

中信证券研究部

核心观点



敖冲
首席有色分析师
S1010515020001

公司是国内贵金属新材料行业龙头，拥有从贵金属资源材料供销、贵金属材料研发生产到贵金属资源回收的完整闭环产业链，产学研用一体化布局支撑公司长期发展。公司作为新材料企业，业绩稳定快速增长且行业未来成长性显著。参考 A 股新材料公司估值水平并结合公司的稀缺属性和成长性，给予公司 2018 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 17.5 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

■ **产业链完整的贵金属新材料龙头企业。**公司是国内少有的拥有多品种、多规格产品线的贵金属新材料企业。公司贵金属材料广泛应用于汽车尾气催化净化、燃料电池、电子信息技术、石油化工等领域。在贵金属前驱体材料、催化剂材料、功能材料等领域公司均处于国内领先地位，部分产品达到国际最先进水平。

■ **汽车行业利好带动公司产品需求快速扩张。**国 6 排放标准实施在即，将显著拉动尾气催化净化器中铂族金属用量，预计 2020 年国内汽车尾气催化剂行业铂族金属用量将增长至 110 吨，2017-2020 年 CAGR 为 10.8%。同时汽车报废高峰期来临，公司贵金属再生资源材料业务未来增长空间广阔。当前国内贵金属材料市场 70% 被跨国公司垄断，公司凭借自身技术积累和市场拓展，正大力赶超国外领先企业，市占率的不断提升支撑公司业绩高速扩张。

■ **技术优势和国企改革支撑公司长期发展。**公司前身贵研所是国内贵金属材料领域研发实力最雄厚的单位，公司不断强化研发投入和人才储备，产学研用一体化布局促进公司贵金属技术创新和成果转化，不断为公司经营带来新的业绩增长点。同时地方国企改革的利好为公司长期发展注入活力，公司远期成长获得稳定支撑。

■ **风险因素：**国内市场拓展不及预期，贵金属价格下滑。

■ **投资建议：**有别于传统有色金属企业的周期属性，公司作为国内贵金属新材料龙头企业，成长性更加显著。我们预测公司 2018-2020 年净利润可达到 1.71/2.47/3.63 亿元，对应 EPS 为 0.50/0.73/1.07 元。采用 PE、PB/ROE 和绝对估值法，考虑国内新材料行业上市公司估值水平及公司未来成长性，给予公司 35 倍 PE 估值。公司 2018 年合理目标市值为 59 亿，对应目标价 17.5 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

贵研铂业	600459
评级	买入（首次）
当前价	11.88 元
目标价	17.50 元
总股本	339 百万股
流通股本	339 百万股
52 周最高/最低价	23.01/9.18 元
近 1 月绝对涨幅	18.76%
近 6 月绝对涨幅	-4.20%
近 12 月绝对涨幅	-25.77%

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,774	15,442	18,079	21,673	25,787
营业收入增长率	39.1	43.3	17.1	19.9	19.0
净利润(百万元)	83	119	171	247	363
净利润增长率	29.3	43.7	42.9	45.0	46.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.46	0.50	0.73	1.07
毛利率%	2.5	2.7	3.0	3.3	3.7
净资产收益率 ROE%	4.8	6.5	9.5	13.5	18.5
每股净资产 (元)	7.07	7.45	5.69	5.87	6.39
PE	37	26	24	16	11
PB	1.7	1.6	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 12 月 17 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
相对估值法	1
绝对估值法	2
公司概况：国内贵金属新材料龙头企业	3
行业分析：贵金属材料行业市场拓展空间广阔	6
需求分析：汽车行业铂族金属量未来增量空间广阔	6
供应分析：矿山产出基本平稳，回收规模保持增长	8
供需平衡与价格：铂金价格处于历史底部，上涨空间较大	9
竞争格局：国内企业逐渐打破国际巨头垄断局面	10
公司竞争优势分析	11
优势一：国内综合实力最强的贵金属新材料企业	11
优势二：贵金属回收业务增强公司盈利水平	12
优势三：技术优势和人才储备支撑公司长远发展	13
优势四：地方国企改革助力企业良性成长	15
风险因素	16
盈利预测及关键假设	17
关键假设	17
盈利预测与估值	17

