

2010年8月24日

贵研铂业 (600459)

环保及催化材料进入景气周期，
贵金属资源循环利用前景广阔

评级：增持（首次）

投资要点：

- **技术优势突出的贵金属材料企业：**公司是技术领先的贵金属材料企业，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，昆明贵金属研究所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，拥有大量的技术储备，被誉为中国的“铂族摇篮”。
- **汽车尾气净化催化剂业务市场占有率提升，有望延续高增长：**国IV标准打开汽车尾气催化剂成长空间，公司生产技术领先，和国外产品价格比，价格便宜15-20%。公司2010年上半年催化材料业务贡献收入3.24亿，占比36.69%，同比增长156.36%，可见行业景气度迅速提升。增速超越竞争对手威孚力达，可见除受益于行业景气度提升，公司催化剂业务的市场占有率亦有明显提升。
- **中国铂族金属资源稀缺，循环利用前景广阔：**铂族金属供应面控制力度良好，中国铂族金属非常稀缺，价格处于高位，因此铂族金属的回收利用空间十分广阔。汽车尾气失效催化剂的回收在我国还不成规模，而汽车尾气催化剂占到铂族消费的绝大多数，未来回收利用的空间巨大。公司贵金属二次资源循环利用项目将形成年处理3000吨贵金属二次资源物料能力，达到年回收5吨贵金属的生产规模。
- **盈利预测与估值：**公司贵金属材料业务技术实力雄厚，汽车尾气净化催化剂有望高速增长，而贵金属循环利用业务前景广阔。按照增发摊薄后股本预计2010年至2012年实现EPS0.60元、0.80元和1.06元，对应2010年、2011年、2012年PE分别为51倍、39倍和29倍。此后贵金属二次资源循环利用项目将开始发力，看好公司长期增长前景，给予“增持”评级。

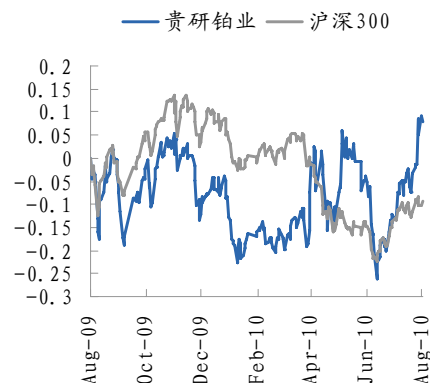
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1093.48	1760.41	2039.84	2416.62
同比(%)	-20.67	60.99	15.87	18.47
净利润(百万元)	9.12	76.12	101.49	134.48
同比(%)	110.68	734.24	33.33	32.50
毛利率(%)	11.07	10.00	11.00	12.00
ROE(%)	1.58	10.99	13.65	16.67
每股收益(元)	0.08	0.60	0.80	1.06
P/E	389.00	51.87	38.90	29.36
P/B	6.03	5.70	5.31	4.89

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
	袁理
执业证书编号	S0600109090896
联系电话	0512-62938652
邮箱	yuanl@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

贵研铂业与沪深300指数走势比较图



市场数据	2010年08月23日
总股本(万股)	11173.50
流通A股(万股)	11173.50
收盘价(元)	31.12
6个月换手率(%)	405.34

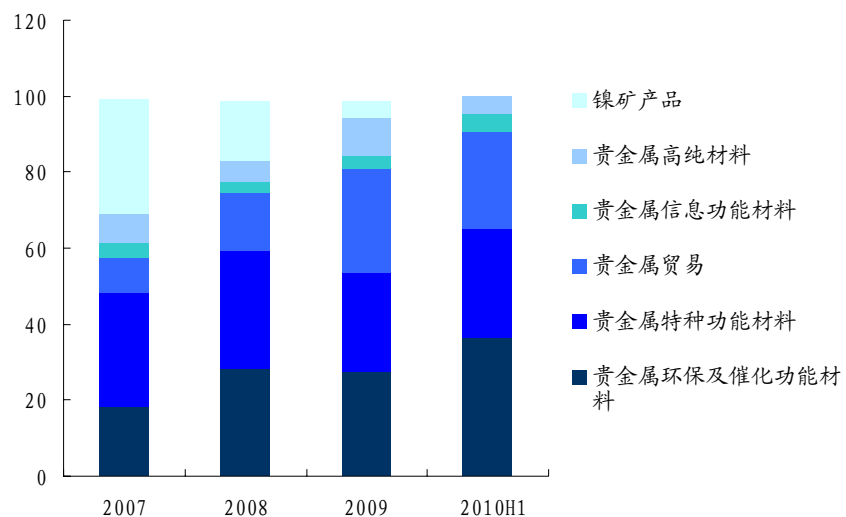
财务数据	2010H1
营业收入(亿元)	8.84
净利润(亿元)	0.34
摊薄每股收益(元)	0.31
每股净资产(元)	5.32

