

小金属

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 30.54元

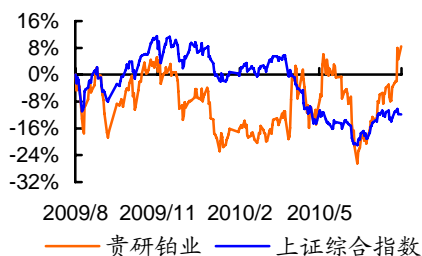
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2650.31
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	112
流通市值(亿)	34
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	5.39
资产负债率	38.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
贵研铂业	22.55	15.53	27.06
上证综合指数	3.04	-0.86	-12.30



相关报告

前期项目集中进入收获期 未来两年业绩有望快速增长
2010-8-16
金属镍、贵金属深加工和汽车尾气催化劑业务均呈现持续快速增长趋势 2007-8-24

贵研铂业

600459

强烈推荐

产业链完善、产品结构调整、有效的市场开拓打开公司更大的发展空间

我们近日调研了贵研铂业,通过调研我们认为,随着前期建设项目的建成投产以及公司汽车尾气催化剂市场销售的打开,未来公司汽车尾气催化剂销量可望快速增长;特种功能材料板块产品结构也有望优化,盈利能力将会得到提升;公司增发项目“贵金属二次资源综合利用产业化项目”增强了公司上游原料来源渠道,进一步延伸了公司产业链结构;贵金属贸易也与贵金属加工业务相辅相成。我们判断,在产业链进一步完善、产品结构进一步优化以及下游市场开拓取得明显成效的情况下,公司逐步进入收获期,业绩稳定增长有较强的保障力度。

投资要点:

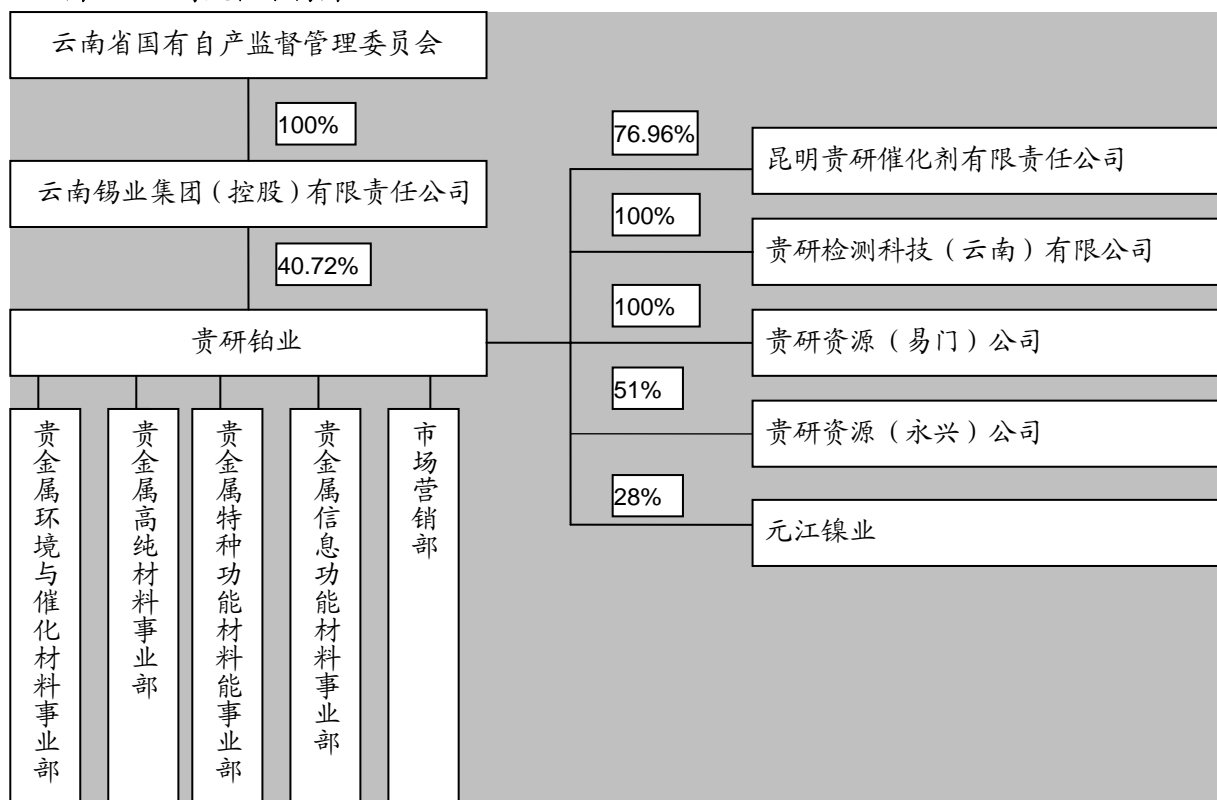
- 汽车尾气催化剂销售有望稳定增长,是公司未来两年业绩稳定增长最有力的保障。公司 150 万升(国 3 及以上标准)汽车尾气催化剂项目已经建成,且随着公司营销力度的增强和汽车市场的发展,公司汽车尾气催化剂市场开拓取得了明显的成效、市场占有率有望得到提升。今年上半年公司汽车尾气催化剂销量已经达到去年全年水平,我们认为,未来三年公司产能利用率将逐步提升甚至可能出现产能超负荷运转的情况。
- 特种功能材料产品结构有望优化。公司目前特种功能材料销售收入贡献较大,但整体盈利能力相对较弱,上半年特种功能材料整体毛利率 8.16%,远低于环境及催化功能材料和信息功能材料,其主要是特种功能材料整体市场竞争激烈,且公司该产品与市场普遍产品没有形成明显的差异,对于这种情况,公司未来将逐步优化该板块的产品结构,提升该板块的盈利整体盈利能力。
- 贵金属二次资源综合利用产业化项目增强了公司原料来源保障,将进一步提升公司的盈利能力。目前公司主要依靠从市场上直接购买贵金属,贵金属原材料不能有效、稳定的供应制约了贵金属产业的进一步扩大,贵金属二次资源综合利用产业化项目建设将有效延伸公司贵金属产业链,形成完整的贵金属资源——深加工——贸易产业链,进一步增强了公司资源保障能力和提升整体盈利能力。
- 维持对公司强烈推荐的投资评级。我们维持对公司 10-11 年的 EPS 为 0.64、0.95 和 1.45 元的盈利预测,考虑到公司在行业内的突出技术优势,参考目前二级市场贵金属和新材料板块估值水平,维持对公司强烈推荐的投资评级,未来 6-12 个月目标价为 35.00 元。
- 风险提示:贵金属价格大幅波动、宏观经济减速。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1093	1816	2281	2868
收入同比(%)	-21%	66%	26%	26%
归属母公司净利润	9	80	120	182
净利润同比(%)	-89%	779%	49%	52%
毛利率(%)	11.1%	9.8%	10.8%	12.0%
ROE(%)	1.6%	12.3%	15.5%	19.0%
每股收益(元)	0.07	0.64	0.95	1.45
P/E	380.61	43.30	29.01	19.07
P/B	6.03	5.31	4.49	3.63
EV/EBITDA	43	23	16	11

资料来源:中投证券研究所

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 截止 2010 年 6 月 30 日公司前 10 大股东持股情况

股东名称(全称)	持股量(万股)	持股比例
云南锡业集团(控股)有限公司	4550.00	40.72%
广发稳健增长	309.97	2.77%
上投摩根成长先锋股票型基金	250.00	2.23%
云南铜业(集团)有限公司	217.64	1.94%
红塔创新投资股份有限公司	106.00	0.95%
汪海燕	48.00	0.43%
中国有色金属工业技术开发交流中心	45.00	0.40%
广发中证500指数证券投资基金(LOF)	21.17	0.19%
叶建华	20.86	0.19%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

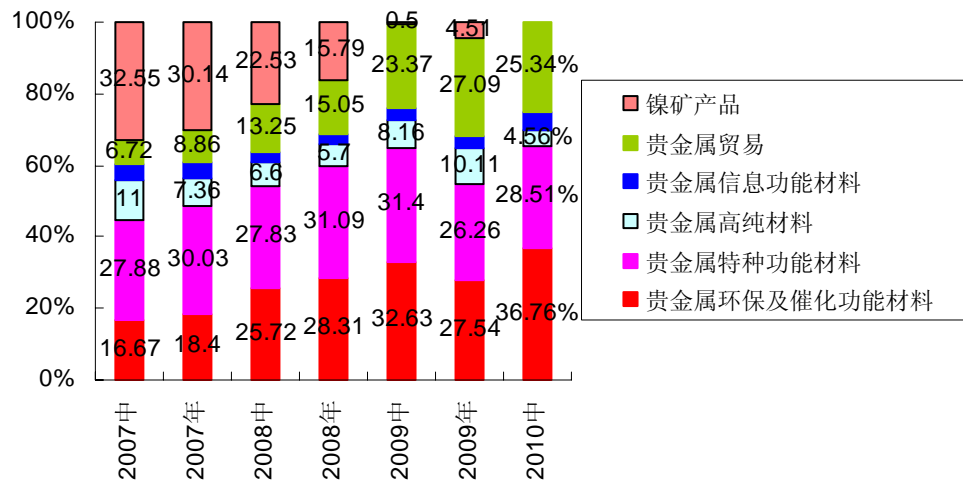
表 2 贵研铂业 2010 年前两个季度经营状况(单位：百万元)