插图目录

图 1：贵研铂业历史 PB 水平	1
图 2：横向对标公司 PB/ROE 相关性	1
图 3：贵研铂业历史沿革及大事记	3
图 4：贵研铂业股权结构	3
图 5：贵研铂业子公司及业务概况	4
图 6：贵研铂业营业收入及同比	4
图 7：贵研铂业归母净利润及同比	4
图 8：贵研铂业主营业务营业收入占比	5
图 9：贵研铂业主营业务毛利润占比	5
图 10：中国汽车行业铂族金属用量	7
图 11：我国 汽车尾气催化剂需求量预测	8
图 12：我国汽车尾气催化剂行业铂族金属用量预测	8
图 13：国内汽车报废高峰期到来	9
图 14：2013-2018 年铂金需求与供应	9
图 15：2013-2018 年钯金需求与供应	9
图 16：铂金对黄金的贴水已达 450 美元/盎司	10
图 17：交易所铂金持仓改善	10
图 18：中国汽车尾气催化剂市场竞争格局	11
图 19：国内废催化剂行业现状	11
图 20：贵研铂业贵金属业务商业模式	11
图 21：公司贵金属材料产销量保持增长	12
图 22：公司机动车催化净化器产销量快速增长	12
图 23：公司贵金属再生资源材料产销量快速增长	12
图 24：公司贵金属再生资源材料业务快速增长	12
图 25：贵金属原料占公司各项业务成本比例	13
图 26：贵金属再生资源材料售价与铂金价格关系	13
图 27：贵研铂业研发支出及占比情况	13
图 28：公司按岗位划分的员工构成	14
图 29：公司按学历划分的员工构成	14

表格目录

表 1：可比公司估值情况	1
表 2：可比公司 PB/ROE 情况	2
表 3：绝对估值法敏感性分析	2
表 4：贵研铂业贵金属产品及用途	5
表 5：2013-2018 年全球铂金需求量	6
表 6：2013-2018 年全球钯金需求量	6
表 7：国 6 排放标准及实施时间	7
表 8：2013-2018 年全球铂族金属供应量	8
表 9：中国贵金属废催化剂概况	9
表 10：国内贵金属材料行业主要参与企业概况	10
表 11：公司部分贵金属材料技术及产品优势	14
表 12：公司部分科研平台及承接科研项目	15
表 13：云南省国企改革“1+1+X”模式	15
表 14：代表性研究所改制详情	16
表 15：公司主要业务盈利预测关键假设	17
表 16：贵研铂业盈利预测与估值情况	18

■ 估值及投资评级

相对估值法

(1) PE 估值：公司主营贵金属领域，包括金属材料制造、资源再生及金属贸易，2018 年可比公司的 PE（Wind 一致预期）平均值 35.7 倍，剔除异常值后 PE 均值为 28.4 倍，给予公司整体 28-36 倍 PE 值，对应目标价 14-18 元。考虑到公司作为 A 股贵金属领域唯一标的的稀缺性以及未来业绩快速增长的成长性，给予公司 35 倍 PE 估值，对应目标价 17.5 元。

表 1：可比公司估值情况

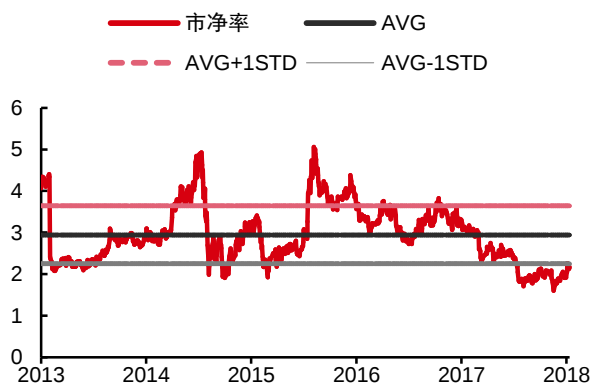
股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍) 2018E
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
600549.SH	厦门钨业	12.95	183.0	0.57	0.46	0.62	0.80	45.23	28.10	20.94	16.12	2.38
002340.SZ	格林美	4.10	170.2	0.16	0.21	0.27	0.34	44.95	19.48	15.18	12.01	1.92
000970.SZ	中科三环	8.00	85.2	0.27	0.26	0.31	0.37	54.27	30.40	25.56	21.69	1.91
002149.SZ	西部材料	5.67	24.1	0.13	0.18	0.27	0.49	75.60	31.32	20.58	11.43	1.23
600366.SH	宁波韵升	5.19	52.0	0.74	0.20	0.26	0.36	23.61	26.20	19.55	14.18	1.04
600206.SH	有研新材	7.15	60.6	0.05	0.07	0.10	0.13	230.68	93.58	71.03	53.60	2.02
002842.SZ	翔鹭钨业	16.65	28.3	0.69	0.68	0.83	0.98	63.63	24.76	20.29	17.32	3.18
000657.SZ	中钨高新	5.66	49.8	0.2	0.23	0.38	0.60	60.96	24.04	14.83	9.46	
300073.SZ	当升科技	28.55	124.7	0.68	0.66	0.91	1.22	38.47	42.95	31.04	23.26	4.70
平均		-	-	0.39	0.33	0.44	0.59	70.82	35.65	26.56	19.90	2.30

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2018 年 12 月 17 日收盘价，表格中数据均为 wind 一致预期

