

# 贵研铂业 (600459)

## 产业布局加快，三大板块协同发展

**事件：公司发布 2018 年年度报告。**报告期内，公司实现营收 170.74 亿元，同比增长 10.57%；实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 31.69%，配股摊薄后 EPS 为 0.36 元/股。公司业绩符合市场预期。

**新材料制造板块发展较快，拉动业绩增长。**2018 年，公司贵金属新材料制造板块实现营收 59.43 亿元，同比增长 31.64%，实现毛利 3.86 亿元，同比增长 52.96%，行业市场份额进一步提升。细分来看，由于公司 18 年完成收购贵研中希并将其纳入合并报表，特种功能材料产销量分别大增 187.18%和 179.58%，达到 493.00 吨和 480.36 吨，且贵研中希铆钉、复合带材、丝材等产品毛利率较高，使毛利率增加 2.43pct，达到 5.00%，公司该项业务实现毛利 1.22 亿元，同比增长 157.08%。此外，公司机动车催化净化器和前驱体材料分别实现毛利 1.30 亿元和 1.08 亿元，同比增长 16.53%和 29.75%；另外，占比相对较小的工业催化剂材料业务发展迅速，实现毛利 0.21 亿元，同比增长 196.94%。

**资源再生板块增长迅速，贵金属贸易小幅下滑。**2018 年，公司白银回收业务规模扩大，贵金属资源再生板块实现营收 26.16 亿元，同比增长 37.48%，实现毛利 1.58 亿，同比增长 52.95%；贵金属贸易板块出现小幅下滑，实现营收 84.60 亿元，毛利 0.28 亿元，对利润影响较小。

**加快产业布局，优化资本结构。**公司已完成钌钼催化剂 1 吨/年生产线建设，实现了批量生产。公司并购的贵研中希在产品与市场等方面形成较大的价值协同和优势互补效应，有效推进贵金属产业链的延伸和产业布局的进一步优化。同时，公司推动重大项目建设，预计在 2019 年底完成“贵金属催化前驱体材料产业化项目”土建工程和设备采购工作，力争 2020 年完成项目建设，形成前驱体材料年产 299 吨，年销售额 26.82 亿元的产业平台。公司在新材料制造板块连续发力，未来业绩有望持续提升。此外，公司通过配股募集的资金净额近 10 亿元已到位，用于优化资本结构，助推贵金属相关业务可持续发展。

**环保趋严，催化材料业务有望受益。**按照时间表，中国国 6a 标准将于 2020 年 7 月起普及，国 6b 标准将于 2023 年 7 月起普及，对汽车尾气排放提出了更高要求，这将进一步提升汽车催化剂中铂族金属特别是钯金的需求量。据庄信万丰预测，钯金缺口可能由 18 年的 2.9 万盎司增加到 19 年的 100 万盎司，公司业务有望受益。

**盈利预测与评级：**考虑到公司产业布局有序进行，且贵金属价格上涨，公司多数产品毛利率提升并有望持续，将 2019-2020 年归母净利润由 1.69 亿/2.14 亿上调为 2.04 亿/2.70 亿，对应 EPS 分别为 0.47/0.79 元/股，动态 PE 为 36/21 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**贵金属价格波动风险、公司重点项目建设不及预期风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,441.64	17,074.04	18,846.03	21,531.30	24,211.60
增长率(%)	43.33	10.57	10.38	14.25	12.45
EBITDA(百万元)	253.90	465.44	406.00	512.87	598.17
净利润(百万元)	119.33	157.14	203.72	269.59	326.90
增长率(%)	43.73	31.69	29.64	32.33	21.26
EPS(元/股)	0.27	0.36	0.47	0.79	0.96
市盈率(P/E)	62.21	47.24	36.44	21.34	17.60
市净率(P/B)	3.82	3.58	2.59	2.35	2.11
市销率(P/S)	0.48	0.43	0.31	0.27	0.24
EV/EBITDA	30.35	12.42	18.49	15.44	11.83

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	16.68 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	437.71
流通 A 股股本(百万股)	437.71
A 股总市值(百万元)	7,300.97
流通 A 股市值(百万元)	7,300.97
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	62.28
一年内最高/最低(元)	20.17/8.94

