

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: 40.00元

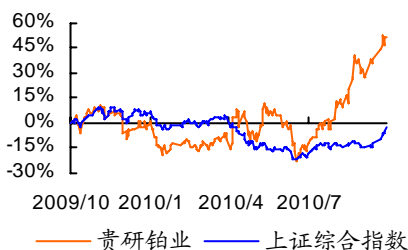
当前股价: 37.84元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2955.23
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	112
流通市值(亿)	42
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	4.99	62.68	53.18
上证综合指数	13.72	21.90	-5.59



相关报告

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 2010-8-25
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

贵研铂业

600459

强烈推荐

业绩低于预期不影响公司未来稳定快速发展的大方向

贵研铂业今日公告了3季度业绩报告,公司1-9月份实现营业收入13.66亿元,同比增长62.33%;实现归属上市公司4525万元,同比减少57.46%;实现基本EPS0.41元,低于我们此前的预期。

投资要点:

- 贵研铂业收入同比增幅较大主要是公司目前主要业务——贵金属材料及贵金属贸易业务发展迅速、产品销售及贵金属贸易都呈现良好状态。公司3季度净利润同比下降主要原因为09年同期合并了当时盈利能力较强的元江镍业,公司出售掉72%的元江镍业的股权之后,镍产品相关业务盈利同比出现显著下降。
- 公司3季度整体经营状况略逊于1、2季度,主要原因是7、8月份公司盈利能力较强的贵金属功能材料销量略有下降;整体毛利率下滑的主要有3个原因:1)公司主要原材料——贵金属价格呈现逐季度上升;2)毛利率相对较低的贵金属贸易发展迅速;3)盈利能力更强的功能材料销售量在3季度出现了调整。
- 公司单3季度经营状况出现调整不影响公司未来稳定、迅速发展的大方向。首先,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,我们依然认为,未来三年公司环境与功能材料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。其次,特种功能材料产品结构有望优化,毛利率有望逐步得到提升,盈利能力有望进一步增强。
- 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、新材料以及二次资源利用等板块估值水平,维持对公司强烈推荐的投资评级,未来6-12个月目标价为40.00元。
- 风险提示:贵金属价格大幅波动、宏观经济减速及增发项目进展低于预期。

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	473.83	53.91	36.12	23.74
P/B	7.51	6.61	5.59	4.52
EV/EBITDA	53.53	28.63	19.92	13.69

资料来源:中投证券研究所

表 1 贵研铂业 2010 年前 3 个季度经营状况(单位: 百万元)

项目(单位: 百万元)	2009	2010Q1	2010Q2	20100630	2010Q3	20100930
营业收入	1,093.48	380.12	504.26	884.38	482.55	1,366.94
减: 营业成本	972.45	338.95	465.53	804.48	449.77	1,254.25
销售毛利率(%)	11.07%	10.83%	7.68%	9.03%	6.79%	8.24%
减: 营业税金及附加	2.65	0.09	0.30	0.40	0.75	1.15
/营业收入(%)	0.24%	0.02%	0.06%	0.04%	0.16%	0.08%
减: 营业费用	11.37	3.30	3.58	6.88	3.25	10.13
/营业收入(%)	1.04%	0.87%	0.71%	0.78%	0.67%	0.74%
减: 管理费用	67.58	9.53	10.04	19.57	11.36	30.93
/营业收入(%)	6.18%	2.51%	1.99%	2.21%	2.35%	2.26%
减: 财务费用	27.66	3.76	4.60	8.36	6.27	14.63
/营业收入(%)	2.53%	0.99%	0.91%	0.95%	1.30%	1.07%
营业利润	5.29	23.55	24.23	47.79	12.87	60.66
利润总额	17.92	24.27	20.23	44.50	14.19	58.69
减: 所得税	5.76	4.34	1.88	6.22	1.97	8.19
净利润	12.17	19.93	18.35	38.28	12.22	50.50
/营业收入(%)	1.11%	5.24%	3.64%	4.33%	2.53%	3.69%
归属母公司净利润	9.12	17.45	17.01	34.47	10.79	45.25
/营业收入(%)	0.83%	4.59%	3.37%	3.90%	2.24%	3.31%
EPS	0.08	0.16	0.15	0.31	0.10	0.41