1. 技术优势突出的贵金属材料企业

公司是技术领先的贵金属材料企业，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。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。昆明贵金属研究所始建于1938年，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，拥有大量的技术储备，被誉为中国的“铂族摇篮”。2010年，国家科技部批准公司建设“稀贵金属综合利用新技术国家重点实验室”，将建成云南省第一家企业国家重点实验室。

公司当前业务包括贵金属材料、贵金属贸易与剩余一部分元江镍业的股权。贵金属材料业务是公司的核心竞争力和主要利润来源，包括贵金属环保及催化功能材料、贵金属特种功能材料、贵金属信息功能材料以及贵金属高纯材料。贵金属贸易业务毛利率较低，贡献盈利微薄。由于盈利状况不佳，公司已经将元江镍业70%股权转让给大股东云锡集团，只保留了28%的股权。剥离元江镍业后，公司将全力做好贵金属材料业务，并积极向资源循环利用领域拓展。

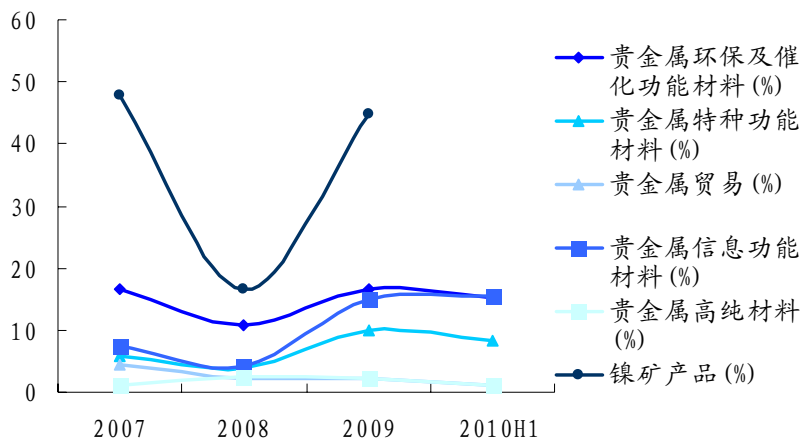
图 1：产品营业收入构成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2：环保及催化材料、信息功能材料是当前盈利主力

分产品毛利率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 贵金属材料业务: 汽车尾气催化剂是亮点

2.1. 国IV标准打开汽车尾气催化剂成长空间

公司IPO的各项募投项目也都先后投产见效, 发展潜力最大的当属汽车尾气净化催化剂材料。汽车尾气的主要有害成分是碳氢化合物 (CnHm)、一氧化碳 (CO) 和氮氧化物 (NOx)。这三种物质对人体都有毒害, 其中CnHm及NOx在阳光及其他适宜条件下还会形成光化学烟雾, 危害更大。据国家环保部于2009年1月发布了《关于国家第四阶段机动车排放标准实施方案征集意见的通知》, 我们预计国IV标准将于2012年前开始实施。消除汽车尾气中这些有害成分的方案主要有两种: 一种是改进发动机的燃烧方式以减少有害气体的排放; 另一种是采用催化转化器将尾气中的有害气体净化, 而后者是国IV标准下的主流路线。对于配套排气系统的需求将大幅增长, 汽车尾气净化催化剂面临良好的发展机遇。

2.2. 公司生产技术领先

1973年昆明贵金属研究所率先开始汽车尾气净化催化剂的研究。经过三十年的不懈努力, 研发成功了含适量贵金属的稀土基汽车尾气净化催化剂, 使国内催化剂研究和制造的技术水平、产品性能, 尤其是产业化关键技术和装备的集成开始步入与国际水平同步的阶段。由公司控股76.96%的昆明贵研催化剂有限责任公司以昆明贵金属研究所多年的研究成果为基础, 所承担建设了“汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化”示范工程项目, 被

