

## 贵研铂业（600459）：调研纪要

未评级

### 投资要点：

- 汽车尾气催化剂项目渐入佳境
- 二次资源回收可有效解决公司的资源瓶颈

### 报告摘要：

- 凸显技术优势，回归贵金属加工领域。**考虑到公司的技术优势主要还在贵金属加工领域，公司于今年年初剥离镍业务后，重新回归到贵金属材料加工领域，回归后的公司发展规划是打造六大产业板块，即贵金属资源业务、贵金属环保及催化材料、贵金属高纯材料、贵金属特种功能材料、贵金属信息功能材料和贵金属贸易，可以概括为主攻贵金属资源，做强四大产业平台，重点发展贵金属贸易，实现营业收入达到100亿元的贵金属企业航母。
- 汽车尾气催化剂业务渐入佳境，充分受益于节能减排。**公司目前的汽车尾气催化剂产能为150万升，按照以销定产的生产模式，前三季度产量约为80万升，国内市场占有率约为8%。凭借其雄厚的科研实力，公司生产的汽车尾气催化剂除了使用贵金属外还添加了一些稀土元素，稀土的加入在产品质量达到国际标准的前提下，既降低了生产成本，又提高了催化剂的使用寿命，优势明显，成为国内唯一进入合资汽车企业的国内供应商，未来还将充分受益于节能减排政策的推广。公司未来的发展目标是实现国内市场占有率20%的目标，我们看好公司该项业务未来几年的增长前景。
- 二次资源回收项目可以有效解决公司的资源瓶颈。**由于全球贵金属一次资源相对贫乏，因此公司把贵金属资源的二次回收作为重点工作，在云南省玉溪市易门县投资3.12亿元，建设二次资源回收项目，设计产能5吨。回收途径主要是汽车尾气催化剂领域回收（2-2.5吨）、石化催化剂领域回收（0.8-1.0吨）、精细化工和制药企业回收（1.0吨）、电子元器件中的电子废料回收（0.2-0.3吨）和在中市场中直接购买废料回收。由于国内汽车尾气催化剂的更换高峰可能在2013-2014年，因此公司目前的资源回收量约为2.5-3.0吨。该项业务的收益率保守估计为13-15%，年均利润为5900万元。
- 暂未评级。**汽车尾气催化剂业务和二次资源回收业务是公司未来发展的重要引擎，符合国家提高再生资源比例和节能减排产业政策的发展方向，但业绩的释放还有待观察，暂不予以评级。

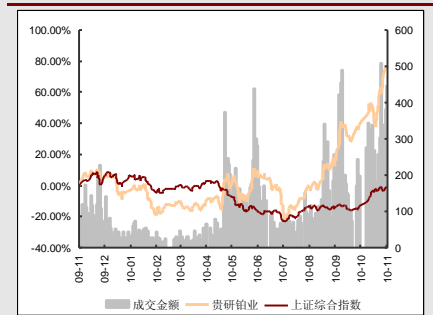
### 分析师

分析师姓名：闵丹

电话：010-88085977

Email：mindan@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本：	亿	1.12
流通股本：	亿	1.12
第一大股东	云南锡业集团有限责任公司	
第一大股东持股比例	40.72%	

数据来源：宏源证券

### 相关研究

## 一、凸显技术优势，回归贵金属加工领域

公司原以镍生产业务为主，但考虑到公司的技术优势主要还在贵金属加工领域，而不是在镍行业，特别是近几年镍价的大幅波动也给公司的生产经营造成了较多困难，为了凸显公司的技术优势和核心竞争力，公司于今年初决定将元江镍业 70%股权转让给云锡集团，转让完成后公司的主营业务重新回归到金属材料加工领域，主要涉及四块贵金属加工业务，分别是贵金属环保及催化材料、贵金属高纯材料、贵金属特种功能材料和贵金属信息功能材料。公司的核心优势在于贵金属深加工领域，这种决策符合公司的长远发展规划。

回归后的公司发展规划是打造六大产业板块，实现营业收入达到 100 亿元的贵金属企业航母。这六大板块分别是贵金属资源业务、贵金属环保及催化材料、贵金属高纯材料、贵金属特种功能材料、贵金属信息功能材料和贵金属贸易，可以概括为主攻贵金属资源，做强四大产业平台，重点发展贵金属贸易。

**主攻贵金属资源。**由于全球贵金属一次资源相对贫乏，主要集中在南非和俄罗斯，我国的贵金属资源主要以伴生矿为主。为了实现公司的长远规划，即“打造国内贵金属生产领域的航母”，作为公司 90%以上成本构成的贵金属资源就显得尤为重要。在这种背景下，公司决定走贵金属资源的二次回收战略，完善公司产业链。公司在贵金属的二次回收领域拥有 20-30 项专利，技术优势突出。“十二五”期间，公司把贵金属资源的二次回收作为重点工作，在玉溪市的易门县投资 3.12 亿元，重点建设二次资源回收项目。而 09 年 11 月在湖南郴州成立的“贵研资源”，将主要负责贵金属的贸易和检测，以配合易门的二次回收。二次回收设计产能 5 吨，有利于提高公司的资源自给率，降低生产成本。

**四大产业平台初现成效。**公司募集项目在 08-09 年相继投产后，产品主要分布在 4 大事业部对应的 4 大板块。从目前的发展情况来看环境材料事业部的汽车尾气催化剂业务渐入佳境，中期业绩增长较快；另外用于石化领域的贵金属催化剂和制药行业的贵金属化合物，以及特种功能材料事业部的焊料和钎料等，发展前景也很好。

**重点发展贵金属贸易。**贵金属贸易业务虽然毛利率很低，但对公司控制贵金属价格的波动风险具有重要的作用，这是公司重点发展该项业务的主要目的。公司所从事的贵金属加工业务的利润主要来自加工费收入，贵金属价格的短期波动对公司的盈利产生一定影响，公司通过锁定供需方来规避贵金属价格的波动，从而有效地确保公司盈利的稳定。

## 二、汽车尾气催化剂业务渐入佳境，充分受益于节能减排

汽车尾气催化剂可有效减少汽车有害气体的排放量，符合当前全球节能减排的大环境。贵金属在工业中的应用，70%以上都用在该领域，具有不可替代性。公司目前的汽车尾气催化剂产能为 150 万升，根据以销定产的生产模式，前三季度产量约为 80 万升。按平均 1 辆车需要使用 1.5 升汽车尾气催化剂计算，仅仅考虑新车的产量，预计汽车尾气催化剂的市场需求总量约为 1200 万升。公司产品的国内市场占有率仅为 8%，绝大部分的市场份额把持在国外三大汽车尾气催化剂生产企业手中，各占 20%多。如果考虑已有存量汽车的尾气催化剂的更换（更换标准是行驶 38 万公里必须更换），这个市场容量将会更大，公司未来的发展目标是提高市场占有率达到 20%，增长空间较大。

凭借其雄厚的科研实力，公司生产的汽车尾气催化剂具有不可比拟的优势，主要体现

在成本优势明显。催化剂的成本构成主要分为载体、粉体和贵金属，其中粉体由公司自己生产，是国内唯一一家可以自己生产粉体的催化剂生产公司，载体和贵金属外购，1升汽车尾气催化剂含有铂钯铑三种贵金属的总量为2-3克，预计占成本的90%左右。公司生产的汽车尾气催化剂除了使用贵金属外还添加了一些稀土元素，稀土的加入在产品质量达到国际标准的前提下，既降低了生产成本，又提高了催化剂的使用寿命，优势明显。

目前公司的下游客户主要以国产汽车生产商为主，合资品牌相对较少，只有神龙和通用的个别车型在用。很难进入合资企业的原因一个是因为合资企业的利益捆绑，使得国内生产企业很难与国外竞争对手竞争；另一个是公司市场运作和市场营销相对较差所致。但这两个原因近几年都有所改善。合资企业的利益捆绑在08-09年出现了变化，由于国内长安与奇瑞的突起，很多零部件开始国产化，有效降低了生产成本，对国外汽车生产企业产生一定冲击，于是外资和合资企业开始接触国内的零部件生产企业。另外，公司意识到自己的劣势，近几年对市场运作进行了有效调整，状况已有所改变，如配备专门的团队攻克一个车型，灵活快速的应变和反应等都大大提高了公司的市场营销效率。最为重要的是与国外生产企业相比，公司优势在于拥有国内路况和油况等的数据库，更了解汽车在国内使用的真实情况，方便对汽车催化剂的贵金属用量进行调整和设计，从而有效地节约成本；另外公司的技术和研发团队研发实力较强，可以快速适应全球技术升级的需求，很快切入外资的技术升级，效率较高。目前来看公司是国内唯一进入合资汽车企业的国内供应商，我们相信凭借其技术研发优势，以及良好的市场营销策略，未来公司在开拓新用户，提升市场占有率方面的优势突出，前景广阔，看好公司未来在该领域的增长前景。

目前来看，只要是电喷系统的汽车就必须使用汽车尾气催化剂，至于市场担心的未来电动汽车的替代效应，公司认为至少在10年内还不会被完全替代。但是考虑到未来有可能会被电动汽车所替代，所以公司也在致力于贵金属新的应用领域的探索，如太阳能电池领域、电子钎料领域、卫星、雷达以及核潜艇等军工领域，都将是贵金属未来发展的重要应用领域。

### 三、二次资源回收项目可以有效解决公司的资源瓶颈

由于全球贵金属一次资源相对贫乏，为了实现公司的长远规划，即“打造国内贵金属生产领域的航母”，公司决定走贵金属资源的二次回收战略，完善公司产业链，把贵金属资源的二次回收作为重点工作，在云南省玉溪市易门县投资3.12亿元，建设二次资源回收项目。而09年11月在湖南郴州成立的“贵研资源”，将主要负责贵金属的贸易和检测，以配合易门的二次回收。二次回收设计产能5吨，虽然占公司实际需求的贵金属量的比例很小，但可以提高公司的资源自给率，降低生产成本。回收价格根据检测品味，约为贵金属市场价格的6-8折不等。

其回收途径主要有以下5种：

(1) 汽车尾气催化剂领域回收：即来自于需要更换的汽车尾气催化剂。目前来看这种途径尚不成熟，比如汽车报废点的设立，零部件能不能单独分类，有没有准入法规和技术标准，以及4S店的检测和更换等。但其绝对是未来贵金属回收的一个重要途径。根据我国从2006年开始强制安装汽车尾气催化剂来看，8年进入报废期，预计会在2013-2014年进入大量报废期，大约有1500万辆车进入报废期，届时汽车尾气催化剂的回收将会达到高峰，预计可以回收贵金属2-2.5吨。为此公司提前布局，以便在那时抢占市场先机。

(2) 石化催化剂领域回收: 石油精炼需要使用催化剂, 且用完一个周期后要进行处理, 回收这部分催化剂提炼贵金属是公司贵金属二次回收的又一重要途径。公司已经与中石油签订了协议, 但具体模式还没确定, 预计小批量回收由公司单独做, 而大批量的回收可能考虑和中石油一起做。目前这条途径的回收量约为 0.8-1.0 吨。

(3) 精细化工和制药企业回收: 从公司下游的制药企业和精细化工企业回收, 因为本身是公司的客户, 业务非常稳定, 致使这条回收途径非常确定, 目前回收量约为 1 吨左右。

(4) 电子元器件中的电子废料回收: 很多电子元器件中都使用了贵金属, 如硬盘和漏板等, 这部分电子元器件的更换和回收也是公司二次资源回收的一条途径, 目前公司和希捷公司有回收合作, 回收量约为 0.2-0.3 吨。

(5) 市场中的废料回收: 直接在市场中购买。

综上所述, 上述 5 种途径对于贵金属的二次回收都是可行的, 只是目前个别回收途径尚不成熟, 按照上述分析可见公司目前可以实现贵金属资源的二次回收量约为 2.5-3.0 吨, 综合回收率约为 96%。要真正实现设计的 5 吨回收量还有待于 2013-2014 年, 但可以确定贵金属资源的二次回收是公司未来发展的一个重要战略, 是公司提高资源量的必然选择。该块业务的收益率保守估计为 13-15%, 年均利润为 5900 万元。



**分析师简介:**

闵丹: 宏源证券研究所有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

**宏源证券机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。