 19.39 元 |
| 目标价格 | 元 |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| A 股总股本(百万股) | 260.98 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 260.98 |
| A 股总市值(百万元) | 5,060.36 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,060.36 |
| 每股净资产(元) | 7.45 |
| 资产负债率(%) | 60.75 |
| 一年内最高/最低(元) | 28.25/16.81 |

### 作者

**杨诚笑** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com
**孙亮** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com
**田源** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com
**王小芃** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com
**田庆争** 联系人
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势

资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《贵研铂业-半年报点评:三大业务板块协同驱动业绩稳增长》 2017-08-24

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 274.42 | 439.46 | 1,461.60 | 1,783.02 | 2,018.62 |
| 应收账款 | 439.20 | 719.57 | 797.79 | 1,009.65 | 1,036.61 |
| 预付账款 | 108.79 | 93.70 | 211.39 | 144.85 | 239.53 |
| 存货 | 1,079.38 | 2,093.81 | 1,385.93 | 2,827.28 | 1,962.73 |
| 其他 | 472.61 | 818.03 | 1,081.67 | 886.56 | 1,325.36 |
| **流动资产合计** | **2,374.39** | **4,164.58** | **4,938.38** | **6,651.36** | **6,582.84** |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 680.43 | 781.46 | 805.81 | 834.13 | 851.84 |
| 在建工程 | 180.76 | 93.58 | 92.15 | 103.29 | 91.97 |
| 无形资产 | 137.86 | 149.59 | 146.76 | 143.92 | 141.09 |
| 其他 | 63.10 | 43.80 | 74.19 | 59.38 | 58.03 |
| **非流动资产合计** | **1,062.15** | **1,068.44** | **1,118.90** | **1,140.73** | **1,142.93** |
| **资产总计** | **3,436.54** | **5,233.02** | **6,057.29** | **7,792.09** | **7,725.77** |
| 短期借款 | 885.60 | 1,640.87 | 2,399.93 | 3,503.00 | 3,716.92 |
| 应付账款 | 111.56 | 155.89 | 163.83 | 219.35 | 217.18 |
| 其他 | 195.71 | 475.00 | 255.81 | 446.50 | 359.60 |
| **流动负债合计** | **1,192.86** | **2,271.77** | **2,819.57** | **4,168.84** | **4,293.70** |
| 长期借款 | 50.00 | 650.00 | 799.35 | 1,027.02 | 628.52 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 248.71 | 257.19 | 248.96 | 251.62 | 252.59 |
| **非流动负债合计** | **298.71** | **907.19** | **1,048.31** | **1,278.65** | **881.11** |
| **负债合计** | **1,491.58** | **3,178.96** | **3,867.89** | **5,447.49** | **5,174.82** |
| 少数股东权益 | 99.15 | 108.84 | 122.55 | 137.81 | 157.29 |
| 股本 | 260.98 | 260.98 | 260.98 | 260.98 | 260.98 |
| 资本公积 | 1,167.42 | 1,167.42 | 1,167.42 | 1,167.42 | 1,167.42 |
| 留存收益 | 1,587.56 | 1,680.79 | 1,805.88 | 1,945.82 | 2,132.69 |
| 其他 | (1,170.15) | (1,163.97) | (1,167.42) | (1,167.42) | (1,167.42) |
| **股东权益合计** | **1,944.96** | **2,054.06** | **2,189.40** | **2,344.60** | **2,550.96** |
| **负债和股东权益总** | **3,436.54** | **5,233.02** | **6,057.29** | **7,792.09** | **7,725.77** |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 90.25 | 130.81 | 157.43 | 169.27 | 213.87 |
| 折旧摊销 | 46.55 | 58.71 | 39.93 | 43.37 | 46.44 |
| 财务费用 | 35.76 | 74.60 | 118.06 | 164.01 | 188.03 |
| 投资损失 | (0.01) | (0.01) | (21.20) | (21.20) | (21.20) |
| 营运资金变动 | (137.83) | (1,053.28) | (1.57) | (1,131.83) | 220.02 |
| 其它 | (1.25) | (153.81) | 21.52 | 18.26 | 15.74 |
| **经营活动现金流** | **33.47** | **(942.98)** | **314.17** | **(758.13)** | **662.90** |
| 资本支出 | 115.15 | 75.43 | 68.23 | 77.34 | 49.03 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (200.93) | (120.73) | (107.04) | (136.14) | (77.83) |
| **投资活动现金流** | **(85.78)** | **(45.30)** | **(38.80)** | **(58.80)** | **(28.80)** |
| 债权融资 | 935.60 | 2,290.87 | 3,199.28 | 4,530.02 | 4,345.44 |
| 股权融资 | (47.44) | (63.60) | (116.55) | (157.84) | (180.31) |
| 其他 | (916.40) | (1,063.06) | (2,335.96) | (3,233.83) | (4,563.63) |
| **筹资活动现金流** | **(28.24)** | **1,164.21** | **746.77** | **1,138.36** | **(398.50)** |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **(80.56)** | **175.93** | **1,022.14** | **321.42** | **235.60** |

