

# 贵研铂业（600459）：成长属性或自我强化的稀缺贵金属新材料一体化龙头

2022年2月23日

推荐/首次

贵研铂业

公司报告

贵研铂业股份有限公司，是集贵金属新材料研究、开发和生产经营于一体的国家级高新技术企业。公司具有从贵金属材料的技术创新至生产制造，从商务贸易至废料回收的贵金属产业链一体化优势，其中贵金属新材料制造、贵金属回收、贵金属贸易是公司最核心的三大协同业务板块。**贵金属新材料制造为核心业务**，2020年营收占比达到45.53%，毛利占比64.77%。前驱体、特种功能及机动车催化剂材料构成贵金属新材料制造业务基石。

**公司在多个维度构筑强比较优势。**作为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，公司具有明显的规模优势及核心技术优势。国内贵金属材料制造行业处于成长期且行业具有极高的进入壁垒，新企业在短期内很难形成有效的竞争优势。公司比较优势体现在：（1）贵金属新材料行业获国家重点政策支持，（2）公司具有强技术优势，新进企业很难在短期内实现技术上的积累及突破，（3）贵金属新材料行业市场壁垒极高，但公司拥有强品牌影响力及高拓展性与高粘性的客户群体，（4）公司具有一体化的规模效应及可比竞争优势。

**公司的强成长属性有望出现自我强化。**公司的强成长性体现在三个方面，分别是贵金属前驱体材料、贵金属催化剂材料、以及贵金属再生业务。公司业务的拓展与双碳政策下新能源行业的发展相匹配，这有望带动公司自身成长属性的进一步强化。公司贵金属前驱体材料产能至2022年后或逐步达到300吨/年（+275%），公司汽车催化剂产品产能至2023年或升至接近700万件/年（+45%），而公司铂族金属产能至2024年左右或达到20吨/年（+400%），公司有望在贵金属新材料市场扩容及国产替代化加速的背景下受益。

**盈利预测及评级：**我们预测公司2021-2023年营收350.73/421.87/517.03亿元，同比增长21.3%/20.3%/22.6%；实现归母净利润6.51/8.06/10.05亿元，同比增长98.9%/23.7%/24.8%，对应EPS分别为1.10/1.36/1.70元（按最新股本5.91亿股）。公司为A股唯一贵金属新材料制造及回收标的，考虑到其稀缺性及成长性，给予公司2021年30倍PE估值，对应目标价33元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**贵金属价格大幅波动，汽车产销不及预期，产能释放不及预期，贵金属新材料市场拓展规模不及预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,355.00	28,926.48	35,072.59	42,187.15	51,702.90
增长率(%)	25.07%	35.46%	21.25%	20.29%	22.56%
归母净利润(百万元)	232.26	326.12	651.47	805.54	1,005.00
增长率(%)	40.71%	40.03%	98.87%	23.65%	24.76%
净资产收益率(%)	7.22%	9.52%	16.14%	17.59%	19.21%
每股收益(元)	0.56	0.75	1.10	1.36	1.70
PE	45.54	34.00	23.14	18.71	15.00
PB	3.47	3.26	3.74	3.29	2.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司是从事贵金属研究、开发和生产经营的国家级高新技术企业，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。业务领域涵盖贵金属合金材料、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。

资料来源：公司公告、WIND

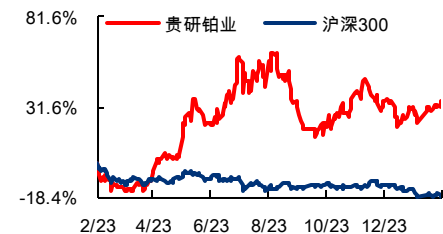
## 未来3-6个月重大事项提示：

2022-04-15 披露2021年度报告

## 交易数据

52周股价区间(元)	30.55-20.94
总市值(亿元)	150.74
流通市值(亿元)	145.1
总股本/流通A股(万股)	59,116/59,116
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.4

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张天丰

021-25102914

zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

## 分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

## 目 录

1. 产业链一体化的贵金属新材料企业 .....	4
1.1 历史沿革：具备完善贵金属产业链体系的新材料企业 .....	4
1.2 股权结构：背靠云南省国资委 .....	4
1.3 制定首次员工激励计划，彰显业绩信心 .....	5
2. 市场规模扩容及产能持续扩张，提振公司成长属性 .....	5
2.1 业务综述：贵金属新材料、回收及贸易业务协同发展 .....	5
2.2 公司在行业内的主要竞争对手 .....	7
2.3 公司主要的竞争优势 .....	8
2.4 公司的强成长属性有望出现自强化 .....	9
2.4.1 贵金属前驱体材料：远期产能或提升 275%，业务具备较大增长潜力 .....	9
2.4.2 机动车催化剂材料：国产替代化效应下市场规模快速扩容，公司业务显著收益 .....	11
2.4.3 贵金属资源循环回收业务：公司国内龙头地位进一步强化 .....	12
2.5 经营状况：营收规模及盈利水平拾级而上，成长属性及抗风险能力凸显 .....	15
3. 盈利预测 .....	17
4. 风险提示 .....	19

## 插图目录

图 1： 贵研铂业公司发展历程（2000-2021 年） .....	4
图 2： 公司股权结构及子公司 .....	4
图 3： 公司最新持股比例（截止 2021 年 9 月 30 日） .....	5
图 4： 贵研铂业商业模式 .....	6
图 5： 公司贵金属新材料产品（部分） .....	6
图 6： 公司营收结构（2016-2020） .....	7
图 7： 贵金属产品营收结构（2016-2020） .....	7
图 8： 前驱体营收毛利及同比增速（2016-2020） .....	10
图 9： 公司远期前驱体产销有望达到 300 吨/年 .....	10
图 10： 催化剂的反应机理 .....	11
图 11： 三元催化器的运作原理 .....	11
图 12： 机动车催化剂业务营收毛利及同比增速（2016-2020） .....	12
图 13： 2023 年机动车催化剂产能或接近 700 万件/年 .....	12
图 14： 全球铂储量分布 .....	13
图 15： 全球铂产量分布 .....	13
图 16： 全球铂金属产量维持窄幅波动 .....	13
图 17： 再生铂金属供应分布 .....	13
图 18： 再生铂金属供应量稳中有升（单位：Koz） .....	14
图 19： 汽车催化剂铂金回收量（单位：Koz） .....	14
图 20： 贵研铂业铂族金属当前回收产能 .....	15

图 21： 贵金属回收业务规模及毛利率稳步增长 .....	15
图 22： 贵金属回收材料产量（单位：千克） .....	15
图 23： 公司营收及同比增速（2011-2020） .....	16
图 24： 公司归母净利润及同比增速（2011-2020） .....	16
图 25： 不同贵金属业务板块毛利率变动（2016-2020） .....	16
图 26： 贵金属新材料产品线毛利率变动（单位：%） .....	16
图 27： 贵金属新材料产品产量（单位：千克） .....	17
图 28： 机动车催化净化器产量（单位：万件） .....	17

## 表格目录

表 1： 股权激励方案.....	5
表 2： 公司在贵金属催化剂及回收领域主要竞争对手 .....	7
表 3： 贵金属新材料行业政策一览.....	8
表 4： 公司前驱体产业化项目.....	10
表 5： 公司机动车催化剂业务布局.....	12
表 6： 全球铂金属产量预测.....	14
表 7： 营收及毛利预测.....	17

## 1. 产业链一体化的贵金属新材料企业

### 1.1 历史沿革：具备完善贵金属产业链体系的新材料企业

贵研铂业股份有限公司（以下简称“贵研铂业”），成立于2000年，由昆明贵金属研究所发起设立，于2003年在上海证券交易所上市（代码600459.SH），是集贵金属系列材料研究、开发和生产经营于一体的国家级高新技术企业。2021年，公司控股股东由贵金属集团变更为云投集团（云南省国资委控股）。

公司具备完善的贵金属产业链体系。公司大力发展贵金属新材料制造、贵金属资源循环利用及贵金属供给服务，业务领域涵盖贵金属合金材料、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等。截至2020年底，公司拥有10家全资/直接控股子公司，在职员工合计1364人。

