

产品高端化及客户龙头化趋势增强，业绩增长符合预期

——贵研铂业年报点评

核心观点

- 事件：公司发布 2022 年年报，全年实现营收 407.59 亿元 (+7.56%)，实现归母净利润 4.07 亿元 (+22.96%)，实现扣非后归母净利 2.67 亿元 (-5.52%)；其中 Q4 实现营收 119.74 亿元，同增 26.51%，环增 11.82%，实现归母净利润 0.82 亿元，同增 98.98%，环增 29.42%，实现扣非归母净利-0.39 亿元，同比降 283.37%，环比下降 164.03%，主要系计提大量研发费用所致。**
- 贵金属再生资源材料：产销量超预期增长，保障供应链安全稳定能力进一步增强。** 2022 年贵金属再生资源材料产量较上年同期增加 78.29%、销量增加 68.56%，主要原因系报告期公司白银加工业务量增加，贵研牌白银产量突破 1200 吨，跃居全国一线品牌。此外公司在石油化工、精细化工等行业进一步巩固与万华化学等头部企业合作；医药、双氧水、金碳等行业市场开拓也成效显著，回收物料超 2000 吨，全国市场占有率 20%以上；失效汽车催化剂也实现了与庄信万丰等国际贵金属企业及国内企业业务合作。
- 贵金属新材料制造板块：公司新产品、新市场取得较好突破，产品高端化及客户龙头化趋势增强。** 1) 汽车催化剂：国六催化剂突破混动汽车市场，比亚迪市场标杆效益凸显，国内乘用车混动市场占有率稳居第一；此外贵研东营公司已成为潍柴集团战略供应商，2023 年有望实现批量供货；2) 工业催化剂：丙烷脱氢催化剂产销量快速增长，实现了首次大批量工业应用，有望形成新的利润增长点，2022 年公司贵金属工业催化剂材料销量 292.48 吨，同比增加 129.34%，实现超预期增长。3) 其他新材料业务：公司钯盐、钯水产品已打开了国际市场，实现全球运营，铈派克产品实现技术、市场双突破；化霜银浆和银合金键合丝批量应用，头部企业的铂网供应大幅增长，医用材料增长迅速。未来公司也会继续推动医用、靶材、粉体和氢能材料加快市场开拓，尽快形成新的增长点，信息材料加快拓展光伏材料市场。

盈利预测与投资建议

- 据贵金属价格及公司年报情况，我们调整公司产品单位售价等假设，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.72、8.22、9.69 亿元（原 23-24 年为 5.90、8.41 亿元），根据可比公司 2023 年 27X PE 的估值，维持买入评级，对应目标价 20.25 元。

风险提示

宏观经济增速放缓，传统汽车产销不及预期，公司新建项目产能释放或消化不及预期，贵金属价格大幅波动风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	37,893	40,759	44,088	54,853	64,691
同比增长(%)	31.0%	7.6%	8.2%	24.4%	17.9%
营业利润(百万元)	443	529	759	1,086	1,273
同比增长(%)	7.0%	19.4%	43.5%	43.1%	17.2%
归属母公司净利润(百万元)	331	407	572	822	969
同比增长(%)	1.5%	23.0%	40.5%	43.7%	17.9%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.75	1.08	1.27
毛利率(%)	3.2%	3.3%	3.8%	3.9%	3.9%
净利率(%)	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%
净资产收益率(%)	9.2%	8.4%	9.0%	11.6%	12.4%
市盈率	41.0	33.3	23.7	16.5	14.0
市净率	3.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月20日）	17.81 元
目标价格	20.25 元
52 周最高价/最低价	18.35/12.86 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,107/73,893
A 股市值（百万元）	13,555
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2023 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.53	10.62	9.06	10.32
相对表现	7.45	6.2	10.7	9.28
沪深 300	1.08	4.42	-1.64	1.04



证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001

联系人

孟宪博	mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军	tengzhujun@orientsec.com.cn
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn

相关报告

Q3 业绩符合预期，静待项目落地释放增长动能：——贵研铂业 2022 年三季度点评	2022-10-31
底蕴深厚蓄势待发、平台为王前景广阔：——贵研铂业首次覆盖报告	2022-09-13

投资建议

- 据贵金属价格及公司年报情况，我们调整公司产品单位售价等假设，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.72、8.22、9.69 亿元（原 23-24 年为 5.90、8.41 亿元），根据可比公司 2023 年 27X PE 的估值，维持买入评级，对应目标价 20.25 元。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2023/4/20	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
有研新材	600206	15.70	0.28	0.48	0.76	1.08	55.67	32.90	20.73	14.56
格林美	002340	7.32	0.18	0.30	0.47	0.68	40.71	24.73	15.52	10.73
中自科技	688737	36.92	0.12	-1.03	1.31	2.58	305.12	-35.84	28.28	14.33
国瓷材料	300285	28.03	0.79	0.50	0.81	1.07	35.39	56.60	34.44	26.28
凯立新材	688269	72.47	1.24	1.69	2.33	3.02	58.27	42.84	31.08	24.00
	最大值						305.12	56.60	34.44	26.28
	最小值						35.39	(35.84)	15.52	10.73
	平均数						99.03	24.25	26.01	17.98
	调整后平均						51.55	33.49	26.70	17.63

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，则铂族金属需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

