

有色金属

2020 年 02 月 14 日

贵研铂业 (600459)

——铂有望迎来上涨周期，氢能源布局提供成长空间

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020 年 02 月 13 日

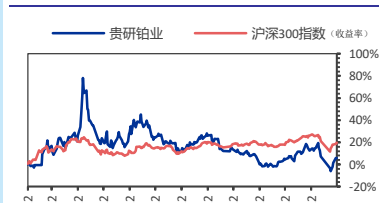
收盘价 (元)	16.96
一年内最高/最低 (元)	24.28/11.99
市净率	2.4
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	7424
上证指数/深证成指	2906.07/10864.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	7.19
资产负债率%	52.59
总股本/流通 A 股 (百万)	438/438
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com
史霜霜 A0230519110004
shiss@swsresearch.com

联系人

王宏为
(8621)23297818×转
wanghw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是国内铂族贵金属相关产品龙头，核心业务分为三个板块：贵金属新材料深加工、资源再生利用以及贵金属贸易。业务产品应用于汽车、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。公司贵金属回收方面拥有年产 2.5 吨钯、1.5 吨铂产能，贵金属原料成本较低。
- 公司发力机动车催化净化器及贵金属前驱体材料业务，氢能源催化剂业务与上汽合作开发。目前公司在建机动车催化剂生产线国六升级改造项目，投产后将新增 215 万件/年的国六催化剂产品，预计 2020 年底建成；储备项目贵金属前驱体材料，拟建规模 299 吨的前驱体材料产线，投产后年销售额 26.8 亿元。在氢能源领域公司与上汽合作研发燃料电池催化剂，技术储备 5 年，目前在实验室阶段。
- 铂：氢能源催化剂需求上升有望开启铂上行周期，2019Q2 以来铂价格已经上涨 22%。铂价格目前处于近十年低位，未来随着氢能源的需求增长，全球铂需求有望迎来复苏，2030 年远景 400 万辆燃料电池乘用车+100 万辆燃料电池商用车产量的假设下燃料电池用铂量为 75 吨，同时氢能源在储能等更多领域的应用将提供更大的需求空间。供给端铂价格持续低迷导致全球铂供给量在 2016-2019 连续走低，目前伦敦现货铂价格 967 美元/盎司，相比 2019 年二季度低点上涨 176 美元/盎司，涨幅 22%，预计 2020-2021 年全球铂供给量分别为 250.8 吨、260.8 吨，供需角度看 2020-2021 年全球铂分别紧缺 15.2 吨、5.4 吨，未来随着氢能源需求爆发铂有望迎来长期上行周期。
- 钯：国六标准提升燃油车单车用钯量，预计 2020-2021 年钯价格仍将维持高位。国六 A（计划 2020 年实施）及国六 B 对汽车尾气排放要求进一步提高，单车用钯量将有明显提升，预计国六 A 最高将带动单车用钯量提高 10%。预计 2020-2021 年全球钯供给分别为 328.9 吨、337.2 吨，需求分别为 333.4 吨、337.5 吨，钯价格有望维持目前高位。
- 首次覆盖，给予买入评级。预计 2019-2021 年全球铂均价分别为 863 美元/盎司、980 美元/盎司、1150 美元/盎司，预计 2019-2021 年全球钯均价分别为 1536.7 美元/盎司、2200 美元/盎司、2200 美元/盎司，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.17 亿元、2.68 亿元、3.14 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、24 倍，公司作为铂族金属产品龙头，未来将显著受益铂族金属价格的持续上涨，同时氢能源业务有望带来长期成长空间，类比成长性钴行业和贵金属黄金行业公司 2020 年估值显著被低估，钴行业 2020 年平均 PE 估值 53 倍，黄金行业 2020 年平均 PE 估值 45 倍，考虑到公司成长性及可比公司估值给予公司六个月目标 PE40 倍，空间 44%，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：氢能源需求低预期、钯价格暴跌。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	17,074	16,718	22,873	26,531	29,184
同比增长率 (%)	10.6	25.4	34.0	16.0	10.0
归母净利润 (百万元)	157	158	217	268	314
同比增长率 (%)	31.7	31.8	38.1	23.4	17.1
每股收益 (元/股)	0.36	0.36	0.50	0.61	0.72
毛利率 (%)	3.5	3.1	3.2	3.3	3.3
ROE (%)	7.6	5.0	9.5	10.5	10.9
市盈率	47		34	28	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。预计 2019-2021 年全球铂均价分别为 863 美元/盎司、980 美元/盎司、1150 美元/盎司，预计 2019-2021 年全球钯均价分别为 1536.7 美元/盎司、2200 美元/盎司、2200 美元/盎司，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.17 亿元、2.68 亿元、3.14 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、24 倍，公司作为铂族金属产品龙头，未来将显著受益铂族金属价格的持续上涨，同时氢能源业务有望带来长期成长空间，类比成长性钴行业和贵金属黄金行业公司 2020 年估值显著被低估，钴行业 2020 年平均 PE 估值 53 倍，黄金行业 2020 年平均 PE 估值 45 倍，考虑到公司成长性 & 可比公司估值给予公司六个月目标 PE40 倍，空间 44%，首次覆盖，给予买入评级。

关键假设点

预计 2019-2021 年全球铂均价分别为 863 美元/盎司、980 美元/盎司、1150 美元/盎司

预计 2019-2021 年全球钯均价分别为 1536.7 美元/盎司、2200 美元/盎司、2200 美元/盎司

有别于大众的认识

- 1、市场担忧柴油车需求下滑导致铂价格低迷，我们认为柴油车需求下滑已经不是主要矛盾，近两年主要矛盾是铂供给下滑带动价格回暖，未来长期看有望由于氢能源的广泛应用价格迎来长期上行周期。
- 2、市场担心公司成长性不足。我们认为氢能源业务布局有望提供较大成长空间，氢能源未来有望在燃料电池汽车、储能等众多领域广泛应用，公司率先布局氢能源催化剂业务，未来有望受益氢能源爆发提供更大成长空间。