图1：贵研铂业公司发展历程（2000-2021年）

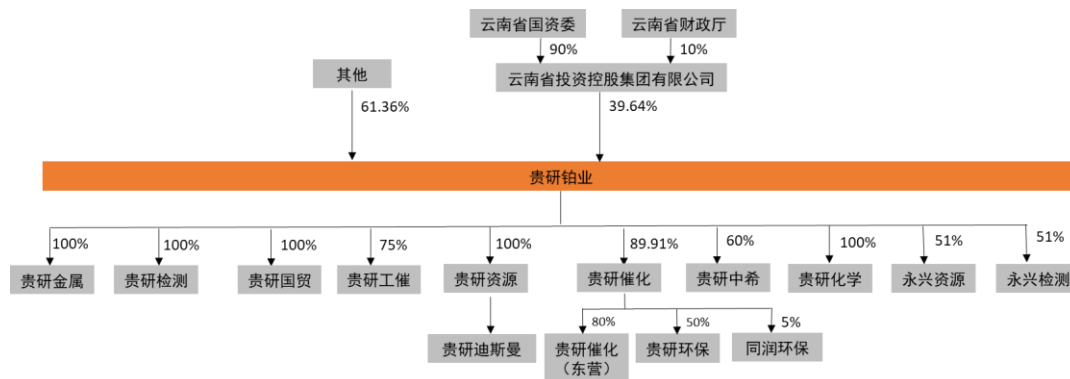


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2 股权结构：背靠云南省国资委

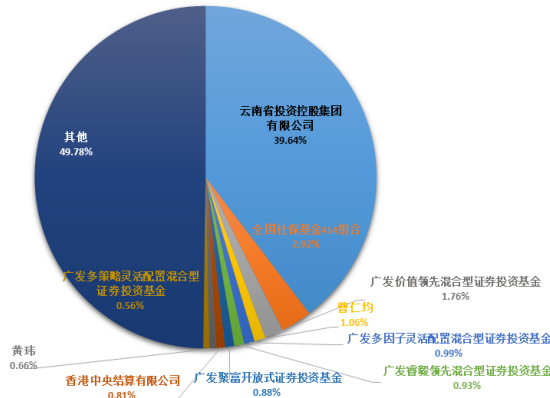
公司实控人为云南省国资委。公司当前总股本5.91亿股。截止2021年三季度末，前十大股东累计持股占比50.22%。云南省人民政府国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人（通过云投集团间接控制），其持股比例达到35.68%。公司当前全部股份均为无限售流通股。根据中登数据，公司目前股权质押总量为0。

图2：公司股权结构及子公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：公司最新持股比例（截止 2021 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.3 制定首次员工激励计划，彰显业绩信心

为促进公司建立健全激励与约束相结合的分配机制，充分调动管理人员与骨干员工的积极性，公司拟向含高管在内总计 450 位激励对象授予 2378.65 万股股票。公司已于 2021 年 12 月 10 日审议通过相关议案，股权激励计划有效期为 5 年，限售期分为三期（2023/2024/2025 年），三次解锁期均以净利润增长率（2020 年为基准）、净资产收益率以及总资产周转率在可比公司中的分位数作为考核指标。2020 年为公司业绩集中释放的一年，公司以 2020 年净利润作为业绩考核标准，体现出公司对未来业绩增长的十足信心。

表1：股权激励方案

解限期	考核年度	最低指标			总资产周转率
		加权平均净资产收益率	净利润增长率（较 2020 年）		
首次授予的限制性股票	第一个解除限售期	2022 年	8%	48%	对标公司 75 分位值且排名前五
	第二个解除限售期	2023 年	9%	71%	
	第三个解除限售期	2024 年	10%	86%	
预留的限制性股票	第一个解除限售期	2023 年	9%	71%	对标公司 75 分位值且排名前五
	第二个解除限售期	2024 年	10%	86%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 市场规模扩容及产能持续扩张，提振公司成长属性

### 2.1 业务综述：贵金属新材料、回收及贸易业务协同发展

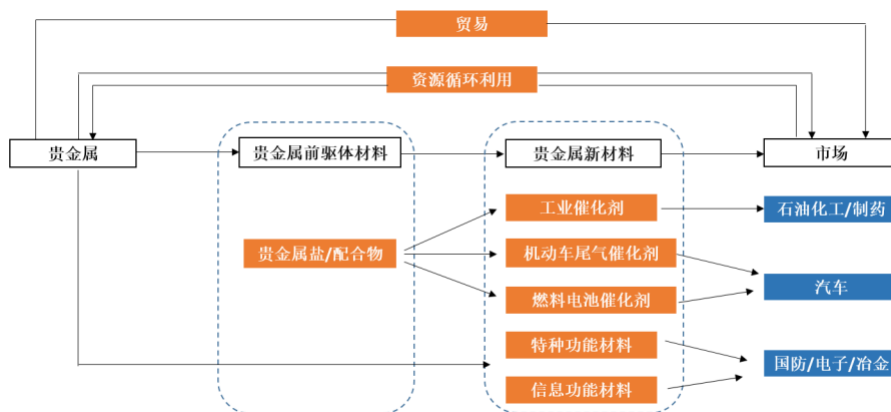
公司业务主要由贵金属新材料、贵金属资源循环利用（回收）和贵金属供给服务（贸易）三大板块构成。

- 贵金属新材料制造业务产品主要包括贵金属催化材料、贵金属化学材料、贵金属特种功能材料及贵金属信息功能材料等。

- 贵金属资源循环利用（回收）业务以云南易门工业园、湖南永兴循环工业园为依托，回收贵金属材料废品并加工成再生资源材料形成二次销售。
- 贵金属贸易服务则为公司的产品板块、资源板块提供原材料供应和销售渠道，并降低贵金属价格波动风险。

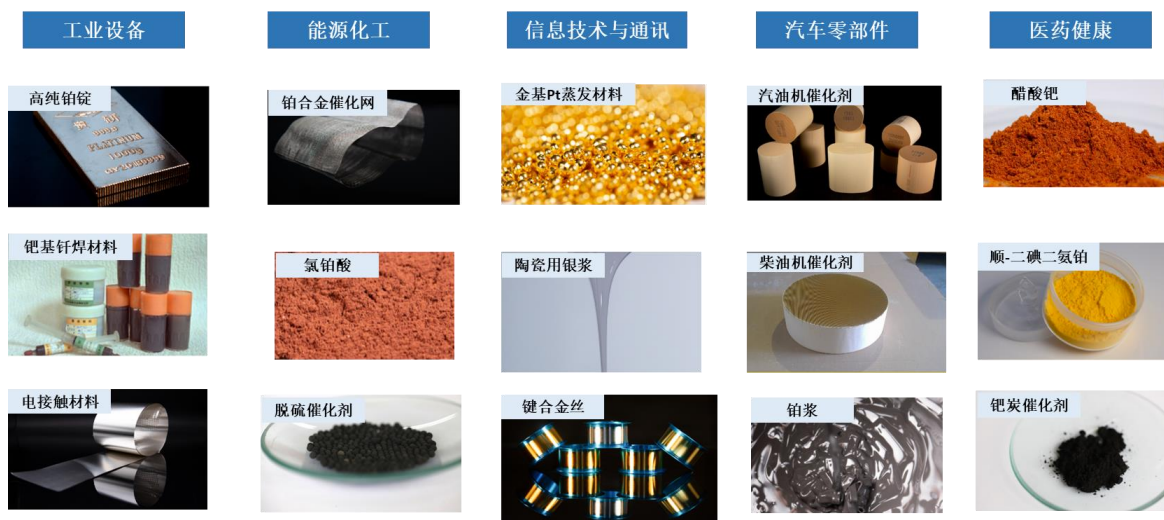
公司具有完整的贵金属产业链体系，可提供闭环式综合解决方案。公司三大板块的相互支撑及协同发展，令公司具有从贵金属材料的技术创新至生产制造，从商务贸易至废料回收的贵金属产业链一体化优势，公司独特的经营优势令公司具备明显的综合竞争优势。

图4：贵研铂业商业模式



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：公司贵金属新材料产品（部分）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司产品种类完备用途广泛，贵金属新材料制造为核心业务。

从产品类型角度观察，公司产品囊括贵金属特种功能材料、环保及催化功能材料、信息功能材料、再生资源

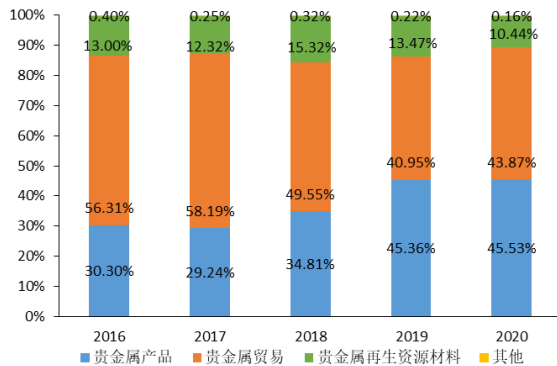


材料等五大类, 共计 390 多个品种、4000 多种规格, 产品主要用于航空、航天、航海、国防军工、电子、能源、化工、石油、汽车、生物医药、环保能源、钢铁等行业。