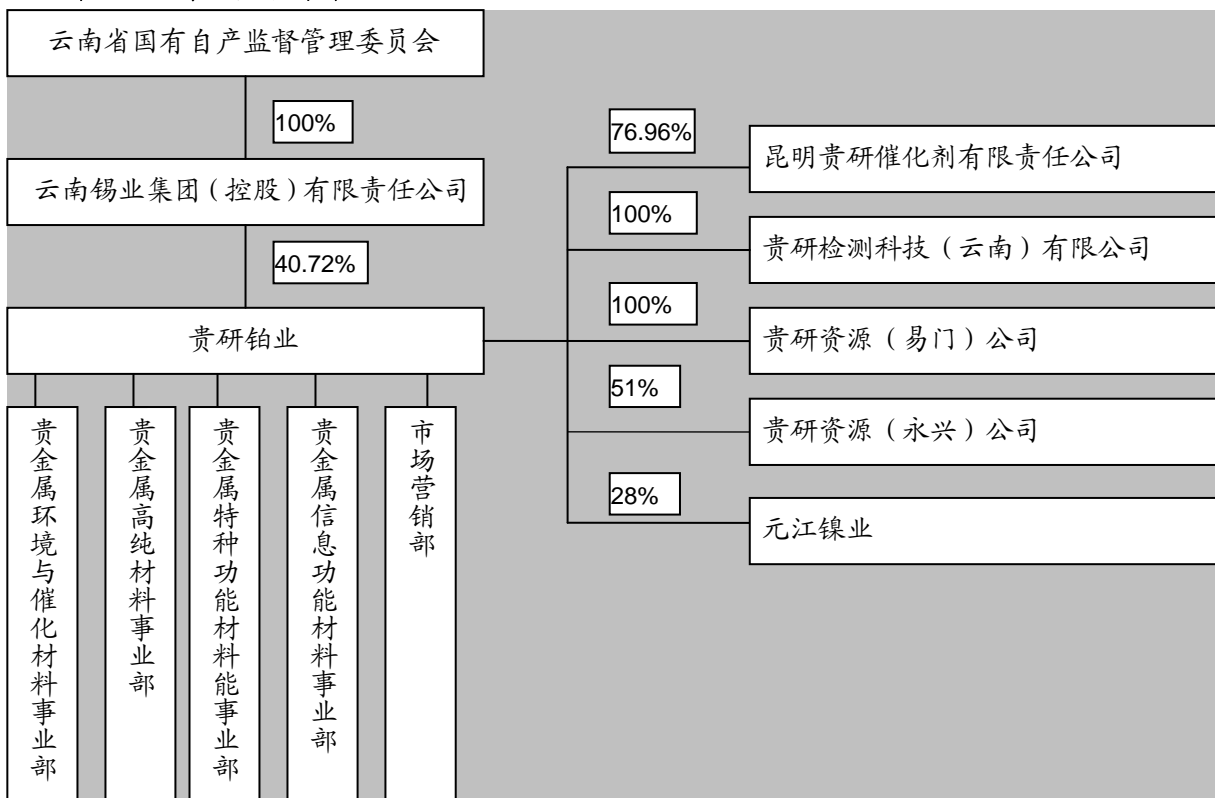
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 截止 2010 年 9 月 30 日公司贵研铂业前 10 大流通股股东持股情况(单位: 股)

股东名称(全称)	期末持有无限售条件流通股的数量
云南锡业集团(控股)有限责任公司	45,500,000
中国工商银行—广发稳健增长证券投资基金	3,600,000
云南铜业(集团)有限公司	2,176,395
新华人寿保险股份有限公司—分红—团体分红—018L—FH001 沪	1,881,563
红塔创新投资股份有限公司	1,060,000
尹自力	878,397
中国建设银行—上投摩根成长先锋股票型证券投资基金	620,229
新华人寿保险股份有限公司—分红—个人分红—018L—FH002 沪	542,000
中国有色金属工业技术开发交流中心	450,000
汪海燕	412,429

