

2010年9月21日

李曉璐

mickey_li@e_capital.com.cn

目標價(元) 40.5

公司基本資訊

產業別	有色-貴金屬		
A 股價(10/09/21)	34.97		
上證綜合指數 (10/09/21)	2591.55		
股價 12 個月高/低	40.25 / 20.90		
總發行股數 (百萬)	111.74		
A 股數 (百萬)	111.74		
A 市值 (億元)	39.08		
主要股東	雲南錫業集團 (控股)有限責任 公司(40.72%)		
每股淨值 (元)	5.32		
股價/帳面淨值	6.57		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	12.37	28.57	22.96

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010/09/21	34.84	持有

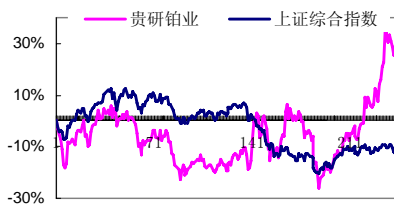
產品組合

貴金屬環保及催化功能材料	36.69%
貴金屬特種功能材料	28.45%
貴金屬貿易	25.29%
貴金屬信息功能材料	4.82%
貴金屬高純材料	4.55%

機構投資者占流通 A 股比例

一般法人	43.62%
基金	5.82%
社保基金	0.44%

股價相對大盤走勢



貴研鉑業(600459.SH)

Hold 持有(首次評級)

汽車尾氣淨化催化劑市場前景廣闊，公司盈利增長值得期待

結論與建議：

汽車製造業需要用鉑族金屬製造催化轉化器，以保證尾氣排放達標，這一需求將隨著中國汽車產銷量的增長及環保的持續推進而不斷增長。公司作為國內少數幾家從事汽車尾氣淨化催化劑的上市公司，目前遭遇的瓶頸主要是原材料價格波動過大。因此公司擬通過定向增發籌資進行鉑族金屬二次資源的再生循環利用以滿足自身對原材料的需求。一旦該項目順利建設並運營，公司的成本將逐步降低，盈利將得到大幅改善。

公司上半年實現淨利潤 3445 萬元，每股收益 0.31 元，同比扭虧。我們預計公司 2010、2011 年公司將分別實現淨利潤 6332 萬元、1 億元，YoY 增長 5.9 倍和 58%，EPS 分別為 0.57 和 0.90 元。2010、2011 年 A 股 P/E 分別為 61 倍和 39 倍，P/B 分別為 7 倍和 6 倍。對比整個小金屬板塊 P/E 和 P/B 值，該股當前估值處於中偏高，且該股股價 8 月累計漲幅過高，短期上漲動力減弱，給予持有的投資建議，目標價 40.5 元（對應 2011 年 45 倍 P/E）。

- **地殼中鉑族金屬礦產資源稀少，中國鉑族金屬資源更是匱乏，但需求增長迅猛。**由於資源短缺，發展貴金屬二次資源回收利用技術勢在必行。目前中國從鉑鈾廢棄物中回收的總量偏少。
- **汽車產量增長和尾氣排放標準的提高是公司未來盈利增長的主要動力。**由於目前中國人均汽車保有量低，且排放標準相距發達國家有很大差距，因此中國汽車產量未來存在大幅上升空間，汽車尾氣淨化催化劑的潛在市場需求巨大。目前公司的利潤主要來源於貴金屬功能材料中的環保及其催化功能材料，關鍵產品為“汽車尾氣淨化三效稀土基催化劑”。
- **保障貴金屬原材料有效、穩定供應是公司盈利穩定增長的關鍵要素。**鉑族金屬屬於稀缺金屬且是重要的戰略資源，長期來看價格趨勢總體呈現上升。因此貴金屬原材料的有效、穩定供應已成為保障公司盈利實現穩定增長的關鍵要素，進行鉑族金屬二次資源的再生循環利用十分必要。
- **公司具有雄厚的科研實力，為金屬二次資源回收利用提供強有力的技術保障。**公司前身是我國最早開展貴金屬研究及生產的單位——中國科學院昆明貴金屬研究所。2010 年，國家科技部批准公司建設“稀貴金屬綜合利用新技術國家重點實驗室”。擁有具有自主知識產權的貴金屬冶金新技術 30 多項。目前鉑族金屬回收率達到 98%以上，基本實現零排放。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010E	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	108.44	-85.40	9.12	63.32	100.24
同比增減	%	240%	NA	NA	594%	58%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.12	-0.76	0.08	0.57	0.90
同比增減	%	203%	NA	NA	608%	58%
A 股市盈率(P/E)	X	31	NA	436	61	39
股利 (DPS)	RMB 元	0.03	0	0.15	0.3	0.4
股息率 (Yield)	%	0.08%	NA	0.43%	0.86%	1.15%