从业务类型角度观察, 贵金属新材料制造为核心业务, 占公司总营收比重自 2016 年起呈现趋势性抬升, 2020 年达到 45.53%; 贵金属贸易业务和再生资源材料(回收)业务分别占比 43.87%和 10.44%。公司利润主要由贵金属新材料业务创造, 2020 年毛利贡献度达到 64.77%。考虑到公司贵金属新材料业务规模效应及市场需求的持续放大, 预计该板块对公司整体毛利贡献有望进一步优化。

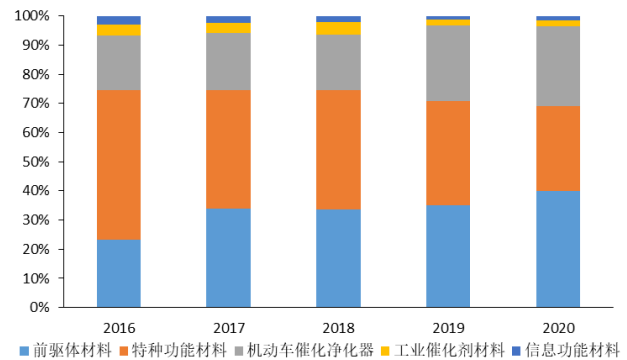
前驱体、特种功能及机动车催化剂材料构成贵金属新材料制造业务基石。近五年, 公司的前驱体材料、特种功能材料、机动车催化净化器业务合计占新材料业务的九成以上, 合计占总营收比重从 2016 年的 28.3%提升到 2020 年的 44%, 毛利占比达到 60.5%, 凸显三者业务的核心地位。

图6: 公司营收结构 (2016-2020)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7: 贵金属产品营收结构 (2016-2020)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.2 公司在行业内的主要竞争对手

贵金属催化剂领域, 在全球市场, 巴斯夫、庄信万丰、贺利氏等企业依靠强竞争力及多样化的贵金属催化剂产品几乎垄断了全球高端贵金属催化剂市场; 国内公司主要有贵研铂业、陕西瑞科、凯大催化、凯立新材以及中国石化催化剂等公司。而国内贵金属回收市场同样被外资所主导(庄信万丰、贺利氏、田中贵金属等), 贵研铂业是国内贵金属回收业务的龙头公司。

表2: 公司在贵金属催化剂及回收领域主要竞争对手

公司名称	股票代码	简介	
Johnson Matthey	JMAT.L	全球最大的铂系金属提纯及分销商, 致力于催化剂、贵金属、活性药物成分 (APIs) 等核心技术产品的专用化学品公司。主要产品包括: 汽车尾气净化催化剂、燃料电池催化剂、丁辛醇用铑派克催化剂、醋酸合成用碘化铑催化剂等。在中国有三家子公司, 负责中国地区的汽车尾气催化剂、贵金属和贵金属催化剂的生产和销售业务。	
国外	Heraeus	总部位于德国哈瑙市, 集团业务涵盖环保、电子、健康和工业应用等领域, 是贵金属服务和产品的领先供应商。产品包括含铂族金属或含金、银和铱的催化剂, 用于化学、制药、玻璃、电子和汽车行业。公司涉足贵金属回收业务, 目前中国的回收业务由贺利氏回收技术(太仓)有限公司提供。	
	Basf	BAS.DF	公司是全球最大的跨国化工企业之一, 主要业务覆盖化学品及塑料、天然气、植保剂和医药等等领域。催化剂业务包含汽车尾气催化剂、化工催化剂和炼油催化剂等(汽车尾气净化催化剂、化学品

催化剂、氯乙酸催化剂、PTA 催化剂、烷烃脱氢等）。

Tanaka		田中贵金属集团成立于 1885 年，主业为贵金属制品的制造和销售。其生产的贵金属化合物作为电镀药品及催化剂，应用于众多产业领域；另有贵金属回收业务。	
Evonik	EVK.DF	主要从事特种化工产品的研发、生产和销售，目前在中国拥有 11 个生产基地。产品包括维生素用催化剂、苯胺用催化剂、聚氨酯前体等。	
凯立新材	688269.SH	公司为国内精细化工领域技术领先的贵金属催化剂供应商，主要从事贵金属催化剂的研发与生产、催化应用技术的研发、废旧贵金属催化剂的回收及再加工等业务，产品及服务广泛应用于医药、化工新材料、农药、染料及颜料、环保、新能源、电子、基础化工等领域。	
国内	陕西瑞科	430428.NQ	公司专注于贵金属催化剂及贵金属复合物行业。致力于贵金属钨、钼、钨、铈、铈五种金属的负载型新型高效环保催化剂的研发、生产、销售与循环加工，并为客户提供贵金属催化剂的选型、设计、活性选择性测试、贵金属回收再制作等技术服务。
凯大催化	830974.OC	公司主要为汽车尾气净化、石油化工、医药农药等客户提供贵金属催化剂的开发、生产、定制和循环加工服务。核心产品有汽车尾气净化催化剂前驱体（硝酸铈、硝酸钨、硝酸钼）、铈派克（三苯基磷乙酰丙酮羰基铈）、辛酸铈、碘化铈、钨（钼）/氧化铝催化剂等。	

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.3 公司主要的竞争优势

公司作为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，具有明显的规模优势及专利优势。鉴于国内贵金属材料制造行业处于成长期且行业具有极高的进入壁垒，如行业内企业发展需要在研发经费、专利及自主知识产权及专有技术研发等方面做持续性投入，在生产设备及生产规模方面做持续性的升级扩张，并且产品需要通过市场的检验来获得有效客户（市场壁垒高），因此新企业在短期内很难形成有效的竞争优势。公司在以下几个方面构筑了较为有效的比较优势：

**（1）贵金属新材料行业获国家重点支持。**贵金属催化剂材料在石油、化工、医药、食品等领域的生产制造环节占据极其重要的地位，国家出台了一系列扶持贵金属新材料行业发展的重大政策，从发展战略、产业培育、体系建设等多个方面为行业提供政策依据。

表3：贵金属新材料行业政策一览

发布主体	年份	政策	主要内容
国务院	2010	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。
国务院	2016	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	到 2020 年，力争使若干新材料品种进入全球供应链，重大关键材料自给率达到 70% 以上，初步实现我国从材料大国向材料强国的战略性转变。推广稀贵金属高效富集与清洁回收利用。
发改委	2016	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	将“新型石油化工催化剂，化工、医药及环保用催化剂，新型煤化工催化剂，高温燃料电池催化剂”等列入目录。
工信部、发改委、科技部、财政部	2016	《新材料产业发展指南》	开展稀土三元催化材料、工业生物催化剂、脱硝催化材料质量控制、总装集成技术等开发，提升汽车尾气、工业废气净化用催化材料寿命及可再生性能，降低生产成本。推广应用金属材料表面覆层强化、工业部件服役延寿、稀贵金属材料循环利用等技术。



科技部、教育部、中科院、国家自然科学基金委员会	2017	《“十三五”国家基础研究专项规划》	在催化理论、催化剂的理性设计与表征、催化新方法与新反应、资源的绿色催化转化与高效利用等相关催化领域中获得重大原始创新和重要应用成果，提高自主创新能力和研究成果的国际影响力；为解决能源、环境、资源以及人口健康等领域的关键问题提供物质基础以及技术支持。
科技部	2017	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	发展重点：①重点基础材料技术提升与产业升级：有色金属材料技术、新型稀有/稀贵金属材料，有色/稀有/稀贵金属材料先进制备加工技术等、石油与化工材料技术、绿色高性能精细化学品关键技术，特种高端化工新材料等。②材料基因工程关键技术与支撑平台：开展能源材料、生物医用材料、稀土功能材料、催化材料和特种合金材料等验证性示范应用研究。③纳米材料与器件：高选择性高转化率纳米催化材料，低成本燃料电池催化剂。④新型功能与智能材料：催化等功能材料，燃料电池等关键材料及工程化技术。
国家统计局	2018	《战略性新兴产业分类（2018）》	将贵金属纳米催化材料，铈催化材料，钨催化材料，铂催化材料，贵金属化合物及均相催化剂，新能源汽车铂催化剂等列入战略性新兴产业分类目录。