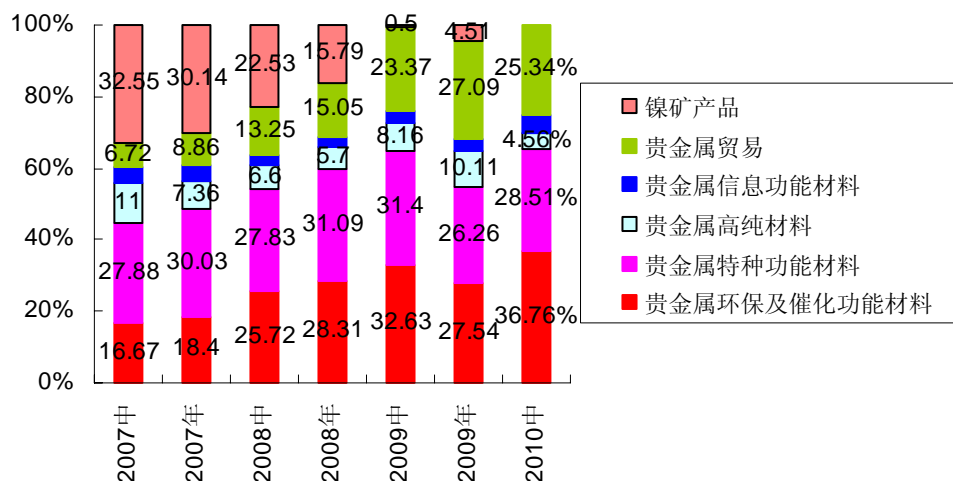
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1 公司股权结构图



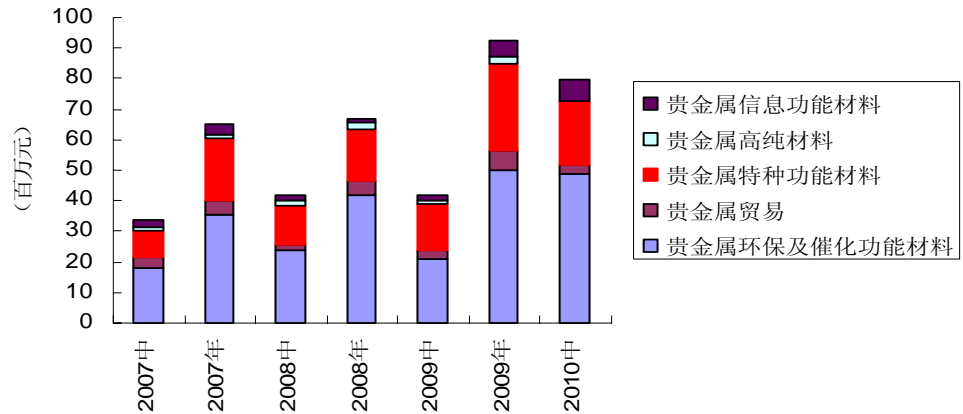
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 2007 年以来公司收入构成情况 (%)



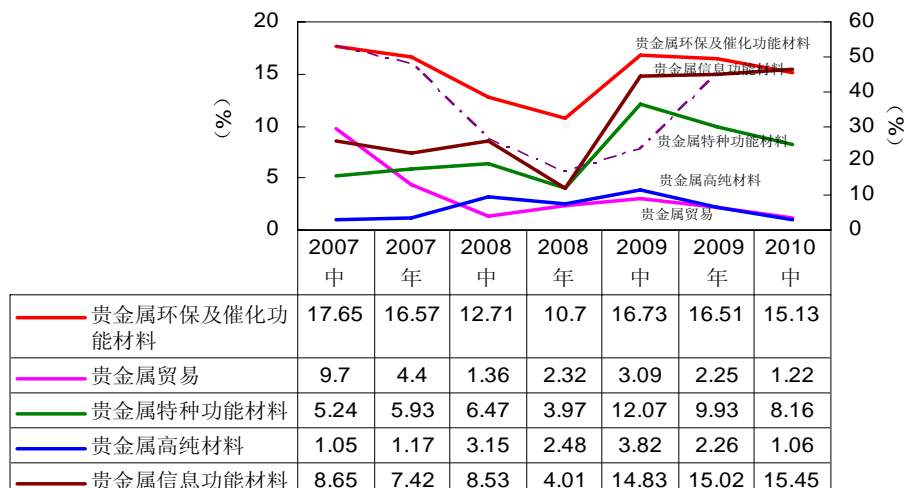
资料来源：公司资料、中投证券研究所

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
铂基金属催化网、钌基金属捕集网及织网技术	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 募集资金项目	汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化项目	环保及催化功能材料	150万升 (国3及以上标准)	9739	7000	2006 年	2722	1531	3281
	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	55 吨	4608	5646		811	806	1500
	真空电子器件及半导体器件专用贵金属钎料产业化项目	特种功能材料	46 吨	4689	5231	2007 年	603	542	993
	信息产业用厚膜电子浆料产业化项目	信息功能材料	55 吨	4568	2579		168	182	532
	氨氧化催化用铂基金属及其催化网产业化项目	特种功能材料	900 千克	4788	1975	2009 年	0	0	357
	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	150	30	60	120	150	180

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 2010 年非公开发行预案

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	
项目效果	达到年回收 5 吨贵金属的生产规模		
	其中：铂	1400 千克	
	钯	2500 千克	
	铑	400 千克	
	铱	200 千克	
	钨	500 千克	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 公司对 2010 年增发项目效益测算

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

参考的板块	证券简称	估值水平（PE）	
		2010 中报*2	预测市盈率(2010)
二次资源利用	贵研铂业	61.34	59.83
	格林美	61.34	59.83

	东方钽业	201.34	100.75
	厦门钨业	67.91	79.23
	章源钨业	117.25	80.99
	云南锗业	108.44	83.36
	云海金属	71.2	52.04
	宝钛股份	1022	178.6
	吉恩镍业	140.94	76.22
小金属、新材料板块	锡业股份	75.94	62.74
	西部材料	128.96	89.46
	博云新材	156.35	117.64
	中科三环	56.15	50.4
	宁波韵升	28.55	35.07
	金瑞科技	149.62	111.6
	赣锋锂业	134.37	126.73
	天齐锂业	164.82	132.48
	包钢稀土	93	91.22
	平均	169.80	91.78
贵金属板块	山东黄金	72.81	71.97
	紫金矿业	25.44	26.19
	恒邦股份	60.86	56.32
	平均	53.04	51.49

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				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	616	1051	1178	1477
现金	156	393	348	435
应收账款	80	134	169	214
其他应收款	46	0	0	0
预付账款	37	44	62	74
存货	196	350	428	533
其他流动资产	102	129	172	221
非流动资产	367	463	535	589
长期投资	46	31	36	34
固定资产	274	338	402	453
无形资产	38	38	38	38
其他非流动资产	9	57	60	64
资产总计	983	1514	1714	2066
流动负债	218	656	721	867
短期借款	74	400	473	578
应付账款	17	34	40	51
其他流动负债	127	221	208	238
非流动负债	162	167	166	166
长期借款	117	117	117	117
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
股本	112	126	126	126
资本公积	361	361	361	361
留存收益	104	168	288	470
归属母公司股东权益	576	654	774	956
负债和股东权益	983	1514	1714	2066

现金流量表				
单位:百万				
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

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012
营业收入	1093	1816	2281	2868
营业成本	972	1637	2035	2524
营业税金及附加	3	2	2	3
营业费用	11	18	21	23
管理费用	68	42	48	57
财务费用	28	10	16	19
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-14	0	0	0
营业利润	5	107	160	243
营业外收入	17	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	18	107	160	243
所得税	6	16	24	36
净利润	12	91	136	206
少数股东损益	3	11	16	24
归属母公司净利润	9	80	120	182
EBITDA	73	134	197	288
EPS (元)	0.08	0.64	0.95	1.45

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012
成长能力				
营业收入	-20.7%	66.0%	25.6%	25.8%
营业利润	-95.8%	1920.0	49.3%	52.1%
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	473.83	53.91	36.12	23.74
P/B	7.51	6.61	5.59	4.52
EV/EBITDA	53.53	28.63	19.92	13.69

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