

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

受益于贵金属新材料需求增加, 业绩维持高增长

——贵研铂业(600459)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2020-01-20)

收盘价(元)	16.46
一年内最高/最低(元)	24.28/13.25
沪深300指数	4154.85
市净率(倍)	3.34
流通市值(亿元)	69.25

发布日期: 2020年01月20日

基础数据(2019-9-30)

每股净资产(元)	7.19
每股经营现金流(元)	-1.26
毛利率(%)	3.07
净资产收益率-摊薄(%)	5.03
资产负债率(%)	52.59
总股本/流通股(万股)	43770.8/43770.8
B股/H股(万股)	0/0

事件: 近日, 国际钯金价格突破 2500 美元/盎司, 市场对铂族金属需求前景看好。

投资要点:

- **公司是国内唯一在贵金属材料领域拥有系列核心技术和完整创新体系、集产学研为一体的上市公司。**公司主要拥有三大业务板块: (1) 贵金属新材料制造板块, 包含贵金属功能材料、前驱体材料、汽车催化剂、贵金属电工合金、电真空焊料、镍铂靶材、银复合材料、火花塞材料、键合复合丝、钎焊工业催化剂、水花金等; (2) 贵金属资源循环利用板块, 包含综合回收利用汽车尾气净化、石油化工等催化剂中的金、银、铂、钯、铑、铱、钌等贵金属; (3) 贵金属商务贸易板块, 主要是铂族金属、白银贸易。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、贵金属资源循环利用及贵金属商务贸易, 生产各类产品涵盖 390 多个品种、4000 余种规格, 产品广泛应用于汽车、电子信息、国防工业、新能源、石油、化学化工、生物医药、建材、环境保护等行业。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

- **公司业绩维持较高增长。**最近 3 年公司净利润都维持约 30% 的增速。2018 年公司实现营业收入 170.74 亿元, 同比增长 10.57%; 实现归属母公司股东净利润 1.57 亿元, 同比增长 31.69%; 实现扣非后归属母公司股东净利润 1.25 亿元, 同比增长 36.29%; 实现每股收益 0.46 元。2019 年前三季度, 公司实现营业收入 167.18 亿元, 同比增长 25.43%; 实现归属母公司股东净利润 1.58 亿元, 同比增长 29.61%; 实现扣非后归属母公司股东净利润 1.45 亿元, 同比增长 32.55%。公司净利润的增长主要得益于营收的增长、成本和费用的有效控制。

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

- **公司重点项目进展顺利。**“贵金属催化前驱体材料产业化项目”的建设工作按计划推进, 钎焊催化剂完成了 1 吨/年生产线建设, 实现了批量生产, 多品种、小批量研发能力项目研发设备安装调试完成。该项目全部达产后有望实现年产贵金属前驱体材料系列产品 299 吨, 实现税前销售收入 26.82 亿元。公司完成上海中希并购, 并实现并表, 上海中希是国内电接触材料行业的领先企业, 已配套服务于西门子、施耐德等国内外知名企业, 公司通过并购使双方在产品与市场等方面形成价值协同及优势互补效应, 有效推进贵金属产业链的延伸和产业布局的进一步优化。

- **新汽车排放标准提升对铂族金属的需求。**欧洲、美国、中国等国汽车环保标准趋严, 尾气催化剂需求提升, 对贵金属铂、钯的需求有望增加。按照我国环境保护部规划, 国六标准实施原本分两个阶段实施, 第一阶

段为 2020 年 7 月普及国六 A 标准；第二阶段则是 2023 年普及国六 B 标准。目前上海、天津等城市在 2019 年 7 月 1 日都跳过作为过渡的国六 a，直接一步到位执行国六 b。由于国六 b 标准较欧美标准更为严格，尾气排放装置需求提升，汽车催化剂作为净化效果的关键，对铂族金属需求量将显著增加。此外，虽然 2019 年中国汽车销量出现下滑，但是 2019 年下半年降幅逐渐收窄，预计 2020 年汽车产销量可能企稳。汽车净化催化剂的整体需求依然向上。

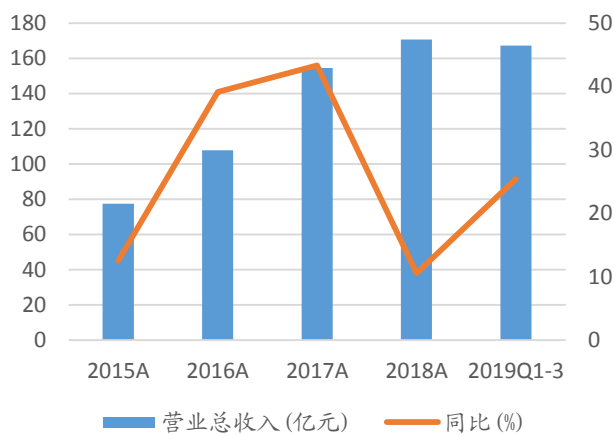
- **氢能汽车发展或使铂金需求量大幅增加。**国家高度重视氢能产业发展，燃料电池技术被列入《“十三五”战略性新兴产业发展规划》、《中国制造 2025》等发展计划；2019 年政府工作报告首次提出，推动充电加氢等设施建设。《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》则进一步描绘出我国氢能产业的发展路线图：到 2020 年，中国燃料电池车辆将达到 10,000 辆、加氢站数量达到 100 座，行业总产值达到 3,000 亿元；到 2030 年，燃料电池车辆保有量 200 万辆，加氢站数量达到 1,000 座，行业产值将突破 10,000 亿元。以氢能为核心的燃料电池产业将来有可能在发电、储能和交通等领域发挥关键作用，对铂金有潜在的巨大需求，其中氢燃料电池汽车中铂金的使用量是燃油车的 5-10 倍。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.52 元、0.66 元和 0.76 元，按 1 月 20 日收盘价 16.46 元计算，2020-2021 年对应的 PE 分别是 26.2 倍、15.2 倍。考虑公司是国内领先贵金属新材料供应商，技术水平处于国内领先水平，随着环保要求提高和氢能的发展，公司具备一定竞争优势，或将受益于钌、铂等贵金属材料需求的增加，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）经济下行导致汽车销量下降；（2）氢能汽车发展不及预期；（3）公司项目进展不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,442	17,074	21,459	24,746	29,099
增长比率(%)	43.3	10.6	25.7	15.3	17.6
净利润(百万元)	119	157	228	287	331
增长比率(%)	43.7	31.7	44.8	26.2	15.2
每股收益(元)	0.27	0.36	0.52	0.66	0.76
市盈率(倍)	58.0	44.1	30.4	24.1	20.9

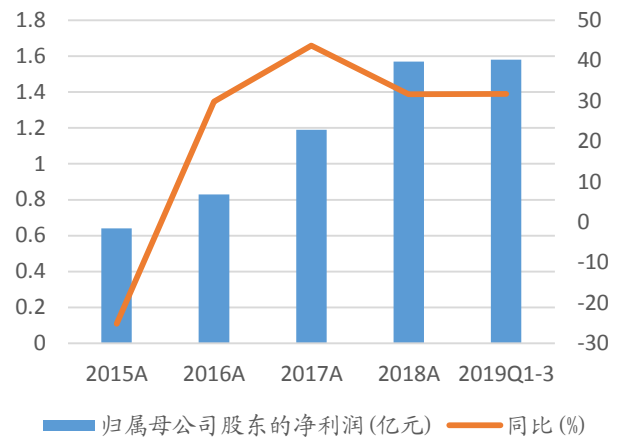
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



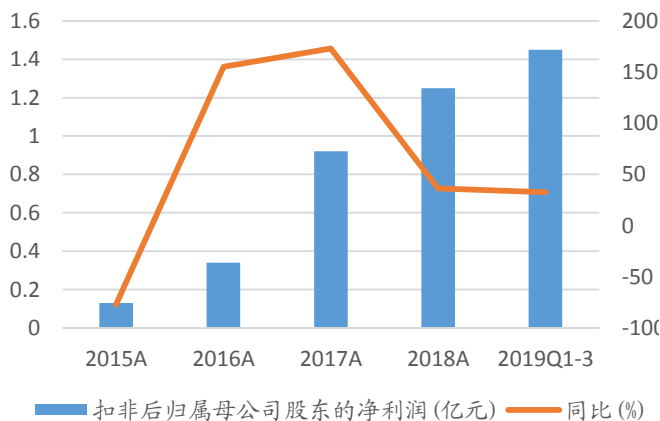
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



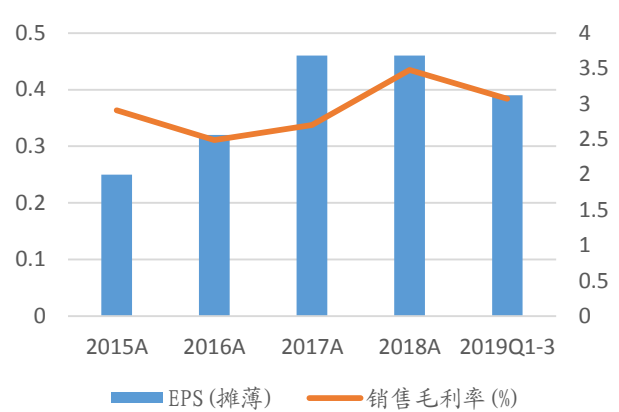
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司扣非后归属母公司股东净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司全面摊薄 EPS (元) 及销售毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 2018 年公司产量、销量和库存量以及同比增速

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量同比 (%)	销售量同比 (%)	库存量同比 (%)
贵金属特种功能材料 (千克)	493,002.81	480,359.01	14,549.33	187.18	179.58	663.53
贵金属信息功能材料 (千克)	46,816.54	46,589.29	763.08	25.47	23.23	42.41
贵金属前驱体材料 (千克)	56,456.04	55,851.49	618.86	0.09	-1.02	4,224.67
贵金属工业催化剂材料 (千克)	64,609.79	64,609.79		142.93	142.93	
机动车催化净化器 (万件)	397.25	387.33	66.34	38.83	20.68	17.60
贵金属再生资源材料 (千克)	1,338,400.99	1,326,827.20	16,395.49	69.71	68.67	240.04
贵金属贸易 (千克)		1,685,185.85	36,837.45		35.01	6.45

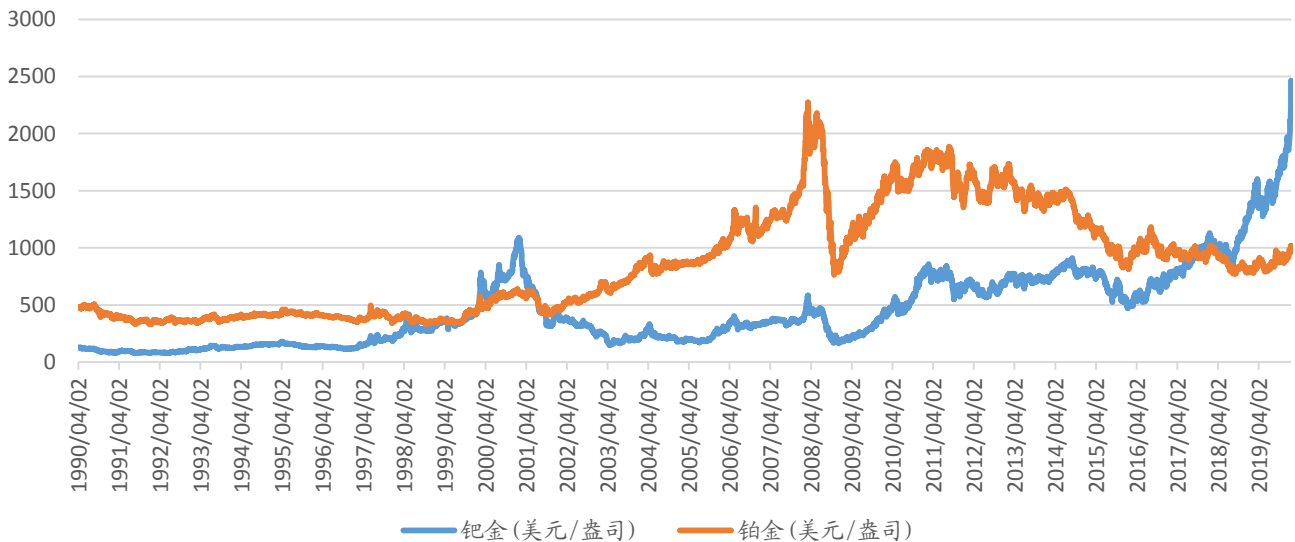
资料来源: 公司年报, 中原证券

表 2: 全球主要国家碳排放政策及汽车领域排放标准施行时间

国家	2018 年碳排放(亿吨)	排放标准要求	汽车领域排放标准实施
欧洲	35.00	参考 2021 年可达到的标准, 2030 年二氧化碳排放量减少 37.5%	2015 年起实施欧 VI, 2018 年 9 月再提出汽车和货车的二氧化碳排放量分别比 2021 年减少 37.5% 和 31%
美国	54.00	2020 年温室气体排放较 2005 年下降 26-28%	2012 年 1 月正式确定清行汽车 LEV III, 有效期为 2015-2025 年; EPA Tier 3 将分阶段实施
中国	100.00	2020 年碳排放强度比 2005 年下降 40%-45%, 承诺 2030 年左右二氧化碳排放达到峰值	2019.7.1 部分地区率先进入国六; 2020.7.1 全国实施国六 a, 2023.7.1 全国实施国六 b
日本	12.94	计划到 2030 年将碳排放量较 2013 年的水平下降 26% 至 10.42 亿吨	2006.4.1 施行《关于特定特殊机动车尾气规制的律》, 201 年 5 月修订《汽车 Nox.PM 法》