资料来源：工信部，发改委，国家统计局，科技部，东兴证券研究所

**(2) 公司具有强技术优势。** 贵金属新材料制造是技术知识密集型产业，在产品、工艺、材料及制造设备技术上需要持续创新升级，这意味着新进企业很难在短期内实现技术上的积累及突破。公司拥有国家级创新平台 7 个，省级创新平台 8 个，院士、专家工作站 8 个。截止 2020 年底，公司主持制修订制修订国家军用标准 39 项、国家标准 84 项、行业标准 141 项、团体标准 5 项，合计 269 项。公司“贵金属二次资源循环利用关键技术及应用”和“国五国六汽车催化剂关键技术及产业化”二项成果获得中国有色金属工业科学技术一等奖。此外，公司获得国家工信部“专精特新”小巨人企业荣誉称号。

**(3) 公司拥有强品牌影响力及高拓展性与高粘性的客户群体。** 由于贵金属新材料产品的稳定性、纯度、优异性等性能对下游客户的生产具有决定性影响，因此客户对供应商的选择通常为小试、中试、规模化生产至合格供应商这样一个严格的筛选流程，成为合格供应商意味着长期业务合作的建立，这是行业市场壁垒的显现（新进企业难在短时间内树立品牌认可度）。而公司“贵研 SPM 及图”被认定为“中国驰名商标”、“云南省著名商标”和“昆明市知名商标”，“贵研”品牌在贵金属领域、工业企业中具有高信赖度、美誉度和知名度，这令公司的产品在市场拓展力及客户黏性方面获得优势。

**(4) 公司具有一体化的规模效应及可比优势。** 贵金属新材料制造行业对原材料获得的稳定性及成本可控性具有较高要求，公司的一体化生产覆盖从贵金属原材料的供给到贵金属新材料的加工，这有助于公司生产经营状态的稳定及规模效益的获得，令公司在行业内具有资金优势及可比优势。

## 2.4 公司的强成长属性有望出现自强化

公司的强成长性体现在三个方面，分别是贵金属前驱体材料、贵金属催化剂材料、以及贵金属再生业务。公司业务的拓展与双碳政策下新能源行业的发展相匹配，有望带动公司自身成长属性的进一步强化。从数据观察，公司贵金属前驱体材料产能至 2022 年后或逐步达到 300 吨/年(+275%)，公司汽车催化剂产品产能至 2023 年或升至接近 700 万件/年(+45%)，而公司铂族金属产能至 2024 年左右或达到 20 吨/年(+400%)。

### 2.4.1 贵金属前驱体材料：远期产能或提升 275%，业务具备较大增长潜力

贵金属前驱体材料（包括配合物）是贵金属工业材料中品种最多、用途最广的材料，既可直接使用，也可作

为某些高技术产品深加工的原料。贵金属前驱体材料主要包括有机前驱体材料和无机前驱体材料两大类，其中贵金属有机前驱体材料主要用作均相催化剂，广泛应用于石油化工、化学制药等行业；无机前驱体材料用于制备贵金属均相催化剂和多相催化剂，广泛应用于汽车尾气净化催化剂、石油化工、煤化工、化学制药、有机硅、氯碱电极、涂层材料制备等行业。伴随汽车产业、石油化工、精细化工、氯碱工业等国民经济支柱行业的发展，贵金属前驱体材料的需求也在持续增加。

**公司前驱体产能远期或提升 275%至 300 吨/年。**公司于 2018 年投建前驱体材料产业化项目，项目包括铂、钨、铈、铈、钨、钨、钨系列贵金属前驱体材料等五大系列产品。项目投产后，公司前驱体产能将提升至约 300 吨/年，较当前 80 吨/年产能提升约 275%。项目当前已进入设备安装调试阶段，预计 2022 年开始逐步释放产能。

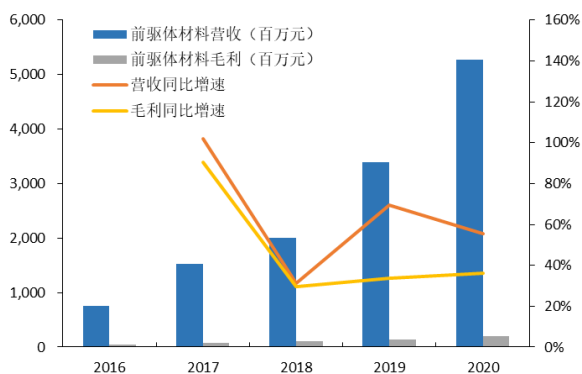
**前驱体业务是公司核心业务板块之一，未来或具备较大增长潜力。**2020 年公司前驱体材料业务产销约 81.2 吨，实现营收 52.77 亿元，占贵金属产品业务营收 40.1%，占总营收 18.24%；营收同比增速 55.6%，在同类业务产品中增速首位，是公司核心业务之一。基于下游需求驱动及公司前驱体项目投产带来的产能扩张，我们认为该业务板块业绩未来仍有较大的增长潜力，营收规模或维持年均 20%增速。

**表4：公司前驱体产业化项目**

产业化示范内容	
五大系列产品	贵金属铂、钨、铈、钨、钨系列贵金属前驱体材料等五大系列产品
五大制备单元	贵金属溶解单元 9条溶解线，包括铂钨交流电化生产线2条、盐酸溶解钨铈钨钨金生产线4条、中温氯化溶解铈钨生产线2条、硝酸溶解钨生产线1条 前驱体材料合成单元 无机前驱体材料+有机络合物两大类50余种 前驱体材料干燥单元 干燥及成型自动化体系 前驱体材料包装单元 称量、分装、密封、包装自动化体系
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 1000平方米分析与测试中心
一个生产基地示范项目	建成贵金属前驱体材料生产基地

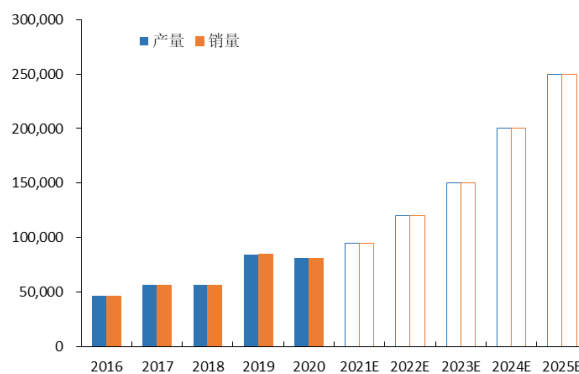
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图8：前驱体营收毛利及同比增速（2016-2020）**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图9：公司远期前驱体产销有望达到 300 吨/年**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.4.2 机动车催化剂材料：国产替代化效应下市场规模快速扩容，公司业务显著收益

催化剂是什么？机动车尾气中含有一氧化碳（CO），碳氢化合物（HC），氮氧化物（NO<sub>x</sub>）和颗粒物（PM）等污染物，会对人类健康和环境产生直接和间接危害。汽车尾气催化剂是最为有效的净化汽车尾气的处理方式，处理过程简单概括则为通过氧化反应把CO和HC变成二氧化碳和水，通过还原反应把NO<sub>x</sub>变成二氧化碳和氮气。

催化剂由四部分结构组成。分别是贵金属活性组分、催化剂载体、涂层及助剂；其中贵金属活性成分为催化剂的核心部分，主要是将金属铂、铑、钯的物质成分喷涂在蜂窝状陶瓷或金属为基体的载体上（也有颗粒型及SiC泡沫型），而涂层及助剂层则是为了提高铂铑钯的分散度。催化剂活性组分的用途：

- 铂：催化CO和HC出现氧化反应；
- 铑：催化NO<sub>x</sub>还原反应的主要成分；
- 钯：催化CO和HC出现氧化反应；
- 稀土元素（铈、铜等）：提高催化活性、选择性及稳定性。