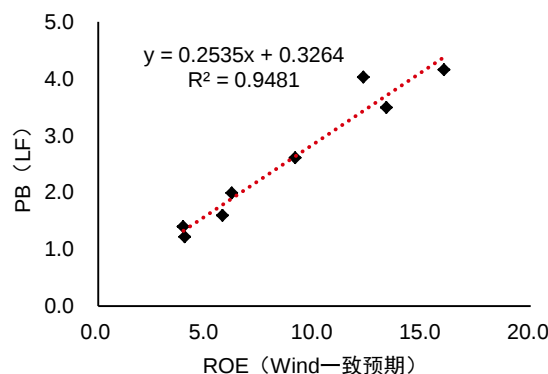
纵向 PB 估值比较。从公司历史 PB 值看，2013-2018 年间，公司主营业务未发生变化，选取时间段内公司 PB 均值 2.94，当前公司 PB 值处于历史低位（2.16），低于历史均值-一倍标准差（AVG-1STD）2.25 倍，考虑到公司所处行业未来发展前景广阔，公司业务拓展性强，公司当前 PB 水平偏低，未来预期应会升至历史均值附近，给予公司 2.9 倍 PB 估值，对应股价 16.5 元。

图 1：贵研铂业历史 PB 水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：横向对标公司 PB/ROE 相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部

横向 PB/ROE 比较。鉴于公司新材料企业的属性，选取 A 股从事新材料研发、生产、制造的企业作为可比公司，选取 PB/ROE 比值作为横向对比指标，可比公司 ROE（2018 年一致预期）均值为 8.83%，PB 均值为 2.56，从图 2 中可以看到选取公司的 PB/ROE 呈现线性分布，且拟合度较高。预测公司 2018 年 ROE 达到 9.5%，根据拟合结果计算得到公司 PB 值为 2.7 倍，**对应目标价 15.4 元。**

表 2：可比公司 PB/ROE 情况

	ROE (2018E, Wind 一致预期)	PB (LF)
厦门钨业	9.12	2.61
翔鹭钨业	13.33	3.50
中科三环	6.18	1.99
西部材料	3.94	1.40
中钨高新	5.76	1.60
宁波韵升	4.01	1.22
当升科技	12.26	4.03
三祥新材	16.00	4.16
均值	8.83	2.56

资料来源：Wind，中信证券研究部

绝对估值法

折现现金流（DCF）：采用的现金流为企业自由现金流。假设公司 2027 年之后永续增长，增长率 1%-2%。对于其他参数，假设公司股票 β 值为 1.20；无风险利率为 3.60%，假设风险溢价 9%；公司债务成本为 6.50%；随着公司业务不断扩展，预期债务比例增加到 40%，公司适用的所得税税率 30%。计算得到公司 WACC 约为 10.5%，再根据盈利预测模型，在 1%-2%的永续增长率下，估计公司合理价值区间在 14.9-20.6 元；按照中值 10.5%的 WACC 和 1.5%的永续增长率条件，**给予公司每股价值 17.4 元。**

表 3：绝对估值法敏感性分析

		WACC						
	17.43	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
TV	0.0%	20.2	18.3	16.5	15.0	13.6	12.3	11.2
	0.5%	21.4	19.3	17.4	15.7	14.2	12.9	11.7
	1.0%	22.6	20.3	18.3	16.5	14.9	13.5	12.2
	1.5%	24.1	21.6	19.4	17.4	15.7	14.2	12.8
	2.0%	25.8	23.0	20.6	18.4	16.6	14.9	13.5
	2.5%	27.7	24.6	21.9	19.6	17.5	15.8	14.2
	3.0%	29.9	26.4	23.4	20.9	18.6	16.7	15.0

资料来源：中信证券研究部预测

公司股价合理范围 15.4-17.5 元。综合比较 PE、PB/ROE 和 DCF 现金流模型，得到公司股价合理范围为 15.4-17.5 元，考虑到公司作为 A 股贵金属新材料唯一标的的稀缺性以及公司新材料业务的巨大成长性，给予公司一定的估值溢价，给予公司 35 倍 PE 估值，对应目标价 17.5 元，对应市值 59 亿元。

■ 公司概况：国内贵金属新材料龙头企业

历史沿革：贵研铂业股份有限公司由昆明贵金属研究所（简称贵研所）于 2000 年发起设立。贵研所是我国唯一从事贵金属多学科领域综合性研究开发的机构，公司背靠贵研所，已经成长为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。公司于 2003 年在上海证券交易所上市，股票简称：贵研铂业，股票代码：600459。2017 年公司控股股东由云锡集团变更为贵金属集团。

