

# Q3 业绩符合预期，静待项目落地释放增长动能

——贵研铂业 2022 年三季度报点评

## 核心观点

- 公司发布 2022 年三季度报，前三季度公司实现营收 287.84 亿元，同比+1.25%，归母净利润 3.25 亿元，同比+12.17%。其中 Q3 营收 107.08 亿元，同比+10.20%、环比+13.90%，归母净利润 0.63 亿元，同比+147.32%、环比-11.60%。业绩符合预期。
- 贵金属前驱体材料产业化项目已于 22H1 实现批量投产，产能释放在即。22H1 公司前驱体材料产业化项目已进入批量化生产阶段，该项目主要包括铂、钯、铑、铱、钌系列贵金属前驱体材料等五大系列产品。目前公司前驱体产能也已扩大至约 299 吨/年，较原产能增长 274%，我们预计随着下游醋酸酐、石油化工等需求持续增长及公司不断扩展新客户、开发新产品，市占率有望不断提升，进而推动公司业绩持续增长。
- 柴油机汽车尾气催化剂项目一期进入试生产阶段，静待项目落地释放增长动能。2021 年 8 月，公司与战略客户潍柴动力合作投资建设“1200 万升/年汽车尾气高效催化转化技术产业化项目”，项目总投资 3.0 亿元。该项目以国六产品技术升级为依托，以满足柴油机国六催化剂生产为主要产业化内容，建成二条 600 万升/年柴油机（含 CNG）催化剂生产线，目前一期已基本建成，进入试生产阶段，或量产在即，未来也将进一步提升公司柴油机国六机动车催化剂产能规模和生产能力。
- 成立半导体、功能材料子公司，公司贵金属新材料产业布局与管理体制改革进一步加快。2022 年 10 月，公司发布公告投资设立贵研半导体材料（云南）有限公司及贵研功能材料（云南）有限公司。通过设立子公司加快贵金属新材料产业布局，也有望充分利用已有的产业基础、市场资源，把握产业发展方向，优化管理架构，提高管理效率及经营质量，扩大产业规模，增强关键核心技术研究，提升市场竞争力，推动贵金属新材料向中高端迈进，实现半导体等领域关键技术产品国产替代。

## 盈利预测与投资建议

- 据贵金属价格及公司三季报情况，我们调整公司产品单位售价等假设，预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.70、1.00、1.42 元（原为 0.70、1.04、1.45 元），根据可比公司 2023 年 20X PE 的估值，维持买入评级，对应目标价 20.00 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，假设条件变化影响测算结果。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,926	36,351	42,179	48,740	53,895
同比增长(%)	35.5%	25.7%	16.0%	15.6%	10.6%
营业利润(百万元)	414	494	532	755	1,076
同比增长(%)	36.6%	19.4%	7.5%	42.1%	42.4%
归属母公司净利润(百万元)	326	387	414	590	841
同比增长(%)	40.4%	18.7%	6.8%	42.8%	42.4%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.70	1.00	1.42
毛利率(%)	3.3%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%
净利率(%)	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.6%
净资产收益率(%)	9.8%	10.8%	10.3%	13.1%	16.7%
市盈率	27.4	23.1	21.6	15.1	10.6
市净率	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7

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（2022年10月28日）	15.11 元
目标价格	20.80 元
52 周最高价/最低价	27.98/13.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	59,116/56,902
A 股市值（百万元）	8,932
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2022 年 10 月 31 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.16	5.3	-12.45	-32.29
相对表现	10.55	12.81	3.74	-5.09
沪深 300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



## 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

## 联系人

李一冉 liyiran@orientsec.com.cn  
孟宪博 mengxianbo@orientsec.com.cn  
滕朱军 tengzhujun@orientsec.com.cn

## 相关报告

底蕴深厚蓄势待发、平台为王前景广阔： 2022-09-13  
——贵研铂业首次覆盖报告

## 投资建议

- 据贵金属价格及公司三季报情况，我们调整公司产品单位售价等假设，预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.70、1.00、1.42 元（原为 0.70、1.04、1.45 元），根据可比公司 2023 年 20X PE 的估值，维持买入评级，对应目标价 20.00 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			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
有研新材	600206	12.84	0.28	0.50	0.76	1.08	45.53	25.63	16.94	11.90
格林美	002340	7.37	0.18	0.33	0.48	0.61	40.99	22.20	15.47	12.02
中自科技	688737	30.91	0.12	0.74	1.69	2.41	255.45	41.55	18.34	12.85
国瓷材料	300285	22.59	0.79	0.63	0.95	1.26	28.52	35.59	23.70	17.94
凯立新材	688269	85.50	1.24	1.80	2.46	3.23	68.75	47.49	34.71	26.46
	最大值						255.45	47.49	34.71	26.46
	最小值						28.52	22.20	15.47	11.90
	平均数						87.85	34.49	21.83	16.23
	调整后平均						51.76	34.26	19.66	14.27

数据来源：朝阳永续，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 22-24 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