鉑族金屬有含量稀少、密度大、熔點高、穩定性好、提純困難、價格昂貴等特點，在工業上鉑族金屬主要用於觸媒劑和催化劑

中國鉑族金屬資源匱乏，2008年中國查明鉑族金屬資源儲量324.13噸，占世界鉑族金屬儲量的0.46%

一、鉑族金屬介紹

➤ 一般特性及其應用

按照金屬性能分類，有色金屬可劃分為五大類：有色輕金屬、有色重金屬、貴金屬、稀有金屬和半金屬。其中貴金屬包括八種有色金屬，分別為：鉑(Pt)、鈀(Pd)、銠(Rh)、銱(Os)、銱(Ir)、鈳(Ru)、金(Au)、銀(Ag)。而鉑(Pt)、鈀(Pd)、銠(Rh)、銱(Os)、銱(Ir)、鈳(Ru)又被合稱為鉑族金屬。

貴金屬的共同特點是密度大、化學性質穩定、含量稀少、開採和提取比較困難、價格比一般金屬昂貴，在工業上主要運用於電氣、電子、宇航、核能等現代工業。金、銀的發現和使用歷史較早，鉑族金屬的發現和使用則較晚，迄今只有200餘年的歷史。

鉑族金屬具有很好的催化功能（加快反應速度），它們在許多化學作用中的催化功能無可替代。在工業上鉑族金屬主要用於觸媒劑和催化劑。目前鉑族金屬主要被運用於打造鉑金首飾、鉑重整（觸媒劑）、汽車尾氣淨化催化劑（催化劑）、製造玻璃用漏板（催化劑）等領域。

➤ 儲量及其分佈

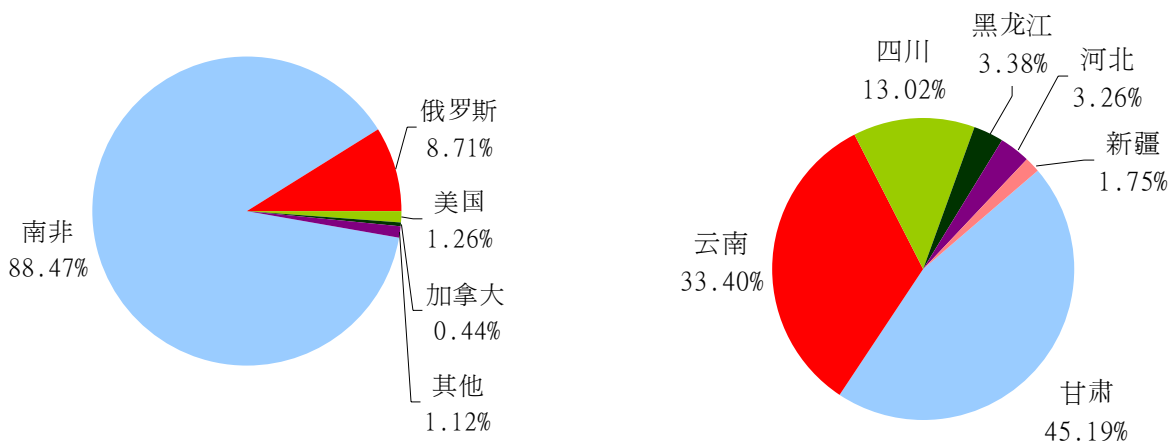
鉑族金屬在地殼中資源稀少，多為伴生礦或者共生礦，常見的有砂鉑礦和共生硫化礦。砂鉑礦以含鉑、銱、銱為主，常與砂金共生。共生硫化礦主要是銅鎳共生礦，含有6種鉑族金屬。目前約98%的鉑族金屬來自共生硫化礦。

地殼中鉑族金屬礦產資源稀少。目前世界鉑族金屬儲量為7.1萬噸，可采儲量3.67萬噸，總儲量為10.02萬噸。鉑族金屬的儲量分佈極不均勻，南非鉑族金屬儲量居世界首位，其次為俄羅斯、美國和加拿大。四國儲量合計占世界總儲量的99%（見圖1），其中南非為最大鉑族金屬生產國，俄羅斯為第二大鉑族生產國。

中國在鉑族金屬資源上屬於極度匱乏的國家，2008年中國查明鉑族金屬資源儲量324.13噸，占世界鉑族金屬儲量的0.46%。我國查明鉑族金屬的資源儲量主要分佈在甘肅、雲南、四川、黑龍江、河北、新疆等地，他們合計占全國的98.32%（見圖2）。中國甘肅省金昌市金川區是國內最大的鉑族金屬礦（銅鎳共生礦）基地。

圖1：世界鉑族金屬儲量分國別占比

圖2：2008年中國鉑族金屬儲量分地區占比



數據來源：Mineral Commodity Summary, 群益證券

數據來源：全國礦產儲量數據庫, 群益證券

鉑族金屬(PGM)是一種戰略性礦產資源，中國 PGM 到 2020 年時保證程度將低於 40%，屬於保證程度極低的礦產

➤ **戰略意義**

鉑族金屬(PGM)是一種戰略性礦產資源，在許多化學作用中的催化功能無可替代。國土資源部於 2004 年完成的我國 45 種礦產資源可供性研究報告指出，到 2020 年時保證程度低於 40%的礦產有石油、鐵、錳、鉻、鉛、鋅、鋁土礦、鈷、錫、金、銀、鉑族金屬、銻、螢石、鉀、硼、重晶石、金剛石等 18 種，其中保證程度極低的礦產有錳、鉻鐵礦、銅、鈷、金、銀、鉑族金屬、銻、鉀鹽、硼、金剛石等。

