

破茧成蝶展翅飞

贵研铂业（600459）调研报告

推荐（维持）

目标价：30 元

2010 年 7 月 20 日

投资要点：

- ◇ **贵研铂业：具备技术和规模优势的贵金属新材料企业。** 金属材料被称为“现代工业的维他命”，应用前景明朗。贵研铂业主要产品涉及贵金属环保及催化功能材料、贵金属高纯材料、贵金属信息材料和贵金属特种功能材料四大类，以及贵金属物件的综合回收利用业务，属于国家产业政策重点支持的高科技特种功能材料企业。剥离镍业务后，公司专职从事贵金属材料的研究和生产业务，为公司做大做强金属材料清除障碍。
- ◇ **贵金属功能材料进入收获期。** 随着募投项目的投产，贵金属功能材料业务进入收获期。目前公司的贵金属功能材料加工能力约为150吨，2009年的销量为95吨，2010年计划100吨。
- ◇ **汽车尾气催化剂实现突破，后续空间依然很大。** 公司催化剂已经实现突破走上正轨，2009年催化材料贡献收入占比27.54%，毛利4971万元占比41%，成为公司最大收入和利润来源。在低碳经济背景下，随着营销和品牌推广，催化剂业务仍有很大的增长潜力。
- ◇ **贵金属二次资源利用前景广阔。** 贵金属二次资源利用基本完成布局，贵研资源（永兴）主要从事二次资源回收，贵研资源（易门）将建设贵金属二次资源利用产业化项目，设计规模为处理回收5吨左右贵金属。贵金属二次资源利用受政策支持，前景广阔。
- ◇ **受益于新兴产业扶持政策，给予推荐。** 预计2010-2012年每股收益分别为0.68元、0.85元、1.13元。贵金属功能材料属于高科技新材料领域，受益于新兴产业振兴政策支持。公司已经实现破茧成蝶，迈入稳定扩张时期，发展前景乐观，给予推荐评级，6个月目标价30元，建议持续关注。

刘卓平

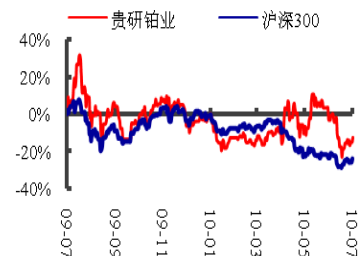
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 7 月 19 日

收盘价(元)	23.95
总股本(万股)	11,174
流通 A 股股本(万股)	11,174
12 月最高价(元)	37.60
12 月最低价(元)	20.90

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,093.48	1,448.85	1,673.43	1,989.20
同比%	-20.67	32.50	15.50	18.87
归属母公司净利润(百万元)	9.12	75.61	94.71	126.40
同比%	-110.68	728.70	25.26	33.46
毛利率%	11.07	10.57	11.50	12.65
ROE%	1.52	11.33	12.64	14.72
每股收益(元)	0.08	0.68	0.85	1.13
每股净资产(元)	5.16	5.98	6.71	7.69
市盈率(倍)	293.29	35.39	28.25	21.17
市净率(倍)	4.64	4.01	3.57	3.12

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

贵研铂业（600459）调研简报：
破茧成蝶

2010 年 7 月 12 日

目录

1. 贵金属功能材料：应用前景明朗	3
1.1 贵金属功能材料的概念、分类、用途	3
1.2 汽车、电子信息产业、节能减排带动贵金属功能材料快速发展	3
2. 贵研铂业：具备技术和规模优势的贵金属新材料企业	5
3. 贵金属功能材料进入收获期	6
4. 汽车尾气催化剂实现突破，后续发展空间依然很大	7
5. 贵金属二次资源利用项目发展前景广阔	8
6. 财务分析：剥离元江镍业之后盈利更趋稳健	8
6.1 剔除镍业务公司的盈利相对稳定	8
6.2 剥离镍业务后管理成本大幅下降	9
6.3 毛利率：催化材料仍有提升潜力，其他相对稳定	10
7. 盈利预测与投资建议	11
7.1 盈利预测	11
7.2 受益于新兴产业扶持政策，给予推荐	12

插图目录

图 1：我国汽车产量和保有量	4
图 2：贵研铂业股权和业务分布	5
图 3：公司近年来环保和催化材料的营收和盈利趋势	7
图 4：公司 2009 年收入构成	8
图 5：2009 年毛利构成	8
图 6：剔除镍业务后公司的营收和毛利稳定上升	9
图 7：剥离镍业务后公司管理成本大幅下降	10
图 8：各项业务毛利率变化趋势	10

表格目录

表 1：贵金属功能材料的分类、应用	3
表 2：贵研铂业 2009 年股本结构	5
表 3：公司各项贵金属功能材料产业化项目	6
表 4：公司利润预测表	11

1. 贵金属功能材料：应用前景明朗

1.1 贵金属功能材料的概念、分类、用途

贵金属功能材料是指具有某些明显声、电、光、磁、热、催化活性等物理特性和化学特性特征，能够满足不同应用环境和使用性能要求的贵金属加工材料及其合金材。包括以贵金属及其合金为原料，用多种物理和化学方法制备的贵金属特种功能材料、贵金属环境及催化功能材料、贵金属信息功能材料等。贵金属功能材料中的贵金属一般指铂族元素如铂（Pt）、钯（Pd）、铑（Rh）、铱（Ir）、锇（Os）、钌（Ru）。