列入国家高技术产业化专项国债建设计划。

2.3. 市场占有率提高，上半年业绩翻番

目前国内汽车尾气净化催化剂材料由4大国际巨头：巴斯夫、江森、田中、贺力士把持，合计份额约80%。国内厂商为贵研铂业和威孚力达。和国外产品价格比，公司的催化剂价格便宜15-20%。

公司2010年上半年催化材料业务贡献收入3.24亿，占比36.69%，同比增长156.36%，可见行业景气度迅速提升。而竞争对手威孚力达催化器业务营收增长约为80%，可见除受益于行业景气度提升，公司催化剂业务的市场占有率亦有明显提升。

公司当前催化剂的主要客户都是国内二线车企，包括长安、奇瑞、东风、柳汽等，这些企业均已实现批量供货。一线车企，即合资企业，还处于突破阶段。亮点有二：一是上汽通用五菱车型批量供货，已经通过通用汽车内部验收，对征选一家供应商很苛严。二是东风法国神龙车型，后期预计也会进入小批量供货。进入一线车企供应商将为公司打开广阔的市场空间。

08、09年贵研催化剂公司的销量分别为30、60万升，而设计产能为150万升。据悉2010年1季度就完成了30万升的销量，预计全年销售110万升。目前国内汽车行业步入高速发展期，从大的零部件国产化趋势看，催化剂技术实力，储备和产品成本和品质，可以和国外产品竞争，贵研催化剂公司有望迎来一轮高速发展期。

3. 贵金属二次资源回收

3.1. 中国铂族金属资源稀缺，循环利用前景广阔

全球铂族金属的储量约为71000吨，南非几乎占据垄断地位，储量达到63000吨，占比为88.7%，俄罗斯、美国和加拿大占据剩余资源，储量分别为6200吨，900吨和310吨，占比分别为8.7%、1.3%和0.4%。铂族金属产量同样也集中在南非和俄罗斯等国，供应控制力较强。然而中国铂族金属非常稀缺，价格一直位于高位，2008年我国查明铂族金属资源储量324.13吨，占世界铂族金属储量的0.46%。因此，铂族金属的回收利用空间十分广阔。

汽车尾气排放新标准国IV的执行与汽车产量的增长都将大幅拉动铂族金属消费。汽车尾气失效催化剂的回收在我国还不成规模，汽车尾气净化催化剂占到铂族消费的绝大多数，未来回收利用的空间巨大。

3.2. 非公开发行股票融资投向 5 吨贵金属回收项目

本次募集资金将以向公司全资子公司贵研资源（云南易门）有限公司增资的方式投入，并由贵研资源（云南易门）有限公司负责项目组织、策划、建设和运营。本项目建成后，将形成年处理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）的能力，达到年回收5吨贵金属的生产规模（其中铂1,400千克/年；钯2,500千克/年；铑400千克/年；铱200千克/年；钨500千克/年）。

项目计划总投资3.02亿元。项目建成后，预计实现年平均营业收入82,685.00万元，年平均净利润5,990.75万元，年平均所得税1,996.92万元，投资回收期（税后）9.55年（含建设期2.5年），财务内部收益率（所得税后）为14.43%，保守预计每股收益增厚0.47元。

公司与中石化等客户建立了合作关系，循环利用销售产品。公司相继设立了贵研资源永兴公司，易门公司以及贵研检测公司，将来具体实施贵金属资源回收。通过永兴（湖南郴州，中国银都）贵研资源有限公司的地域和政策优势，最大限度获取铂族金属二次资源，利用贵研检测科技公司向外辐射的契机，形成二次资源物料信息的收集和采购体系。随着未来国内汽车行业尾气净化催化剂失效高峰期（8年）来临，贵金属原料来源有保障。

4. 盈利预测、估值与投资评级

公司贵金属材料业务技术实力雄厚，汽车尾气净化催化剂有望高速增长，而贵金属循环利用业务前景广阔。按照增发摊薄后股本预计公司2010年至2012年实现每股收益0.60元、0.80元和1.06元，对应2010年、2011年、2012年PE分别为51倍、39倍和29倍。此后贵金属二次资源循环利用项目将开始发力，看好公司长期增长前景，给予“增持”评级。

5. 风险提示

可能影响公司未来经营业绩的风险主要有：

- 1) 汽车行业持续低迷，销量下滑超预期。
- 3) 贵金属资源二次资源回收项目拓展进程低于预期。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>