项目	2010Q1	2010Q2	2010H1
营业收入	380.12	504.26	884.38
减：营业成本	338.95	465.53	804.48
销售毛利率(%)	10.83%	7.68%	9.03%
减：营业税金及附加	0.09	0.30	0.40
减：营业费用	3.30	3.58	6.88
减：管理费用	9.53	10.04	19.57

减：财务费用	3.76	4.60	8.36
三项费用率	4.37%	3.61%	3.94%
加：投资净收益	-0.93	4.02	3.09
营业利润	23.55	24.23	47.79
利润总额	24.27	20.23	44.50
减：所得税	4.34	1.88	6.22
净利润	19.93	18.35	38.28
归属母公司净利润	17.45	17.01	34.47
总股本	111.74	111.74	111.74
EPS(摊薄)	0.16	0.15	0.31

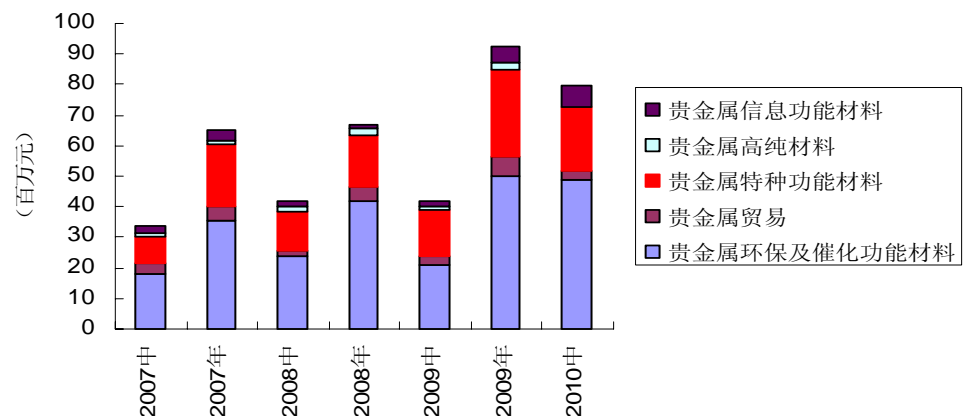
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2007 年以来公司收入构成情况 (%)



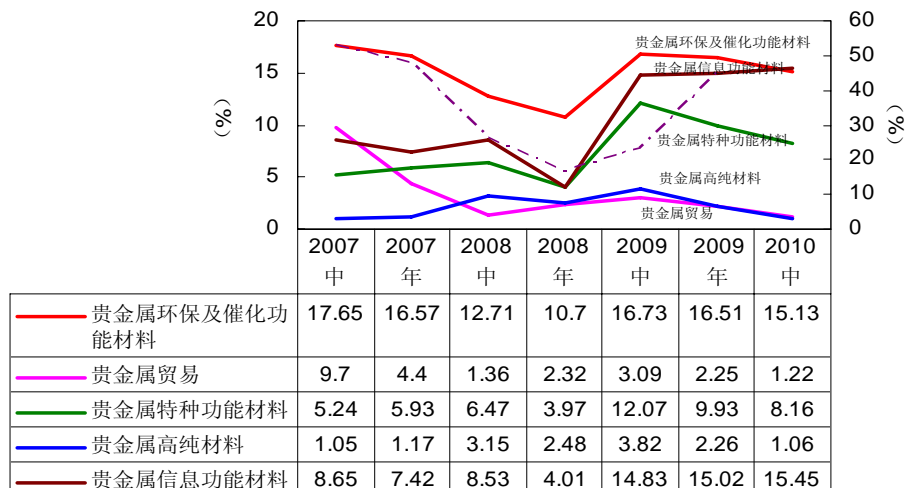
资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 3 分产品的营业利润构成 (不包括镍矿产品)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