戰略礦產 (Strategic Mineral) 概念是由美國國防軍事部門提出來的。美國海軍陸戰隊少校 Gilda a. Jackson 把戰略礦產定義為必須滿足軍事、工業和基本的民用需求的礦產，但在國家緊急狀態時，這些礦產國內生產的數量不足以滿足這些需求。

➤ **供需狀況**

2009 年中國鉑鈱的消費量超過 95 噸，占同期全球需求量的 21%，成為世界上最大的鉑族金屬消費國之一

根據 RMG 統計數據，2008 年世界鉑產量約為 200 噸，鈱為 205 噸(見表 1)。最大鉑族金屬生產國——南非礦山的鉑產量為 144.37 噸，占世界鉑總產量的 72.2%；鈱產量 77.56 噸，約占世界總產量的 37.8%。第二大鉑族生產國——俄羅斯礦山的鉑產量為 19.5 噸，占世界鉑總產量的 9.8%；鈱產量 84 噸，約占世界總量的 41%。這兩個國家生產的鉑和鈱分別占世界總產量的 82%和 78.8%。

根據公司公告資料，2009 年全球鉑族金屬需求總量超過 450 噸，其中鉑的需求總量為 219 噸，鈱的需求總量為 241.7 噸、銻的需求總量為 22.3 噸。隨著中國首飾行業、汽車工業、電子行業及玻纖等行業的快速發展，2009 年中國鉑鈱的消費量超過 95 噸，已成為世界上最大的鉑族金屬消費國之一。此前國際上鉑族金屬的最大消費國是日本，其次為美國。

表 1：世界主要鉑族金屬產地產量 單位：噸

國家	2007 年產量		2008 年產量	
	鉑	鈱	鉑	鈱
澳大利亞	0.20	0.85	0.00	0.00
博茲瓦納	0.20	2.00	0.00	0.00
加拿大	6.21	16.85	5.78	15.78
哥倫比亞	1.10	0.00	0.00	0.00

俄羅斯	29.20	98.00	19.50	84.00
南非	158.08	82.40	144.37	77.56
美國	3.85	14.06	3.55	11.85
津巴布韋	5.30	4.17	5.64	4.39
小計	204.14	218.33	178.84	193.58
其他國家	10.86	6.67	21.16	11.42
總計	215.00	225.00	200.00	205.00

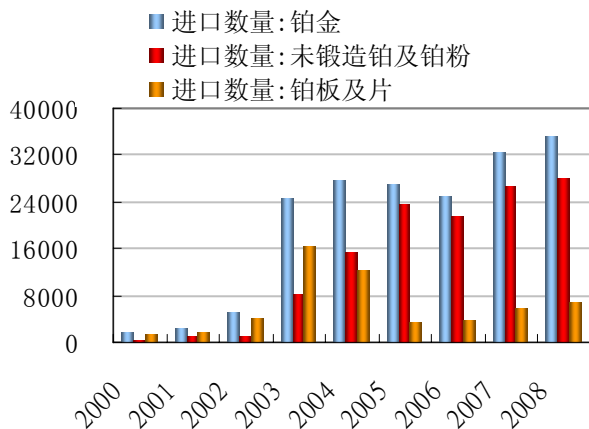
數據來源：瑞典原材料集團（RMG），群益證券

由於中國國內鉑族金屬供應嚴重不足，造成進口量大於國產量 20 多倍，形成長期依賴進口的格局

由於中國鉑族金屬供應嚴重不足，但是需求增長速度卻很快，造成鉑族金屬進口量大於國產量 20 多倍，形成長期依賴進口的格局（見圖 3）。以鉑金需求為例，據 Johnson Matthey 的統計數據，2009 年中國鉑金需求量達到 2035 盎司（約合 58 噸），超越歐洲和日本，首次成為全球最大鉑金消費國（見圖 4）。

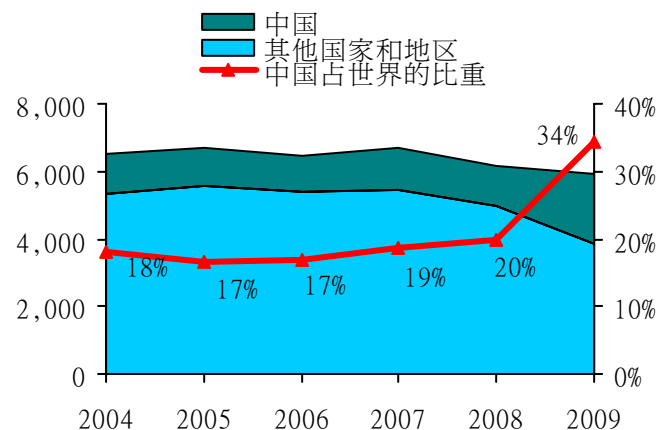
以鉑金消費的消費流向為例，Johnson Matthey 的統計數據顯示，鉑金首飾是目前中國鉑金消費的最大下游（見圖 5），但隨著工業的不斷發展，鉑金在工業（如化工、石油、汽車、電子等）所占的比重也呈現出上升的趨勢。鉑族金屬的價格除了受到供需關係的影響，也受到黃金和石油價格的影響。受到中國國內需求的強勁帶動，2008 年底開始鉑和鈀的價格走勢表現強勁（見圖 6）。