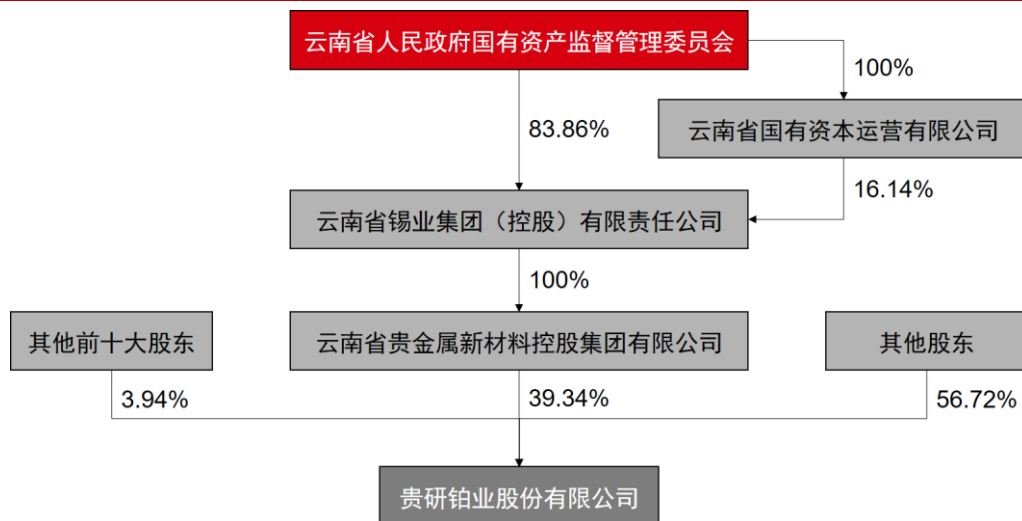
图 3：贵研铂业历史沿革及大事记



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：公司控股股东为云南省贵金属新材料控股集团有限公司，截止 2018 年 9 月 30 日，持股比例为 39.34%，实际控制人为云南省国资委。

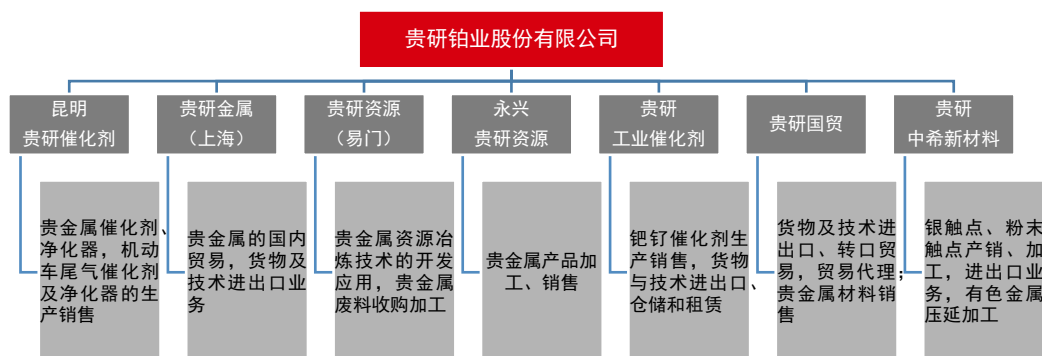
图 4：贵研铂业股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

子公司情况：公司目前有 11 家子公司，主要负责贸易、贵金属产品研发、生产、销售、贵金属资源回收利用等业务。2017 年公司收购上海中希合金 60%股权，更名为贵研中希（上海）新材料科技有限公司，强化公司在电接触材料领域的市场竞争力。

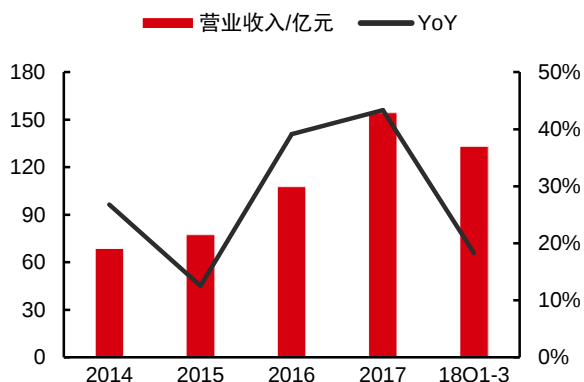
图 5：贵研铂业子公司及业务概况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

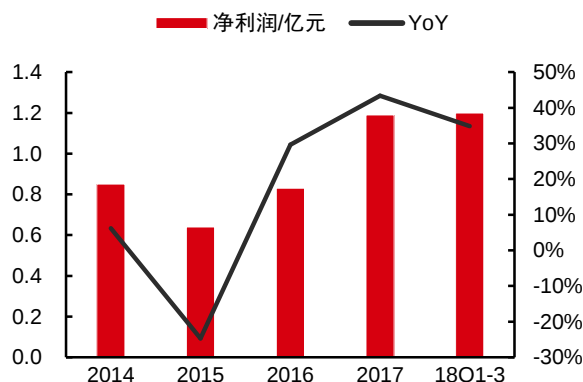
营收及利润：2018 前三季度公司实现营业收入 133.29 亿元，同比增长 18.3%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 35.57%，公司营收和净利润继续保持较快增速。2018 年公司贵金属环保材料、贵金属再生资源材料和机动车催化净化器等销售规模扩大，带来公司营收和利润的稳定增长。

图 6：贵研铂业营业收入及同比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：贵研铂业归母净利润及同比

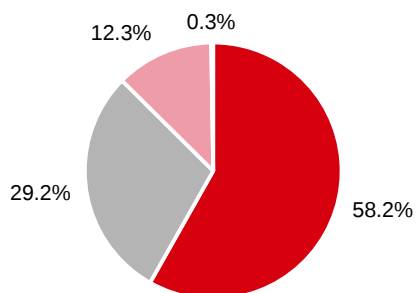


资料来源：公司公告，中信证券研究部

主营业务及占比：公司主营业务分为贵金属商贸、贵金属新材料制造、贵金属资源再生三大板块。公司营业收入中贵金属商贸占比最大，2017 年占比为 58.2%，贵金属产品和资源再生业务占比分别为 29.2%和 12.3%；公司利润主要来自贵金属产品业务，2017 年占比为 60.4%，再生资源材料业务和贸易板块占比分别为 24.7%和 7.2%。

图 8：贵研铂业主营业务营业收入占比

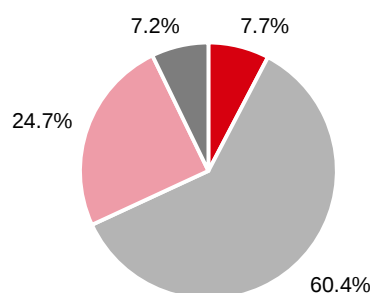
■ 贵金属贸易 ■ 贵金属产品 ■ 贵金属再生资源材料 ■ 其他



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 9：贵研铂业主营业务毛利润占比

■ 贵金属贸易 ■ 贵金属产品 ■ 贵金属再生资源材料 ■ 其他



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司贵金属产品主要分为贵金属前驱体材料、贵金属工业催化剂材料、机动车催化净化器、特种功能材料、信息功能材料等。产品广泛应用于汽车、电子信息、国防工业、新能源、石油化工、化学化工、生物制药等领域。再生资源材料是指从废料中回收利用的贵金属材料，主要为贵金属原料和贵金属高纯材料等。

表 4：贵研铂业贵金属产品及用途

业务	产品分类	主要产品	主要用途
产品 板块	贵金属前驱体材料	主要产品有贵金属盐，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、化学制药等行业
	贵金属工业催化剂材料	主要产品有钨氧化钨催化剂、钨氧化钨催化剂、钨氧化钨催化剂、钨炭催化剂及氧化钨吸附剂等	主要用于石油化工行业、煤化工行业及精细化工行业
	机动车催化净化器	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
	特种功能材料	主要产品有贵金属钎焊材料、复合材料、键合材料等	主要用于国防工业、电子信息、化工、建材及冶金等行业
	信息功能材料	主要产品有金浆、银浆、铂浆、钨浆、银钨浆、铝浆、玻璃浆等	主要用于电子信息、汽车及新能源等行业
资源 板块	贵金属再生资源材料	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

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 行业分析：贵金属材料行业市场拓展空间广阔

需求分析：汽车行业铂族金属未来增量空间广阔

2018 年预计全球铂金需求量小幅收窄至 241.6 吨。铂族金属的下游消费可分为汽车尾气催化剂、首饰、工业和投资四大类。其中工业领域用途包括化工、电子、玻璃、制药、石油炼化等。汽车尾气催化剂和首饰消费占据铂金整体消费比例超过 70%，近年来由于铂金首饰消费持续萎靡，铂金消费量整体呈现下滑态势。汽车尾气催化剂和工业用铂则表现平稳，未来有望继续保持增长。

表 5：2013-2018 年全球铂金需求量（单位：吨）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
汽车尾气催化剂	91.2	95.1	100.6	103.6	102.4	99.1
化工	16.3	18.0	15.5	14.8	15.7	17.1
电子	6.8	7.1	7.1	7.1	7.3	8.1
玻璃	3.2	4.4	6.9	7.7	11.3	10.7
投资	27.2	8.6	14.1	19.3	11.1	7.6
首饰	92.8	88.3	85.5	75.0	71.4	70.2
制药及生物制药	6.7	6.6	6.6	6.8	6.8	7.0
石油炼化	4.5	5.4	4.4	5.5	6.9	6.4
其他	13.1	13.5	13.8	14.2	14.8	15.4
需求总量	261.8	247.0	254.5	254.0	247.7	241.6