图 4 主要产品毛利率走势图 (%)



资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 3 公司的核心技术水平

技术名称	技术形式	技术水平
汽车尾气净化三效稀土基催化剂技术	配方、制备工艺、专用设备	国际先进
铂族金属二次资源再生回收利用技术	回收工艺、提取方法	国际先进
催化传感器及其材料及其技术	配方、制备工艺、专用设备	国际先进
贵金属高温应变材料及其技术	制备工艺、超细丝加工技术等	国内领先
贵金属纤维复合材料及其技术	制备工艺、专用设备	国际先进
贵金属微异型复合材料	制备工艺、专用设备	国内先进
贵金属复合焊接材料及其技术	制备工艺、专用设备	国内领先
贵金属特殊用途钎焊材料技术	制备工艺、配方等	国内领先
贵金属厚膜电子浆料及其技术	配方、制备工艺等	国际先进
贵金属功能电镀材料及其技术	镀液配方、工艺等	国内先进
贵金属测温材料技术	配方、制备工艺等	国内领先
铂基合金催化网、钯基合金捕集网及织网技术	制备工艺、专用设备	国内领先

资料来源：公司资料、中投证券研究所

表 4 公司 IPO 基本情况

发行时间	2003 年 4 月 21 日
发行量	4000 万股
发行价格	6.8 元/股
募集资金总额	27200 万元
募集资金净额	25939.8 万元

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 公司近几年投资项目进展情况

资金来源	投资项目	产品类 型	设计 产能	承诺投 资金额	实际投 资金额	投产 时间	产生收益情况		
							2008年	2009H	2009年
IPO募	汽车尾气净化三	环保及	150万升	9739	7000	2006年	2722	1531	3281

募集资金项目	催化功能材料	(国3及以上标准)							
效稀土基催化剂产业化项目	特种功能材料	55 吨	4608	5646		811	806	1500	
高性能电子电器用贵金属精密复合材料产业化项目	特种功能材料	46 吨	4689	5231	2007 年	603	542	993	
真空电子器件及半导体器件专用贵金属钎料产业化项目	信息功能材料	55 吨	4568	2579		168	182	532	
信息产业用厚膜电子浆料产业化项目	特种功能材料	900 千克	4788	1975	2009 年	0	0	357	
氮氧化催化用铂基合金及其催化网产业化项目	-	-	28392	22431	-	4304	3061	6663	
合计	-	-	28392	22431	-	4304	3061	6663	
非募集资金项目	贵金属前驱体新材料生产线技改项目		7324	7324	2010 年	-	-	-	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 公司汽车尾气催化剂产量预测（万升，国 3 及以上标准）

	产能	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
汽车尾气催化剂	300	30	60	120	150	180

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 本次非公开发行预案

发行数量	不超过 1513 万股
发行底价	21.18 元/股
募集资金总额	不超过 3.2 亿元
募集资金净额	不超过 3.02 亿元
发行对象	包括云锡控股在内的不超过 10 家特定对象，云锡控股承诺先进认购不低于本次发行数量的 40.72%，且认购金额不低于 1.3 亿元
限售期	云锡控股限售 3 年，其他限售 1 年
募集资金投向	贵金属二次资源综合利用产业化项目
审批情况	已通过云南省国资委批准；尚需股东大会批准及证监会核准

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 募集资金投资项目基本情况

项目名称	贵金属二次资源综合利用产业化项目
项目投资总额	30238.12 万元，其中建设投资 21711 万元，铺底流动资金 8527 万元
拟投入募集资金	30238.12 万元
建设期	2.5 年
项目形成处理能力	形成年处理 3000 吨贵金属二次资源物料

	其中：失效汽车催化剂	1500 吨
	失效石化催化剂	500 吨
	失效精细化工催化剂	500 吨
	合金废料	500 吨
	达到年回收 5 吨贵金属的生产规模	
项目效果	其中：铂	1400 千克
	钯	2500 千克
	铑	400 千克
	铱	200 千克
	钌	500 千克

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 公司对本次项目效益测算

年平均营业收入	82686 万元
年平均净利润	5990 万元
年平均所得税	1997 万元
投资回收期（税后）	9.55 年（含建设期 2.5 年）
财务内部收益率（税后）	14.43%
测算主题	贵研资源（易门公司）