贵金属材料的研发和应用起步晚，在 19 世纪中叶才得以扩大应用。进入 20 世纪，贵金属材料开始以少、小、精为特征的工业应用逐步扩大到石油、玻璃、电子电气、航空航天等越来越多的领域，使其成为“现代工业的维他命”，英美等国家将其作为战略物资加以储备，并称其为“第一高技术金属”。我国从 20 世纪 60 年代开始对贵金属材料进行系统研究和应用，目前基本形成了一定规模的贵金属功能材料，形成 300 余种产品、4000 多个规格的生产规模，产品技术基本能够满足国防工业和国民经济主要领域对贵金属材料的需求。

从贵金属的应用看，金属材料广泛应用于航空航天、国防军工、电子电气、能源化工、石油冶炼、汽车、玻璃玻纤及环境保护和治理等现代工业领域，并在作为知识经济三大构成部分——电子信息技术、新能源技术、环境技术方面发挥着不可替代的作用。可以说，贵金属材料的使用量已经成为衡量一个国家工业和科技发展水平以及经济发达程度的重要标志之一。其中：汽车等燃料机尾气净化催化剂、化学工业和石油工业催化剂、电器工业和信息产业功能材料是铂族金属材料的主要应用领域。

表 1：贵金属功能材料的分类、应用

类别	性能及用途	应用领域
贵金属环境及催化功能材料	包括贵金属环境功能材料和催化功能材料，前者包括汽车等内燃机尾气净化剂、工业废水净化剂、有毒有害气体传感器、可燃气体传感器等。后者包括各种贵金属均相催化剂、非均相催化剂、贵金属合金型催化剂等。贵金属催化功能材料占迄今采用的催化剂材料的 50% 以上。	汽车等内燃机尾气净化、石油冶炼和化工催化剂、工业废水废弃净化剂等。
贵金属信息功能材料	各类贵金属浆料（如导体浆料、电阻浆料、介质浆料、焊接浆料）等、贵金属薄膜和涂层、贵金属焊接引线以及特种贵金属粉末是构成大规模和超大规模集成电路和各种元器件的关键基础原料。此外，还有信息工业形状记忆合金等材料。	航空航天、电子信息产业
贵金属特殊功能材料	包括贵金属电接触材料、贵金属复合材料、电子材料、磁性材料、高温耐热材料、焊料、气体净化材料、身体植入材料和牙科材料等，具备特定的功能。	国防军工、航空航天、生物技术、等多种高科技领域。

资料来源：东莞证券研究所、贵研铂业

1.2 汽车、电子信息产业、节能减排带动贵金属功能材料快速发展

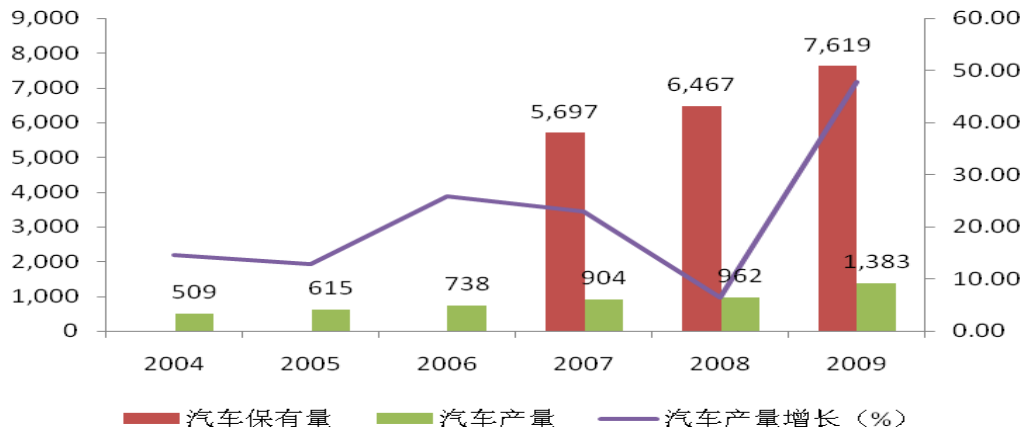
随着我国汽车、石油化工及精细化工产业的高速发展，对铂族金属的使用量不断上升。从 1992 年至 2006 年 15 年间，全球贵金属材料用铂量从 110 吨增加到 188 吨，增长 71%；用钯量从 121 吨增加到 215 吨，增长 75%。中国现已成为世界贵金属使用大国，自 2000 年以来，铂族金属年消耗量达 60 多吨。

汽车方面，过去 5 年我国汽车产量保持了 22.15% 的复合增长速度，由 2004 年的 509 万辆上升至 2009 年的 1382.67 万辆，成为全球最大汽车生产国；2009 年全国汽车保有量达到了 7619.3 万辆。我国的汽车工业未来 5 年内仍能保持快速发展态势。人均汽车拥有量不断提高，汽车尾气排放对城市环境的压力越来越大。汽车减排有 2 条途径：一是要大力发展新能源汽车，从源头上控制汽车排放量；二是加大对汽车尾气的催化净化，减少尾气排放量。