资料来源：庄信万丰（含预测），中信证券研究部

2018 年预计全球钯金需求量继续增长至 317.8 吨。钯金的应用领域与铂金类似，但汽车尾气催化剂领域用量占比更高，近年来占比均超过 80%，且处于持续增长中，弥补了投资需求和首饰需求的下滑。预计在汽车尾气催化行业需求的拉动下，未来钯金消费将保持稳定增长。

表 6：2013-2018 年全球钯金需求量（单位：吨）

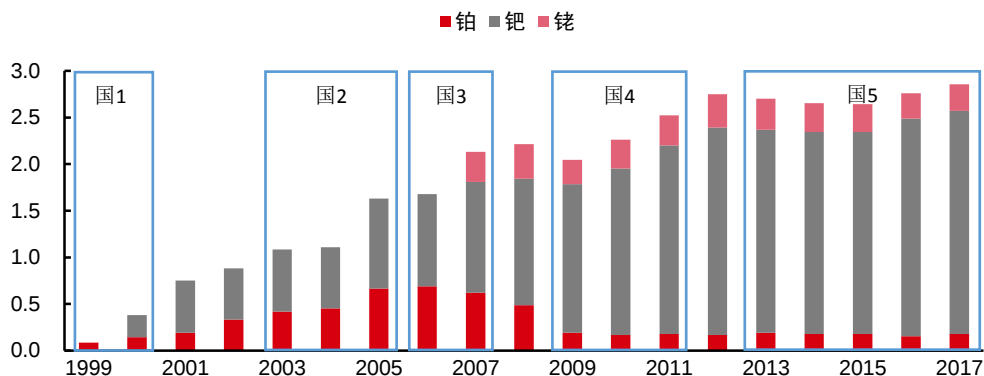
	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
汽车尾气催化剂	219.9	233.7	237.0	247.0	261.0	266.4
化工	11.8	9.8	14.1	12.9	16.4	15.4
电子	14.1	14.5	14.6	13.4	12.4	11.9
玻璃	31.5	30.2	28.1	27.1	26.0	25.7
投资	-0.2	29.3	-20.5	-20.1	-12.0	-11.6
首饰	11.0	8.5	6.9	6.0	5.4	5.2
其他	3.4	3.5	4.2	4.7	4.3	4.8
需求总量	291.5	329.5	284.4	291.0	313.5	317.8

资料来源：庄信万丰（含预测），中信证券研究部

汽车行业排放标准提高拉动铂族金属用量

排放标准的提升对应着铂族金属用量增加。随着排放标准从国 1 提升至国 5，我国单车铂族金属用量从不足 0.5 克/辆车增长至 3.5 克/辆车。历史统计数据来看，铂族金属用量在新标准实施初期即出现增长，随着新标准在全国范围内的普及会再次出现显著增长。

图 10：中国汽车行业铂族金属用量（单位：克/辆车）



资料来源：世界汽车组织（OICA），国际清洁交通委员会（ICCT），世界铂金投资协会（WPIC），中信证券研究部

国 6 标准实施将大幅提升汽车行业铂族金属用量。根据生态环境部规定，我国的国 6a 和国 6b 标准将分别于 2020 年 7 月和 2023 年 7 月全面实施。与国 5 标准相比，国 6 标准要求 CO（一氧化碳）排放量下降 30%，且新增了 PN（碳颗粒数量）和 N₂O（二氧化氮）两大排放限制要求，且国 6b 在国 6a 基础上要求进一步提高。

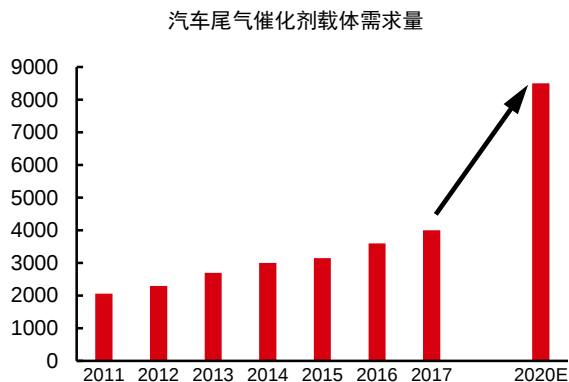
表 7：国 6 排放标准及实施时间

标准	采用时间		排放标准（克/千米）				
	早期试点	全国推广	CO	HC	NMHC	NOx	PM
国 1	1999.01	2000.07	2.72	-	-	-	-
国 2	2003.01	2005.07	2.20	-	-	-	-
国 3	2005.12	2007.07	2.30	0.20	-	0.150	-
国 4	2008.12	2011.07	1.00	0.10	-	0.080	-
国 5	2013.02	2018.01	1.00	0.10	0.068	0.060	0.0045
国 6 a	↑	2020.07	0.70	0.10	0.068	0.060	0.0045
国 6 b	↑	2023.07	0.50	0.05	0.035	0.035	0.0030

资料来源：生态环境部，ICCT，WPIC，中信证券研究部

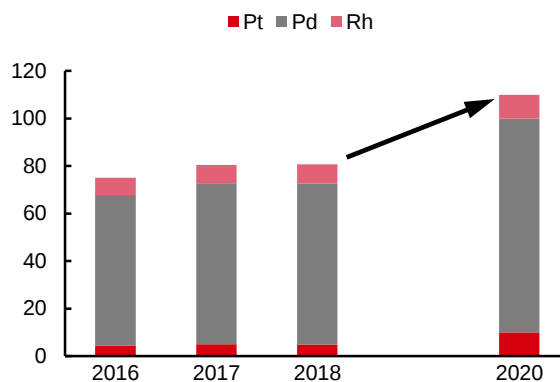
预计 2020 年我国汽车行业铂族金属用量达到 110 吨。2017 年预计国内汽车行业尾气催化剂需求量约 4000 万升，随着 2020 年国 6 标准在全国范围内推广，尾气催化剂需求量将大幅增长至 8500 万升，需求量翻倍。2017 年国内汽车尾气催化剂铂族金属用量约 80 吨，综合考虑采用铂族金属催化剂机动车数量提升和技术进步带来的催化剂中贵金属含量下降，预计到 2020 年我国机动车尾气催化剂行业铂族金属用量将增长至 110 吨，2017-2020 年 CAGR 为 10.8%。

图 11：我国 汽车尾气催化剂需求量预测（单位：万升）



资料来源：贵研铂业配股说明书，中信证券研究部预测

图 12：我国汽车尾气催化剂行业铂族金属用量预测（单位：吨）



资料来源：庄信万丰，中信证券研究部预测

供应分析：矿山产出基本平稳，回收规模保持增长

铂族金属供应主要来自矿山产出和回收两部分。根据庄信万丰统计数据，2018 年全球铂金供应量预计为 251.4 吨，较 2017 年持平，其中矿山产出 188.3 吨，占比为 75%；钯金供应量预计增长至 310.4 吨，其中矿山产出 214.0 吨，占比为 69%。

表 8：2013-2018 年全球铂族金属供应量（单位：吨）

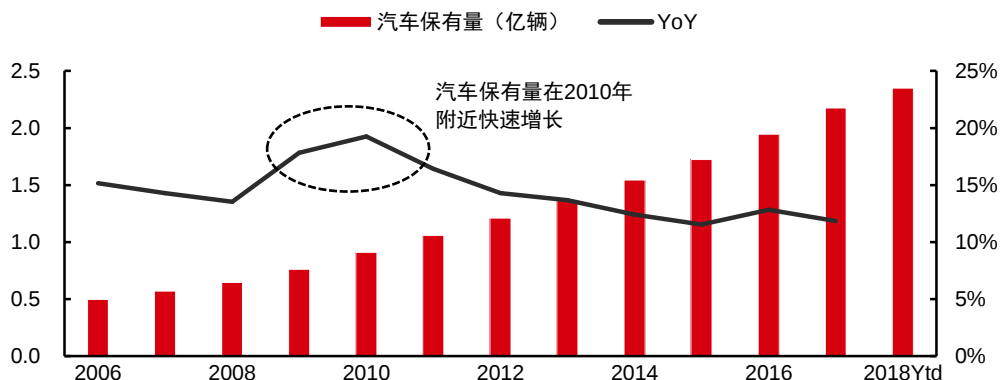
		2013	2014	2015	2016	2017	2018E
铂	矿山供应	181.8	160.3	189.9	189.6	190.1	188.3
	回收量	62.6	64.4	53.3	60.1	60.7	63.1
	其中：汽车尾气催化剂	37.3	39.9	34.5	36.1	39.9	43.0
合计		244.4	224.7	243.2	249.7	250.8	251.4
钯	矿山供应	198.9	190.2	200.8	210.2	198.1	214.0
	回收量	78.4	85.5	75.2	77.9	90.4	96.4
	其中：汽车尾气催化剂	59.1	68	59	62.2	74.7	80.9
合计		277.3	275.7	276.0	288.1	288.5	310.4

资料来源：庄信万丰（含预测），中信证券研究部

贵金属废催化剂回收市场前景广阔

2018-2020 年国内将迎来汽车报废高峰期。根据公安部统计数据，截止 2018 年 9 月，我国汽车保有量达到 2.35 亿辆，我国汽车保有量在 2010 年附近快速上升，按照国内汽车 10-15 年的报废年限计算，2020 年附近我国将迎来汽车报废高峰期，也将带动铂族金属回收市场的发展。