圖 3：中國鉑進口量很大（2000-2008） 單位：千克



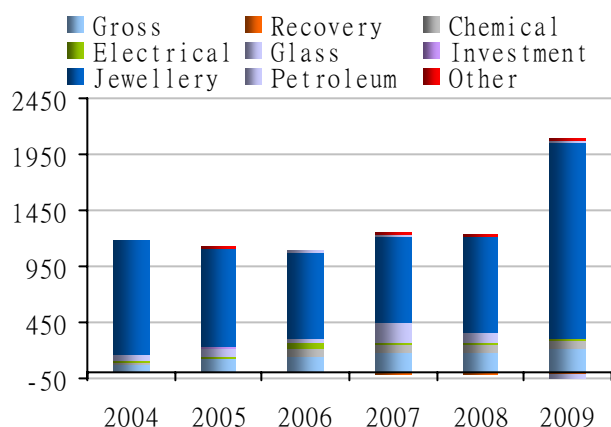
數據來源：Wind, 群益證券

圖 4：中國鉑金消費占全球消費比重逐年上升



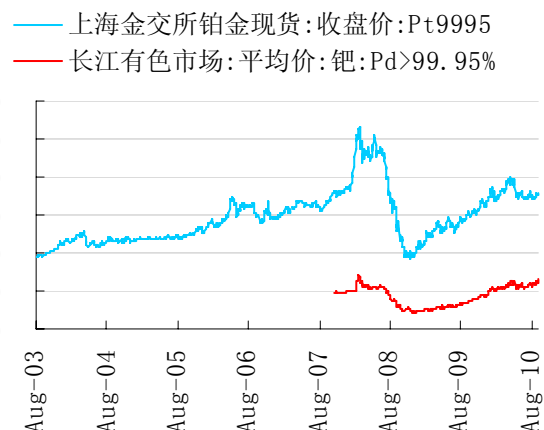
數據來源：Johnson Matthey, 群益證券

圖 5：中國鉑金消費分下游 單位：1000 盎司



2010 年 9 月 27 日

圖 6：中國現貨鉑和鈀價格（03/08-10/09） 單位：元/克



數據來源：Johnson Matthey, 群益證券

數據來源：Wind, 群益證券

由於資源短缺，發達國家均把貴金屬二次資源回收利用作為一個重要的產業關鍵環節加以佈局

鉑族金屬在汽車工業中的用量已占相當份額，因此從汽車尾氣淨化催化劑中回收鉑族金屬受到格外的重視

二、鉑族金屬二次回收再利用

➤ 二次回收再利用的必要性

鉑族金屬的來源一般有三種途徑：一是通過礦山，如金川有色金屬公司；二是通過某些冶煉廠，如上海冶煉廠、瀋陽冶煉廠和株洲冶煉廠在煉銅的過程中回收少量的鉑族金屬；三是從廢舊儀器、儀錶及沖剪的下腳料中回收，如汽車尾氣淨化催化劑。

近年來包括鉑族金屬在內的貴金屬由於電子工業中用量的增加，使廢棄的電子元件、電路板、報廢的計算機、影視通信器材及生產加工過程中的沖剪屑等成為貴金屬的重要二次資源。發達國家均把貴金屬二次資源回收利用作為一個重要的產業關鍵環節加以佈局。

中國的鉑族金屬資源十分匱乏，需求量又大幅增長，因此除了加強找礦工作和注意低品位鉑礦的綜合利用研究，抓緊二次資源的回收利用顯得尤為重要。目前中國從鉑鈱廢棄物中回收的總量偏少。根據 Johnson Matthey 的統計數據，2007、2008、2009 年中國鉑金的回收量僅為 10000、15000、20000 盎司。