按照平均每辆车 1.5 升催化剂的消耗量计算，2009 年我国汽车尾气催化剂的需求量就高达 2075 万升。预计 2010 年我国汽车产量将达到 1600 万辆，对应催化剂需求量将在 2400 万升以上。而且，目前我国的催化剂只在新车中使用，而欧美国家对保有汽车的催化剂要求到一定条件必须更换，一般是 6—8 万公里里程就要更换催化剂，这对催化剂的需求增量是有保障的。

汽车尾气净化催化对贵金属材料的需求占比达 50% 以上，汽车工业的发展将推动贵金属催化功能材料需求量有爆发性增长。

图 1：我国汽车产量和保有量



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

在电子信息方面，信息技术是 21 世纪知识经济的三大特征之一，我国在家用电器、计算机配件、电气元器件等电子信息产品已经为据世界前列，中国承接国际产业转移中全球市场份额大幅上升，对贵金属信息功能材料有较大的需求。而且，中国在推动三网融合过程中将加大对高端电子设备的投入，对电子信息功能材料的需求有很大的空间。

在节能减排方面，全球进入低碳经济，节能减排已经全球共识，中国政府在哥本哈根会议上承诺到 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放量比 2005 年下降 40%—45%，同时非石油能源占比达到 15%。美国也承诺 2020 年温室气体排放量比 2005 年减少 17%，2025 年减排 30%，2050 年减少 83%。其他国家也都在实行减排计划。在这个大背景下，汽车尾气、工业废水废气的净化催化装置的需求市场十分巨大。目前的净化催化剂主要有贵金属净化催化剂和稀土净化催化剂，前者的催化技术已经十分成熟，市场份额在 60% 以上，目

前在很多领域上不具备替代；后者是新兴的催化剂，成本较低，目前主要在汽车尾气净化和工业废气净化中应用很广。

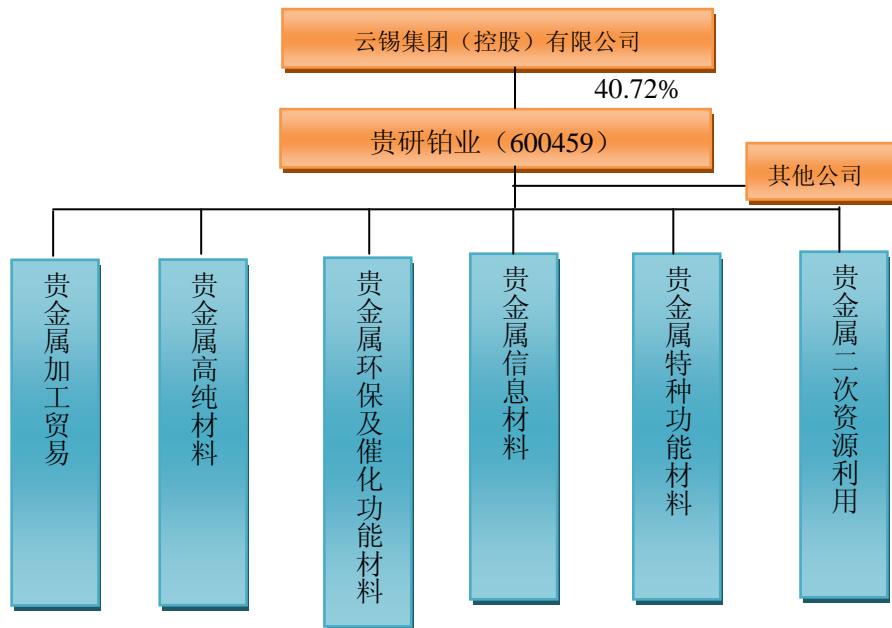
2. 贵研铂业：具备技术和规模优势的贵金属新材料企业

贵研铂业是由国内唯一从事贵金属多学科领域研究开发的昆明贵金属研究所发起设立，2003 年在上交所上市。2005 年昆明贵金属研究将全部股权无偿划转到云南锡业集团（控股）有限责任公司，公司控股股东变为云锡集团（控股）有限公司。

贵研铂业是国内唯一从事贵金属系列功能材料研究、开发和生产的上市公司，主要产品涉及贵金属环保及催化功能材料、贵金属高纯材料、贵金属信息材料和贵金属特种功能材料四大类，以及贵金属物件的综合回收利用业务，属于国家产业政策重点支持的高科技特种功能材料行业，产品用户涵盖电子信息、航空航天、军工设备、汽车、船舶等。目前综合生产规模为 150 吨左右的贵金属加工材料、300 万升的环保及催化剂生产能力。2009 年贵金属销量 95 万吨，汽车尾气催化剂约 100 万升。

公司在 2009 年底剥离了镍业务，将 70% 的元江镍业公司转让给云锡集团（控股）有限公司，从而专职从事贵金属材料的研究和生产业务，为公司做大做强贵金属材料清除障碍。公司原有的控股股东、现在的关联企业昆明贵金属研究所是中国唯一专门从事贵金属多学科领域研究开发的综合性科研院所，是我国贵金属领域内国家任务的主要承担者，承担或主要参加的科研项目占国家贵金属领域科研项目的 80% 以上，贵研所拥有大量的技术储备，被誉为中国的“铂族摇篮”，2005 年贵研所并入云锡集团，贵研铂业的控股股东变为云锡集团（控股）有限公司。