股价表现的催化剂

铂、钯价格上涨，氢能源需求持续加速。

核心假设风险

氢能源需求低预期、钯价格暴跌。

目录

1. 铂族产品龙头，布局氢能源材料.....	5
1.1 公司是铂、钯等贵金属相关产品龙头.....	5
1.2 发力机动车催化净化器及布局氢能源催化剂业务.....	6
2. 铂：氢能源需求带动有望迎来价格上行周期	8
2.1 需求：氢能源催化剂有望带动需求持续提升.....	8
2.2 供给：价格低迷导致铂持续减产，未来增量有限.....	10
2.3 供需及价格：铂有望迎来上涨周期	11
3. 钯：国六标准推升钯需求，价格有望维持高位.....	12
3.1 钯需求：国六标准提升单车用钯需求.....	12
3.2 钯供给：回收提供主要增量.....	13
3.3 钯价格：供需紧平衡价格有望维持高位	14
4. 盈利预测及估值.....	15

图表目录

图 1：实际控制人为云南省国资委	5
图 2：公司 2018 年收入分布	6
图 3：公司 2018 年毛利分布	6
图 4：机动车催化净化器是毛利率最高产品	6
图 5：2019 年全球铂需求分布	8
图 6：铂、钯需求区分	9
图 7：铂族资源储量分布	11
图 8：伦敦现货铂价格（美元/盎司）	12
图 9：伦敦现货钯价格（美元/盎司）	14
图 10：公司 PB 估值处于上市以来低位	15
图 11：公司 PE（TTM）估值处于上市以来低位	16
 表 1：公司产品类型	 5
表 2：公司产品销量	7
表 3：公司目前重大在建项目情况	7
表 4：燃料电池单车消耗铂大幅增加	9
表 5：铂汽车领域需求测算	9
表 6：铂需求有望持续回暖（吨）	10
表 7：全球铂供给（吨）	11
表 8：铂金供需平衡表（吨）	12
表 9：未来两年钯汽车需求持续增长	13
表 10：钯总需求（吨）	13
表 11：钯全球供给（吨）	14
表 12：钯金供需平衡表（吨）	14
表 13：可比公司估值（除贵研铂业外均来自申万有色团队报告“2020 年有色金属年报前瞻”）	15

1. 铂族产品龙头，布局氢能源材料

1.1 公司是铂、钯等贵金属相关产品龙头

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，面向国防和民用市场，提供贵金属原材料供给、产品制造、商务贸易和废料回收的一站式服务。

公司核心业务分为三个板块：贵金属新材料深加工、资源再生利用以及贵金属贸易。业务产品应用于汽车、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。在贵金属原材料采购方面，通过成为上海黄金交易所专户会员以及积累众多优质供应商，保证了贵金属原材料的供给，同时公司贵金属回收方面拥有年产 2.5 吨钯、1.5 吨铂产能，贵金属原料成本较低。

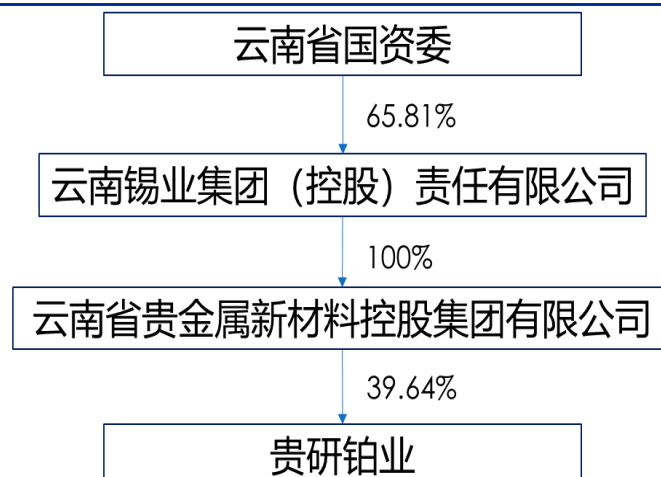
表 1：公司产品类型

业务板块	产品类型	产品细分	应用领域
贵金属产品	贵金属特种功能材料	钎焊材料、靶材、纯银材料、催化网、电工合金、电热偶、铆钉、复合带材、丝材等	国防工业、电子信息、化工建材、冶金
	贵金属前驱体材料	铂、钯、铑、铱、钌的化合物及传感器	石油化工、煤化工、电镀、医疗
	机动车催化净化器	汽油机催化器、柴油机催化器等	汽车
	贵金属工业催化剂材料	钯工业催化剂、苯/钯/钌脱硫催化剂、吸附剂、双氧水催化剂	石油化工、医药合成、精细化工、硝氮肥、汽车污染治理
	贵金属信息功能材料	金、铂、银、钌、银钯等浆料、金粉、银粉等	新能源、汽车、电子信息
	贵金属再生资源材料	贵金属原材料及高纯材料	
	贵金属贸易	贵金属原材料等	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司与锡业股份均为云南锡业集团旗下子公司，实际控制人为云南省国资委。