### 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** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《贵研铂业-年报点评报告:三大板块业绩齐升，产业布局与日俱进》 2018-04-26
- 《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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	439.46	816.49	1,507.68	1,722.50	1,936.93
应收账款	719.57	727.07	811.79	268.27	335.06
预付账款	93.70	65.77	188.56	68.59	211.41
存货	2,093.81	2,271.93	1,694.62	3,113.11	2,027.64
其他	818.03	905.59	751.44	1,132.52	1,029.62
<b>流动资产合计</b>	<b>4,164.58</b>	<b>4,786.85</b>	<b>4,954.10</b>	<b>6,304.99</b>	<b>5,540.65</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	781.46	874.78	868.65	878.01	883.66
在建工程	93.58	26.70	52.02	79.21	77.53
无形资产	149.59	164.62	160.27	155.92	151.57
其他	43.80	148.10	140.92	137.97	140.93
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,068.44</b>	<b>1,214.20</b>	<b>1,221.87</b>	<b>1,251.12</b>	<b>1,253.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,233.02</b>	<b>6,001.05</b>	<b>6,175.96</b>	<b>7,556.10</b>	<b>6,794.34</b>
短期借款	1,640.87	1,913.52	2,678.81	3,096.90	2,601.87
应付账款	155.89	197.99	145.72	257.15	207.28
其他	475.00	1,178.31	439.96	927.60	643.58
<b>流动负债合计</b>	<b>2,271.77</b>	<b>3,289.82</b>	<b>3,264.48</b>	<b>4,281.65</b>	<b>3,452.73</b>
长期借款	650.00	150.00	195.89	281.66	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	257.19	297.57	267.83	274.20	279.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>907.19</b>	<b>447.57</b>	<b>463.71</b>	<b>555.85</b>	<b>279.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,178.96</b>	<b>3,737.39</b>	<b>3,728.19</b>	<b>4,837.50</b>	<b>3,732.59</b>
少数股东权益	108.84	188.04	223.81	271.16	328.57
股本	260.98	339.27	339.27	339.27	339.27
资本公积	1,167.42	1,089.13	1,089.13	1,089.13	1,089.13
留存收益	1,680.79	1,723.10	1,884.68	2,108.17	2,393.90
其他	(1,163.97)	(1,075.88)	(1,089.13)	(1,089.13)	(1,089.13)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,054.06</b>	<b>2,263.66</b>	<b>2,447.77</b>	<b>2,718.60</b>	<b>3,061.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,233.02</b>	<b>6,001.05</b>	<b>6,175.96</b>	<b>7,556.10</b>	<b>6,794.34</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	130.81	184.74	203.72	269.59	326.90
折旧摊销	58.71	70.72	45.16	47.80	50.38
财务费用	74.60	122.50	89.17	103.52	110.76
投资损失	(0.01)	(9.12)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,053.28)	(36.89)	145.24	(600.94)	550.94
其它	(153.81)	(14.18)	38.46	46.00	58.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>(942.98)</b>	<b>317.77</b>	<b>511.75</b>	<b>(144.04)</b>	<b>1,087.06</b>
资本支出	75.43	156.12	89.74	73.63	44.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(120.73)	(333.69)	(139.74)	(143.63)	(84.33)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(45.30)</b>	<b>(177.56)</b>	<b>(50.00)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(40.00)</b>
债权融资	2,290.87	2,713.52	3,091.36	3,667.45	2,987.05
股权融资	(63.60)	(117.24)	(93.72)	(92.43)	(99.98)
其他	(1,063.06)	(2,386.64)	(2,768.20)	(3,146.16)	(3,719.71)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,164.21</b>	<b>209.64</b>	<b>229.44</b>	<b>428.86</b>	<b>(832.64)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>175.93</b>	<b>349.85</b>	<b>691.19</b>	<b>214.82</b>	<b>214.42</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>15,441.64</b>	<b>17,074.04</b>	<b>18,846.03</b>	<b>21,531.30</b>	<b>24,211.60</b>
营业成本	15,024.15	16,480.45	18,235.33	20,793.77	23,339.66
营业税金及附加	12.88	19.06	22.62	27.99	31.48
营业费用	51.80	61.60	71.61	86.13	101.69
管理费用	154.20	106.00	152.60	154.01	184.61
财务费用	81.80	139.58	89.17	103.52	110.76
资产减值损失	0.84	22.46	15.72	13.00	17.06
公允价值变动收益	(42.74)	9.45	2.68	(1.34)	0.67
投资净收益	40.56	1.65	10.00	10.00	10.00
其他	(30.30)	30.38	(25.37)	(17.32)	(21.34)
<b>营业利润</b>	<b>148.45</b>	<b>203.41</b>	<b>271.68</b>	<b>361.55</b>	<b>437.03</b>
营业外收入	6.98	7.55	7.27	7.41	7.34
营业外支出	0.17	0.34	0.25	0.30	0.28
<b>利润总额</b>	<b>155.26</b>	<b>210.62</b>	<b>278.69</b>	<b>368.67</b>	<b>444.09</b>
所得税	24.45	25.88	39.19	51.73	59.78
<b>净利润</b>	<b>130.81</b>	<b>184.74</b>	<b>239.50</b>	<b>316.94</b>	<b>384.32</b>
少数股东损益	11.48	27.60	35.78	47.35	57.41
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119.33</b>	<b>157.14</b>	<b>203.72</b>	<b>269.59</b>	<b>326.90</b>
每股收益(元)	0.27	0.36	0.47	0.79	0.96

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	43.33%	10.57%	10.38%	14.25%	12.45%
营业利润	254.05%	37.02%	33.56%	33.08%	20.88%
归属于母公司净利润	43.73%	31.69%	29.64%	32.33%	21.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	2.70%	3.48%	3.24%	3.43%	3.60%
净利率	0.77%	0.92%	1.08%	1.25%	1.35%
ROE	6.13%	7.57%	9.16%	11.02%	11.96%
ROIC	7.63%	7.79%	7.57%	10.06%	10.28%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.75%	62.28%	60.37%	64.02%	54.94%
净负债率	13.71%	19.82%	8.47%	-32.03%	-18.04%
流动比率	1.83	1.46	1.52	1.47	1.60
速动比率	0.91	0.76	1.00	0.75	1.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	26.65	23.61	24.49	39.87	80.26
存货周转率	9.73	7.82	9.50	8.96	9.42
总资产周转率	3.56	3.04	3.10	3.14	3.37
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.36	0.47	0.79	0.96
每股经营现金流	-2.15	0.73	1.17	-0.33	2.48
每股净资产	4.44	4.74	6.56	7.21	8.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	62.21	47.24	36.44	21.34	17.60
市净率	3.82	3.58	2.59	2.35	2.11
EV/EBITDA	30.35	12.42	18.49	15.44	11.83
EV/EBIT	39.39	14.61	20.80	17.02	12.92

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