贵金属催化剂市场的国产替代化效应将逐渐显现，国内市场成长空间巨大。除机动车催化剂用途外，贵金属催化剂作为优化化学反应速度的新材料亦广泛应用于石油、矿产、化学、医药、环保等工业领域；如化工领域中85%以上的化学反应需要依靠催化剂进行，在炼油及石化领域中贵金属催化剂亦因其催化活性及选择性而成为必不可少的生产要素。从全球贵金属催化剂市场观察，巴斯夫、庄信万丰、贺利氏等企业依靠强竞争力及多样化的贵金属催化剂产品几乎垄断了全球高端贵金属催化剂市场；而中国市场因该行业起步晚及生产企业较少，导致行业竞争力及产品技术不足，自主知识产权研发及专有技术研发较国外仍有较大追赶空间，令贵金属催化剂（尤其是多元催化剂）的进口依赖度十分高。根据GGII统计数据显示，以国内氢燃料电池催化剂市场为例，国外企业占据市场约75%–82%份额；而根据新思界产业研究中心的预测分析，到2023年中国贵金属催化剂行业的规模将达到205.6亿元，较2018年的80.77亿元增长155%。考虑到国家层面对新材料发展战略定位的提升，随着近两年国内贵金属催化剂行业研发投入、生产规模以及产品质量的逐阶提升，贵金属催化剂方面具有较大的国产替代空间。而从国内行业中生产企业观察，主要有贵研铂业、陕西瑞科、凯大催化、凯立新材以及中国石化催化剂等公司，其中贵研铂业是在A股上市的主要标的公司。

图10：催化剂的反应机理

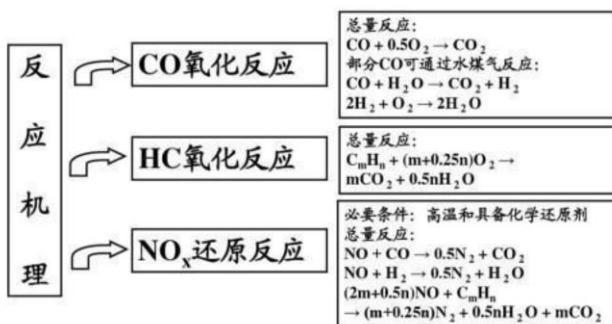
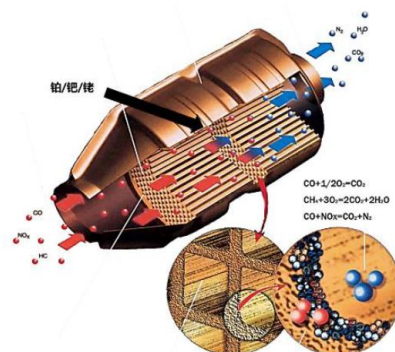


图11：三元催化器的运作原理



资料来源：CNKI，东兴证券研究所

资料来源：汽车维修网，东兴证券研究所

2020年，贵研铂业生产机动车催化净化器472万件，产销同比增长14.86%/8.82%，产销量的增长以及产品单价的提高促使营业收入较上年同期增长44.8%。2016年起，公司生产的机动车催化净化器在贵金属产品中的营收占比逐年增长。

公司在机动车催化净化器业务多点布局，市占率有望持续提升。

- 2019年，公司投资6687.12万元对原有400万升/年生产线进行升级扩建，新增产能约215万件/年，已于2021年7月建成投产，投产后三年达产率目标分别为60%/80%/100%。
- 2021年，公司控股子公司贵研催化与潍柴动力合资设立贵研催化东营公司（贵研催化80%/潍柴动力子公司10%股权），拟投资3亿元建设1200万升/年汽车尾气高效催化转化技术产业化项目（两条600万升/年柴油机（含CNG）催化剂生产线），以满足国六柴油车SCR等产品生产需求。项目周期约2.5年，建成投产后公司的柴油机国六机动车催化剂产能规模和生产能力将得到有效提升，在机动车催化剂市场的影响力和竞争力也将显著加强。

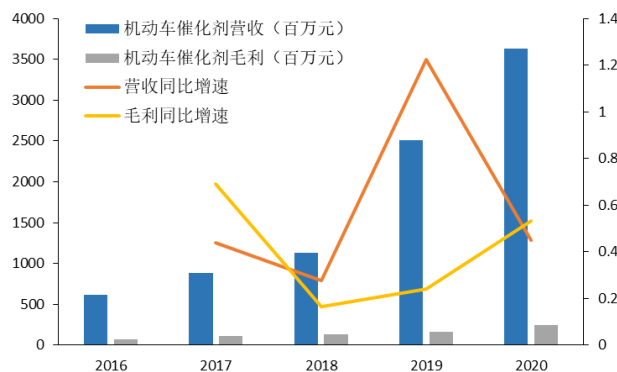
根据规划，公司汽车催化剂产品产能有望于2023年接近700万件/年，较2020年（472.59万件）提升45%；2024年后业务板块规模将受益于柴油催化剂产能释放而持续扩张。

表5：公司机动车催化剂业务布局

实施主体	投资金额	项目要素
贵研催化	6687.12万元	新增215万件/年的国六催化剂生产线
贵研催化东营公司	约3亿元	一期15100万元，建成600万升/年柴油机（含CNG）催化剂生产线1条，并完成1200万升/年催化剂生产线的公辅配套建设。 二期6075万元，建成600万升/年柴油机（含CNG）催化剂生产线1条

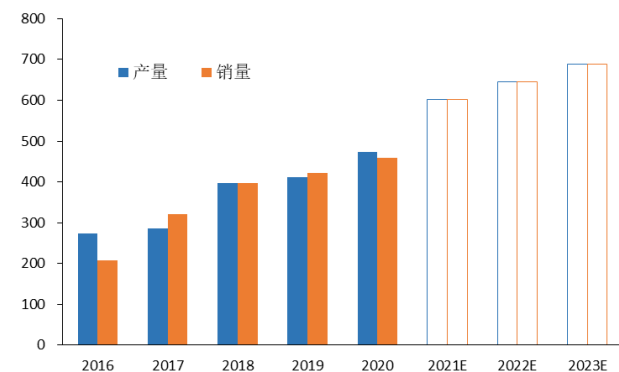
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12：机动车催化剂业务营收毛利及同比增速（2016-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图13：2023年机动车催化剂产能或接近700万件/年



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

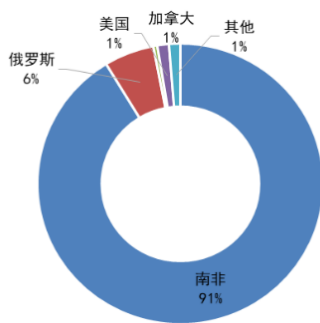
#### 2.4.3 贵金属资源循环回收业务：公司国内龙头地位进一步强化



随着贵金属矿产资源的不断开采，高品位资源严重匮乏，矿产金、银、铂族金属生产加工成本不断上升，贵金属再生资源越来越成为重要的贵金属原料供应来源。铂族金属再生不仅有利于保证供应和资源循环利用，同时具有明显的经济效益。由于资源短缺，欧美日等发达国家很早就开始对废旧贵金属加以回收利用，把二次资源回收作为重要的产业关键环节加以布局 and 扶持，在这方面具有较为系统的管理和运作机制。从地域分布来看，铂族金属的回收区域主要为欧洲、北美以及日本等经济发达地区，一些新兴国家的回收也开始显现。回收来源包括电子废料、废催化剂、失效化工催化剂、首饰等。

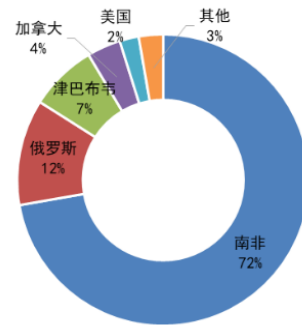
全球铂矿供应呈明显寡头效应。2019 年全球铂资源已探明储量约 6.9 万吨，南非占全球总储量 91.3%；2019 年全球铂矿产量约 6093 千盎司（189.5 吨），南非以 4402 千盎司居首（136.9 吨），占比 72%，前五国家占全球总产量 97%。英美铂业、斯班一静水、羚羊铂业、诺里尔斯克镍业四家生产商的全球份额占比达到 70%。

图14：全球铂储量分布



资料来源：USGS, 东兴证券研究所

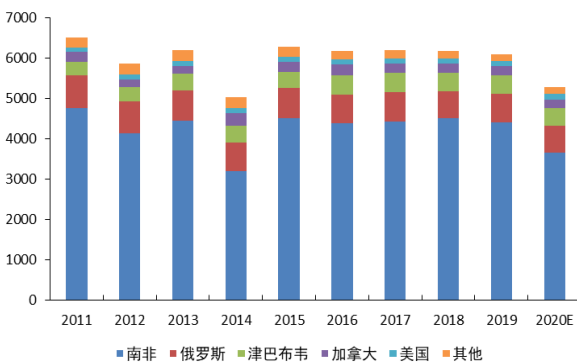
图15：全球铂产量分布



资料来源：USGS, 东兴证券研究所

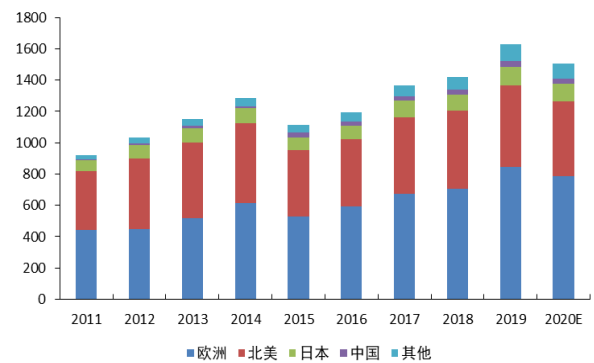
近十年全球铂金产量维持窄幅波动。2011-2019 年，全球铂金产量维持在 5850-6550 千盎司/年的区间（181.9 吨-203.7 吨），年均增速-0.1%；每年产量较均值波动不超过±6%（扣除南非罢工事件的 2014 年）。2020 年铂金产量受制于新冠疫情的影响再度走低，全年产量 5749 千盎司（178.8 吨），同比降 5.65%。综合考虑各公司对下属矿山的资本开支计划以及产量指引，未来三年全球铂金矿端产量偏刚性，整体产量维持在 5900-6200 千盎司/年（183.5-192.8 吨）。

图16：全球铂金属产量维持窄幅波动



资料来源：Metals Focus, 东兴证券研究所

图17：再生铂金属供应分布



资料来源：Metals Focus, 东兴证券研究所



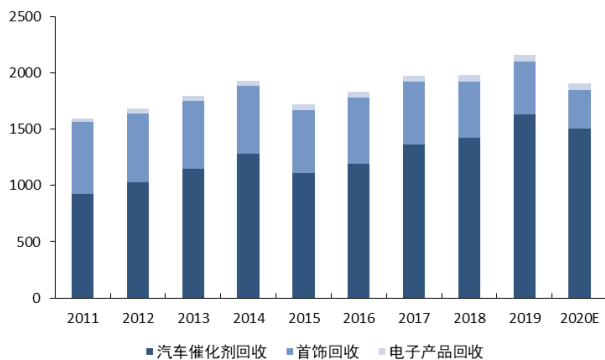
表6：全球铂金属产量预测

(单位: Koz)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
英美铂业	1378	1154	1300	1380	1430
斯班一静水	1082	1075	1130	1130	1210
羚羊铂业	1148	1024	1065	1065	1065
诺里尔斯克镍业	702	696	660	690	690
其他	1783	1800	1800	1800	1800
合计	6093	5749	5955	6065	6195
同比增速		-5.6%	+3.6%	+1.9%	+2.1%

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

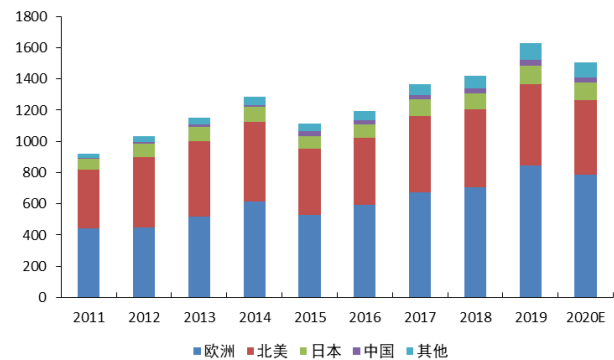
**再生环节占总供应比重趋势性提升。**从行业观察，2019年再生铂金占全球总供应量比重已达到20%，约等于南非以外国家矿产铂金的总产量，而在2011年这个数字仅为11.4%。放长周期观察，对于回收厂商而言，成本相对固定、铂金价格上涨将提升其生产加工意愿；中国等地区废旧汽车的增加也会拉动再生铂金产量。在矿端供应偏刚性的前提下，再生环节产量的增加意味着占总供应比重的提升，也意味着若干年后铂金供应或出现结构性转变。

图18：再生铂金供应量稳中有升（单位：Koz）



资料来源：Metals Focus，东兴证券研究所

图19：汽车催化剂铂金回收量（单位：Koz）



资料来源：Metals Focus，东兴证券研究所

**中国是铂金资源回收的重点目标市场。**国内汽车、石油、电子、化工、医药等行业对铂等贵金属材料需求量与日俱增，且铂族金属储量较为匮乏导致的高进口依赖度，回收业务成为发展重点。大型贵金属公司均把我国作为贵金属二次资源回收重点目标市场，利用其资源、技术和品牌优势，在国内市场竞争中占据主导地位，国内本土企业面临资源、技术、人才、成本等全方位竞争。如贺利氏在南京投资建设贵金属回收工厂，中国区回收能力提升至3000吨，占公司回收能力25%。庄信万丰在张家港投建了3000吨/年贵金属催化剂回收项目，预计产铂1.8吨。另外，从地域角度观察，受政策及废料来源影响，铂金回收具有明显的集聚性，二次回收主要集中在浙江、江苏、江西、湖南、云南等地。

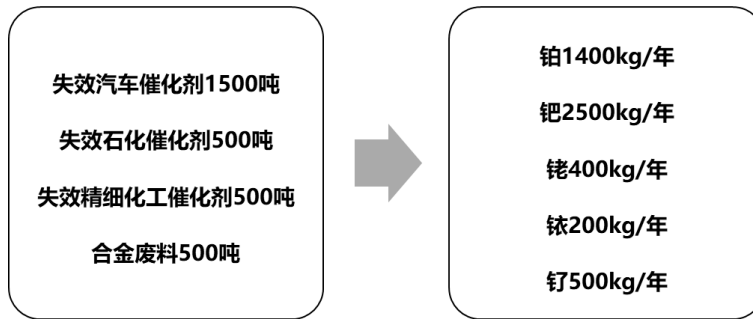
**贵研铂业是国内贵金属回收业务的龙头公司。**公司积极布局贵金属回收行业，在2010年设立子公司贵研资源(易门)公司和永兴贵研资源公司，其中易门资源主要回收铂族元素，永兴资源主要回收白银。目前形成了年处理3000吨铂族金属二次资源物料、年回收5吨铂族金属的生产规模。

除此之外，2020年4月，公司与中国石化催化剂有限公司签订意向合作协议，拟在镇江成立合资公司（公

司持股 31.1%)建设回收生产线,具备 FCC 废催化剂处理能力 30000t/a、含贵金属废剂总处置能力为 4500t/a (含银废剂处理能力 1200 t/a、含铂废剂(重整和异构化等)处理能力 1200 t/a、含铑废剂处理能力 600 t/a、含钯废剂处理能力 500t/a、尾气催化剂处理能力 1000 t/a)。此番外延布局,有利于公司贵金属二次资源回收利用核心业务的战略布局和市场拓展。

2021 年 12 月,公司拟投资 5.99 亿元建设贵金属二次资源富集再生现代产业基地项目,具备年处理贵金属二次资源物料 10000 吨(其中失效汽车尾气催化剂 7500 吨、α-氧化铝载体催化剂 1000 吨、失效重整催化剂 750 吨、含铑均相催化剂 750 吨),产出铂族金属 20 吨(铂 5 吨、钯 12.5 吨、铑粉 2.5 吨)的生产规模,项目建设期四年。若项目顺利投产,公司处理贵金属二次资源物料及铂族金属产能将分别提高 333%和 400%,龙头地位有望进一步巩固。

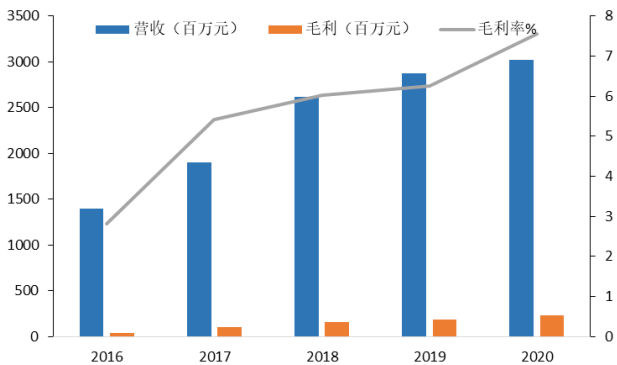
图20: 贵研铂业铂族金属当前回收产能



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

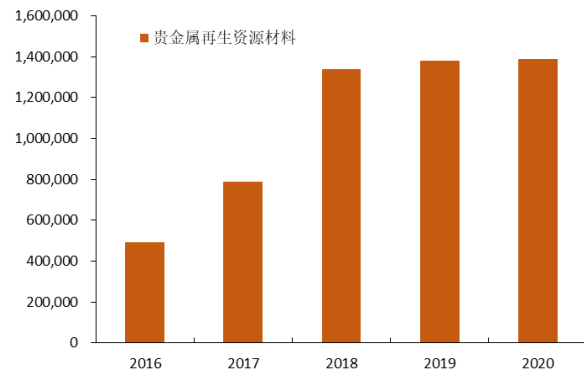
贵金属资源循环利用业务对公司业绩形成稳定贡献。2020 年公司贵金属再生资源产量为 1388 吨,同比增长 4.97%。回收业务作为贡献公司利润的第二大板块,2020 年毛利占比达到 23.1%;毛利率 2020 年达到 7.55%,对公司整体毛利率的提升起到重要贡献。

图21: 贵金属回收业务规模及毛利率稳步增长



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图22: 贵金属回收材料产量(单位:千克)



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

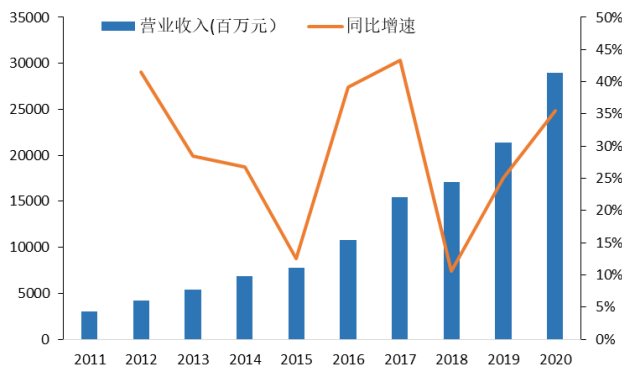
## 2.5 经营状况: 营收规模及盈利水平拾级而上, 成长属性及抗风险能力凸显

2011-2020 年公司营收与利润规模均保持 25% 以上复合增速，凸显成长属性及抗风险能力。2020 年公司实现营业收入 289.26 亿元（同比+35.5%），近 10 年 CAGR 约 28.7%；实现归母净利润 3.26 亿元（同比+40.4%），CAGR 约 27.3%。公司逐年建立完善多品种多规格贵金属产品阵列（特种功能材料、前驱体材料、机动车催化净化器等），在产销实现持续扩张的同时，有效抵御了金属材料价格波动的负面影响，带动整体营收规模和盈利水平稳步提升。2021 年上半年公司继续维持高速增长态势，实现营收/归母净利润 17.7/3.07 亿元（同比+60.9%/+41.3%），其主要归因于三大业务板块产销规模的同比上升，以及贵金属产品价格上涨（2021H1 伦敦现货铂/钯价格分别同比+38%/+22%）。

综合毛利率维持稳定区间，回收业务毛利率持续上扬。公司综合毛利率近五年维持在 2.5%-3.8% 区间，其中贵金属产品业务毛利率整体走低，2020 年毛利率约 4.85%，前驱体/特种功能/机动车催化净化器材料分别为 3.72%/4.03%/6.82%；而回收业务毛利率则攀升至 7.55%（较 2016 年提升 4.73pct），或得益于业务规模扩张带来的成本优势。

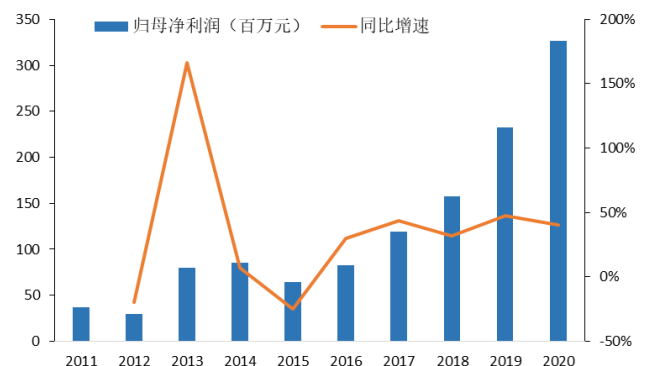
各业务线产销规模持续提升。受益于下游需求的持续驱动和产能的扩张，公司各业务条线产销保持较快增速。贵金属产品方面，2020 年前驱体材料/特种功能材料/信息功能材料产量约 81.2/584.5/62.4 吨，近五年年均增速 18.9%/195.7%/17.2%，机动车催化净化器 472.6 万件，年均增速约 18%；回收业务方面，2020 年再生资源材料产量 1388.3 吨，近五年年均增速达到 45.7%。

图23：公司营收及同比增速（2011-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

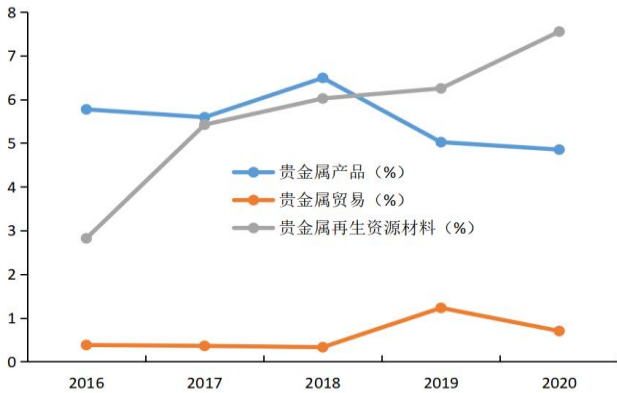
图24：公司归母净利润及同比增速（2011-2020）



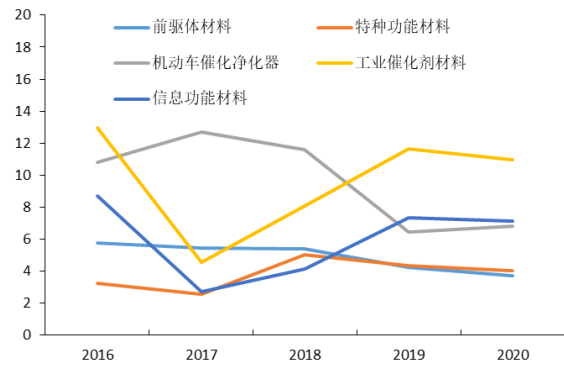
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图25：不同贵金属业务板块毛利率变动（2016-2020）

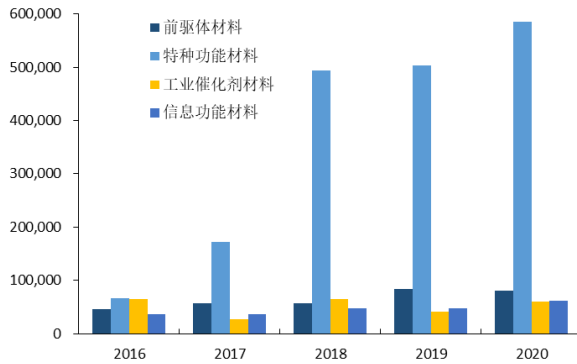
图26：贵金属新材料产品线毛利率变动（单位：%）



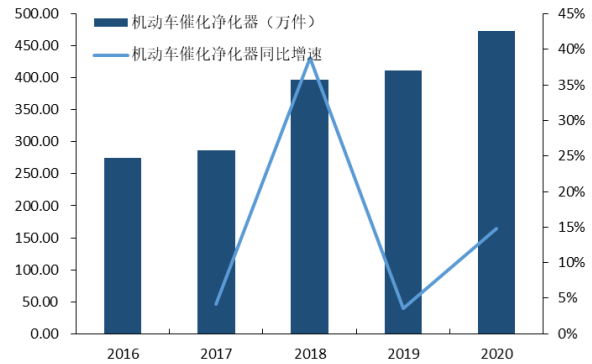
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图27: 贵金属新材料产品产量（单位：千克）**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图28: 机动车催化净化器产量（单位：万件）**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 盈利预测

公司主营为贵金属产品制造、回收和贸易业务，伴随市场规模的持续扩容、公司各产能扩张和铂系金属价格上行预期，公司主营业务将步入快速发展的通道。我们认为：（1）公司前驱体材料业务将受益于新增产能的投放，2021-2023 年产销或达到 95/120/150 吨；（2）机动车尾气催化剂材料 2021-2023 年产销 602/645/688 万件；（3）回收业务 2021-2023 年产量达到 1400/1470/1600 吨。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年营收 350.73/421.87/517.03 亿元，同比增长 21.3%/20.3%/22.6%，综合毛利率 4.45%/4.66%/4.77%。实现归母净利润 6.51/8.06/10.05 亿元，同比增长 98.9%/23.7%/24.8%。