➤ 從汽車尾氣淨化催化劑中回收鉑族金屬受到格外的重視

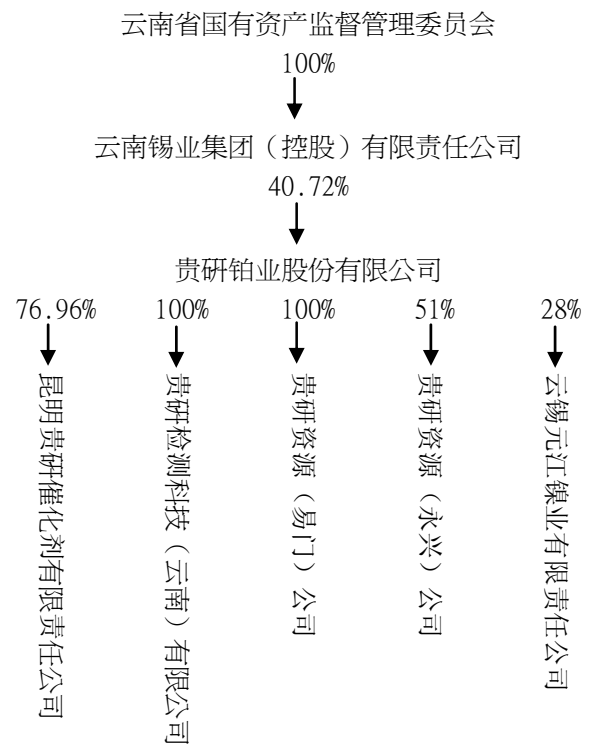
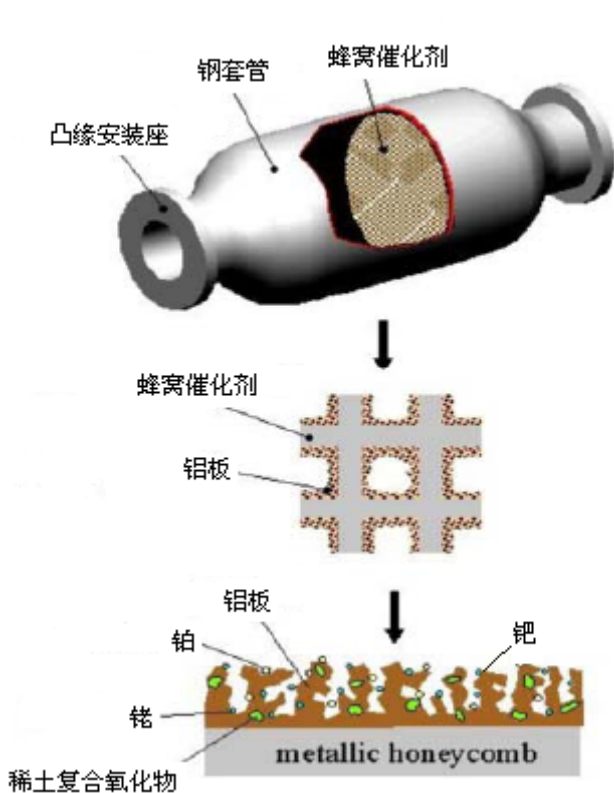
由於鉑族金屬在汽車工業中的用量已占相當份額，因此從汽車尾氣淨化催化劑中回收鉑族金屬受到格外的重視。汽車尾氣淨化催化劑的載體，從形狀上可分為顆粒狀和整體兩類。顆粒狀載體主要為球形，其材料為活性氧化鋁。整體式載體主要為蜂窩狀，其材料為陶瓷和金屬合金。目前顆粒狀載體已被整體式蜂窩狀載體所取代。

生產一個蜂窩狀催化劑（見圖 7）需用約 1.2g 鉑族金屬，如 1993 年用鉑 53 噸，鈱 22 噸，銻 11 噸，合計 86 噸。鉑鈱用量占當年全部工業消耗的 50%，銻占 90%。當年從廢催化劑中回收鉑 8.9 噸，鈱 3.3 噸，銻 0.9 噸。

汽車尾氣所排放的主要污染物為：CO、NO_x、C_xH_y 和 Pb 等，NO_x 和碳氫化合物受強紫外線照射後，還會產生新的二次污染——光化學煙霧，這些污染物對人體和動植物都非常有害。在催化劑的作用下，汽車在行駛中釋放的 CO、HC、NO_x 等污染物與催化劑發生氧化、還原反應，可以被轉化成無害的、乾淨的 CO₂、H₂O、N₂ 等氣體。

圖 7：蜂窩狀汽車尾氣淨化催化劑實圖

圖 8：公司最新股權結構示意圖



資料來源：群益證券根據公開資料整理

資料來源：公司公告，群益證券

公司地處雲南省，主要從事貴金屬高純材料和貴金屬功能材料的生產和銷售，前身是中國科學院昆明貴金屬研究所

三、公司分析

➤ 公司簡介

貴研鉑業股份有限公司地處雲南省，主要從事貴金屬高純材料和貴金屬功能材料（見表 2）的生產和銷售，產品主要運用於首飾行業、汽車工業、電子行業及玻纖等行業。公司前身是我國最早開展貴金屬研究及生產的單位——中國科學院昆明貴金屬研究所。於 2003 年在上交所掛牌上市，上市之初昆明貴金屬研究所是公司大股東。目前，公司的第一控股大股東為雲南錫業集團（控股）有限責任公司（見圖 8），其旗下上市公司為“錫業股份”，證券代碼 000960。

表 2：公司主營業務

分類	舉例
貴金屬環境及催化功能材料	汽車尾氣淨化催化劑、鉑絲、
貴金屬特種功能材料	貴金屬管材、貴金屬帶材、鉑坩堝
貴金屬信息功能材料	電阻漿料、片狀銀粉、貴金屬導體
貴金屬高純材料	鉑錠、純金、純銀