**假设条件变化影响测算结果：**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

**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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,517	2,071	2,215	2,631	2,937	营业收入	28,926	36,351	42,179	48,740	53,895
应收票据、账款及款项融资	2,531	3,457	3,483	4,014	4,346	营业成本	27,964	35,166	40,643	46,824	51,628
预付账款	103	134	157	178	199	营业税金及附加	41	71	64	80	92
存货	3,954	3,461	5,405	5,819	6,121	销售费用	51	52	78	86	91
其他	160	553	172	190	204	管理费用及研发费用	319	402	710	786	788
<b>流动资产合计</b>	<b>8,265</b>	<b>9,676</b>	<b>11,432</b>	<b>12,832</b>	<b>13,807</b>	财务费用	191	242	238	289	309
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	25	58	37	47	42
固定资产	802	796	1,711	2,006	2,271	公允价值变动收益	(20)	9	9	9	9
在建工程	216	266	266	318	275	投资净收益	28	26	35	35	35
无形资产	69	64	62	59	56	其他	71	99	78	83	87
其他	219	275	238	244	251	<b>营业利润</b>	<b>414</b>	<b>494</b>	<b>532</b>	<b>755</b>	<b>1,076</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,306</b>	<b>1,401</b>	<b>2,277</b>	<b>2,627</b>	<b>2,853</b>	营业外收入	0	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>9,571</b>	<b>11,077</b>	<b>13,709</b>	<b>15,459</b>	<b>16,660</b>	营业外支出	1	0	4	2	2
短期借款	1,946	1,669	3,096	3,783	4,331	<b>利润总额</b>	<b>413</b>	<b>495</b>	<b>530</b>	<b>756</b>	<b>1,076</b>
应付票据及应付账款	325	263	383	445	454	所得税	49	64	68	97	139
其他	2,562	1,860	2,429	2,909	2,784	<b>净利润</b>	<b>364</b>	<b>431</b>	<b>462</b>	<b>659</b>	<b>938</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,832</b>	<b>3,792</b>	<b>5,909</b>	<b>7,136</b>	<b>7,570</b>	少数股东损益	38	44	48	68	97
长期借款	770	2,836	2,836	2,836	2,836	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>326</b>	<b>387</b>	<b>414</b>	<b>590</b>	<b>841</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.55	0.65	0.70	1.00	1.42
其他	315	444	361	374	393						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,084</b>	<b>3,281</b>	<b>3,198</b>	<b>3,210</b>	<b>3,230</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,917</b>	<b>7,073</b>	<b>9,106</b>	<b>10,347</b>	<b>10,799</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	227	280	328	397	494	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	438	591	591	591	591	营业收入	35.5%	25.7%	16.0%	15.6%	10.6%
资本公积	1,993	1,849	2,104	2,104	2,104	营业利润	36.6%	19.4%	7.5%	42.1%	42.4%
留存收益	995	1,282	1,577	2,018	2,670	归属于母公司净利润	40.4%	18.7%	6.8%	42.8%	42.4%
其他	1	2	2	2	2	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,654</b>	<b>4,004</b>	<b>4,603</b>	<b>5,112</b>	<b>5,861</b>	毛利率	3.3%	3.3%	3.6%	3.9%	4.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,571</b>	<b>11,077</b>	<b>13,709</b>	<b>15,459</b>	<b>16,660</b>	净利率	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.6%
						ROE	9.8%	10.8%	10.3%	13.1%	16.7%
						ROIC	7.9%	7.9%	6.4%	7.4%	8.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	61.8%	63.9%	66.4%	66.9%	64.8%
净利润	364	431	462	659	938	净负债率	51.4%	76.2%	106.8%	101.5%	92.7%
折旧摊销	66	69	90	138	166	流动比率	1.71	2.55	1.93	1.80	1.82
财务费用	191	242	238	289	309	速动比率	0.89	1.62	1.01	0.97	1.00
投资损失	(28)	(26)	(35)	(35)	(35)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(52)	(1,544)	(1,560)	(455)	(777)	应收账款周转率	24.9	24.6	23.2	23.3	22.9
其它	(484)	(83)	(27)	3	8	存货周转率	7.7	9.4	9.0	8.2	8.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>57</b>	<b>(909)</b>	<b>(832)</b>	<b>598</b>	<b>609</b>	总资产周转率	3.4	3.5	3.4	3.3	3.4
资本支出	(214)	(98)	(1,000)	(481)	(384)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	0.55	0.65	0.70	1.00	1.42
其他	(6)	(30)	62	52	33	每股经营现金流	0.13	-1.54	-1.41	1.01	1.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>(220)</b>	<b>(127)</b>	<b>(938)</b>	<b>(430)</b>	<b>(351)</b>	每股净资产	5.80	6.30	7.23	7.98	9.08
债权融资	317	1,996	589	(1)	(2)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	10	255	0	0	市盈率	27.4	23.1	21.6	15.1	10.6
其他	233	(251)	1,071	248	49	市净率	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>551</b>	<b>1,756</b>	<b>1,915</b>	<b>247</b>	<b>48</b>	EV/EBITDA	18.2	15.2	14.2	10.3	7.9
汇率变动影响	(4)	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.2	16.6	15.9	11.7	8.8
<b>现金净增加额</b>	<b>384</b>	<b>713</b>	<b>144</b>	<b>415</b>	<b>306</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)