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **10,773.69** | **15,441.64** | **18,269.98** | **22,287.75** | **25,232.70** |
| 营业成本 | 10,505.01 | 15,024.15 | 17,756.05 | 21,656.91 | 24,477.71 |
| 营业税金及附加 | 9.36 | 12.88 | 13.68 | 18.22 | 20.19 |
| 营业费用 | 41.96 | 51.80 | 66.22 | 77.78 | 89.76 |
| 管理费用 | 150.13 | 154.20 | 182.70 | 209.50 | 229.62 |
| 财务费用 | 46.13 | 81.80 | 118.06 | 164.01 | 188.03 |
| 资产减值损失 | 23.85 | 0.84 | 16.20 | 13.63 | 10.22 |
| 公允价值变动收益 | 31.50 | (42.74) | 7.09 | 2.74 | (4.19) |
| 投资净收益 | 13.18 | 40.56 | 21.20 | 21.20 | 21.20 |
| 其他 | (89.37) | (30.30) | (56.58) | (47.88) | (34.02) |
| **营业利润** | **41.93** | **148.45** | **145.35** | **171.64** | **234.17** |
| 营业外收入 | 64.35 | 6.98 | 55.39 | 42.24 | 34.87 |
| 营业外支出 | 1.14 | 0.17 | 0.54 | 0.62 | 0.44 |
| **利润总额** | **105.13** | **155.26** | **200.20** | **213.26** | **268.60** |
| 所得税 | 14.88 | 24.45 | 28.34 | 28.48 | 34.80 |
| **净利润** | **90.25** | **130.81** | **171.86** | **184.78** | **233.80** |
| 少数股东损益 | 7.23 | 11.48 | 14.43 | 15.52 | 19.93 |
| **归属于母公司净利润** | **83.02** | **119.33** | **157.43** | **169.27** | **213.87** |
| 每股收益（元） | 0.32 | 0.46 | 0.60 | 0.65 | 0.82 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 39.15% | 43.33% | 18.32% | 21.99% | 13.21% |
| 营业利润 | -650.86% | 254.05% | -2.09% | 18.09% | 36.43% |
| 归属于母公司净利润 | 29.82% | 43.73% | 31.93% | 7.52% | 26.35% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 2.49% | 2.70% | 2.81% | 2.83% | 2.99% |
| 净利率 | 0.77% | 0.77% | 0.86% | 0.76% | 0.85% |
| ROE | 4.50% | 6.13% | 7.62% | 7.67% | 8.93% |
| ROIC | 3.21% | 7.63% | 5.86% | 7.55% | 7.30% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 43.40% | 60.75% | 63.86% | 69.91% | 66.98% |
| 净负债率 | 6.79% | 13.71% | 20.49% | -33.82% | -33.93% |
| 流动比率 | 1.99 | 1.83 | 1.75 | 1.60 | 1.53 |
| 速动比率 | 1.09 | 0.91 | 1.26 | 0.92 | 1.08 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 23.48 | 26.65 | 24.08 | 24.66 | 24.66 |
| 存货周转率 | 11.62 | 9.73 | 10.50 | 10.58 | 10.54 |
| 总资产周转率 | 3.20 | 3.56 | 3.24 | 3.22 | 3.25 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.32 | 0.46 | 0.60 | 0.65 | 0.82 |
| 每股经营现金流 | 0.13 | -3.61 | 1.20 | -2.90 | 2.54 |
| 每股净资产 | 7.07 | 7.45 | 7.92 | 8.46 | 9.17 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 60.95 | 42.41 | 32.14 | 29.90 | 23.66 |
| 市净率 | 2.74 | 2.60 | 2.45 | 2.29 | 2.11 |
| EV/EBITDA | 49.67 | 30.35 | 22.57 | 20.81 | 15.97 |
| EV/EBIT | 75.79 | 39.39 | 25.99 | 23.49 | 17.73 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

**特别声明**

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

**投资评级声明**

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

**天风证券研究**


| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |