

业务快速发展 关注二次资源回收

——贵研铂业（600459）调研快报

2010年7月2日

推荐/首次

有色金属

调研快报

林阳	有色金属行业分析师
	010-6650 7321 执业证书编号：S1480208070051

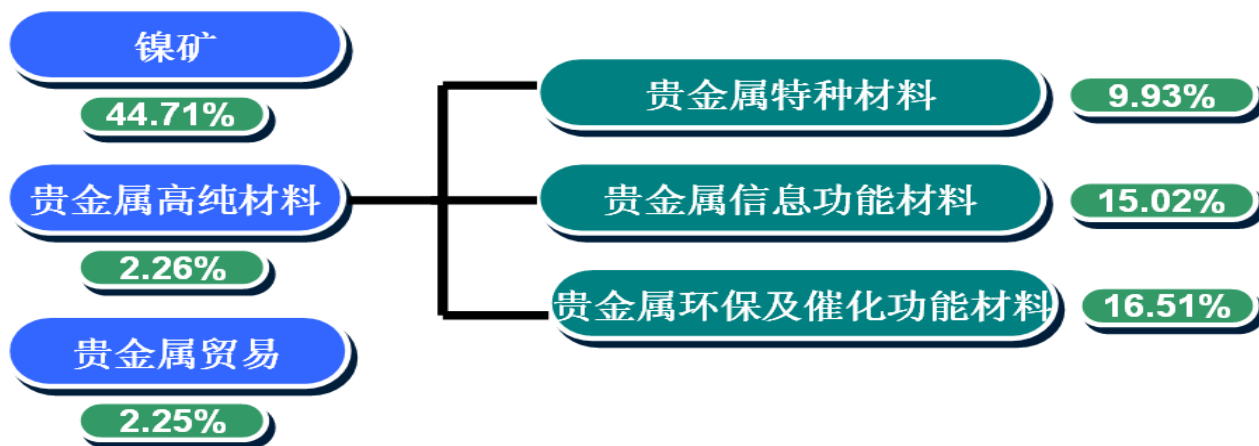
事件：

我们近日调研了贵研铂业，与公司管理层进行了深入交流，对公司未来发展情况有了进一步了解。

公司重新定位于贵金属加工行业

公司将元江镍矿大部分股权转让给集团，目前只持有元江镍矿 28%的股权，未来将专注于贵金属加工行业。元江镍矿盈利情况受到镍价影响较大，对公司整体业绩影响较大，将镍矿转让给母公司后，公司贵金属加工业务的盈利将会比较稳定，公司未来业绩将会稳定增长。

图 1：公司主要业务及毛利率示意图（2009 年数据）



资料来源：公司 2009 年报，东兴证券

高纯材料毛利率较低，主要是赚取加工费形式，公司没有上游贵金属矿产资源，一般通过外购原材料加上一定加工费模式进行生产，定价策略为下单日定价，承担了原材料价格上涨的风险，公司财务显示，回款周期一般 2-6 个月，原材料占款比例较大，一般年底催缴货款的力度较大，应收账款会有较大缩减，整体看，公司高纯材料定位于下游贵金属加工的原材料，毛利率相对较低，且容易受到市场价格波动影响。

贵金属特种材料包括一些涉及贵金属材料的军用或民用的材料，如一些焊锡料、管棒材等，一般订货量较小，只针对某些领域使用，但毛利率很高，其中军品占了较大份额，在这方面，公司承担了一部分国家军工生产的社会职能，未来仍将保持稳定增长。

贵金属信息功能材料包括与电子信息产业相关的贵金属材料产品，如电子浆料、电路板用材料、开关材料等 400 多种产品 3000 多个规格。随着信息产业的不断发展，公司在信息功能材料领域还将有进一步增长。

环保及催化剂材料是公司未来重点发展的领域。主要产品为工业、化工、医药等领域的催化剂产品，其中汽车尾气催化剂增长很快，目前与国内长安、奇瑞等公司已经建立了长期生产关系，与上海通用五菱的合作也即将展开，从长期来看，随着新能源汽车的推广，汽车尾气催化剂的市场将会逐步萎缩，对公司该领域中长期发展我们持谨慎态度，短期发展仍然看好。

二级资源回收短期难以产生实质性影响

公司缺乏上游资源，希望在二次资源回收领域有所开拓，建立了永兴贵研资源公司，永兴是全国最大的废旧金属回收地，公司计划利用当地的资源开展二次资源回收业务，目前仍旧处于对当地情况逐步熟悉和开拓阶段，目前主要业务是粗银贸易，公司在易门资源回收公司除了资源回收之外，还将建立资源回收加工业务，将从永兴和易门等地收购的废旧金属进行加工，技术将依托现有的贵金属高纯材料业务，目前易门项目正在规划当中，未来对公司上游资源的开拓将是公司一大看点，但短期来看，永兴公司距离全面展开业务还需较长时日，易门公司尚在规划当中，二次资源回收业务短期对公司业绩基本没有影响。此外，公司大股东表示，未来在海外如果能够收购到贵金属矿资源，也将会注入到上市公司，由于贵金属作为战略物资，贵金属资源丰富的南非、俄罗斯等国管制严格，未来收购的难度较大。

业绩预测及评级

从公司一季报情况来看，各项业务保持快速增长，收入保持高速增长，预计全年收入增长可达到 30%左右，利润出现大幅增长，主要原因除了收入大幅增长外，毛利率稳步提升，元江公司剥离后管理和财务费用将大幅下降提升公司利润水平。预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.79、0.90、1.35，鉴于公司回归主业并且估值较为便宜，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	1,093.48	1,416.90	29.58%	1,629.44	15.00%	1,873.85	15.00%
营业成本	972.45	1,246.87	28.22%	1,433.90	15.00%	1,648.99	15.00%
营业费用	11.37	12.04	5.92%	13.85	15.00%	15.93	15.00%
管理费用	67.58	35.42	-47.59%	40.74	15.00%	46.85	15.00%
财务费用	27.66	12.13	-56.16%	13.24	9.20%	13.45	1.55%
投资收益	(13.67)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	5.29	107.04	1921.98%	123.79	15.66%	144.14	16.44%
利润总额	17.92	121.04	575.26%	137.79	13.85%	158.14	14.77%
所得税	5.76	30.26	425.64%	34.45	13.85%	39.54	14.77%
净利润	12.17	90.78	646.05%	103.35	13.85%	118.61	14.77%
归属母公司所有者的净利润	9.12	87.78	862.00%	100.35	14.32%	115.61	15.21%
NOPLAT	22.37	89.37	299.49%	102.78	15.00%	118.19	15.00%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	155.62	198.37	27.47%	228.12	15.00%	262.34	15.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	79.85	100.93	26.39%	116.07	15.00%	133.48	15.00%
预付款项	36.71	74.11	101.91%	117.13	58.04%	166.60	42.24%
存货	195.89	239.13	22.07%	275.00	15.00%	316.24	15.00%
流动资产合计	615.99	803.86	30.50%	956.34	18.97%	1,131.69	18.34%
非流动资产	366.53	294.08	-19.76%	272.75	-7.25%	251.41	-7.82%
资产总计	982.52	1,097.94	11.75%	1,229.08	11.94%	1,383.10	12.53%
短期借款	73.72	116.47	57.99%	123.01	5.61%	133.98	8.92%
应付帐款	17.07	20.50	20.04%	23.57	15.00%	27.11	15.00%
预收款项	45.03	63.45	40.91%	84.63	33.39%	108.99	28.78%
流动负债合计	218.07	246.66	13.11%	278.99	13.11%	319.63	14.57%
非流动负债	162.19	170.57	5.16%	176.07	3.23%	182.40	3.59%
少数股东权益	25.98	28.98	11.55%	31.98	10.35%	34.98	9.38%
母公司股东权益	576.28	655.28	13.71%	745.59	13.78%	849.63	13.96%
净营运资本	397.92	557.19	40.03%	677.34	21.56%	812.06	19.89%
投入资本IC	677.36	719.36	6.20%	789.45	9.74%	873.25	10.62%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	12.17	90.78	646.05%	103.35	13.85%	118.61	14.77%
折旧摊销	38.55	0.00	N/A	21.34	N/A	21.34	0.00%
净营运资金增加	268.96	159.27	-40.78%	120.15	-24.56%	134.71	12.12%
经营活动产生现金流	(51.43)	7.02	N/A	40.99	484.25%	41.92	2.26%
投资活动产生现金流	13.36	46.08	244.94%	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(35.67)	(10.35)	N/A	(11.24)	N/A	(7.70)	N/A
现金净增（减）	(73.74)	42.75	N/A	29.75	-30.40%	34.22	15.00%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所投资品小组负责人，12年证券工作经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。