资料来源: 互联网资料整理, 中原证券

图 5: 伦敦钯金和铂金现货价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4165	4787	10124	10637	13633
现金	439	816	4566	5265	6191
应收票据及应收账款	1268	1501	1979	2034	2685
其他应收款	116	30	154	58	191
预付账款	94	66	135	96	175
存货	2094	2272	3190	3082	4290
其他流动资产	154	101	101	101	101
非流动资产	1068	1214	1511	1687	1900
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	781	875	1097	1244	1433
无形资产	150	165	186	194	199
其他非流动资产	137	175	227	249	269
资产总计	5233	6001	11636	12325	15534
流动负债	2272	3290	8626	9061	11965
短期借款	1641	1914	7806	8112	10889
应付票据及应付账款	141	140	211	192	282
其他流动负债	490	1236	609	757	794
非流动负债	907	448	455	443	436
长期借款	650	150	158	145	138
其他非流动负债	257	298	298	298	298
负债合计	3179	3737	9082	9504	12401
少数股东权益	109	188	213	247	288
股本	261	339	438	438	438
资本公积	1167	1089	1089	1089	1089
留存收益	513	634	804	1018	1263
归属母公司股东权益	1945	2076	2341	2574	2845
负债和股东权益	5233	6001	11636	12325	15534

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-943	318	-1023	1019	-1100
净利润	131	185	253	321	372
折旧摊销	59	71	63	78	93
财务费用	82	140	212	329	398
投资损失	-41	-2	-16	-18	-19
营运资金变动	-1213	-72	-1534	309	-1953
其他经营现金流	39	-3	-0	0	8
投资活动现金流	-45	-178	-344	-237	-296
资本支出	63	82	297	176	213
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	18	-96	-47	-61	-83
筹资活动现金流	1164	210	-777	-388	-455
短期借款	755	273	0	0	0
长期借款	600	-500	8	-12	-7
普通股增加	0	78	98	0	0
资本公积增加	0	-78	0	0	0
其他筹资现金流	-191	437	-884	-376	-448
现金净增加额	175	352	-2144	394	-1851

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15442	17074	21459	24746	29099
营业成本	15024	16480	20620	23677	27827
营业税金及附加	13	19	18	23	27
营业费用	52	62	84	91	106
管理费用	154	106	259	261	282
研发费用	0	85	27	38	56
财务费用	82	140	212	329	398
资产减值损失	1	22	0	0	0
其他收益	35	32	0	0	0
公允价值变动收益	-43	9	0	-0	-8
投资净收益	41	2	16	18	19
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	148	203	256	345	413
营业外收入	7	8	43	31	22
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	155	211	299	375	435
所得税	24	26	46	54	63
净利润	131	185	253	321	372
少数股东损益	11	28	25	33	41
归属母公司净利润	119	157	228	287	331
EBITDA	343	383	581	793	937
EPS (元)	0.27	0.36	0.52	0.66	0.76

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	43.3	10.6	25.7	15.3	17.6
营业利润 (%)	254.1	37.0	26.0	34.4	19.9
归属母公司净利润 (%)	43.7	31.7	44.8	26.2	15.2
获利能力					
毛利率 (%)	2.7	3.5	3.9	4.3	4.4
净利率 (%)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.1
ROE (%)	6.4	8.2	10.3	11.8	12.3
ROIC	5.4	5.4	4.2	5.5	5.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.7	62.3	78.1	77.1	79.8
净负债比率 (%)	98.1	96.4	151.6	122.1	170.6
流动比率	1.8	1.5	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	3.6	3.0	2.4	2.1	2.1
应收账款周转率	15.2	12.3	12.3	12.3	12.3
应付账款周转率	133.5	117.4	117.4	117.4	117.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.36	0.52	0.66	0.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.35	0.54	-2.34	2.33	-2.51
每股净资产 (最新摊薄)	4.44	4.74	5.12	5.66	6.27
估值比率					
P/E	58.0	44.1	30.4	24.1	20.9
P/B	3.6	3.3	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	26.4	24.3	18.7	13.2	13.2

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。