**表7: 营收及毛利预测**

（单位：百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>21,355.00</b>	<b>28,926.48</b>	<b>35,072.59</b>	<b>42,187.15</b>	<b>51,702.90</b>
贵金属产品	9,687.00	13,170.80	16,573.87	20,334.69	25,723.54
贵金属前驱体材料	3,390.89	5,276.74	6,650.00	8,400.00	10,800.00

贵金属特种功能材料	3,469.65	3,804.22	4,565.06	5,478.08	6,573.69
机动车催化净化器	2,510.02	3,634.78	4,812.72	5,801.31	7,563.49
贵金属环保及催化功能材料	183.48	248.81	298.57	358.29	429.94
贵金属信息功能材料	132.96	206.26	247.51	297.01	356.42
贵金属贸易	8,745.25	12,690.60	15,228.72	18,274.46	21,929.36
贵金属再生资源材料	2,875.94	3,018.99	3,220.00	3,528.00	4,000.00
其他业务	46.82	46.08	50.00	50.00	50.00
<b>营业成本</b>	<b>20,556.96</b>	<b>27,939.42</b>	<b>33,510.57</b>	<b>40,222.81</b>	<b>49,236.85</b>
贵金属产品	9,200.29	12,531.44	15,435.87	18,855.56	23,813.27
贵金属前驱体材料	3,246.89	5,080.53	6,251.00	7,870.80	10,098.00
贵金属特种功能材料	3,319.81	3,650.95	4,359.64	5,231.56	6,277.88
机动车催化净化器	2,348.28	3,386.81	4,331.45	5,163.17	6,731.51
贵金属环保及催化功能材料	162.11	221.56	264.83	315.29	376.20
贵金属信息功能材料	123.20	191.59	228.95	274.74	329.69
贵金属贸易	8,637.36	12,601.87	15,091.66	18,109.99	21,731.99
贵金属再生资源材料	2,696.08	2,790.94	2,962.40	3,238.70	3,672.00
其他业务	23.24	15.17	20.64	18.55	19.59
<b>毛利</b>	<b>798.03</b>	<b>987.06</b>	<b>1,562.02</b>	<b>1,964.35</b>	<b>2,466.05</b>
贵金属产品	486.71	639.36	1,138.00	1,479.13	1,910.27
贵金属前驱体材料	144.00	196.21	399.00	529.20	702.00
贵金属特种功能材料	149.84	153.27	205.43	246.51	295.82
机动车催化净化器	161.74	247.96	481.27	638.14	831.98
贵金属环保及催化功能材料	21.38	27.25	33.74	42.99	53.74
贵金属信息功能材料	9.75	14.67	18.56	22.28	26.73
贵金属贸易	107.89	88.74	137.06	164.47	197.36
贵金属再生资源材料	179.85	228.05	257.60	289.30	328.00
其他业务	23.58	30.91	29.36	31.45	30.41
<b>毛利率(%)</b>	<b>3.74</b>	<b>3.41</b>	<b>4.45</b>	<b>4.66</b>	<b>4.77</b>
贵金属产品	5.02	4.85	6.87	7.27	7.43
贵金属前驱体材料	4.25	3.72	6.00	6.30	6.50
贵金属特种功能材料	4.32	4.03	4.50	4.50	4.50
机动车催化净化器	6.44	6.82	10.00	11.00	11.00
贵金属环保及催化功能材料	11.65	10.95	11.30	12.00	12.50
贵金属信息功能材料	7.34	7.11	7.50	7.50	7.50
贵金属贸易	1.23	0.70	0.90	0.90	0.90
贵金属再生资源材料	6.25	7.55	8.00	8.20	8.20
其他业务	50.37	67.08	58.73	62.90	60.81
<b>归母净利润</b>	<b>232.26</b>	<b>326.12</b>	<b>651.47</b>	<b>805.54</b>	<b>1,005.00</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所



## 4. 风险提示

贵金属价格大幅波动，汽车产销不及预期，产能释放不及预期，贵金属新材料市场拓展规模不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	6381	8265	9979	11774	14328	<b>营业收入</b>	21355	28926	35073	42187	51703
货币资金	1029	1517	1764	2167	2628	<b>营业成本</b>	20557	27939	33511	40223	49237
应收账款	1052	1275	1637	1914	2380	营业税金及附加	25	41	46	55	67
其他应收款	10	11	14	17	21	营业费用	68	76	88	105	129
预付款项	84	103	130	160	197	管理费用	110	136	158	190	233
存货	3272	3954	5038	5870	7294	财务费用	142	191	211	309	413
其他流动资产	121	141	172	208	255	研发费用	155	183	210	253	310
<b>非流动资产合计</b>	1155	1306	1425	1575	1707	资产减值损失	-6.76	-7.51	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-16.33	-20.30	0.00	0.00	0.00
固定资产	845	802	956	1090	1204	投资净收益	30.62	28.22	0.00	0.00	0.00
无形资产	74	69	81	92	102	加：其他收益	64.30	71.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	26	27	27	27	27	<b>营业利润</b>	303	414	849	1052	1313
<b>资产总计</b>	7536	9571	11404	13349	16034	营业外收入	0.86	0.41	2.94	1.40	1.58
<b>流动负债合计</b>	2664	4832	6067	7377	9301	营业外支出	0.15	1.41	0.63	0.73	0.92
短期借款	1852	1946	3835	5316	7467	<b>利润总额</b>	304	413	852	1053	1314
应付账款	126	325	293	406	464	所得税	44	49	128	158	197
预收款项	280	8	-200	-524	-877	<b>净利润</b>	260	364	724	895	1117
一年内到期的非流动负债	0	678	678	678	678	少数股东损益	28	38	72	90	112
<b>非流动负债合计</b>	1452	1084	1001	1003	999	归属母公司净利润	232	326	651	806	1005
长期借款	1130	770	770	770	770	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	4116	5917	7068	8380	10300	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	202	227	299	389	501	营业收入增长	25.07%	35.46%	21.25%	20.29%	22.56%
实收资本（或股本）	438	438	591	591	591	营业利润增长	48.97%	36.62%	105.16%	23.91%	24.78%
资本公积	1993	1993	1993	1993	1993	归属于母公司净利润增长	47.80%	40.41%	99.76%	23.65%	24.76%
未分配利润	683	876	1299	1803	2406	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	3218	3427	4035	4579	5232	毛利率(%)	3.74%	3.41%	4.45%	4.66%	4.77%
<b>负债和所有者权益</b>	7536	9571	11404	13349	16034	净利率(%)	1.22%	1.26%	2.06%	2.12%	2.16%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
	单位：百万元										
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利润(%)	3.08%	3.41%	5.71%	6.03%	6.27%
<b>经营活动现金流</b>	-851	57	-994	-286	-701	ROE(%)	7.22%	9.52%	16.14%	17.59%	19.21%
净利润	260	364	724	895	1117	<b>运营能力</b>					
折旧摊销	78.41	79.40	50.36	71.11	91.76	资产负债率(%)	55%	62%	62%	63%	64%
财务费用	142.15	190.55	210.87	308.75	413.39	流动比率	2.40	1.71	1.64	1.60	1.54
应收账款减少	-354.85	-223.87	-361.32	-277.71	-465.12	速动比率	1.17	0.89	0.81	0.80	0.76
预收账款增加	-53.61	-271.88	-208.85	-323.86	-352.40	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-73.21	-219.62	-168.72	-222.00	-223.00	总资产周转率	3.16	3.38	3.30	3.35	3.49
公允价值变动收益	-16.33	-20.30	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	24	25	24	23	24
长期投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	166.84	128.40	111.94	119.18	118.72
投资收益	30.62	28.22	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	978.69	550.70	1410.58	911.10	1385.30	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.75	1.01	1.28	1.77
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净现金流(最新摊薄)	0.12	0.89	0.35	0.58	0.75
长期借款增加	980.00	-360.50	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	7.35	7.83	6.76	7.62	8.77
普通股增加	98	0	153	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	904	0	0	0	0	P/E	45.54	34.00	25.35	19.97	14.41
<b>现金净增加额</b>	54	388	247	403	461	P/B	3.47	3.26	3.77	3.35	2.91
						EV/EBITDA	25.08	19.09	29.57	14.23	11.25

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

### 胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 5 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。获 2021 年 Wind 金牌分析师第五名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526