數據來源：公司網站，群益證券

目前公司利潤主要來源於貴金屬功能材料中的環保及其催化功能材料，公司的環保功能產

➤ 現有主要業務分析

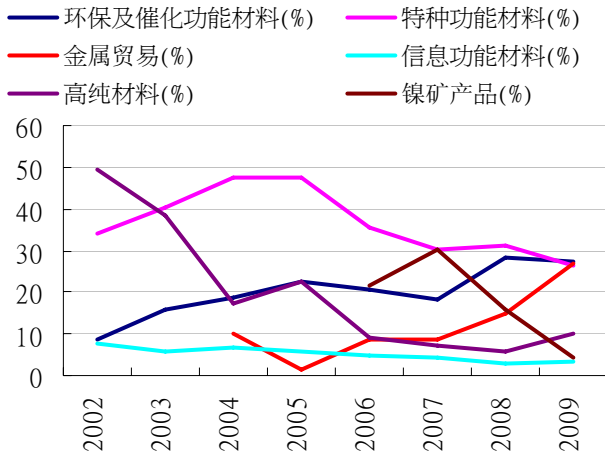
公司的主營業務主要分為兩大塊：貴金屬高純材料和貴金屬功能材料。從 2009 年分業務營收占比來看，功能材料占營收的比重為 57%，高純材料占營收的比重為 10%（見圖 9），兩塊業務共計占比 67%。從 2002-2009 年看，貴金屬高純材料的比重明顯下降，而貴金屬功能材料的比重則明顯上升。根據公司公告，2009 年公司貴

品主要為“汽車尾氣淨化三效
稀土基催化劑”

金屬銷售量 95 噸，2010 年計劃銷售 100 噸。

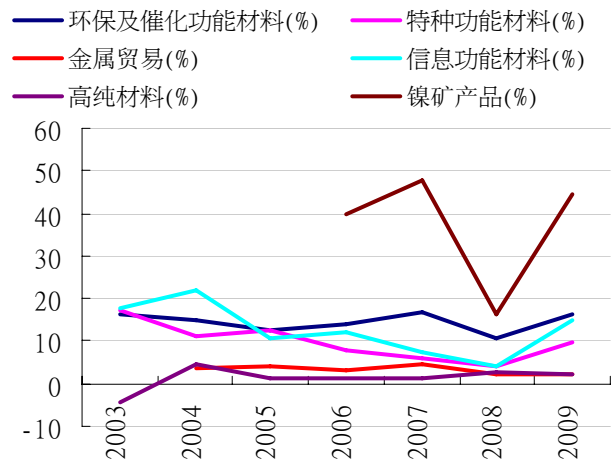
從分產品的盈利能力來看，鎳礦產品是曾經是公司毛利率最高的產品（見圖 10）。除去鎳礦，環保及其催化功能材料是公司目前毛利率最高的產品。公司自產產品均在國內銷售，出口銷售額主要來自於貿易公司出口純金、純銀等產品。

圖 9：公司收入構成分產品比重歷年變化



數據來源：公司公告，群益證券

圖 10：公司分品種歷年毛利率變化



數據來源：公司公告，群益證券

汽車產銷量的大幅增長是刺激
公司催化劑產量大幅上漲的主要
原因，目前公司生產的催化
劑主要運用在交叉型乘用車
上，已經合作的客戶有長安，
奇瑞，東風，柳汽，一汽等

目前公司的利潤主要來源於貴金屬功能材料中的環保及其催化功能材料，關鍵產品為“汽車尾氣淨化三效稀土基催化劑”——由鉑(Pt)、鈀(Pd)、銠(Rh)-稀土共同構成。

根據公司公告，2008、2009 年公司汽車尾氣淨化催化劑的銷量分別為 30、60 萬升，而設計產能為 150 萬升，產能利用率較低。2010 年一季度受銷量和價格回升雙重刺激，公司汽車尾氣催化劑產能利用率達 80%，稅前利潤創歷史最好水平，達到 1192.2 萬元。而 2009 年汽車三效催化劑實現稅前利潤 1613.22 萬元。

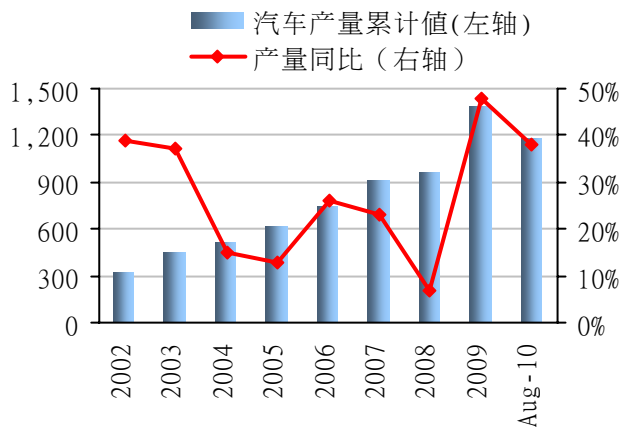
近兩年我國汽車產銷量的大幅增長，是刺激公司催化劑產量大幅上升主要原因（見圖 11）。目前公司生產的催化劑主要運用在交叉型乘用車上，已經合作的客戶多為自主品牌，如長安，奇瑞，東風，柳汽，一汽等。