图 2：贵研铂业股权和业务分布



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

表 2：贵研铂业 2009 年股本结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
------	---------	---------

1	云南锡业集团(控股)有限责任公司	45,500,000	40.72
2	云南铜业(集团)有限公司	2,176,395	1.95
3	红塔创新投资股份有限公司	1,060,000	0.95
4	中国有色金属工业技术开发交流中心	450,000	0.4
5	杨友法	443,573	0.4
6	汪海燕	390,000	0.35
7	蔡军民	376,300	0.34
8	李敏	300,000	0.27
9	张卫民	290,000	0.26
10	姜慧娟	278,850	0.25
	合 计	51,265,118	45.89

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

3. 贵金属功能材料进入收获期

公司在 2003 年 IPO 的各项募投项目也都先后投产见效，贵金属功能材料业务进入收获期。目前公司的贵金属功能材料加工能力约为 150 吨，2009 年的销量为 95 吨，2010 年计划 100 吨。

汽车尾气净化三效稀土催化剂产业化项目是募投项目中的重点项目，设计生产规模为 300 万升汽车尾气催化剂。2009 年销量约为 100 万升，贡献毛利 3281.36 万元，是盈利最好的业务。预计 2010 年销量在 120 万升左右。

高性能电子电气用贵金属精密复合材料产业化项目生产能力为 55 吨，主要应用于电子电器、通讯、计算机，以及国防军工装备，2009 年贡献毛利 1499.68 万元。

真空电子器件及半导体器件专用贵金属钎料产业化项目生产能力为 45 吨，主要应用于微电子工业和航空航天、国防建设专用材料，产品包括电真空器件及高科技用贵金属钎料、金基钎料、银基钎料、膏状钎料等。2009 年该业务为公司贡献毛利 993 万元。

信息产业用厚膜电子浆料产业化项目设计规模为 55 吨，主要产品为超微细贵金属粉末和厚膜微电子浆料，是电气元器件的基础材料，是现代信息、航空航天及国防等工业的关键必要材料，也是一种具有高科技含量的产品。2009 年贡献毛利 531.85 万元。

氢氧化用铂基合金及其催化网产业化项目设计能力为 900 公斤，主要产品铂合金催化网是硝酸工业生产中的关键催化材料，可提高硝酸、化肥等工业综合运行质量。2009 年贡献毛利 357.25 万元。

目前公司的贵金属功能材料加工主要为订单生产，近年来一直保持平稳。可以说，公司所生产的各类贵金属功能材料都具备十分乐观的需求前景，未来增长空间很大，公司将长期受益。

表 3：公司各项贵金属功能材料产业化项目

项目	设计产能	产生效益（万元）		
		2007 年	2008 年	2009 年
汽车尾气净化三效稀土催化剂产业化项目	300 万升	2321	2722	3281.36

高性能电子电气用贵金属精密复合材料产业化项目	55 吨	580	811	1499.68
真空电子器件及半导体器件专用贵金属钎料产业化项目	46 吨	1111	603	993.3
信息产业用厚膜电子浆料产业化项目	55 吨	373	168	531.85
氨氧化用铂基金属及其催化网产业化项目	900 公斤	0	0	357.25
合计	—	4385	4304	6663.44

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

4. 汽车尾气催化剂实现突破，后续发展空间依然很大

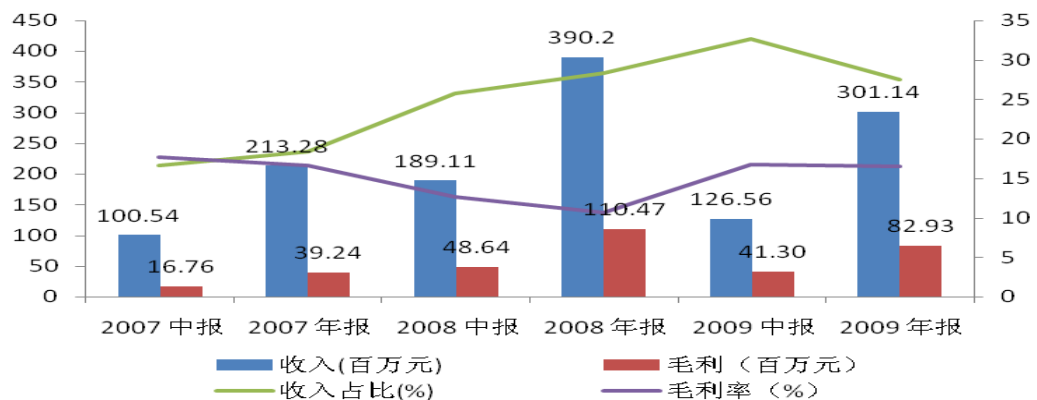
公司的环保和催化功能材料（主要为汽车尾气催化剂）已经实现突破走上正轨，2009 年催化材料贡献收入占比 27.54%，毛利 4971 万元占比 41%，成为公司最大收入和利润来源。

公司的催化剂业务主要分布在控股 76.96% 的昆明贵研催化剂有限责任公司，该公司具备 300 万升的汽车尾气催化剂，2009 年生产催化剂约 100 万升，仅次于威孚力达位居第二，国产品牌的市场占有率约为 13.5%。

我国的汽车尾气催化剂市场基本是两分天下，合资汽车市场基本由四大国外催化剂巨头垄断，国内催化剂受限制难以进入该市场；国产品牌汽车基本由国内催化剂厂商提供。如果以国产汽车品牌计算催化剂市场，2009 年我国国产汽车销量约为 492 万辆，占比为 33%，以 1.5 升/辆计算催化剂需求量为 740 万升左右。公司目前的主要客户是长安汽车、奇瑞、神龙、五菱等。

公司的催化剂业务依然处于高成长阶段。市场方面，虽然国内催化剂厂商难以进入合资汽车市场，但国产汽车的快速成长依然为国内催化剂提供了广阔的市场空间，随着国标 IV 的推广和对保有汽车催化剂更换的实行，催化剂市场容量将有爆发性增长。技术方面，公司的催化剂完全达到了欧标 III、国标 IV 的尾气净化催化技术指标，针对国标 V 的催化剂也处于研发阶段。产品方面，公司目前生产能力 300 万升，但实际产量 100 万升左右，产能利用率仅 33%，随着市场推广和品牌营销的深入，公司的催化剂仍有很大的开拓空间。

图 3：公司近年来环保和催化材料的营收和盈利趋势



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

5. 贵金属二次资源利用项目发展前景广阔

由于公司没有贵金属上游资源，各类贵金属功能材料所需贵金属均来自上海黄金交易所，价格参照交易所挂牌价格，因而公司的原料成本可控性不强。近年来，公司在贵金属二次资源利用方面加大了投入和市场开拓力度。2010年的工作重心之一就是“要做好贵金属二次资源利用，开创贵金属资源工作新局面”。

2009年11月底，公司与郴州永星有色金属冶炼公司合资成立贵研资源（永兴）公司，公司出资1020万元占51%。该公司主要从事贵金属的二次资源回收和贵金属贸易业务。郴州乃至湖南地区稀贵金属资源丰富，冶炼业务发达，公司在郴州布局贵金属二次资源回收大有可为。

2010年3月底，公司计划总投资约2亿元，以全资子公司贵研资源（易门）有限公司作为实施主体建设贵金属二次资源利用产业化项目，该项目建成后将形成年处理回收5吨左右贵金属的生产规模。

贵金属二次资源的收购渠道主要有三个：一是公司与下游客户签订协议，对已销售产品在报废后全面回收；二是利用永兴贵研资源公司这个平台对外收购铂族金属二次资源；三是利用贵研检测科技公司向外辐射的契机，收集二次资源物料信息，通过回收途径获取二次资源。

预计该项目将在2010年12月左右建成，2011年将展开贵金属二次资源的回收和提炼工作。国内对贵金属二次资源利用的运作较少，公司在这个项目上不存在技术障碍，盈利前景较为可观。该项目建成后将有利于公司完善产业链，掌控贵金属资源，不断增强公司核心竞争力，打造国际一流的贵金属新材料生产企业。

6. 财务分析：剥离元江镍业之后盈利更趋稳健

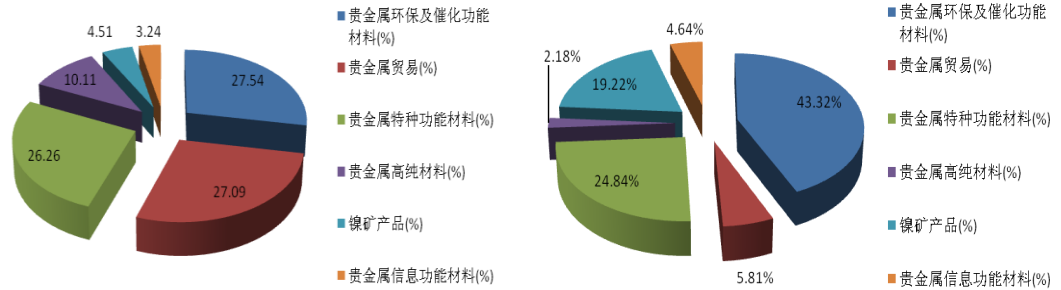
6.1 剔除镍业务公司的盈利相对稳定

公司在2009年12月底将元江镍业公司70%股权以9999.48万元的价格转让给大股东云锡控股，公司持股下降至28%，至此将镍业务剥离出去。元江镍业是2006年公司在股改时作为股改对价注入公司的。公司解释剥离元江镍业的原因有：一是元江镍业系红土镍矿，冶炼提取的技术尚未攻关成功；二是公司拥有的元江镍矿采矿权证仅有一小部分，难以维系持续开发。

从利润贡献看，公司的镍业务在2009年贡献收入占比仅有4.51%，但毛利率较高达到了44.71%，使镍业务贡献毛利2205万元占比约为19.22%。不过，我们看到元江镍业公司2009年1—5月的的管理费用高达1647万元，以此测算2009年的管理费用高达3500万元左右，冲抵后其实元江镍业仍是大幅亏损。

图 4：公司 2009 年收入构成

图 5：2009 年毛利构成

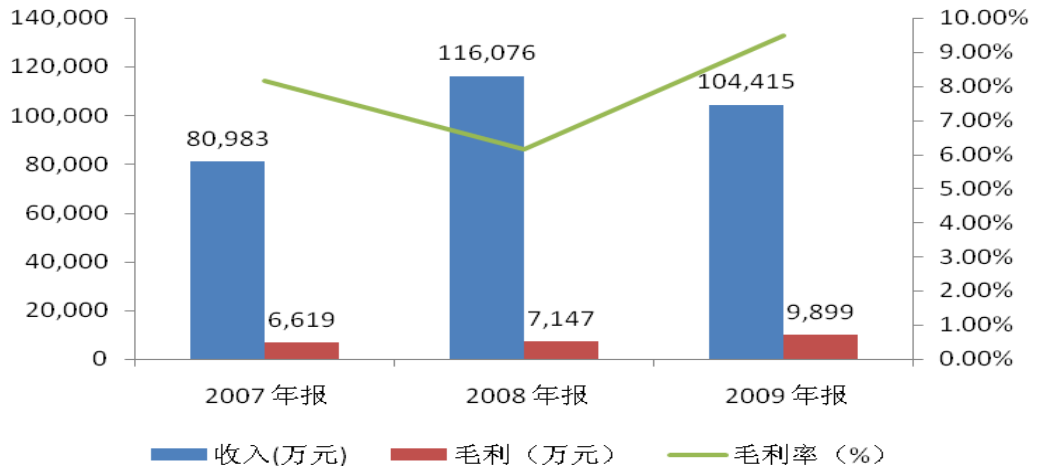


资料来源：东莞证券研究所、公司公告

资料来源：东莞证券研究所、公司公告

剔除镍业务，我们发现公司在 2007—2009 年里盈利反而保持稳定，营业收入分别为 8.1 亿元、11.61 亿元、10.44 亿元；毛利分别为 6619 万元、7146 万元、9899 万元，逐年提高。这说明了公司传统贵金属功能材料盈利相对稳定。

图 6：剔除镍业务后公司的营收和毛利稳定上升



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

6.2 剥离镍业务后管理成本大幅下降

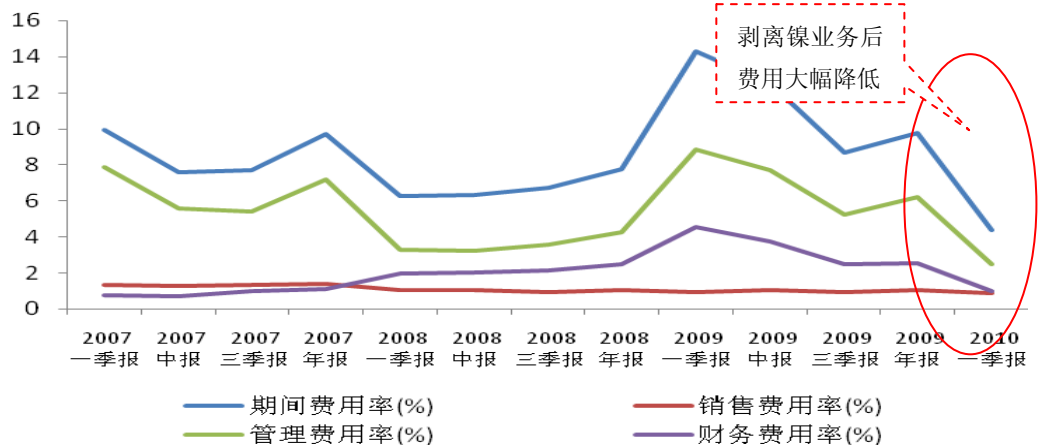
尽管公司在过去的 3 年里毛利率一直保持相对平稳，最差时期在 2008 年毛利率也有 7.8%，其他时期大多在 10% 以上。但公司的净利率却波幅很大，08 年为 -6.56%，09 年为 1.11%。

导致这种情况的主要原因是公司的管理成本居高不下。公司在 2007—2009 年的三项费用分别为 9.71%、7.77%、9.75%；其中管理费用率分别为 7.19%、4.27%、6.18%，远高于有色行业平均（2.66%、3.4%、3.85%）。

如此高的管理成本的主要原因是元江镍业公司的管理成本过高。元江镍业公司 2009 年 1—5 月的管理费用高达 1647 万元，以此测算 2009 年的管理费用高达 3500 万元左右，而当年收入仅 4933 万元，管理费用率高达 71%（由于元江镍业 2009 年上半年是停产检修，数据可参考意义不大）。如果以没有停产时的 2007 年销售收入计算，管理费用率也在 10% 左右，如此高的管理成本大量吞噬了企业利润。

剥离镍业务之后的 2010 年 1 季度，公司的管理成本大幅下滑，1 季度的三项费用率为 4.37%，比 2009 年大幅下降了 5.38 个百分点。管理费用率为 2.51%，比 2009 年大幅下降 3.67 个百分点。因此，我们可以判断公司剥离元江镍业资产后管理成本大幅下降，成本控制能力有显著提升。

图 7：剥离镍业务后公司管理成本大幅下降



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

6.3 毛利率：催化材料仍有提升潜力，其他相对稳定

分业务看，目前公司主要为四大业务：贵金属环保及催化功能材料、贵金属高纯材料、贵金属信息材料和贵金属特种功能材料。其中高纯材料和特殊功能材料主要是以收取加工费模式的加工。

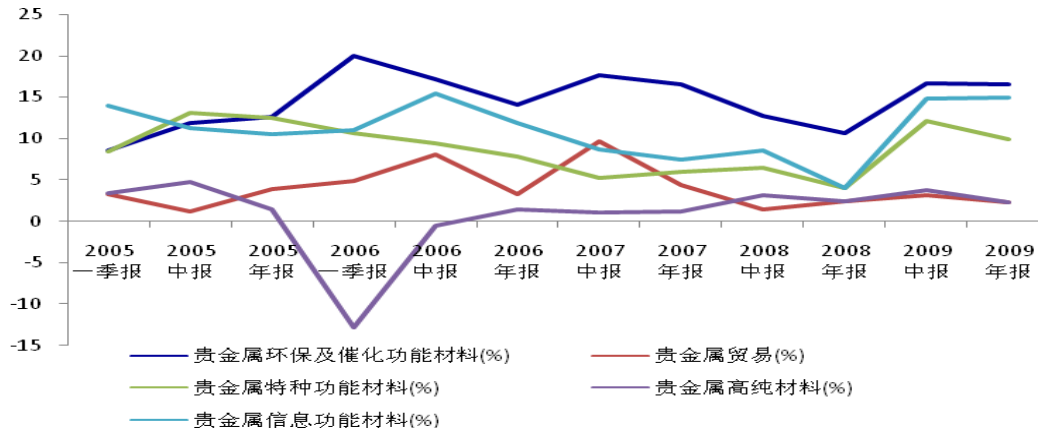
催化材料：主要为催化剂，2009 年销量约为 100 万升，产能利用率约 33%，毛利率为 16.51%。催化材料近年来增长很快，已经成为公司最大的收入来源和毛利来源。我们认为公司的催化材料仍有很大的挖掘潜力，随着催化剂需求的增长、市场推广和品牌营销的深入，公司的催化剂产销量仍有很大的提升空间，而产能利用率的提升将促进催化材料毛利率的提升。

特殊功能材料：主要是贵金属精密复合材料、贵金属钎料等，应用领域以电子电器、计算机、国防装备为主，这部分业务以收取加工费的经营模式。这部分业务为公司贡献的收入较大，占比为 26.23%，但毛利率较低，仅有 9.93%。这部分未来的主要看点在于订单增长带来利润的增长，毛利率相对平稳。

信息材料：主要为厚膜电子浆料、电子涂层材料等，以民用为主。这项业务收入较少，2009 年只有 3541 万元，占比 3.24%；但毛利率相对其他加工材料高，为 15.02%。公司的厚膜电子浆料生产能力有 55 吨，随着我国信息产业的快速发展，这部分业务仍有增长潜力。

其他业务：高纯材料主要是将贵金属提炼为纯度更高的材料，高纯材料是下游贵金属功能材料的原料，提炼的技术要求很高，但作为中间产品毛利率较低。贵金属贸易主要是来料加工类型，接收订单将贵金属加工成高纯贵金属后直接外销，也是收取加工费模式。这部分毛利率很低，近 2 年来不到 3%。

图 8：各项业务毛利率变化趋势



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

7. 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

公司的上游原料主要为贵金属，各类贵金属功能材料所需贵金属均来自上海黄金交易所，价格参照交易所挂牌价格，贵金属占据公司成本的 90%以上。由于贵金属功能材料在很多领域属于关键原料，需求比较稳定，在贵金属价格波幅不大的情况下可以转嫁成本，因此毛利率保持相对稳定。

预测公司 2010-2012 年营业收入分别为 14.49 亿元、16.73 亿元、19.89 亿元，净利润分别为 7561 万元、9471 万元、12640 万元，对应每股收益分别为 0.68 元、0.85 元、1.13 元。

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1093.48	1448.85	1673.43	1989.20
营业总成本	1074.51	1357.27	1555.68	1828.05
营业成本	972.45	1295.71	1480.98	1737.57
营业税金及附加	2.65	3.62	4.18	4.97
销售费用	11.37	14.78	17.57	20.89
管理费用	67.58	38.68	41.84	52.32
财务费用	27.66	4.48	11.11	12.30
资产减值损失	-7.20	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-13.67	2.00	2.00	2.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-13.67	2.00	2.00	2.00
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5.29	93.58	119.75	163.16
加 营业外收入	17.47	15.00	15.00	15.00
减 营业外支出	4.84	5.00	5.00	5.00
利润总额	17.92	103.58	129.75	173.16

减 所得税	5.76	15.54	19.46	25.97
净利润	12.17	88.04	110.28	147.18
减 少数股东损益	3.04	12.43	15.57	20.78
归属于母公司净利润	9.12	75.61	94.71	126.40
最新总股本(万股)	11173.50	11173.50	11173.50	11173.50
基本每股收益(元)	0.08	0.68	0.85	1.13
市盈率(倍)	293.29	35.39	28.25	21.17

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

7.2 受益于新兴产业扶持政策，给予推荐

公司汽车尾气催化剂已经实现突破，后续发展空间依然很大；其他贵金属功能材料业务进入收获期，将保持稳定增长；二次资源利用项目前景广阔，值得期待。而且，公司在剥离了元江镍业公司之后，管理成本大幅下降，成本控制能力明显提高。

当前股价对应 2010、2011 年市盈率为 34.8 倍、27.78 倍，在金属新材料中估值偏低。贵金属功能材料属于高科技新材料领域，受益于新兴产业振兴政策支持。

总之，公司已经实现破茧成蝶，迈入稳定扩张时期，发展前景乐观，给予推荐评级，6 个月目标价 30 元，对应 2011 年 35 倍市盈率，建议持续关注。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,093.48	1,448.85	1,673.43	1,989.20
营业成本	972.45	1,295.71	1,480.98	1,737.57
营业税金及附加	2.65	3.62	4.18	4.97
销售费用	11.37	14.78	17.57	20.89
管理费用	67.58	38.68	41.84	52.32
财务费用	27.66	4.48	11.11	12.30
资产减值损失	-7.20	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	-13.67	2.00	2.00	2.00
营业利润	5.29	93.58	119.75	163.16
利润总额	17.92	103.58	129.75	173.16
减 所得税	5.76	15.54	19.46	25.97
净利润	12.17	88.04	110.28	147.18
减 少数股东损益	3.04	12.43	15.57	20.78
归母公司净利润	9.12	75.61	94.71	126.40
资产负债表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	155.62	235.61	312.98	418.48
应收账款	79.85	86.93	100.41	119.35
预付账款	36.71	64.79	74.05	86.88
存货	195.89	217.33	251.01	298.38
其它	147.93	98.98	103.47	109.78
流动资产合计	615.99	703.63	841.91	1,032.87
长期股权投资	46.08	50.00	50.00	50.00
固定资产合计	273.72	287.41	296.03	304.91
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	46.72	45.88	44.60	43.37
非流动资产合计	366.53	383.29	390.63	398.29
资产总计	982.52	1,086.92	1,232.55	1,431.16
短期借款	73.72	144.89	167.34	198.92
应付账款	17.07	25.91	29.62	34.75
预收款项	45.03	38.87	44.43	52.13
流动负债合计	82.25	35.74	40.83	47.88
长期借款	218.07	245.41	282.22	333.68
其它	117.00	173.86	200.81	238.70
非流动负债合计	225.42	-11.67	-26.95	-37.89
负债合计	342.42	162.19	173.86	200.81
实收资本	380.27	419.27	483.03	572.38
资本公积	111.74	111.74	111.74	111.74
留存收益及其它	360.76	360.76	360.76	360.76
所有者权益合计	129.76	195.12	276.99	386.25
负债和权益总计	602.25	667.62	749.49	858.75

现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	12.17	88.04	110.28	147.18
折旧与摊销	36.21	7.74	8.52	8.99
财务支出	27.75	4.48	11.11	12.30
投资损失	13.67	-2.00	-2.00	-2.00
净营运资本变动	-141.23	-51.45	-46.56	-65.58
经营活动现金流	-51.43	46.81	81.35	100.90
资本支出	-31.80	-69.70	-15.87	-16.64
其它投资	45.16	2.00	2.00	2.00
投资活动现金流	13.36	-67.70	-13.87	-14.64
股权融资	0.00	0.01	0.00	0.00
债券融资	645.38	128.03	49.41	69.47
股利分配及其它	-17.03	-27.16	-39.52	-50.22
筹资活动现金流	628.35	100.87	9.88	19.25
货币资金净变动	590.28	79.99	77.37	105.50
主要财务比率				
科目	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力(YOY)				
营业收入	-20.67%	32.50%	15.50%	18.87%
营业利润	-104.19%	1667.80%	27.96%	36.25%
归母公司净利润	-110.68%	728.70%	25.26%	33.46%
盈利能力				
销售毛利率	11.07%	10.57%	11.50%	12.65%
销售净利率	0.83%	5.22%	5.66%	6.35%
ROE	1.52%	11.33%	12.64%	14.72%
ROIC	4.66%	3.08%	8.28%	9.80%
偿债能力				
资产负债率	3.08%	8.28%	9.80%	11.37%
流动比率	2.82	2.87	2.98	3.10
速动比率	1.93	1.98	2.09	2.20
营运能力				
资产周转率	0.94	1.40	1.44	1.49
应收账款周转率	5.05	6.27	6.32	6.33
每股指标				
每股收益	13.07	17.37	17.87	18.10
每股经营现金流	0.08	0.68	0.85	1.13
每股净资产	-0.46	0.42	0.73	0.90
每股股利	5.16	5.98	6.71	7.69
估值指标				
PE	0.15	0.20	0.25	0.34
PB	288.39	34.80	27.78	20.82
EV/EBITDA	4.56	3.94	3.51	3.06

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

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，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn