



投资评级：买入(调高)

贵研铂业(600459)

目标价:28.9 元

国六催化，铂钯有望连涨三年

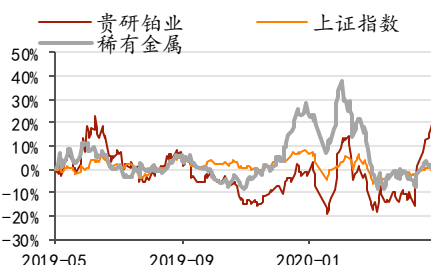
市场数据 2020-05-15

收盘价(元)	19.27
一年内最低/最高(元)	11.99/20.16
市盈率	42.1
市净率	2.30

基础数据

净资产收益率(%)	7.51
资产负债率(%)	54.6
总股本(亿股)	4.38

最近 12 月股价走势



联系信息

李帅华 分析师
SAC 证书编号: S0160518030001
lishuaihua@ctsec.com

相关报告

- 1 《贵研铂业(600459):营收增长恰逢投资收益确认,业绩超预期》 2019-08-27
- 2 《贵研铂业(600459):并购带来业绩增量,催化剂成未来重要看点》 2019-04-30

- 铂族金属有望成为下一个锂钴。国六标准将在 2020 年 7 月 1 日全面实施,大幅提振汽车尾气催化剂关键材料—铂族金属(铂钯铑)的需求,整体铂族金属用量将会在未来三年持续增长,铂钯铑单车用量将分别实现 15%、40%、50%的复合增长。经过我们的模型测算,2020-2022 年的铂钯合计缺口分别为 72.4、81.9、89.1 吨,占当年总供应的 13%、14.4%、15.2%。强烈的供需错配、刚性需求释放、寡头垄断的供应格局以及全球天量宽松背景有望使得铂族金属进入三年的涨价周期,成为下一个锂钴;
- 行业龙头受益,贵研铂业有望腾飞。贵研铂业是国内铂族金属材料行业龙头公司,核心业务涵盖贵金属资源开发、贵金属材料制造等。在行业进入高景气度周期背景下,公司受益主要体现在三点:(1)国六标准催化下,汽车尾气催化剂业务有望快速增长,包括市场需求扩大带来的毛利率提升、公司国六催化剂新项目投产的贡献;(2)铂族金属价格上涨带来资源板块的业绩提升;(3)铂族金属价格上涨带来的库存重估收益;
- 公司是市场低估的高成长公司,2015 年以来每年增长都超过 30%,2020 年 Q1 业绩同比大增 318%。优秀的公司从不吝啬释放业绩,公司归母净利润从 2015 年的 0.63 亿不断提升至 2019 年的 2.32 亿,2019 年同比增长 47.8%,2020Q1 更是提速至 318%,在新冠疫情拖累经济背景下,实属难得。公司业绩稳步增长主要得益于资源板块和尾气催化剂的贡献。我们判断,随着行业进入高景气度周期,公司业绩增长有望再上新台阶;
- 上调为“买入”评级,给予 6 个月目标价 28.9 元。公司作为铂族金属材料龙头企业,受益于国六标准实施带来的需求扩张,尾气催化剂业务进入高景气度周期;铂族金属受益于供给收缩和需求扩张共振,有望进入三年涨价周期。结合公司新投项目投产,我们预计 2020-2022 年净利润分别为 4.21/6.27/7.54 亿元,EPS 分别为 0.96/1.43/1.72 元,对应当前股价的 PE 分别为 20.0/13.5/11.2 倍。上调评级为“买入”,给予 6 个月目标价 28.9 元,对应 2020 年 PE 为 30 倍。

风险提示:政策落地不及预期,项目投产进度不及预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	17074	21355	23409	25765	27881
增长率	10.6%	25.1%	9.6%	10.1%	8.2%
归属母公司股东净利润(百万)	157	232	421	627	754
增长率	31.7%	47.8%	81.5%	48.7%	20.3%
每股收益(元)	0.36	0.53	0.96	1.43	1.72
市盈率(倍)	53.7	36.3	20.0	13.5	11.2

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 复盘十五年有色，寻找牛股基因.....	4
2、 需求端：国六标准实施带来大幅增长.....	5
2.1 尾气催化剂构成铂族金属主要需求.....	5
2.2 国六标准执行日期重新回到 7 月 1 日.....	6
2.3 三年升级周期开启铂族金属需求大幕.....	8
2.4 铂弱钯强有望改变.....	10
2.5 需求测算.....	12
2.6 全球流动性宽松造就价格大涨温床.....	13
3、 供给端—格局类似钴.....	14
4、 贵研铂业—铂族金属龙头.....	15
4.1 公司概况.....	15
4.2 优秀的成长性公司，连续五年每年增长都超过 30%.....	16
4.3 三大核心业务协同发展.....	17
4.4 贵金属特种功能材料：收购中希合金，做大贵金属功能材料业务... ..	18
4.5 贵金属前驱体材料：稳步推进项目建设，加快产业布局.....	19
4.6 机动车催化净化器：毛利率较高的贵金属产品.....	20
4.7 贵金属资源循环利用—毛利率不断提升.....	23
5、 盈利预测与评级.....	25
6、 风险提示.....	27

图表目录

图 1：驰宏锌锗 2005-2007 股价（涨幅 1350%）.....	4
图 2：广晟有色 2009-2010 股价（涨幅 1640%）.....	4
图 3：天齐锂业 2015-2018 股价（涨幅 630%）.....	4
图 4：华友钴业 2015-2018 股价（涨幅 2710%）.....	4
图 5：铂金应用结构.....	5
图 6：钯金应用结构.....	5
图 7：尾气催化器结构简图.....	6
图 8：全球轻型汽车排放法规.....	7
图 9：全球重型汽车排放法规.....	8
图 10：铂族金属与汽车销量增长情况.....	9
图 11：国六标准提高单车铂族金属用量 1g 左右.....	9
图 12：国内汽油车与柴油车产量（单位：万辆）.....	10
图 13：2000 年前后的铂钯需求对比.....	11
图 14：伦敦铂钯现货价格（单位：美元/盎司）.....	12
图 15：铂钯供需平衡情况（单位：吨）.....	12
图 16：矿产铂金供应结构.....	14
图 17：矿产铂金供应结构.....	14
图 18：钯金价格-1999 年因为俄罗斯出口暂停而大幅涨价.....	14
图 19：公司控股子公司.....	16
图 20：公司业绩-连续五年增长都超过 30%（单位：万元）.....	16
图 21：2019 各产品收入占比.....	17
图 22：2019 各产品毛利占比.....	17
图 23：贵金属产业链示意图.....	17
图 24：贵金属电接触材料.....	18

图 25: 贵金属复合材料.....	18
图 26: 贵金属特种功能材料产销量稳步提升.....	19
图 27: 工业催化剂铂化合物前驱体.....	19
图 28: 此处录入标题.....	19
图 29: 贵金属前驱体材料产销量稳步提升.....	20
图 30: 汽油机三效催化剂.....	20
图 31: 柴油机催化剂.....	20
图 32: 贵金属催化剂的工艺流程.....	21
图 33: 机动车催化净化器毛利率始终高于贵金属产品毛利率.....	21
图 34: 催化净化器营业收入和占比持续增加.....	22
图 35: 国内尾气催化剂市场.....	22
图 36: 贵金属资源循环利用业务的工艺流程.....	24
图 37: 贵金属再生资源材料的产销量和毛利率.....	24
图 38: 贵金属再生资源材料的营业收入和收入占比.....	24
表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 国三至国六排放标准.....	8
表 3: 全球排放提高铂族金属用量.....	10
表 4: 不同车型催化剂 PGM 含量.....	10
表 5: 主要经济体宽松概览.....	13
表 6: 公司发展历程.....	15
表 7: 项目主要建设内容.....	20
表 8: 项目概况.....	23
表 9: 公司分板块盈利预测.....	25

1、复盘十五年有色，寻找牛股基因

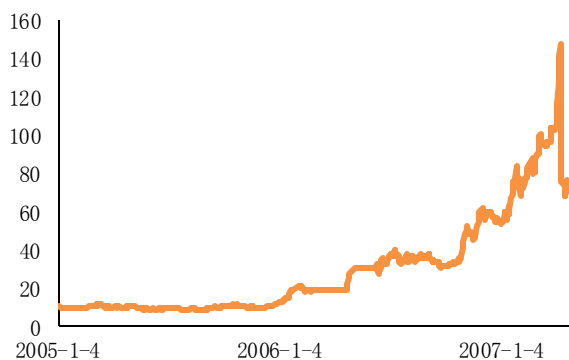
行业复盘：2005 年至今的十五年间，有色行业大放异彩大致有三个时期：

(1) 2005-2007 年：基本金属大牛市。国内经济向好，需求旺盛，全球有色金属——尤其是基本金属（铜铝铅锌锡镍）价格飞涨，创出直到如今都无法突破的历史高点。代表性公司——驰宏锌锗、云南铜业、锡业股份等，其中，驰宏锌锗期间最大涨幅 1350%；

(2) 2009-2011 年：稀土大牛市。稀土行业整合，国家空前重视稀土资源，下游需求有新能源汽车拉动的预期，现货价格暴涨超过 20 倍。代表性公司——广晟有色，包钢稀土（北方稀土），其中，广晟有色期间最大涨幅 1640%；

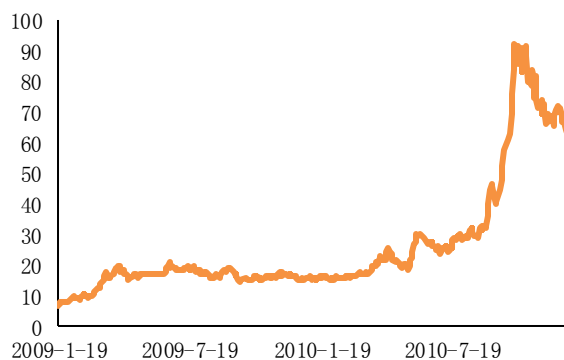
(3) 2015-2017 年：锂钴大牛市。新能源汽车产销放量，产业长期发展逻辑确定性高，上游资源供给短缺，错配严重，现货价格暴涨，电池级碳酸锂达到 17 万元/吨（目前 4.5 万元/吨），钴价达到 70 万元/吨（目前 24 万元/吨）。代表性公司——天齐锂业，华友钴业，其中华友钴业期间最大涨幅 2710%。

图 1：驰宏锌锗 2005-2007 股价（涨幅 1350%）



数据来源：wind，财通证券研究所

图 2：广晟有色 2009-2010 股价（涨幅 1640%）



数据来源：wind，财通证券研究所

图 3：天齐锂业 2015-2018 股价（涨幅 630%）

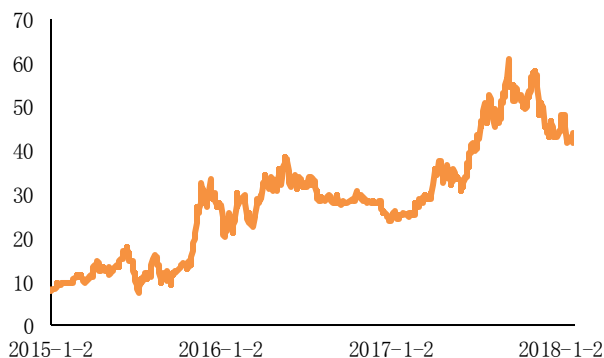
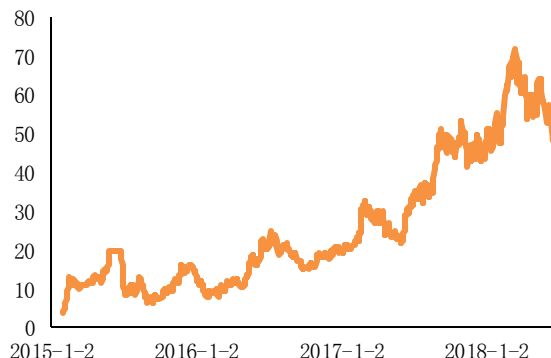


图 4：华友钴业 2015-2018 股价（涨幅 2710%）



数据来源: wind, 财通证券研究所

数据来源: wind, 财通证券研究所

我们发现,这三个时期都有惊人的相似。市场或者政策引发行业需求扩张或者供给收缩,从而带来剧烈的供需错配预期,导致现货价格暴涨,带动权益类资产上行,期间如果叠加上市公司业绩验证,行情将会得以长时间延续。

在此过程中,我们认为三点尤其关键:需求、价格、业绩。三者兼备才能造就行业大牛市。

需求:工业品看需求,如果仅仅是供给收缩带来的价格上涨,权益类资产反应一般,典型如钢铁煤炭电解铝的供给侧改革;

价格:如果所谓的供需错配并没有引发现货价格的上涨,那就说明错配并不如想象剧烈,行情同样难以持续;

业绩:这点在 2015 年之前并不明显。我们应该看到 2015 年股灾以来,市场环境逐渐发生变化,概念炒作大幅降温,市场更加注重公司业绩,也就是需求爆发、价格上涨能否在公司业绩端得到体现,比如锂钴行情之所以能够延续并且在 2019 年重新兴起,不单单是新能源汽车需求拉动,更多的是 2017 年锂钴公司业绩成功释放得到市场的一致认同。也正是有业绩加持,当年天齐锂业等龙头标的得到几乎所有市场主流机构的认可和配置,堪比今日之贵州茅台。

时至今日,下一个锂钴在哪?我们将目光转向铂族金属(Platinum Group Metals,PGMs)。铂族金属主要是指铂、钯、铑、铱、钌、铑六种金属,与金、银共同组成贵金属序列。我们发现铂族金属(主要指铂钯铑三种用量较大的品种)目前处于供给收缩,需求扩张的关键时点,行业内的龙头公司——贵研铂业业绩较好,2015 年以来,每年增长都超过 30%,其中 2020Q1,公司业绩同比大增 318%,公司已经初步具备上文所述的牛股基因。

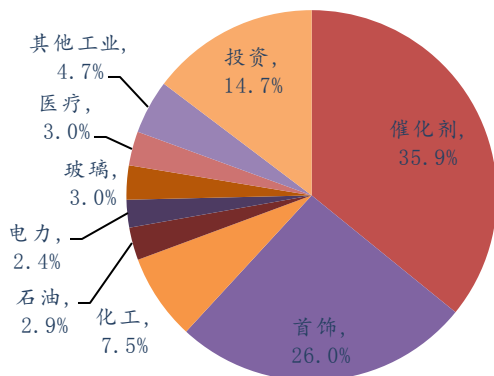
2、需求端:国六标准实施带来大幅增长

2.1 尾气催化剂构成铂族金属主要需求

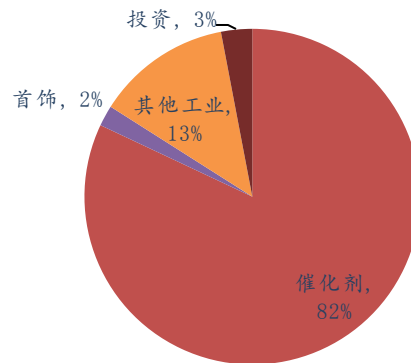
铂族金属最重要的用途之一就是用于机动车尾气的催化净化系统。金属状态的铂能以催化剂的形式加速尾气中有害成分的分解,这一技术广泛地应用于汽油车、柴油车及摩托车。其中,铂应用催化剂比例为 40%左右,钯金则是超过 80%。其中,首饰和其他工业应用基本保持稳定,能够持续增长的主要是汽车尾气催化剂领域。

图 5: 铂金应用结构

图 6: 钯金应用结构



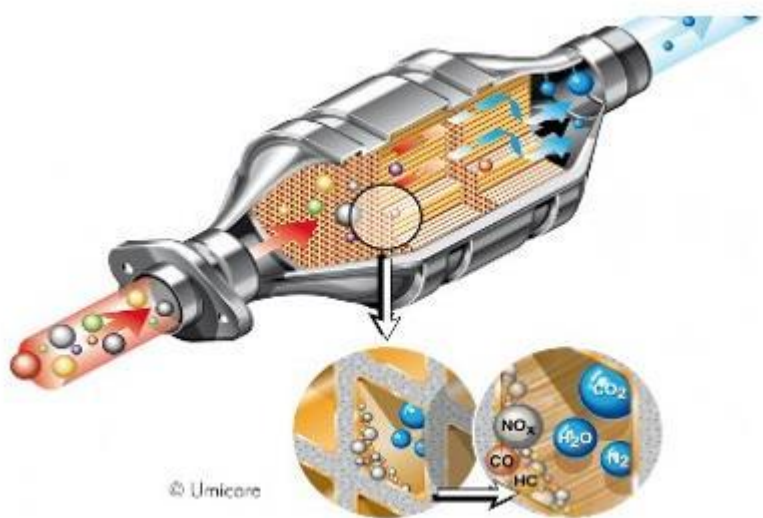
数据来源: WPIC, 财通证券研究所



数据来源: Johnson Matthey, 财通证券研究所

具体应用: 铂与其他贵金属将一起作为活性组分制成特殊的浆料, 均匀地涂敷于蜂窝陶瓷载体内, 经过高温烧结, 形成表面积巨大、微孔结构的涂层, 这种设计能让体型相对较小的催化转化器拥有尽可能大的内部表面积, 确保尾气能够在被排出之前与催化剂充分接触, 去除有害物质, 提升净化效率和使用寿命, 保护我们的环境。

图 7: 尾气催化器结构简图



数据来源: Umicore, 财通证券研究所

2.2 国六标准执行日期重新回到7月1日

所谓国六标准, 即国家第六阶段机动车污染物排放标准, 包括《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》和《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》2部分。其中,《轻型汽车污染物及测量方法(中国第六阶段)》共有国六a和国六b两个阶段, 按照计划将于2020年和2023年分别实施国六a和国六b。

2016年12月23日, 环境保护部、国家质检总局发布《轻型汽车污染物排放限

值及测量方法（中国第六阶段）》，自 2020 年 7 月 1 日起实施；

2018 年 6 月 22 日，环境保护部、国家质检总局发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，自 2019 年 7 月 1 日起实施；

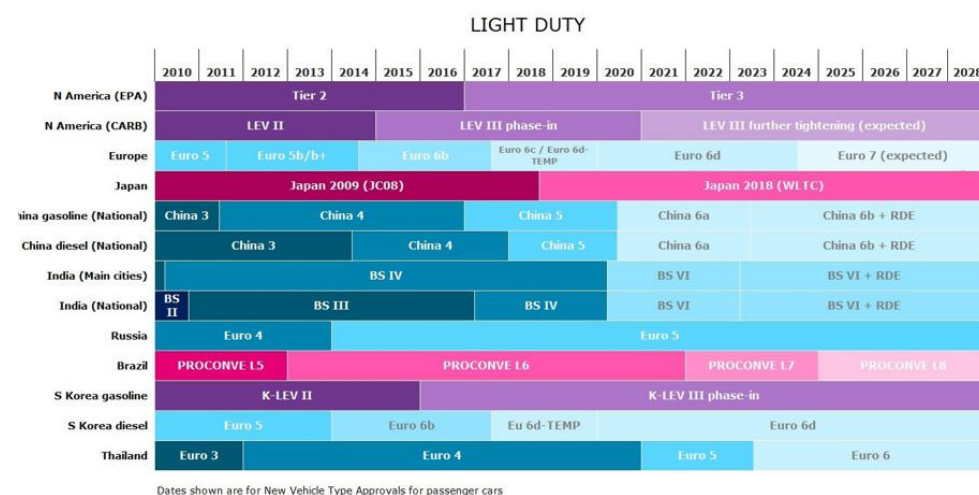
2018 年 6 月，国务院提出，2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区将提前实施国六标准，推广使用达到国六排放标准的车辆；

2020 年上半年，由于受到新冠疫情影响，国家为了稳定经济刺激消费，2020 年 4 月 29 日，国家发改委等十一部门联合发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，《通知》中指出，轻型汽车（总质量不超过 3.5 吨）国六排放标准颗粒物数量限值生产过渡期截止时间，由 2020 年 7 月 1 日前调整为 2021 年 1 月 1 日前；2020 年 7 月 1 日前生产、进口的国五排放标准轻型汽车，2021 年 1 月 1 日前允许在目前尚未实施国六排放标准的地区销售和注册登记。未经批准，各地不得提前实施国家确定的汽车排放标准；

2020 年 5 月 13 日，生态环境部等四部委联合发布《关于调整轻型汽车国六排放标准实施有关要求的公告》。公告称，为执行《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》要求，落实近期稳定和扩大汽车消费政策，自 2020 年 7 月 1 日起，全国范围实施轻型汽车国六排放标准，禁止生产国五排放标准轻型汽车，进口轻型汽车应符合国六排放标准。

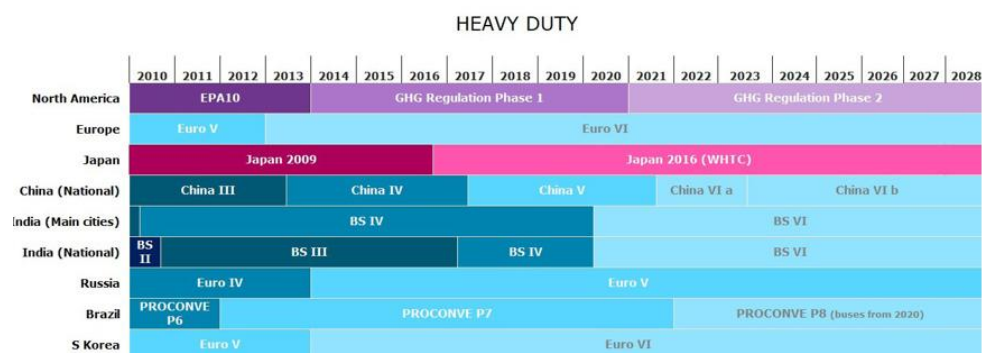
另外，在 2020 年 7 月 1 日前生产（机动车合格证上传日期）、进口（货物进口证明书签注运抵日期）的国五排放标准轻型汽车，增加 6 个月销售过渡期，并允许在 2021 年 1 月 1 日前，全国尚未实施国六排放标准的地区（辽宁、吉林、黑龙江、福建、江西、湖北、湖南、广西、贵州、云南、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆等省份全部地区，以及山西、内蒙古、四川、陕西等省份公告已实施国六排放标准以外的地区）销售、注册登记。

图 8：全球轻型汽车排放法规



数据来源：Johnson Matthey, 财通证券研究所

图 9：全球重型汽车排放法规



数据来源：Johnson Matthey, 财通证券研究所

2.3 三年升级周期开启铂族金属需求大幕

国六标准有多严格？汽油车为例，国六对污染物要求更加严苛，国六 b 阶段标准的 CO、THC、NMHC、NOX、PM 排放限值相比国五分别加严了 50%、50%、49%、42%、33%，柴油车提高的幅度更大。与其他国家相比，国五排放标准与欧五排放标准基本等同，但重型车国六融合了欧标和美标的先进之处，略严于欧洲第六阶段排放标准限值水平，与美国 Tier3 排放标准限值要求相当。

表 2：国三至国六排放标准

柴油车排放标准					
排放标准 (g/km)	国三	国四	国五	国六 a	国六 b
CO	2.1	1.5	1.5	0.7	0.5
HC	0.66	0.46	0.46	0.10	0.05
NMHC	0.78	0.55	0.55	0.068	0.035
Nox	5.0	3.5	2.0	0.06	0.035
PM	0.1	0.02	0.02	0.0045	0.003
汽油车排放标准					
排放标准 (g/km)	国三	国四	国五	国六 a	国六 b
CO	2.3	1	1	0.7	0.5
HC	0.2	0.1	0.1	0.1	0.05
NMHC	——	——	0.068	0.068	0.035
Nox	0.15	0.08	0.06	0.06	0.035
PM	0.05	0.025	0.0045	0.0045	0.003

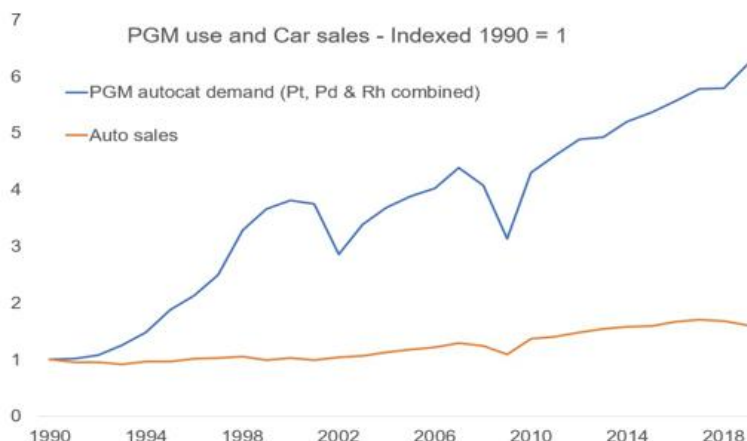
数据来源：政策文件，财通证券研究所

铂族金属是降低污染物排放的关键。降低汽车尾气排放一般有机前措施、机内措施和机后措施，但是最行之有效的就是机内措施——催化剂，其中最关键的就是催化剂中的贵金属——铂族金属（铂钯铑）。其作用就是将汽车尾气排出的一氧化碳、

碳氢化合物和氮氧化物等有害气体通过氧化和还原作用转变为二氧化碳、水和氮气，从而起到保护环境的作用。

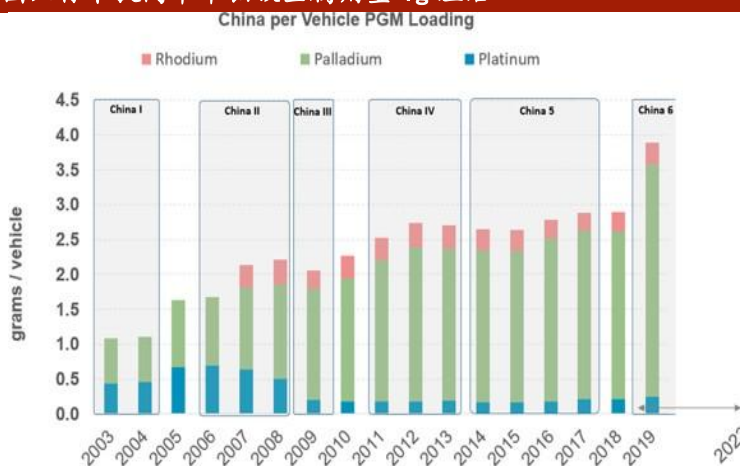
排放标准提高，铂族金属用量必然提升。观察 1990 年至今的情况，全球汽车销量增加 1.6 倍，但是铂族金属用量提高 6.2 倍，这说明排放标准不同提高所导致的单车铂族金属用量大幅提升。由于 2019 年国内部分城市地区已经开始实施国六 a 标准，钯金用量提升明显，援引 Johnson Matthey 的数据，单车铂族金属用量大概在 2019 年提升 1g (2.8—3.8)。

图 10：铂族金属与汽车销量增长情况



数据来源：OICA, LMC Automotive, Johnson Matthey, 财通证券研究所

图 11：国六标准提高单车铂族金属用量 1g 左右



数据来源：Johnson Matthey, WPIC, 财通证券研究所

三年升级周期开启铂族金属需求大幕。考虑到 2020 年 7 月 1 日，国六 a 将落地实施，2023 年实施更加严格的国六 b，催化剂将进入三年的升级周期，虽然催化剂技术需要迭代更新，但是铂族金属的用量将进入加速周期。根据 WPIC 研究数据合理推算，国五换国六 a，国六 a 换国六 b，铂钯铑单车用量将分别实现 15%，40%，50%的复合增长。

表 3：全球排放提高铂族金属用量

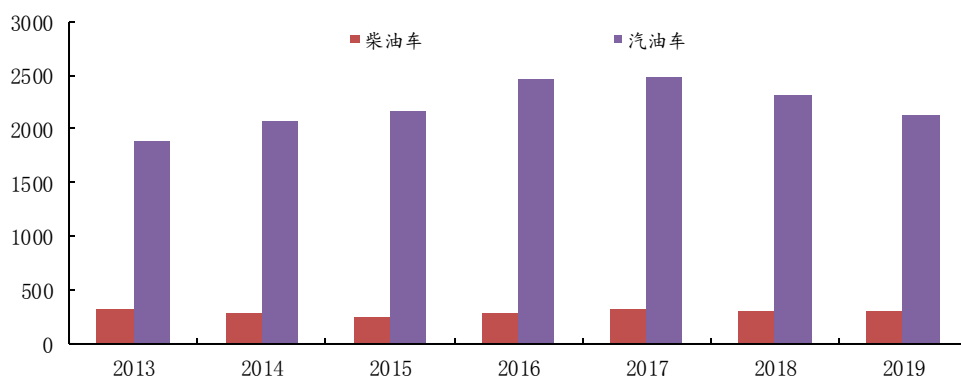
地区	排放物类型	检测措施	事件	影响
欧盟	NO _x	每辆车	60 毫克 / 公里 / (汽油) 车, 从 2017 年的实验室测试换成实际驾驶排放测试	RDE 道路排放测试: 更高铂族金属用量 (2019 年增加 17.5 万盎司钯金)
	CO ₂	车队	95 克 / 公里 / 平均每年 2020/2021	年度罚款金额 147-340 亿欧元。必须推动混动车及电动车销售以降低碳排放。
中国	NO _x , CO ₂ , HC	每辆车	中国国六排放标准 2020/2021 实施	钯金用量增加 40% 铑金用量增加 50%-100%
北美	NO _x , CO ₂ , HC	车队	2019 年在某些城市实施第三类	推高钯铑价格, 推动替换逐步增加钯金用量

数据来源: WPIC, 财通证券研究所

2.4 铂弱钯强有望改变

汽油车: 单车一般含 PGM2-5g, 国内一般在 3g 左右, 铂钯铑比例为 1:8:2。柴油车 PGM 总含量 5g 以上, 主要是铂。参考中汽协数据, 2019 年我国柴油车 295 万辆, 汽油车产量 2121 万辆, 占比 88%。

图 12：国内汽油车与柴油车产量（单位：万辆）



数据来源: 中汽协, 财通证券研究所

表 4：不同车型催化剂 PGM 含量

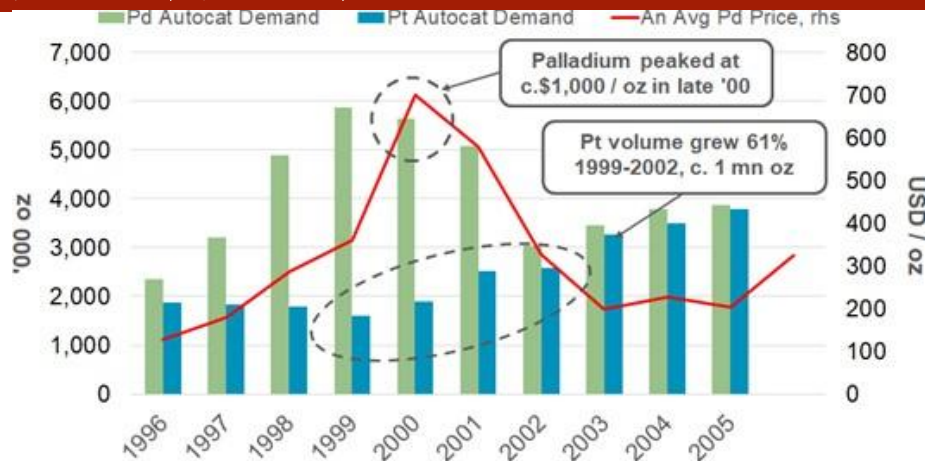
车型	编写	描述	PGM 含量
传统柴油车		配备柴油发动机的传统汽车	PGM 总含量大约 5-10g, 铂含量高, 钯含量低
传统汽油车		配备汽油发动机的传统汽车	PGM 总含量大的 2-5g, 一般铂: 钯: 铑的含量比例为 1:8:2
柴油轻度混合动力车	48V	配备 48V 电池和电动机的传统柴油车, 用以提高燃料效率, 不能单独依靠电池驱动	PGM 含量大约与传统柴油车相似 (两者内燃机体积相似)

汽油轻度混合动力车	48V	配备 48V 电池和电动机的待传统汽油车，用以提高燃料效率，不能单独依靠电池驱动	PGM 含量大约与传统汽油车相似（两者内燃机体积相似）
柴油混合动力车	HEV	配备柴油内燃机和电地，可以用电池或柴油内燃机或两者共同驱动，但是电池体积比 PHEV 小，因此仅靠电池驱动的汽车行驶里程相对较短。	PGM 含量大约与传统柴油车相似（内燃机体积相对较小）
汽油混合动力车	HEV	配备汽油内燃机和电地，可以用电池或汽油内燃机或两者共同驱动，但是电池体积比 PHEV 小，因此仅靠电池驱动的汽车行驶里程相对较短。	PGM 含量大约与传统汽油车相似，内燃机体积相对较小，但内燃机间歇式驱动，平均温度相对校低，因此 PGMs 的相对含量要提高
柴油插电式混合动力车	PHEV	类似于 HEV，单独依靠电池驱动的汽车行驶里程至少为 10 英里，可对电池进行插电式充电	PGM 含量大约与传统柴油车相似（内燃机体积相对较小）
汽油插电式混合动力车	PHEV	类似于 HEV，单独依靠电池驱动的汽车行驶里程至少为 10 英里，可对电池进行插电式充电	PGM 含量大约与传统汽油车相似，内燃机体积相时较小，但内燃机间歇式驱动，平均温度相对较低，因此 PGMs 的相时含量要提高
电池电动车	BEV	配备储电电池（电池最短充电时间 30 分钟），仅依靠电池驱动	不含 PGMs
燃料电池电动汽车	PCEV	配备燃料电池，使用氢气生电作为唯一的驱动力（补给氢气需要 5 分钟）	目前每辆车的铂含量为 30-80g 美国能源部的目标是将铂含量降低至 12.5g

数据来源：Johnson Matthey, 财通证券研究所

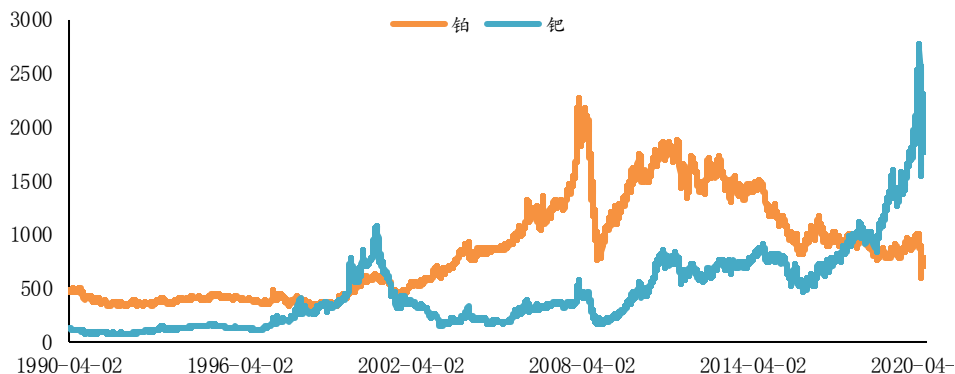
由于铂钯性质差异，铂一般用在柴油车催化剂，钯则是应用在汽油车催化剂。而汽油车远大于柴油车市场，所以钯价在过去几年不断走强，但是当两者差价拉大，将会发生替代，2000 年就发生过此类事件。当时铂价约为钯价的 70%，随后钯金需求大幅下降，铂金需求快速走高。当前，铂价仅为钯价 42%，替代动力较强。两者价差是在 2018Q4 走阔，按照行业的 18 个月周期规律，替代有望在 2020H2 发生。

图 13：2000 年前后的铂钯需求对比



数据来源: WPIC, 财通证券研究所

图 14: 伦敦铂钯现货价格 (单位: 美元/盎司)



数据来源: wind, 财通证券研究所

所以, 在国六标准实施, 铂族金属需求整体走高背景下, 铂弱钯强的结构将会改变, 因为钨难以替代, 但是我们认为铂钯应该整体看待, 需求会在两个金属品种进行合理分配, 进而体现在价格上面。

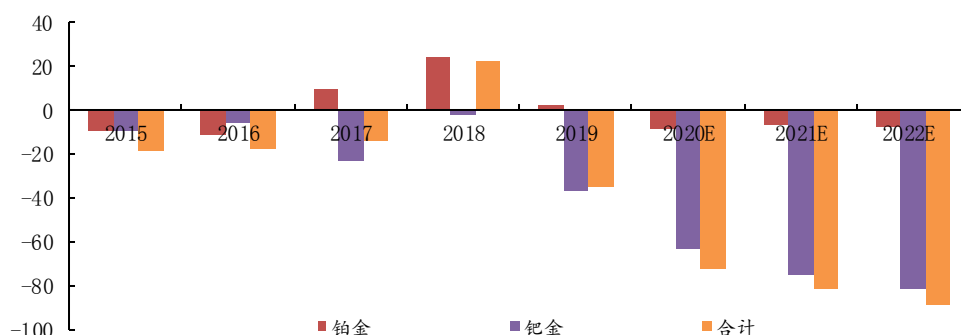
2.5 需求测算

根据前文分析以及资料数据, 合理假设:

- (1) 由于国六 b 标准严格, 国六 a 相当于过渡版本, 整体铂族金属用量将会在未来三年保持持续增长, 由于部分地区在 2019 年已经实行国六 a 标准, 所以我们假设 2020-2022 年, 年度同比转化率分别为 60%、70%、60%;
- (2) 参考 WPIC 数据, 铂钯钨单车用量将分别实现 15%、40%、50% 的复合增长;
- (3) 铂钯其他需求领域保持稳定, 增量全部有催化剂贡献;
- (4) 参考历史数据, 假设海外催化剂铂族金属保持 2% 增长;
- (5) 新冠疫情影响, 预计 2020 年汽油车产量下滑 10%, 另外受益基建对冲, 预计柴油车增长 1%; 2021-2022 年汽柴油车产量增长率分别为 10%、5%;
- (6) 2020 年铂钯开始替换, 替换率分别为 10%/20%/30%。

供需缺口加剧。经过我们的模型测算, 铂钯的需求进入加速增长期, 结合供给情况判断, 我们预计 2020-2022 年的缺口分别为 72.4、81.9、89.1 吨, 分别占当年总供应的 13%、14.4%、15.2%。

图 15: 铂钯供需平衡情况 (单位: 吨)



数据来源: WPIC, SFA, Johnson Matthey, 财通证券研究所

2.6 全球流动性宽松造就价格大涨温床

全球宽松，史无前例。新冠疫情突如其来，全球经济陷入衰退，主要经济体纷纷实行史无前例的宽松政策以对冲经济下行，一时间，流动性大水漫灌。当巨量流动性注入市场，覆水难收，风险资产价格上涨在所难免。对于铂钯这种供需矛盾突出的品种，巨量流动性更是造就价格大涨的温床。

表 5：主要经济体宽松概览

时间	事件
2020. 03. 03	澳洲联储将现金利率目标下调 25 个基点至 0.50%
2020. 03. 03	马来西亚央行将隔夜政策利率 (OPR) 下调 25 个基点至 2.50%
2020. 03. 04	阿联酋央行宣布降息 50 个基点
2020. 03. 04	沙特央行将回购利率及逆回购利率均下调 50 个基点
2020. 03. 11	英国央行下调基准利率 50 个基点至 0.25%
2020. 03. 11	冰岛央行将 7 天期存款利率降至 2.25%
2020. 03. 13	挪威央行将基准利率下调 50 个基点至 1%
2020. 03. 14	加拿大央行将关键隔夜利率降低 50 个基点至 0.75%
2020. 03. 16	美联储降息至 0
2020. 03. 16	新西兰联储降息 75 个基点，并开展大规模购债
2020. 03. 16	菲律宾央行宣布降息 25 个基点
2020. 03. 16	韩国央行降息 50 个基点至 0.75%
2020. 03. 16	中国香港基准利率下调至 0.86%
2020. 03. 19	台湾地区降息 0.25 个百分点至 1.125%
2020. 03. 19	南非央行将基准利率大幅下调 100 个基点至 5.25%
2020. 03. 19	英国央行再次降息 15 个基点，下调基准利率至 0.1%，并将债券购买计划规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑
2020. 03. 19	澳洲联储将基准利率下调 25 个基点至 0.25%，并启动 QE
2020. 03. 19	印尼央行将基准七天期逆回购利率下调 25 个基点至 4.5%，将借贷便利利率下调 25 个基点至 5.25%
2020. 03. 20	挪威央行降息 75 个基点至 0.25%
2020. 03. 20	泰国央行降息 25 个基点至 0.75%

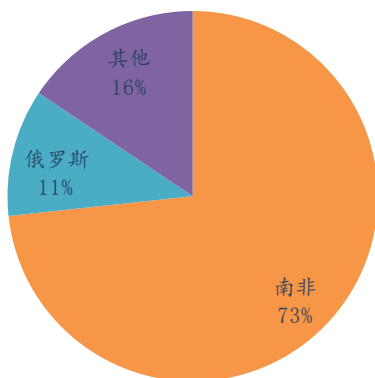
2020.03.20	罗马尼亚央行降息至 2%
2020.03.21	墨西哥央行下调基准利率 0.5 个百分点至 6.5%
2020.03.23	肯尼亚央行降息 100 个基点至 7.25%
2020.03.24	刚果民主共和国央行降息 150 个基点至 7.5%
2020.03.24	莱索托央行降息 100 个基点
2020.03.24	阿尔巴尼亚央行降息至 0.5%

数据来源: wind, 财通证券研究所

3、供给端—格局类似钴

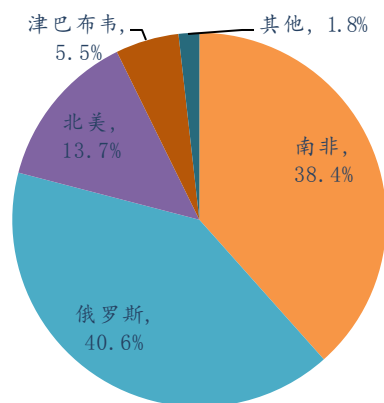
铂族金属产地集中在南非俄罗斯等地，格局类似钴。铂族金属资源主要分布在南非、俄罗斯、北美和津巴布韦。铂金矿主要集中于南非布什维尔德矿区 (Bushveld Complex)，2019 年南非矿山的铂供应量高达 73%，俄罗斯的铂供应量为 11%。钯金矿则主要集中在俄罗斯的诺里尔斯克 (Noril'sk Talnakh) 和南非北部的布什维尔德矿区，2019 年产量分别占据 40.6% 和 38.4%，其余产量主要分布在津巴布韦的大堤矿床 (Great Dyke)、加拿大萨德伯里 (Sudbury Complex) 和安大略省的 Lac des Îles 矿床以及蒙大拿州的 Stillwater 矿床。

图 16：矿产铂金供应结构



数据来源: SFA, 财通证券研究所

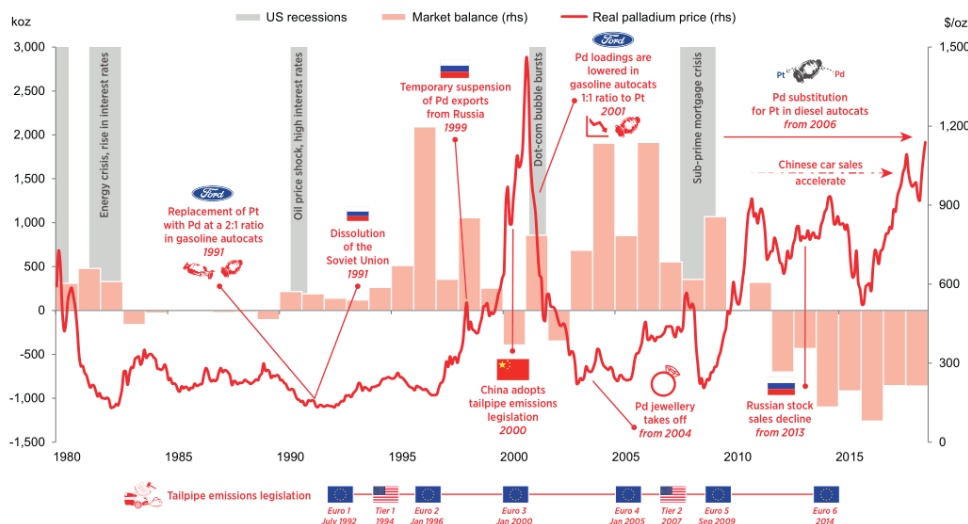
图 17：矿产铂供应结构



数据来源: Johnson Matthey, 财通证券研究所

产地集中，供应干扰易引发涨价。1999 年，俄罗斯出口暂停，进而导致钯金大幅涨价，当年涨幅超过 200%。2020 年以来，新冠疫情导致南部非洲运输受限，南非宣布封国，三菱商社曾预计，南非此举有望影响铂金 7% 产量，叠加之前的英美铂业旗下 ACP 工厂爆炸停产事件，我们预计综合产量干扰将超过 10%。如果新冠疫情持续影响供应，在下半年需求恢复情况下，短期严重的供需错配将成为此次铂族金属涨价的导火索。

图 18：钯金价格-1999 年因为俄罗斯出口暂停而大幅涨价



数据来源：SFA，财通证券研究所

4、贵研铂业-铂族金属龙头

4.1 公司概况

产业链一体化经营。公司成立于 2000 年，由昆明贵金属研究所发起设立，是集贵金属系列功能材料研究、开发和生产经营于一体的高新技术企业，也是国内唯一在贵金属材料领域拥有系列核心技术和完整创新体系、集产学研为一体的上市公司，于 2003 年在上海证券交易所上市。贵研铂业以市场为导向，发挥贵金属新材料、贵金属资源循环利用和贵金属供给服务三大板块相互支撑、协同发展的综合优势。业务领域涵盖了贵金属合金材料、化学品、电子浆料、汽车催化剂、工业催化剂、金银及铂族金属二次资源循环利用、贵金属商务贸易和分析检测，生产各类产品涵盖 390 多个品种、4000 余种规格，产品广泛应用于汽车、电子信息、国防工业、新能源、石油、化学化工、生物医药、建材、环境保护等行业。展望未来，产业链一体化经营优势将助力公司业务迈向新台阶。

表 6：公司发展历程

时间	大事记
2000	公司成立
2001	控股子公司-昆明贵研催化剂有限公司成立
2003	贵研铂业上市
2011	定向增发 2.9 亿，做大贵金属二次资源回收
2016	公司营收突破百亿；公司控股股东-云南省贵金属新材料控股集团有限公司成立
2017	收购中希合金 60% 股权，做大贵金属功能材料业务
2019	收购永兴检测公司 51% 股权
2020	“贵金属催化前驱体材料产业化项目”计划试生产

数据来源：公司公告，财通证券研究所

子公司业务情况。截至 2019 年底，纳入公司合并财务报表范围的子公司共 9 户。

其中，易门资源主要从事贵金属资源冶炼技术的开发、应用和贵金属二次资源（废料）的收购、来料加工；贵研金属和贵研国贸主要从事贵金属贸易业务；贵研检测和永兴检测主要从事贵金属和有色金属的分析检测；贵研催化公司主要从事贵金属催化剂及其中间产品、工业废气净化器的研究、开发、生产、销售以及机动车尾气净化催化剂及净化器的生产、销售；贵研工业催化剂主要从事贵金属催化剂及其中间产品的研发与销售；贵研中希主要从事电工合金功能材料、电接触材料及元器件的研究、开发、生产和销售；永兴资源从事有色金属产品的加工和销售。

图 19：公司控股子公司

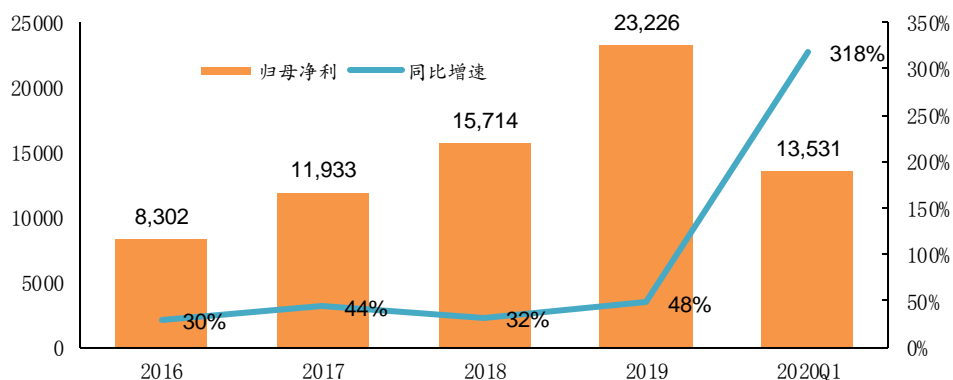


数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 优秀的成长性公司，连续五年每年增长都超过 30%

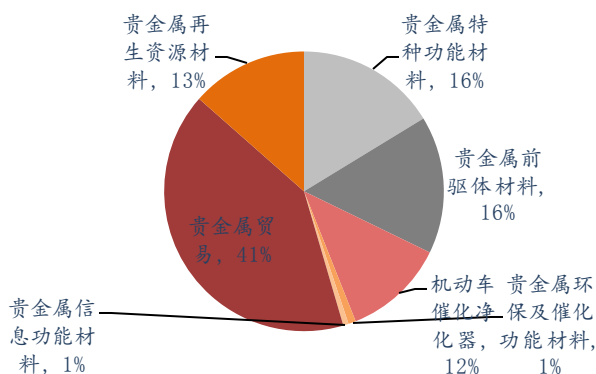
连续五年，每年增长都超过 30%，2020Q1 同比大增 318%。2015 年以来，公司归母净利润稳步提升，从 2015 年的 0.63 亿提升至 2019 年的 2.32 亿，2019 年的归母净利润更是同比增加 47.8%，主要得益于产品销售规模增加以及贵金属价格的上升。其中，2019 年贵金属再生资源材料收入占比为 13%，但是能贡献 23%的毛利；贵金属产品板块中的机动车催化净化器以 12%的收入占比贡献了 21%的毛利，其毛利率达到 6.44，展示了其高附加值。2020Q1 业绩亮眼，归母净利润达到 1.35 亿元，同比大增 318%，主要是尾气催化剂业务和二次资源板块盈利提升所致。

图 20：公司业绩-连续五年增长都超过 30%（单位：万元）



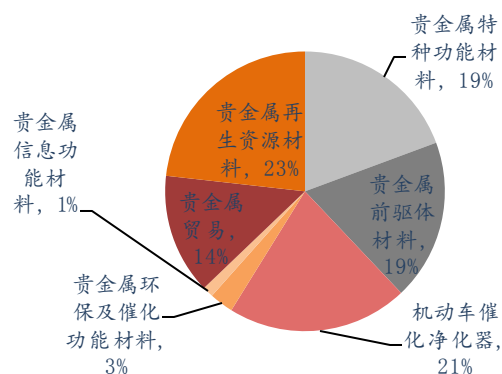
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 21: 2019 各产品收入占比



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图 22: 2019 各产品毛利占比



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

4.3 三大核心业务协同发展

深耕三大核心业务，积极发挥产业链一体化经营优势。公司核心业务板块主要有三个：贵金属新材料制造、贵金属资源循环利用、贵金属供给服务，公司拥有完整的贵金属产业链体系，能够在贵金属产业链条上为客户提供从贵金属原料供给到新材料制造和资源回收的闭环式解决方案。公司以贵金属新材料制造为起点，为客户提供优质的贵金属产品，并通过与下游客户建立良好的合作关系，依托公司的商业网络，回收下游客户的贵金属产品废料；贵金属再生资源回收和贵金属商务贸易可为贵金属新材料制造提供原材料；同时，贵金属商务贸易又能及时反馈贵金属资源的市场信息，为公司的生产经营提供决策依据。三大核心业务系统发展使公司在市场竞争中具有明显综合优势。

图 23: 贵金属产业链示意图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.4 贵金属特种功能材料：收购中希合金，做大贵金属功能材料业务

贵金属特种功能材料：指贵金属合金材料，主要产品有电接触材料、钎焊材料、测温材料、复合材料、催化网材料、精密合金材料、键合材料、蒸发材料等系列品种，广泛应用于国防工业、电子信息、化工建材、冶金等行业。

图 24：贵金属电接触材料



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 25：贵金属复合材料



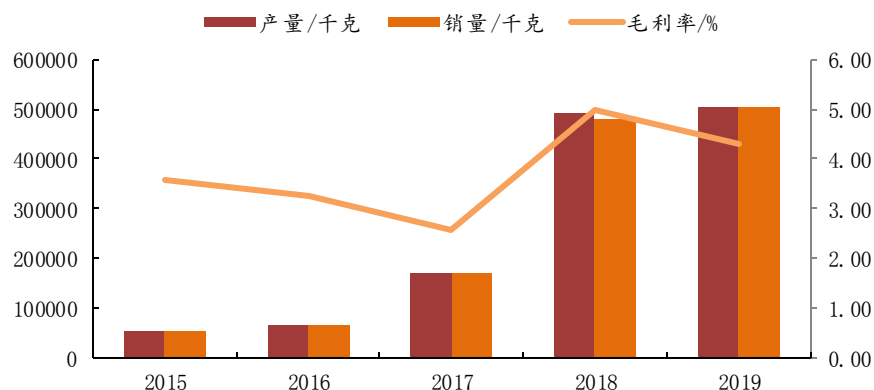
数据来源：公司官网，财通证券研究所

收购中希合金，做大贵金属功能材料业务。中希合金是一家集科研、生产、销售于一体的电接触材料龙头企业，在贵/廉金属复合带材、银丝材、电触头材料、精密冲制触头元件方面拥有行业内尖端人才和先进技术，主要服务于施耐德、ABB、LG、西门子等全球知名企业，拥有优质的客户资源。2017 年，公司以 1.62 亿元收购中希合金 60% 股权，双方在产品、市场等方面形成价值协同和优势互补效应，进一步推进公司产业链延伸，大幅提升了公司贵金属功能材料在电接触材料领域的市场竞争力，对公司进一步做大贵金属功能材料业务具有积极作用。

产销量持续增加，毛利率保持稳定水平。2015 年以来，贵金属特种功能材料产销量增长迅速，毛利率虽小幅波动，但基本维持在 3%-5% 的水平。其中 2018 年，贵金属特种功能材料生产量较上年同期增长 187.18%，销售量较上年同期增长

179.58%，主要原因是 2017 年收购中希合金 60%股权导致贵研中希公司于 2018 年纳入合并范围。2018 年毛利水平由 2.57%增加至 5%，也是由于贵研中希铆钉、复合带材、丝材等产品毛利率较高。随着公司收购中希合金，产品业务形成互补，产业链不断扩展，可以预计，特种功能材料产销量将继续稳步提升。

图 26：贵金属特种功能材料产销量稳步提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.5 贵金属前驱体材料：稳步推进项目建设，加快产业布局

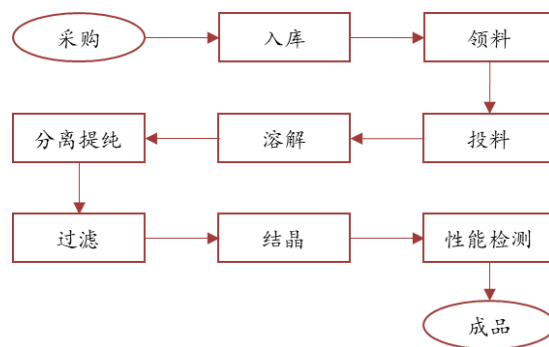
贵金属前驱体材料：指贵金属化学制品、贵金属化合物，主要产品有贵金属盐类、贵金属配合物、贵金属均相催化剂等，主要用于石油化工、精细化工、煤化工、化学制药等行业直接作为催化剂或制备催化剂的前驱材料，是贵金属电镀行业和抗癌药物的重要原料。

图 27：工业催化剂铂化合物前驱体



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 28：此处录入标题



数据来源：公司公告，财通证券研究所

全力推进贵金属前驱体材料产业化项目建设，加快产业布局。2018 年，公司投资建设“贵金属前驱体材料产业化项目”，以贵金属前驱体材料为主要产业化内容，把现有分散的研究成果进行整合，建设形成五大系列产品、五个制备单元、两个中心、一个生产基地的示范性项目，项目建设周期为 2 年，且预计项目建设达产后，贵金属前驱体材料系列产品将达到年产 299 吨，年销售额 26.82 亿元。

2018 年底，钨钼催化剂完成了 1 吨/年生产线建设，实现了批量生产，多品种、小批量研发能力项目研发设备安装调试完成。2019 年底，公司已完成基础设施和主体结构建设，计划 2020 年进行试生产。2020 年，公司拟新设全资子公司贵研化学材料有限公司，并将项目实施主体变更为子公司。

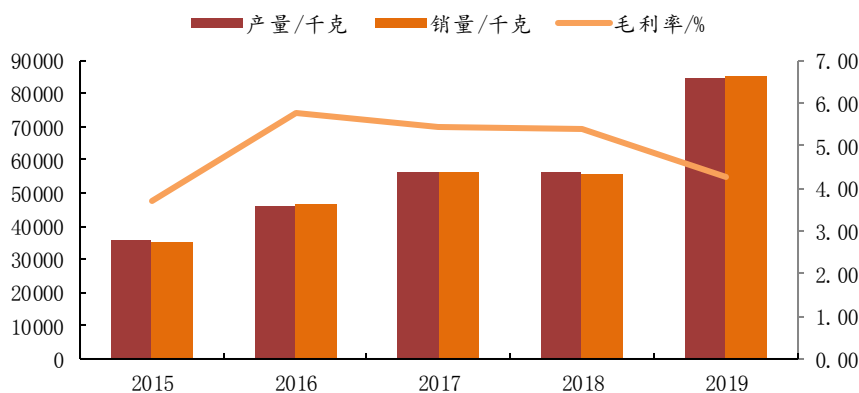
表 7：项目主要建设内容

五大系列产品	贵金属铂、钯、铑、铈、钨系列贵金属前驱体材料等五大系列产品
五个制备单元	贵金属溶解单元、前驱体材料合成单元、前驱体材料提纯净化单元、前驱体材料干燥单元、前驱体材料包装单元
两个中心	贵金属前驱体材料研发中心、贵金属前驱体材料分析与测试中心
一个生产基地示范项目	建成贵金属前驱体材料生产基地

数据来源：公司公告，财通证券研究所

销售规模增加，毛利率较稳定。自 2015 年以来，贵金属前驱体材料产销量稳步提升，前驱体销售规模增加，尤其是钯化合物及化学品溶液产品销量增加。毛利率虽有波动，但基本维持在 5%-5.5% 的毛利水平，总体毛利率较稳定。其中，2016 年，前驱体电镀盐类产品销量增加且其毛利率较高，因而提升了贵金属前驱体材料的总体毛利率。

图 29：贵金属前驱体材料产销量稳步提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.6 机动车催化净化器：毛利率较高的贵金属产品

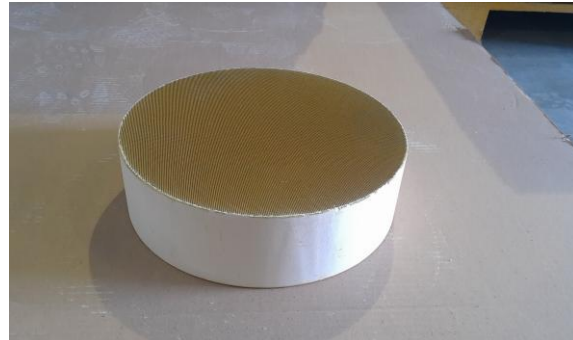
机动车催化净化器：指机动车尾气净化催化剂或装置，主要产品有含贵金属或不含贵金属的催化剂、净化器、捕集器等。主要用于净化柴油车、燃气车、汽油车、摩托车、混合动力车等机动车尾气中的有害气体或颗粒物。

图 30：汽油机三效催化剂

图 31：柴油机催化剂

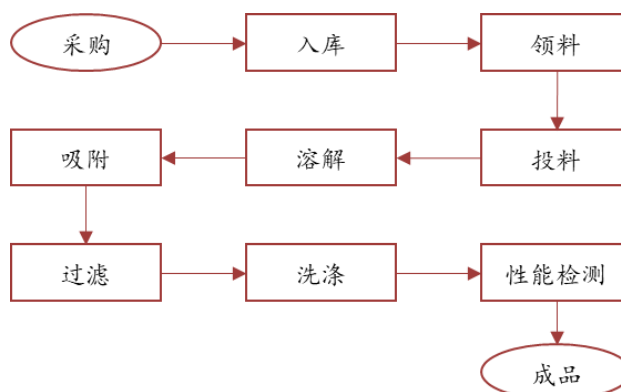


数据来源：公司官网，财通证券研究所



数据来源：公司官网，财通证券研究所

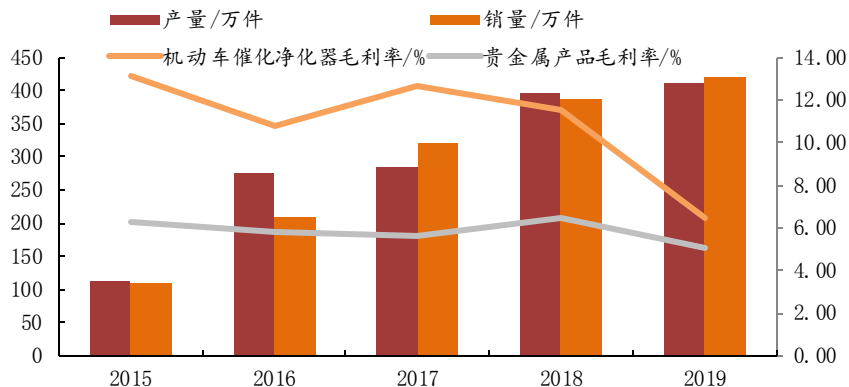
图 32：贵金属催化剂的工艺流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

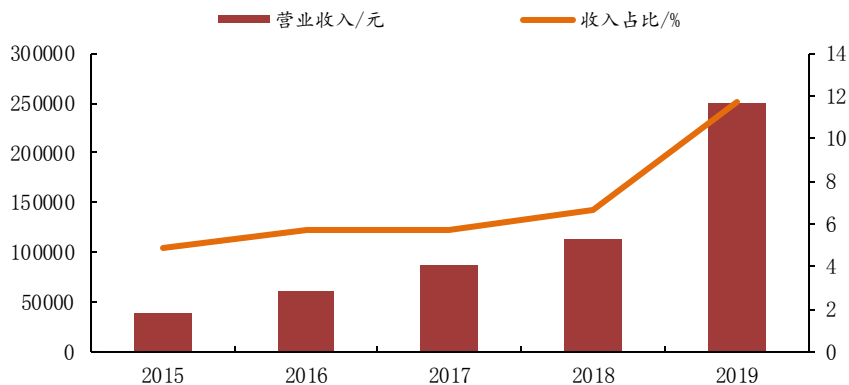
机动车催化净化器是贵金属产品中毛利率较高的产品。自 2015 年起，机动车催化净化器的产销量和营业收入稳步提升，产品收入占比不断提升，毛利水平始终高于贵金属产品的总体毛利率水平。2019 年，营业收入同期增长 122.53%，毛利率减少 5.13%，主要是因为国六标准汽车催化剂实现批量稳定供货导致机动车催化剂营收大幅增长，但贵金属价格上涨又导致成本上升。机动车催化净化器产销量持续增加，主要原因是开拓了机动车催化剂新市场，市场拓展效果显著，导致汽油机和柴油机催化剂销售规模扩大。

图 33：机动车催化净化器毛利率始终高于贵金属产品毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 34：催化净化器营业收入和占比持续增加

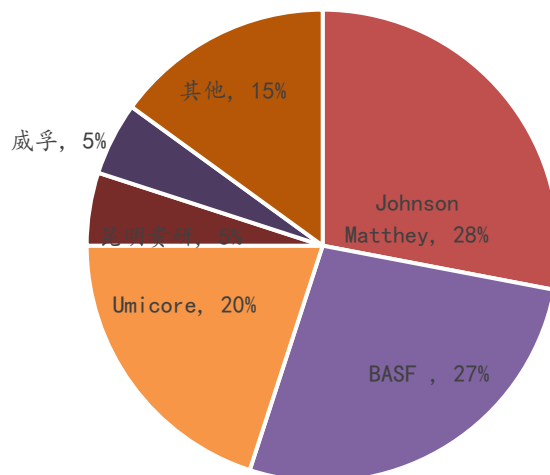


数据来源：公司公告，财通证券研究所

国六升级改造，提升现有生产能力，支撑未来发展需要。2001 年，贵研铂业合资设立控股子公司-昆明贵研催化剂有限责任公司，贵研催化主要从事机动车催化剂的研发、生产和销售。2013 年，配股募集 8 亿资金用于“国Ⅳ、国Ⅴ机动车催化剂产业升级建设项目”和补充营运资金。2019 年，贵研催化为满足国六催化剂产品技术升级要求，投资建设“机动车催化剂生产线国六升级改造项目”，在原有 1 号生产线的基础上，建成满足国六 TWC、CGPF、DOC 等产品的全自动化生产线，提升现有生产能力。项目建设周期为 1 年，且项目建成后，国六催化剂生产线将新增 215 万/件，预计 2020 年 12 月投产。该项目将进一步扩大国六机动车催化剂产品的产能规模，增强公司在机动车催化剂市场的影响力和竞争力。

行业寡头垄断，国产替代空间广阔。国内汽车尾气催化剂市场基本是庄信万丰、巴斯夫，优美科三家外资企业主导，占据 75% 市场份额，呈现寡头垄断格局；本土企业只占 25%，主要企业有无锡威孚，贵研铂业等。

图 35：国内尾气催化剂市场



数据来源：前瞻研究，财通证券研究所

4.7 贵金属资源循环利用-毛利率不断提升

公司开展贵金属资源循环利用业务，主要是依托公司贵金属下游广泛的客户资源优势 and 领先的技术研发优势，逐步向产业链上游延伸，进而拓展贵金属原料资源。贵金属二次资源的废料主要来源于失效汽车催化剂市场、失效石油化工催化剂市场、失效精细化工催化剂市场、电子合金废料市场等领域。在贵金属资源循环利用业务中，分为来料加工和买断加工两种模式：来料加工模式即对客户提供的贵金属废料中的贵金属进行提取，将贵金属交付给客户，赚取加工费，不受贵金属价格波动的影响；买断加工模式是公司购入贵金属废料，经过提取得到高纯度贵金属，然后自己使用或进行对外销售。

积极实施资源战略，大力发展贵金属二次资源回收利用业务板块。2010 年，公司设立子公司贵研资源(易门)公司和贵研资源(永兴)公司，大力发展贵金属资源回收业务，其中易门资源主要回收铂族元素，永兴资源主要回收银。次年，公司定增募资 2.91 亿元，用于贵金属二次资源综合利用产业化项目，该项目可提高贵金属的二次资源回收利用率，有效延伸公司贵金属产业链，加强贵金属原材料保障，增强公司核心竞争力。项目以贵研资源(易门)有限公司为实施主体，建设期为 2.5 年。2015 年，项目全面完成建设任务并竣工验收，可以达到年处理 3000 吨贵金属二次资源物料，达到年回收 5 吨贵金属的生产规模。

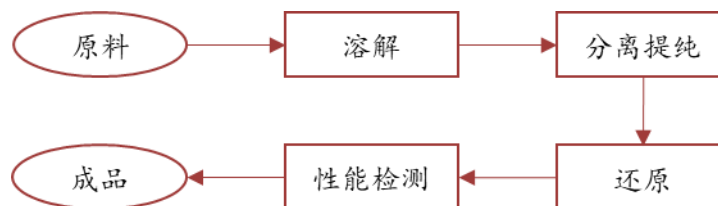
表 8：项目概况

年处理 3000 吨贵金属二次资源物料	年回收 5 吨贵金属
失效汽车催化剂 1500 吨/年	铂 1400 千克/年
失效石化催化剂 500 吨/年	钯 2500 千克/年
失效精细化工催化剂 500 吨/年	铑 400 千克/年
合金废料 500 吨/年	铱 200 千克/年
	钇 500 千克/年

数据来源：公司公告，财通证券研究所

贵金属再生资源材料：指从贵金属废料中综合回收利用的贵金属材料，主要有贵金属原料、贵金属高纯材料等，主要用于高纯贵金属原料、电子用靶材、光谱分析用贵金属基体等。

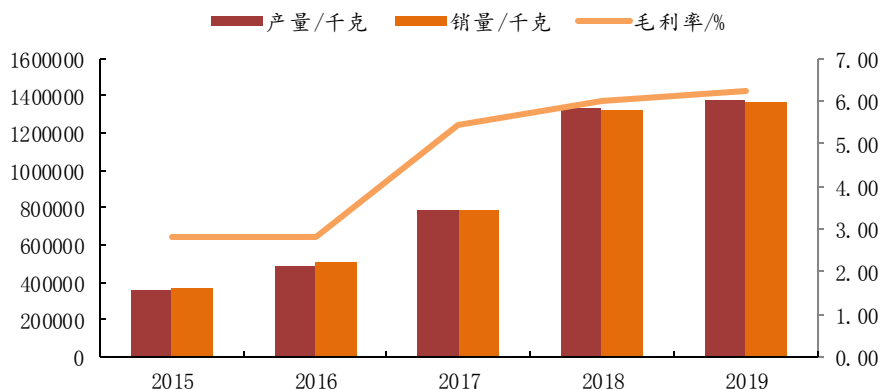
图 36：贵金属资源循环利用业务的工艺流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

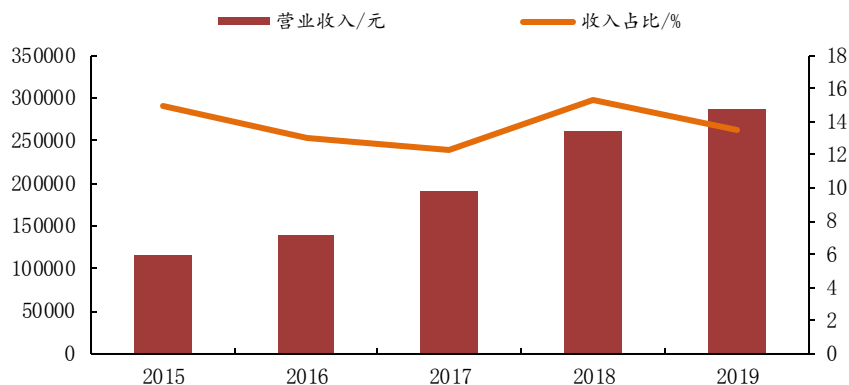
贵金属再生资源材料产销齐升，毛利率稳步提高。自 2015 年起，贵金属再生资源材料的产销量持续增加，营业收入稳步提升，毛利水平由 2015 年的 2.83% 提高至 2019 年的 6.25%，产品收入占比始终维持在 13%-15% 的水平。其中，2018 年，贵金属再生资源材料营业收入较上年同期增长 37.48%，销量同比增长 68.67%，主要是由于拓展永兴白银市场导致白银的回收业务规模扩大。

图 37：贵金属再生资源材料的产销量和毛利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 38：贵金属再生资源材料的营业收入和收入占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

5、盈利预测与评级

我们认为公司未来业绩增长主要来自五点：

(1) 国六标准催化下，汽车尾气催化剂业务有望快速增长，包括市场需求扩大带来的毛利率提升、国六催化剂项目投产的贡献；

(2) 铂族金属价格上涨带来资源板块的业绩提升；

(3) 铂族金属价格上涨带来库存重估。截止 2020Q1，公司存货达到 32 亿元其中 70%为原材料和在产品，如果未来金属价格大涨，库存重估有望大幅提升公司业绩；

(4) 贵金属前驱体项目的投产贡献；

(5) 行业景气度提升带来贵金属材料板块毛利率的提升。

上调为“买入”评级，给予 6 个月目标价 28.9 元。公司作为铂族贵金属材料龙头企业，受益于国六标准实施带来的需求扩张，尾气催化剂业务进入高景气度周期；铂族金属则是受益于供给收缩和需求扩张共振，有望进入三年的涨价周期。结合公司新投项目投产，我们预计 2020-2022 年净利润分别为 4.21/6.27/7.54 亿元，EPS 分别为 0.96/1.43/1.72 元，对应当前股价的 PE 分别为 20.0/13.5/11.2 倍，上调评级为“买入”，给予 6 个月目标价 28.9 元，对应 2020 年 PE 为 30 倍。

表 9：公司分板块盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
贵金属特种功能材料				
收入	346,965	364,313	382,529	401,656
成本	331,981	346,920	362,532	378,846
毛利	14,984	17,393	19,997	22,810
毛利率(%)	4.32	4.77	5.23	5.68
贵金属前驱体材料				

收入	339,089	446,369	553,649	636,696
成本	324,689	422,096	523,399	612,376
毛利	14,400	24,273	30,250	24,320
毛利率(%)	4.25	5.44	5.46	3.82
机动车催化净化器				
收入	251,002	288,652	365,652	420,500
成本	234,828	265,355	334,348	381,157
毛利	16,174	23,297	31,304	39,344
毛利率(%)	6.44	8.07	8.56	9.36
贵金属环保及催化功能材料				
收入	18,348	18,348	18,348	18,348
成本	16,211	16,211	16,211	16,211
毛利	2,138	2,138	2,138	2,138
业务收入比例(%)	0.86	0.86	0.86	0.86
贵金属信息功能材料				
收入	13,296	13,296	13,296	13,296
成本	12,320	12,320	12,320	12,320
毛利	975	975	975	975
毛利率(%)	7.34	7.34	7.34	7.34
贵金属贸易				
收入	874,525	874,525	874,525	874,525
成本	863,736	863,736	863,736	863,736
毛利	10,789	10,789	10,789	10,789
毛利率(%)	1.23	1.23	1.23	1.23
贵金属再生资源材料				
收入	287,594	330,733	363,806	418,377
成本	269,608	301,961	326,118	365,252
毛利	17,985	28,771	37,688	53,124
毛利率(%)	6.25	8.70	10.36	12.70
其他				
收入	4,682	4,682	4,682	4,682
成本	2,324	2,324	2,324	2,324
毛利	2,358	2,358	2,358	2,358
毛利率(%)	50.37	50.37	50.37	50.37
合计				
收入	2,135,500	2,340,917	2,576,486	2,788,078
成本	2,055,696	2,230,923	2,440,987	2,632,221
毛利	79,803	109,994	135,499	155,857
毛利率(%)	3.74	4.70	5.26	5.59

数据来源: wind, 财通证券研究所

6、风险提示

- (1) 政策落地不及预期;
- (2) 项目投产进度不及预期

公司财务报表及指标预测											
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17074	21355	23409	25765	27881	成长性					
减:营业成本	16480	20557	22309	24410	26322	营业收入增长率	10.6%	25.1%	9.6%	10.1%	8.2%
营业税费	19	25	23	26	28	营业利润增长率	37.0%	49.0%	76.2%	47.5%	20.4%
销售费用	62	68	70	26	28	净利润增长率	31.7%	47.8%	81.5%	48.7%	20.3%
管理费用	106	110	117	77	84	EBITDA 增长率	83.3%	49.0%	35.1%	39.1%	16.0%
财务费用	140	142	322	431	477	EBIT 增长率	102.3%	55.7%	38.9%	42.4%	16.9%
资产减值损失	22	-7	20	20	20	NOPLAT 增长率	55.1%	26.6%	90.9%	42.4%	16.9%
加:公允价值变动收益	9	-16	-29	-2	11	投资资本增长率	6.2%	30.7%	-293.3%	-144.0%	-348.8%
投资和汇兑收益	2	31	15	15	15	净资产增长率	10.2%	51.1%	13.4%	17.5%	17.9%
营业利润	203	303	534	788	948	利润率					
加:营业外净收支	7	1	5	5	5	毛利率	3.5%	3.7%	4.7%	5.3%	5.6%
利润总额	211	304	539	793	953	营业利润率	1.2%	1.4%	2.3%	3.1%	3.4%
减:所得税	26	44	81	119	143	净利率	0.9%	1.1%	1.8%	2.4%	2.7%
净利润	157	232	421	627	754	EBITDA/营业收入	2.7%	3.2%	4.0%	5.1%	5.4%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	2.3%	2.9%	3.7%	4.7%	5.1%
货币资金	816	1029	14625	3607	17068	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	17	14	12	11	9
应收账款	697	1052	2330	1249	2469	流动营业资本周转天数	67	66	-50	-53	-55
应收票据	804	243	0	0	0	流动资产周转天数	94	94	233	237	244
预付账款	66	84	784	165	858	应收账款周转天数	15	15	26	25	24
存货	2272	3272	5404	4089	6147	存货周转天数	46	47	67	66	66
其他流动资产	132	702	773	966	1207	总资产周转天数	118	114	250	251	257
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	82	78	-38	-40	-43
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROE	7.6%	7.2%	11.6%	14.7%	15.0%
投资性房地产	11	10	10	10	10	ROA	3.1%	3.4%	1.8%	6.1%	2.8%
固定资产	875	845	780	724	675	ROIC	8.0%	9.5%	13.9%	-10.2%	27.2%
在建工程	27	18	28	38	48	费用率					
无形资产	76	74	88	100	94	销售费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	226	208	107	116	123	管理费用率	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%
资产总额	6001	7536	24929	11064	28700	财务费用率	0.8%	0.7%	1.4%	1.7%	1.7%
短期债务	1914	1852	431	3255	497	三费/营业收入	1.8%	1.5%	2.2%	2.1%	2.1%
应付账款	130	126	8798	1102	9720	偿债能力					
应付票据	10	63	10844	1361	12092	资产负债率	62.3%	54.6%	84.4%	58.8%	81.3%
其他流动负债	1236	623	964	776	1007	负债权益比	165.1%	120.3%	542.5%	142.8%	434.3%
长期借款	150	1130	0	0	0	流动比率	1.46	2.40	1.14	1.55	1.19
其他非流动负债	298	322	12	12	12	速动比率	0.76	1.17	0.88	0.92	0.93
负债总额	3737	4116	21049	6507	23328	利息保障倍数	2.83	4.33	2.66	2.83	2.99
少数股东权益	188	202	241	291	352	分红指标					
股本	339	438	438	438	438	DPS(元)	0.14	0.27	-	-	-
留存收益	1723	2780	3202	3828	4582	分红比率	38.9%	50.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2264	3420	3880	4557	5371	股息收益率	0.7%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	185	260	421	627	754	EPS(元)	0.36	0.53	0.96	1.43	1.72
加:折旧和摊销	71	78	81	84	87	BVPS(元)	4.74	7.35	8.31	9.75	11.47
资产减值准备	22	73	0	0	0	PE(X)	53.7	36.3	20.0	13.5	11.2
公允价值变动损失	0	16	-29	-2	11	PB(X)	4.1	2.6	2.3	2.0	1.7
财务费用	122	143	322	431	477	P/FCF	24.4	-11.5	0.6	-0.8	0.6
投资收益	-9	-31	-15	-15	-15	P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	28	28	37	47	57	EV/EBITDA	18.2	15.1	-5.7	6.6	-5.1
营运资金的变动	-1	-1878	15459	-14624	15470	CAGR(%)	53.9%	46.1%	51.9%	53.9%	46.1%
经营活动产生现金流量	318	-851	16276	-13452	16840	PEG	1.0	0.8	0.4	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-178	-73	-25	-35	-27	ROIC/WACC	0.8	1.0	1.4	-1.0	2.7
融资活动产生现金流量	210	979	-2654	2469	-3352	REP	2.6	2.1	0.4	-1.9	0.3

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。