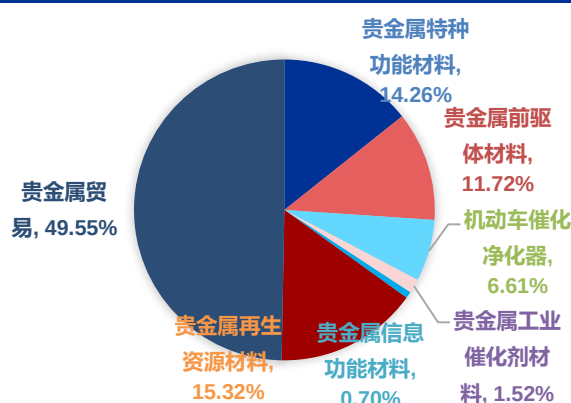
图 1：实际控制人为云南省国资委



资料来源：公司公告、申万宏源研究

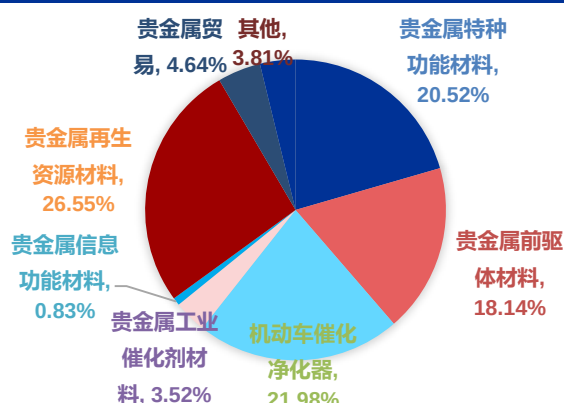
营收方面，2018 年贵金属贸易收入占比 50%左右，贵金属产品占比 35%，再生资源材料占比 15%。2018 年公司毛利主要由再生资源材料（26.55%）、机动车催化净化器（21.98%）、特种功能材料（20.52%）和贵金属前驱体材料（18.14%）贡献，合计贡献超过 80%。

图 2：公司 2018 年收入分布



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 3：公司 2018 年毛利分布

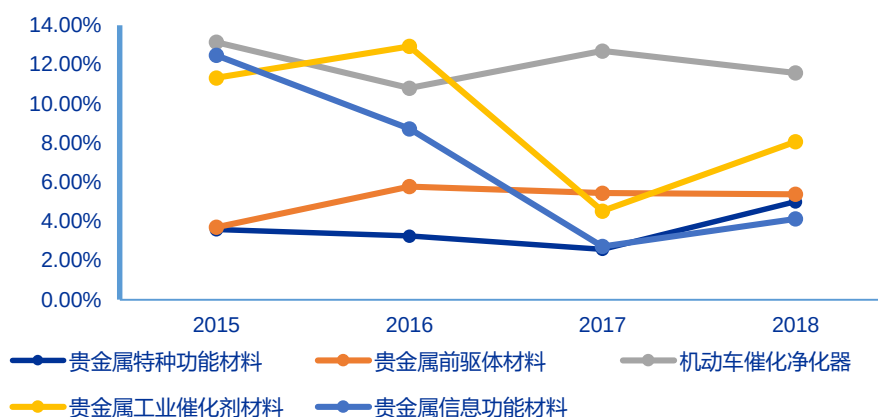


资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 发力机动车催化净化器及布局氢能能源催化剂业务

机动车催化净化器是毛利率最高的产品，自 2015 年来均保持在 10%以上。贵金属工业催化剂营收占比仅 1%左右，但毛利率在 2018 年达到 8.06%。营收贡献过半的贵金属贸易毛利率较低，仅有 0.33-0.38%。

图 4：机动车催化净化器是毛利率最高产品



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司贵金属特种材料、机动车催化净化器及贵金属再生资源材料均持续高速增长，目前前三项业务已经成为公司业绩贡献最大的三块业务。

表 2：公司产品销量

	2015	2016	2017	2018
贵金属特种材料(吨)	54.8	66.2	171.8	480.4
贵金属信息功能材料(吨)	41.0	36.7	37.8	46.6
贵金属前驱体材料(吨)	35.3	46.9	56.4	55.9
贵金属工业催化剂材料(吨)	88.6	64.9	26.6	64.6
机动车催化净化器 (万件)	109.6	208.8	321.0	387.3
贵金属再生资源材料(吨)	365.3	505.8	786.7	1326.8
贵金属贸易(吨)	297.7	800.4	1248.2	1685.2

资料来源：公司各年年报、申万宏源研究

公司开始机动车催化剂生产线国六升级改造项目。国六 A 和国六 B 新标准分别于 2020 年和 2023 年实施,提高了汽车尾气排放标准,同时也提高对汽车尾气处理催化剂的需求量,为应对国六标准公司拟 2019 年 11 月开始进行机动车催化剂生产线国六升级改造项目,预计 2020 年 12 月建成投产,增加公司机动车催化净化器业务的盈利能力。

表 3：公司目前重大在建项目情况

项目名称	提出时间	项目内容	完成进度
机动车催化剂生产线国六升级改造项目	2019.11	项目建成后将新增 215 万件/年的国六催化剂生产线	项目建设期为 1 年
贵金属前驱体材料产业化项目	2018.4	建设规模为年产贵金属前驱体材料系列产品 299 吨,年销售额 268,150.62 万元	项目建设期为 2 年

资料来源：公司公告、申万宏源研究

氢能源催化剂领域：公司与上汽集团共同研发铂碳催化剂，产品尚处于实验室阶段，未来随着产业政策进一步清晰以及燃料电池技术进步，未来公司有望在燃料电池催化剂领域率先实现商业应用。未来燃料电池乘用车单车用铂量将至少在 12.5 克，商用车单车用铂量至少在 25 克，未来 2030 年全球 300 万辆燃料电池车型的假设下全球燃料电池用铂量将达到 45 吨，同时氢能源在储能等更多领域的应用将提供更大的需求空间。

资源再生板块：年回收钨 2.5 吨，铂 1.5 吨，随着国六新标准推进，公司将持续提高重点物料回收效率和产能。

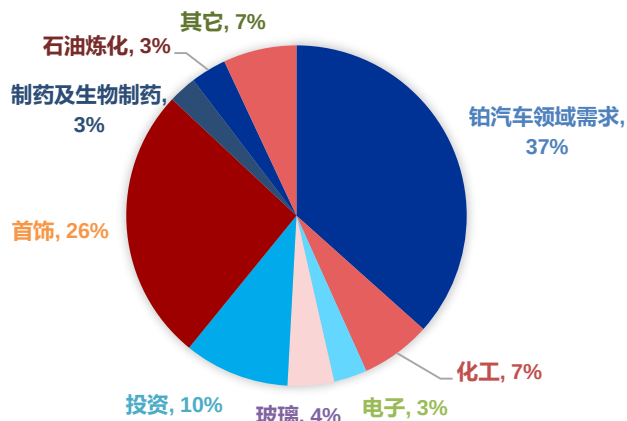
2. 铂：氢能源需求带动有望迎来价格上行周期

铂族金属：包括铂（Pt）、钯（Pd）、铑（Os）、铱（Ir）、钌（Ru）、铱（Rh）六种金属元素，在元素周期表中属第 5,6 周期。

2.1 需求：氢能源催化剂有望带动需求持续提升

2019 年全球铂需求分布：37%用于柴油车尾气催化剂，26%用于首饰，10%来自投资需求，7%来自化工，4%来自玻璃，3%来自电子，3%来自石油炼化，3%来自制药及生物制药。

图 5：2019 年全球铂需求分布

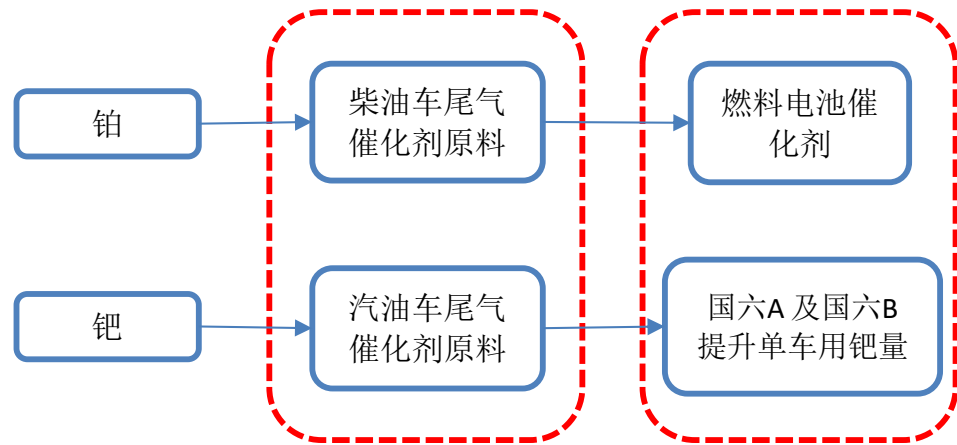


资料来源：国际铂金投资协会、申万宏源研究

铂目前主要用于柴油车尾气处理做催化剂，未来更大需求空间来自燃料电池催化剂。

尾气催化剂中铂族元素用于催化转化有害气体 CO 和 HC，在催化剂中铂和钯作用趋同，均是用于净化有害气体转化为无害气体。目前柴油车尾气处理的单车用铂量为 5-10 克，根据 2018 年全球铂在汽车尾气催化剂的用量以及全球汽车销量测算柴油车的单车用铂量平均约 6.6 克，而目前燃料电池商用车的燃料电池催化剂单车用铂量达到 40 克以上，国外技术条件较好的燃料电池乘用车的燃料电池催化剂单车用铂量普遍在 14 克以上（国内目前技术条件的用铂量更高），考虑到未来单车用铂量下降商用车用铂量可能下降到 25 克/辆，燃料电池乘用车单车用铂量可能下降到 12.5 克/辆，相比柴油车尾气催化剂单车用铂量仍然增加近一倍，同时燃料电池乘用车催化剂对铂属于完全增量。

图 6：铂、钯需求区分



资料来源：世界铂金投资协会、申万宏源研究

表 4：燃料电池单车消耗铂大幅增加

单车用量	铂族金属用量 (克/辆)	备注
柴油车 (用铂)	6.6	单车 5-10 克
汽油车 (用钯)	3.3	单车 2-5 克
本田 Clarity 燃料电池车	12.9	
丰田 Mirai 燃料电池车	14.1	
雪佛兰 Bolt 燃料电池车	18.6	
福特 Mustang 燃料电池车	28-40.5	

资料来源：中汽协、国际铂金投资协会、各公司官网、申万宏源研究

燃料电池车领域远景看 2030 年假设燃料电池乘用车 400 万辆产量，燃料电池商用车产量 100 万辆，同时燃料电池乘用车和商用车的单车用铂量分别下滑到 12.5 克和 25 克，则燃料电池汽车的铂总需求为 75 吨。考虑到电动车渗透对铂需求的替代，预计 2030 年全球纯电动商用车年产量 30 万辆，则对应铂需求减少为 2 万吨，燃油乘用车主要为汽油车型，尾气催化剂不采用铂，因此电动乘用车渗透对铂需求暂无影响。综合考虑燃料电池汽车的渗透和电动车渗透的替代影响，预计 2020-2021 年铂全球汽车领域需求分别为 97.6 吨、97.9 吨，远景看 2030 年铂全球汽车领域需求有望增长到 170.5 吨。

表 5：铂汽车领域需求测算

	2019	2020E	2021E	2030E
燃料电池乘用车产量 (万辆)	2	4.3	6	400
单辆消耗铂金 (克/辆)	15	15	14.5	12.5
燃料电池商用车产量 (万辆)	0.6	1.2	1.8	100
单辆消耗铂金 (克/辆)	40	39	38	25
燃料电池铂金需求量 (吨)	0.54	1.11	1.55	75
纯电动商用车产量 (万辆)	12	15	17	30
燃油商用车单车消耗铂 (克/辆)	6.6	6.6	6.6	6.6

燃油汽油车暂时用钌，不用铂

电动车渗透导致铂需求减少量（吨）	0.8	1.0	1.1	2.0
铂汽车领域需求（吨）	97.2	97.6	97.9	170.5

资料来源：国际铂金投资协会、申万宏源研究

在其他领域需求中，化工和制药领域需求持续增长；电子领域铂需求由于 5G 手机带动 3C 产品 2020 年有望复苏；铂金首饰需求自 2014 年以来持续低迷，消费习惯短期难以改变，预计 2020-2021 年仍将缓慢走弱；随着铂价格回暖在 2019 年需求占比 10% 的投资领域需求未来将至少维持稳定。综合各下游续期情况预计 2020-2021 年全球铂需求量分别为 266 吨、266.2 吨，远景看 2030 年即便考虑单车用铂量下降，全球铂需求量也会达到 332.2 吨。

表 6：铂需求有望持续回暖（吨）

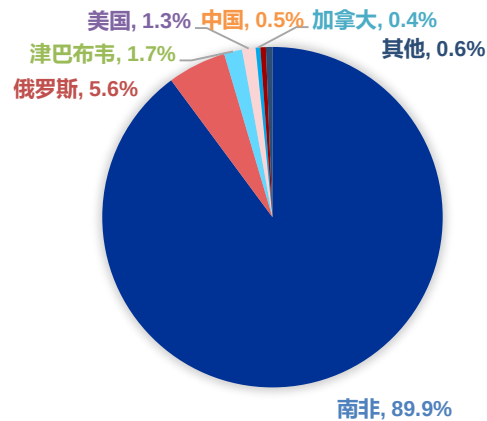
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2030E
铂汽车领域需求（吨）	95.2	101.5	104.0	101.0	94.8	97.2	97.6	97.9	170.5
化工	18.0	15.5	14.8	14.4	16.7	17.7	18.1	18.4	20.3
电子	7.1	7.1	7.2	7.3	8.3	8.4	8.6	8.7	9.6
玻璃	4.4	7.0	7.7	11.4	14.8	11.7	12.0	12.0	12.0
投资	8.6	14.1	19.3	11.2	2.1	26.6	26.6	26.6	15.0
首饰	88.3	85.5	75.0	74.6	70.6	69.3	67.9	66.6	65.2
制药及生物制药	6.6	6.6	6.8	6.7	6.9	7.1	7.2	7.4	8.1
石油炼化	5.4	4.3	5.4	7.2	11.6	9.0	9.2	9.4	10.3
其它	13.5	15.0	17.7	18.8	18.1	18.5	18.9	19.2	21.2
总需求	247.1	256.6	257.9	252.6	243.9	265.5	266.0	266.2	332.2

资料来源：国际铂金投资协会、申万宏源研究

2.2 供给：价格低迷导致铂持续减产，未来增量有限

全球铂族资源主要集中在南非、俄罗斯、津巴布韦等国家，其中南非铂族资源储量占比高达 89.9%。中国矿产资源报告 2017 数据显示南非铂族金属储量为 6.3 万吨，俄罗斯储量为 3900 吨，津巴布韦储量 1200 吨，中国储量仅为 365 吨，全球占比 0.5%。

图 7：铂族资源储量分布



资料来源：中国矿产资源报告 2017、申万宏源研究

随着全球铂系一揽子价格的持续低迷，2018-2019 年全球铂供给量连续下降，主要由于主产地南非产量下降，预计未来两年矿山供应难有明显增长。回收端随着全球汽车报废量增长预计尾气催化剂回收量将持续有所增长，预计 2020-2021 年全球铂回收量分别为 47.7 吨、50.1 吨。综合考虑矿山产量以及铂回收量预计 2020-2021 年全球铂总供给分别为 250.8 吨、260.8 吨。

表 7：全球铂供给（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
津巴布韦	12.5	12.6	14.9	14	15	15	15	16
南非	94	139	133	143	137	130	130	135
俄罗斯	23	22	23	21.8	22	22	22	23
加拿大	8.5	7.6	12.6	9.5	7.4	7.4	7.4	8
美国	3.66	3.67	3.89	3.98	4.16	3.6	3.6	3.6
其他	5.34	4.13	3.61	6.72	4.44	2	2	2
总回收量	64	53.3	60.2	63.6	65.4	69	70.8	73.2
汽车尾气催化剂	39.5	34.5	36.2	39.4	41.5	45.4	47.7	50.1
电子	0.8	0.9	1	1	1.2	1.2	1.2	1.2
首饰产品	23.7	17.9	23	23.2	22.7	22.4	22.0	22.0
总供给	211	242.3	251.2	262.6	255.4	249	250.8	260.8

资料来源：美国地质调查局、申万宏源研究

2.3 供需及价格：铂有望迎来上涨周期

铂系金属中铂和钯的非投资需求占比均高于 90%，全球实际利率对铂系金属价格变动有一定影响，但不起决定性作用，价格主要由铂系各品种的实际供需决定。

预计 2020-2021 年铂供需将分别紧缺 15.2 吨、5.4 吨，近两年供需紧缺主要由于价格低迷导致供给在 2018-2019 年持续收缩，未来长期看需求端氢能源有望带动铂需求量持续提升，铂供需关系紧张有望带动铂价长期上行。

表 8：铂金供需平衡表(吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2030E
总供给	211.0	242.3	251.2	262.6	255.4	249.0	250.8	260.8	
总需求	247.1	256.6	257.9	252.6	243.9	265.5	266.0	266.2	332.2
供需关系	-36.1	-14.3	-6.7	10.0	11.5	-16.5	-15.2	-5.4	

资料来源：世界铂金投资协会、美国地质调查局、申万宏源研究

铂价格已经开始回暖。目前伦敦现货铂价格 967 美元/盎司，相比 2019 年二季度低点上涨 176 美元/盎司，涨幅 22%。预计 2019-2021 年全球铂均价分别为 863 美元/盎司、980 美元/盎司、1150 美元/盎司。

图 8：伦敦现货铂价格（美元/盎司）



资料来源：wind、申万宏源研究

3. 钯：国六标准推升钯需求，价格有望维持高位

3.1 钯需求：国六标准提升单车用钯需求

国六 A（2020 年施行）及国六 B（2023 年施行）提高对燃油车尾气排放要求，对应将提高汽油车尾气催化剂的单车用钯量，预计国六 A 最多将提升单车用钯量约 10%。同时考虑纯电动乘用车及燃料电池汽车的渗透对汽油车用钯的替代，预计 2020-2021 年全球汽车用钯量将分别为 289.2 吨、294.5 吨。远景看 2030 年假设全球 1000 万辆纯电动乘用车以及 400 万辆燃料电池乘用车假设下，考虑到钯被替代，全球汽车尾气催化剂需求将减少为 270.2 吨。

表 9：未来两年钯汽车需求持续增长

	2019	2020E	2021E	2030E
纯电动乘用车产量（万辆）	220	300	400	1000
燃料电池乘用车产量（万辆）	2	4.3	6	400
汽油乘用车单车消耗钯（克/辆）	3.3	3.3	3.3	3.3
柴油商用车暂时用铂，不用钯				
电动车及燃料电池车渗透导致钯需求减少量（吨）	7.4	10.1	13.5	46.7
钯汽车尾气催化剂需求（吨）	283.5	289.2	294.5	270.2

资料来源：国际铂金投资协会、申万宏源研究

由于钯价格持续走高，2018 年以来化工、牙科等对成本较敏感行业的钯需求有所下滑，预计目前价格下 2020-2021 年化工、牙科行业钯需求仍将低迷。电子领域随着全球 5G 手机开始放量，预计电子领域钯需求有望恢复正增长；首饰方面铂系品种需求持续低迷，消费习惯短期难以改变，预计钯首饰年需求将维持在 4.5 吨水平。投资需求方面由于钯价格连续走高，全齐投资需求持续走低，预计 2020-2021 年维持 2019 年水平。综合各方面需求预计 2020-2021 年全球钯需求分别为 333 吨、338 吨，需求增速分别为 1.1%、1.2%。

表 10：钯总需求（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2030E
汽车尾气催化剂（汽油车）	234	239	248	265	271	283	289	295	270
化工	10	14	13	14	18	16	14	13	14
牙科	14	15	13	12	11	10	10	9	11
电子	30	28	27	26	25	24.7	24.9	25.2	26.5
投资	29	-21	-20	-12	-18	-15	-15	-15	0
首饰	8.5	6.8	5.9	5.4	4.9	4.5	4.5	4.5	4.5
其它	3.5	4.2	4.7	4.5	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
总需求	330	287	292	316	318	330	333	338	332

资料来源：国际铂金投资协会、申万宏源研究

3.2 钯供给：回收提供主要增量

钯属于铂族金属，全球 89.9%铂族金属储量在南非，产量方面南非与俄罗斯的矿产量占全球供给的 50%+，预计 2020-2021 年南非钯供给分别为 82 吨、86 吨，预计俄罗斯钯供给分别为 90 吨、90 吨。回收方面随着全球汽油车报废量持续增长以及钯价格的持续走高，预计回收钯的量仍将逐渐增加，预计 2020-2021 年全球钯回收量分别为 108.4 吨、112.7 吨。综合以上供给预计 2020-2021 年全球钯总供给分别为 329 吨、337 吨，同比分别增长 4.7%、2.6%。

表 11：钯全球供给（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
津巴布韦矿产	10.1	10.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.5	12.5
南非矿产	58.4	83.0	76.3	86.8	80.6	80.0	82.0	86.0
俄罗斯矿产	83.0	81.0	79.4	85.2	90.0	86.0	90.0	90.0
加拿大矿产	20.0	21.0	21.0	17.0	20.0	20.0	21.0	21.0
美国矿产	12.4	12.5	13.1	13.6	14.3	12.0	13.0	13.0
其他矿产	9.1	8.5	8.2	10.4	3.1	0.0	2.0	2.0
总回收量	84.7	74.6	77.5	89.1	97.2	104.2	108.4	112.7
汽车尾气催化剂	67.2	58.4	61.8	73.5	81.9	89.1	93.6	98.2
电子	14.8	14.8	15.0	15.0	14.9	14.8	14.5	14.2
首饰	2.7	1.4	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
总供给	278	291	288	314	317	314	329	337

资料来源：美国地质调查局、申万宏源研究

3.3 钯价格：供需紧平衡价格有望维持高位

预计 2020-2021 年全球钯仍将紧平衡，主要由于需求端国六标准提升后将显著提高汽油车的单车用钯量，未来两年钯价格有望维持目前高位。长周期角度看远景 2030 年钯需求由于被铂及电动车替代，长周期角度看钯均衡价格将有所回落。

表 12：钯金供需平衡表（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
总供给	277.7	290.6	287.5	314.1	317.2	314.2	328.9	337.2
总需求	329.7	286.6	292.4	315.7	318.0	329.9	333.4	337.5
供需关系	-52.0	4.0	-4.9	-1.6	-0.8	-15.7	-4.5	-0.3

资料来源：世界铂金投资协会、美国地质调查局、申万宏源研究

图 9：伦敦现货钯价格（美元/盎司）



资料来源：wind、申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

首次覆盖，给予买入评级。预计 2019-2021 年全球铂均价分别为 863 美元/盎司、980 美元/盎司、1150 美元/盎司，预计 2019-2021 年全球钯均价分别为 1536.7 美元/盎司、2200 美元/盎司、2200 美元/盎司，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.17 亿元、2.68 亿元、3.14 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、28 倍、24 倍，公司作为铂族金属产品龙头，未来将显著受益铂族金属价格的持续上涨，同时氢能业务有望带来长期成长空间，类比成长性钴行业和贵金属黄金行业公司 2020 年估值显著被低估，钴行业 2020 年平均 PE 估值 53 倍，黄金行业 2020 年平均 PE 估值 45 倍，考虑到公司成长性及可比公司估值给予公司六个月目标 PE40 倍，空间 44%，首次覆盖，给予买入评级。

表 13：可比公司估值（除贵研铂业外均来自申万有色团队报告“2020 年有色金属年报前瞻”）

代码	名称	股价		EPS		PE			PB
		2020/2/13	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
603993.SH	洛阳钼业	5.02	0.21	0.09	0.11	23	59	45	3
603799.SH	华友钴业	54.00	1.42	0.15	0.92	38	351	59	8
300618.SZ	寒锐钴业	87.00	2.63	0.05	1.58	33	1799	55	15
钴行业平均						32	736	53	8
600547.SH	山东黄金	33.75	0.28	0.83	1.08	119	41	31	5
600489.SH	中金黄金	8.09	0.06	0.07	0.14	142	111	59	2
黄金行业平均						131	76	45	3
600459.SH	贵研铂业	16.96	0.36	0.50	0.61	47	34	28	2

资料来源：wind、申万宏源研究

2 月 13 日收盘价格对应公司 PB 为 2.36 倍，处于上市以来低位。

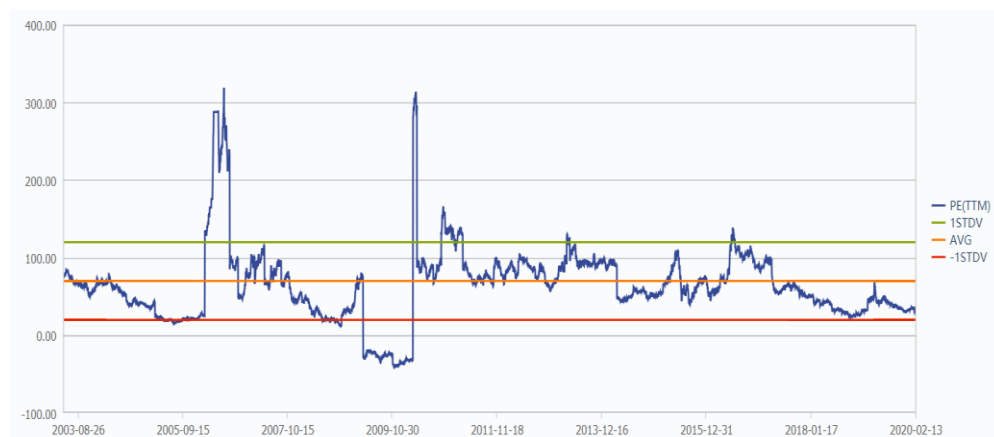
图 10：公司 PB 估值处于上市以来低位



资料来源：wind、申万宏源研究

2月13日收盘公司PE(TTM)估值为38倍,处于上市以来低位。

图 11: 公司 PE (TTM) 估值处于上市以来低位



资料来源: wind、申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15,442	17,074	22,873	26,531	29,184
营业收入	15,442	17,074	22,873	26,531	29,184
贵金属贸易	8,985	8,460	10,400	11,462	12,632
贵金属产品	4,515	5,943	9,863	11,995	12,816
贵金属再生资源	1,903	2,616	2,610	3,074	3,736
营业总成本	15,326	16,914	22,573	26,161	28,751
营业成本	15,024	16,480	22,146	25,656	28,208
贵金属贸易	8,953	8,432	10,364	11,422	12,588
贵金属产品	4,263	5,558	9,330	11,345	12,108
贵金属再生资源	1,800	2,459	2,453	2,889	3,511
税金及附加	13	19	23	27	29
销售费用	52	62	69	80	88
管理费用	86	106	137	159	175
研发费用	68	85	91	133	146
财务费用	82	140	106	106	105
资产减值损失	1	22	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	35	32	0	0	0
投资收益	41	2	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-43	9	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	148	203	300	370	434
营业外收支	7	7	0	0	0
利润总额	155	211	300	370	434
所得税	24	26	45	56	65
净利润	131	185	255	315	369
少数股东损益	11	28	38	47	55
归母净利润	119	157	217	268	314

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

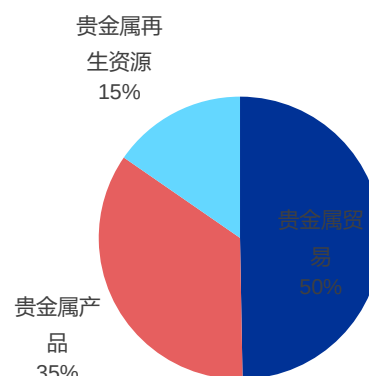
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	131	185	255	315	369
加: 折旧摊销减值	60	93	64	65	67
财务费用	75	122	106	106	105
非经营损失	-1	-11	0	0	0
营运资本变动	-1,211	-72	250	-388	-108
其它	6	0	0	0	0
经营活动现金流	-941	318	675	98	433
资本开支	63	82	7	40	0
其它投资现金流	18	-96	0	0	0
投资活动现金流	-45	-178	-7	-40	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	1,249	395	-650	0	0
支付股利、利息	87	150	106	106	105
其它融资现金流	0	-36	0	0	0
融资活动现金流	1,162	210	-756	-106	-105
净现金流	175	352	-88	-48	328

资料来源: wind, 申万宏源研究

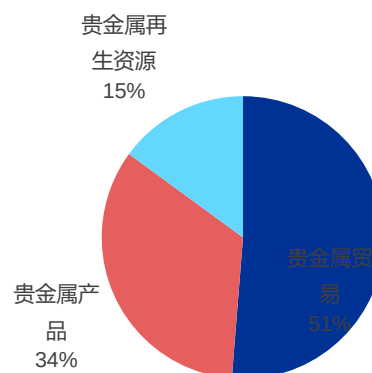
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,165	4,787	4,448	4,789	5,225

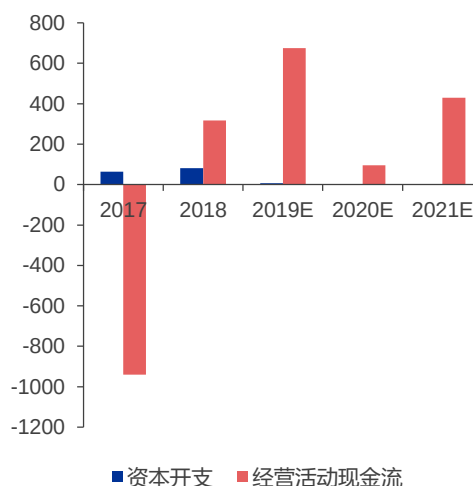
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



现金及等价物	450	827	739	691	1,019
应收款项	1,478	1,597	1,812	1,959	2,073
存货净额	2,094	2,272	1,807	2,048	2,042
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	143	91	91	91	91
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	875	901	845	820	752
无形资产及其他资产	193	313	313	313	313
资产总计	5,233	6,001	5,606	5,921	6,289
流动负债	2,272	3,290	2,640	2,640	2,640
短期借款	1,641	2,564	1,914	1,914	1,914
应付款项	422	578	578	578	578
其它流动负债	209	148	148	148	148
非流动负债	907	448	448	448	448
负债合计	3,179	3,737	3,087	3,087	3,087
股本	261	339	339	339	339
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,167	1,089	1,089	1,089	1,089
其他综合收益	3	13	13	13	13
盈余公积	80	87	97	108	122
未分配利润	433	547	754	1,010	1,310
少数股东权益	109	188	226	273	328
股东权益	2,054	2,264	2,519	2,833	3,202
负债和股东权益合计	5,233	6,001	5,606	5,921	6,289

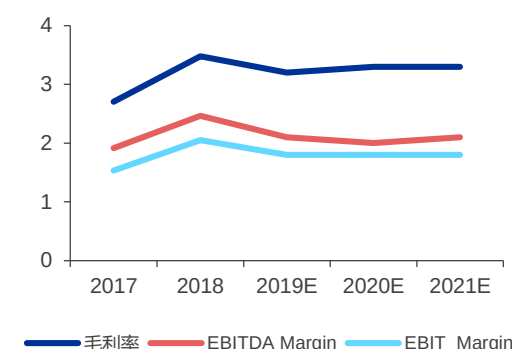
资料来源: wind, 申万宏源研究

重要财务指标

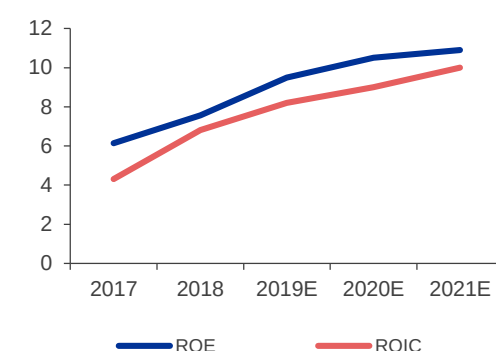
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.27	0.36	0.50	0.61	0.72
每股经营现金流	-2.15	0.73	1.54	0.22	0.99
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.44	4.74	5.24	5.85	6.57
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	4.3	6.8	8.2	8.9	10.0
ROE	6.1	7.6	9.5	10.5	10.9
毛利率	2.7	3.5	3.2	3.3	3.3
EBITDA Margin	1.9	2.5	2.1	2.0	2.1
EBIT Margin	1.5	2.1	1.8	1.8	1.8
营业总收入同比增长	43.3	10.6	34.0	16.0	10.0
归母净利润同比增长	43.7	31.7	38.1	23.4	17.1
资产负债率	60.8	62.3	55.1	52.1	49.1
净资产周转率	7.94	8.23	9.98	10.36	10.16
总资产周转率	2.95	2.85	4.08	4.48	4.64
有效税率	21.3	12.4	15.0	15.0	15.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	53.5	47	34	28	24
P/B	3.3	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/Sale	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	29.7	20.9	17.7	15.5	13.4
股本	261	339	438	438	438

资料来源: wind, 申万宏源研究

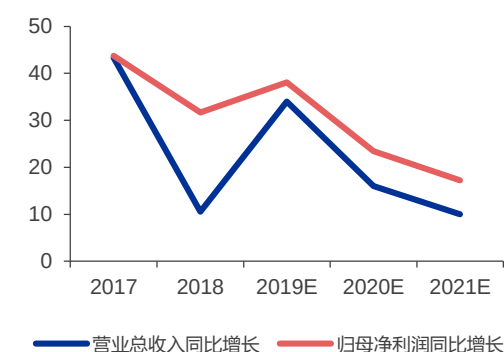
经营利润率(%)



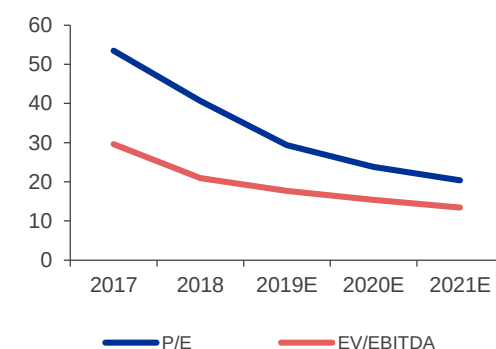
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。