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 10 相关板块股票估值水平比较

可参考的板 块	证券简称	估值水平（PE）	
		2010 中报*2	预测市盈率(2010)
小金属、新 材料板块	贵研铂业	44	42
	厦门钨业	42	52
	东方钽业	-	57
	广晟有色	-	127
	宝钛股份	813	110
	章源钨业	-	68
	云南锗业	86	64
	包钢稀土	55	55
	西部材料	120	81
	格林美	-	61
	博云新材	-	126
	安泰科技	84	46
	东阳光铝	64	45
	恒邦股份	47	43
	辰州矿业	-	42
贵金属板块	紫金矿业	17	17
	中金黄金	-	55
	山东黄金	-	51

资料来源：WIND、中投证券研究所

图 5 国际铂价格走势 (美元/盎司)



资料来源: WWW.KITCO.CN

图 6 5 年以来钯市场价格走势 (美元/盎司)



资料来源: WWW.KITCO.CN

图 7 5 年以来黄金价格走势



资料来源: WWW.KITCO.CN

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
流动资产	616	1051	1178	1477	营业收入	1093	1816	2281	2868
现金	156	393	348	435	营业成本	972	1637	2035	2524
应收账款	80	134	169	214	营业税金及附加	3	2	2	3
其他应收款	46	0	0	0	营业费用	11	18	21	23
预付账款	37	44	62	74	管理费用	68	42	48	57
存货	196	350	428	533	财务费用	28	10	16	19
其他流动资产	102	129	172	221	资产减值损失	-7	0	0	0
非流动资产	367	463	535	589	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	31	36	34	投资净收益	-14	0	0	0
固定资产	274	338	402	453	营业利润	5	107	160	243
无形资产	38	38	38	38	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	9	57	60	64	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	983	1514	1714	2066	利润总额	18	107	160	243
流动负债	218	656	721	867	所得税	6	16	24	36
短期借款	74	400	473	578	净利润	12	91	136	206
应付账款	17	34	40	51	少数股东损益	3	11	16	24
其他流动负债	127	221	208	238	归属母公司净利润	9	80	120	182
非流动负债	162	167	166	166	EBITDA	73	134	197	288
长期借款	117	117	117	117	EPS (元)	0.08	0.64	0.95	1.45
其他非流动负债	45	50	49	49					
负债合计	380	823	887	1033					
少数股东权益	26	37	53	77	主要财务比率				
股本	112	126	126	126	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
资本公积	361	361	361	361	成长能力				
留存收益	104	168	288	470	营业收入	-20.7%	66.0%	25.6%	25.8%
归属母公司股东权益	576	654	774	956	营业利润	-95.8%	1920.0	49.3%	52.1%
负债和股东权益	983	1514	1714	2066	归属于母公司净利润	-89.3%	778.9%	49.3%	52.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	11.1%	9.8%	10.8%	12.0%
					净利率(%)	0.8%	4.4%	5.2%	6.3%
					ROE(%)	1.6%	12.3%	15.5%	19.0%
					ROIC(%)	3.3%	11.9%	13.6%	16.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.7%	54.4%	51.8%	50.0%
					净负债比率(%)	60.67%	66.06%	70.03%	70.15
					流动比率	2.82	1.60	1.63	1.70
					速动比率	1.89	1.05	1.02	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	1.45	1.41	1.52
					应收账款周转率	12	16	15	15
					应付账款周转率	37.26	63.80	54.61	55.35
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.07	0.64	0.95	1.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.41	0.25	-0.01	0.64
					每股净资产(最新摊薄)	4.58	5.20	6.16	7.60
					估值比率				
					P/E	380.61	43.30	29.01	19.07
					P/B	6.03	5.31	4.49	3.63
					EV/EBITDA	43	23	16	11

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-51	32	-2	80
净利润	12	91	136	206
折旧摊销	40	17	22	27
财务费用	28	10	16	19
投资损失	14	0	0	0
营运资金变动	-147	-72	-188	-174
其他经营现金流	2	-15	13	3
投资活动现金流	13	-95	-105	-78
资本支出	21	110	100	80
长期投资	-10	-15	5	-2
其他投资现金流	24	0	0	0
筹资活动现金流	-36	300	62	85
短期借款	-131	326	73	105
长期借款	-70	0	0	0
普通股增加	0	14	0	0
资本公积增加	56	0	0	0
其他筹资现金流	110	-40	-11	-20
现金净增加额	-74	237	-45	87

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434