传统汽车产销不及预期：铂族金属需求与传统燃油汽车存在较高的相关性，如传统燃油汽车受新能源汽车冲击超预期，或也将影响铂族金属行业需求。

公司新建项目产能释放或消化不及预期：公司 23-25 年盈利增速驱动主要依赖产能扩张，因此若公司产能建设、投产进度或产能消化不及预期，公司盈利或不及预期。

贵金属价格大幅波动风险：公司铂族金属原材料成本占比高，虽然公司采取套期保值平抑价格波动，但如果铂族金属价格出现连续非理性快速上涨或者下跌，则行业和企业盈利存在波动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,179	3,188	3,268	3,628	4,466	营业收入	37,893	40,759	44,088	54,853	64,691
应收票据、账款及款项融资	3,473	3,274	3,492	4,243	5,108	营业成本	36,685	39,396	42,404	52,704	62,182
预付账款	138	301	214	290	378	营业税金及附加	75	61	72	94	105
存货	3,512	3,905	4,753	5,393	6,499	销售费用	54	57	66	78	89
其他	701	573	493	645	629	管理费用及研发费用	443	664	767	841	935
流动资产合计	10,002	11,240	12,221	14,199	17,079	财务费用	263	168	164	195	254
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	68	88	60	59	58
固定资产	1,084	1,256	1,634	2,057	2,381	公允价值变动收益	9	21	21	21	21
在建工程	89	33	125	114	0	投资净收益	25	39	39	39	39
无形资产	94	182	176	170	164	其他	105	143	143	143	143
其他	361	364	350	356	355	营业利润	443	529	759	1,086	1,273
非流动资产合计	1,627	1,835	2,285	2,697	2,900	营业外收入	1	2	1	3	3
资产总计	11,630	13,075	14,506	16,896	19,979	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	1,789	694	1,476	2,950	4,875	利润总额	441	527	757	1,085	1,272
应付票据及应付账款	395	496	494	615	744	所得税	70	87	124	178	209
其他	2,070	3,041	2,926	2,907	3,025	净利润	372	440	633	907	1,063
流动负债合计	4,254	4,231	4,896	6,472	8,644	少数股东损益	41	33	61	85	94
长期借款	2,836	2,000	2,000	2,000	2,000	归属于母公司净利润	331	407	572	822	969
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.43	0.53	0.75	1.08	1.27
其他	554	648	527	586	587						
非流动负债合计	3,391	2,649	2,527	2,587	2,588	主要财务比率					
负债合计	7,644	6,880	7,423	9,058	11,231		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	244	257	318	403	497	成长能力					
实收资本(或股本)	591	761	761	761	761	营业收入	31.0%	7.6%	8.2%	24.4%	17.9%
资本公积	2,470	4,194	4,449	4,449	4,449	营业利润	7.0%	19.4%	43.5%	43.1%	17.2%
留存收益	683	972	1,544	2,213	3,030	归属于母公司净利润	1.5%	23.0%	40.5%	43.7%	17.9%
其他	(3)	11	11	11	11	获利能力					
股东权益合计	3,985	6,196	7,083	7,838	8,748	毛利率	3.2%	3.3%	3.8%	3.9%	3.9%
负债和股东权益总计	11,630	13,075	14,506	16,896	19,979	净利率	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%	1.5%
						ROE	9.2%	8.4%	9.0%	11.6%	12.4%
						ROIC	7.3%	5.9%	6.9%	8.3%	8.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	65.7%	52.6%	51.2%	53.6%	56.2%
净利润	372	440	633	907	1,063	净负债率	76.9%	18.3%	19.9%	32.2%	41.3%
折旧摊销	65	120	107	141	176	流动比率	2.35	2.66	2.50	2.19	1.98
财务费用	263	168	164	195	254	速动比率	1.51	1.72	1.51	1.34	1.21
投资损失	(25)	(39)	(39)	(39)	(39)	营运能力					
营运资金变动	(1,421)	(636)	(329)	(1,564)	(1,888)	应收账款周转率	25.6	22.6	22.6	24.4	23.6
其它	(404)	580	(150)	52	1	存货周转率	9.7	10.4	9.6	10.2	10.3
经营活动现金流	(1,150)	633	386	(309)	(433)	总资产周转率	3.6	3.3	3.2	3.5	3.5
资本支出	49	(626)	(547)	(546)	(379)	每股指标(元)					
长期投资	7	(0)	(2)	1	(0)	每股收益	0.43	0.53	0.75	1.08	1.27
其他	(257)	455	(210)	91	131	每股经营现金流	-1.95	0.83	0.51	-0.41	-0.57
投资活动现金流	(201)	(172)	(759)	(454)	(248)	每股净资产	4.92	7.80	8.89	9.77	10.84
债权融资	1,998	189	(420)	(3)	(1)	估值比率					
股权融资	631	1,894	255	0	0	市盈率	41.0	33.3	23.7	16.5	14.0
其他	(597)	(1,548)	619	1,126	1,518	市净率	3.6	2.3	2.0	1.8	1.6
筹资活动现金流	2,032	535	454	1,124	1,518	EV/EBITDA	19.0	18.0	14.3	10.3	8.6
汇率变动影响	(7)	16	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.8	21.1	15.9	11.5	9.6
现金净增加额	675	1,012	80	360	837						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。