據中國汽車工業協會統計，交叉乘用車最受農民歡迎，是汽車下鄉政策最大的受惠車型。2009 年交叉型乘用車總銷量達到 195.05 萬輛，比 2008 年淨增 88.69 萬輛，同比增長 83.39%。2010 年 1-7 月交叉型乘用車總銷量達到 145 萬輛，同比大增 34%。

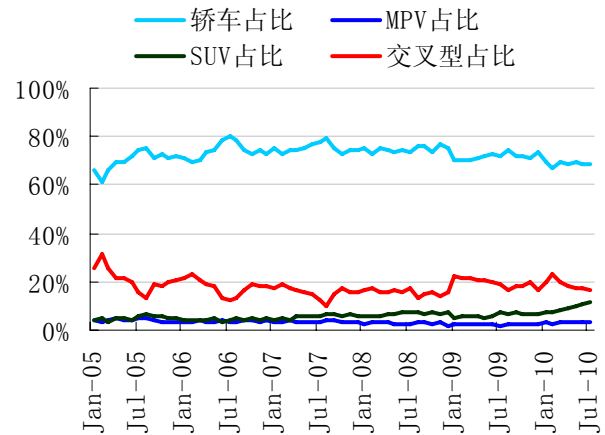
截至今年上半年，公司汽車尾氣催化劑合作客戶拓寬工作取得新進展，未來有望進軍轎車領域。據瞭解，公司的產品已經通過上汽通用五菱車型內部驗收，開始批量供貨，未來有可能運用於該廠的自主轎車品牌。與法國神龍簽也簽署了戰略合作意向，目前進展順利。轎車由於占乘用車比重高，且增速也很快（見圖 12），因此若在這一個領域取得合作進展將對公司未來盈利有很大的幫助。

圖 11：近兩年中國汽車產量快速增長 單位：萬輛

圖 12：中國商用車分車型占比（2005/01-2010/07）



數據來源：中汽協，群益證券



數據來源：中汽協，群益證券

同業“無錫威孚環保催化劑有限公司”過去3年保持較好收益，2010年上半年業績井噴

國內同業盈利增長較快

公司在國內最強有力的競爭對手——無錫威孚環保催化劑有限公司（以下簡稱“威孚環保”，威孚環保為無錫威孚高科技股份有限公司的控股子公司威孚力達之合營公司），過去3年保持較好收益，2010年上半年業績井噴，這從另一個角度驗證汽車尾氣催化劑市場後勁十足。

根據威孚高科（000581.SZ）公司公告，2009年汽車尾氣淨化器及消聲器業務收入4.24億元，毛利率16%。2007、2008年被投資企業威孚環保分別實現收益1.69億元、6906萬元；2009年威孚環保實現營業收入4.63億元，淨利潤6423萬元，淨利潤率14%；2010年上半年威孚環保實現營業收入4.38億元，淨利潤5217萬元，占去年淨利潤的81%，淨利潤率12%。

貴金屬原材料的有效、穩定供應已成為保障公司盈利實現穩定增長的關鍵要素，進行鉑族金屬二次資源的再生循環利用十分必要

擬拓展業務前景分析

由於鉑族金屬屬於稀缺金屬且是重要的戰略資源，長期來看各國將對其流通進行限制，且需求不斷增長，這將造成價格趨勢總體呈現上升。這對於利用鉑族金屬作為原材料的生產企業來說，直接購買高純貴金屬無疑難以確保採購量和規避價格大幅上漲所帶來的風險。

鉑族金屬作為公司生產的主要原材料，目前主要依靠從市場上直接購買高純貴金屬，這種採購模式給公司的業績帶來較大不確定性負面影響。因此，貴金屬原材料的有效、穩定供應已成為保障公司盈利實現穩定增長的關鍵要素。在此背景下，公司募集資金進行鉑族金屬二次資源的再生循環利用以滿足自身對原材料的需求，既是公司長期可持續發展的內在要求，也順應了整個國家對戰略礦產的未來佈局。

公司具有雄厚的科研實力，前身是我國最早開展貴金屬研究及生產的單位——中國科學院昆明貴金屬研究所。2010年，國家科技部批准公司建設“稀貴金屬綜合利用新技術國家重點實驗室”，將建成雲南省第一家企業國家重點實驗室。擁有具有自主知識產權的貴金屬冶金新技術30多項，建成了年產鉑族金屬1噸的中試生產線，具備規模化利用貴金屬二次資源的技術。目前鉑族金屬回收率已經達到98%以上，基本實現零排放。

2010年7月，公司發佈定向增發預案，擬募集資金總額不超過3.02億元（其中，

雲錫控股公司承諾以現金認購不低於本次非公開發行數量的40.72%，且認購金額不低於1.3億元），發行股份合計不超過1,513 萬股，擬用於貴金屬二次資源綜合利用產業化項目建設（見表3）。

根據公司公告，該項目計劃總投資3.02億元，建設期2.5年，投資回收期（稅後）9.55年(含建設期2.5年)。項目建成後，將以汽車尾氣失效催化劑、石油化工失效催化劑、精細化工失效催化劑、貴金屬合金廢料共四類廢料作為主要回收提取對象，形成年處理3000噸貴金屬二次資源物料（其中失效汽車催化劑1500噸，失效石化催化劑500噸、失效精細化工催化劑500噸、合金廢料500噸）的能力，達到年回收5噸貴金屬的生產規模（其中鉑1,400千克/年；鈾2,500千克/年；銻400千克/年；銱200千克/年；鈦500千克/年）。

表 3：公司近期定向增發募集資金用途

項目名稱	項目總投資（萬元）	擬投入募集資金（萬元）
貴金屬二次資源綜合利用產業化項目	30,238.18	30,238.18

數據來源：公司公告，群益證券

汽車尾氣淨化催化劑市場前景廣闊，公司盈利增長值得期待。但該股股價 8 月累計漲幅過高，短期上漲動力減弱，給以持有投資建議。

四、盈利預測及投資建議

汽車製造業需要用鉑族金屬製造催化轉化器，以保證尾氣排放達標，這一需求將隨著中國汽車產銷量的增長及環保的持續推進而不斷增長。公司作為國內少數幾家從事汽車尾氣淨化催化劑的上市公司，其發展前景十分廣闊，未來盈利增長值得期待。

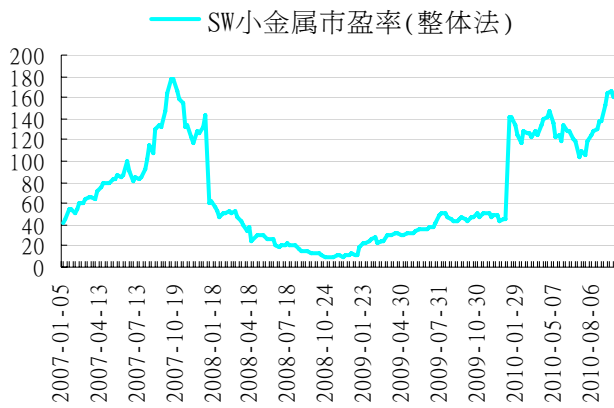
目前公司遭遇的瓶頸主要是原材料價格波動過大而影響了公司的毛利率。因此公司擬通過定向增發籌資進行鉑族金屬二次資源的再生循環利用以滿足自身對原材料的需求。一旦該項目順利建設並運營，公司的成本將逐步降低，盈利將得到大幅改善。按照目前的進度，該項目若順利建成投產，將於 2013 年下半年開始貢獻盈利。

公司上半年實現淨利潤 3445 萬元，每股收益 0.31 元，同比扭虧。我們預計公司 2010、2011 年公司將分別實現淨利潤 6332 萬元、1 億元，YoY 增長 5.9 倍和 58%，EPS 分別為 0.57 和 0.90 元。2010、2011 年 A 股 P/E 分別為 61 倍和 39 倍，P/B 分別為 7 倍和 6 倍。

對比整個小金屬板塊 P/E 和 P/B 值（見圖 13、14），該股當前估值處於中偏高，且該股股價 8 月累計漲幅過高，短期上漲動力減弱，給予持有的投資建議，目標價 40.5 元（對應 2011 年 45 倍 P/E）。

圖 13：小金屬板塊 P/E 變化圖（2007/01-2010/09）

圖 14：小金屬板塊 P/B 變化圖（2007/01-2010/09）



數據來源：Wind，群益證券



數據來源：Wind，群益證券

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

- 強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010E	2011E
營業收入	1159	1378	1093	1697	2104
經營成本	926	1271	972	1552	1887
營業稅金及附加	6	6	3	1	1
銷售費用	16	14	11	13	17
管理費用	83	59	68	39	51
財務費用	13	34	28	17	37
資產減值損失	0	121	(7)	0	0
投資收益	0	0	(14)	7	7
營業利潤	114	(126)	5	82	119
營業外收入	8	19	17	5	9
營業外支出	5	1	5	6	5
利潤總額	117	(108)	18	81	123
所得稅	6	(18)	6	12	18
少數股東損益	3	(5)	3	6	4
歸屬於母公司所有者的淨利潤	108	(85)	9	63	100

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010E	2011E
貨幣資金	195	229	156	450	330
應收賬款	88	87	80	150	171
存貨	239	189	196	244	322
流動資產合計	592	594	616	1031	1064
長期股權投資	1	1	46	48	51
固定資產	478	633	274	290	320
在建工程	106	37	4	30	80
非流動資產合計	652	751	367	383	462
資產總計	1245	1344	983	1414	1526
流動負債合計	412	465	218	512	555
非流動負債合計	203	342	162	512	555
負債合計	615	807	380	812	929
少數股東權益	31	26	26	14	18
股東權益合計	630	537	602	602	597
負債及股東權益合計	1245	1344	983	1414	1526

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010E	2011E
經營活動產生的現金流量淨額	125	(16)	(51)	(45)	50
投資活動產生的現金流量淨額	(178)	(67)	13	20	(120)
籌資活動產生的現金流量淨額	108	117	(36)	12	312
現金及現金等價物淨增加額	56	34	(74)	294	(120)

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。