图 13：国内汽车报废高峰期到来



资料来源：公安部，中信证券研究部

国内贵金属废催化剂回收仍有较大增长空间。根据贵金属集团统计数据，2017 年我国汽车、石油、化工行业废催化剂中贵金属含量超过 1100 吨（含银）。随着国内汽车行业排放标准提高，大气污染治理带来石化行业催化剂消耗量增加，未来我国贵金属催化剂用量和报废量将持续增加。

表 9：中国贵金属废催化剂概况

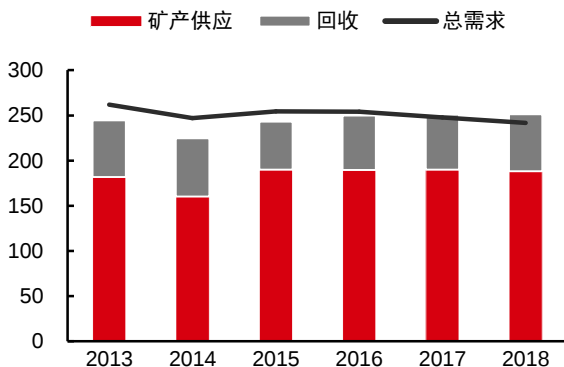
行业	装填量（吨）	含金属种类	金属量（吨）
汽车	130000	铂钯铑	260.0
石油	19500	铂钯银	860.9
化工	3028	铂钯铑	21.2

资料来源：贵金属集团统计数据，中信证券研究部

供需平衡与价格：铂金价格处于历史底部，上涨空间较大

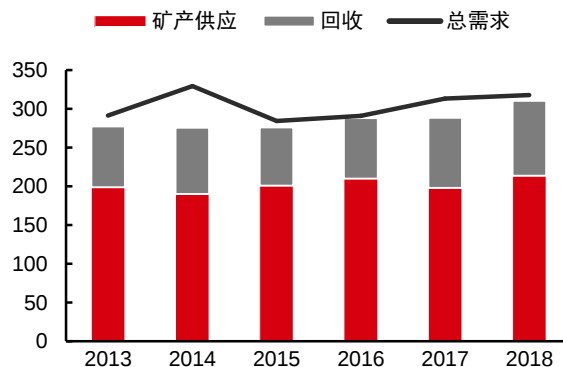
钯金短缺局面持续，铂金保持轻微过剩。根据庄信万丰铂族金属市场报告，预计 2018 年全球铂金供应过剩约 9.8 吨，主要是由于需求小幅回落以及回收量增长。由于汽车尾气催化剂对钯金需求持续快速增长而供应端弹性较小，导致钯金市场处于持续短缺格局，预计 2018 年缺口为 7.4 吨。

图 14：2013-2018 年铂金需求与供应



资料来源：庄信万丰，中信证券研究部

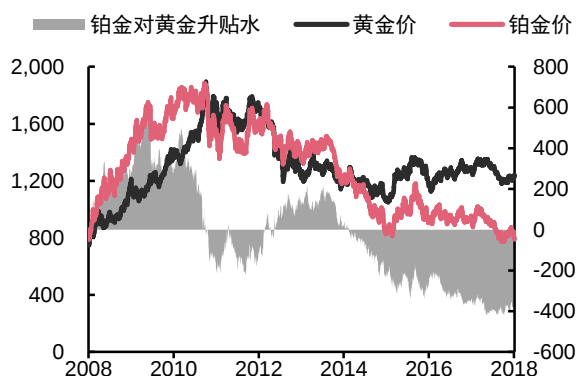
图 15：2013-2018 年钯金需求与供应



资料来源：庄信万丰，中信证券研究部

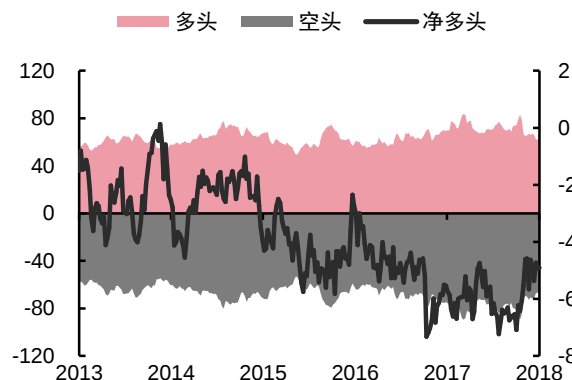
2013 年以来铂金价格处于持续回落状态，截止 2018 年 12 月，铂金价格跌破 800 美元/盎司，铂金对黄金贴水升至 450 美元/盎司的历史新高。铂金价格与黄金处于同向变动趋势，预计随着 2019 年金价步入上行通道，铂金价格有望上涨，且增长空间较大，交易所持仓情况改善也显示市场对铂金价格信心回升。我们预计 2019/2020 年铂金均价有望升至 900/1000 美元/盎司。

图 16：铂金对黄金的贴水已达 450 美元/盎司



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：交易所铂金持仓改善（单位：千张）



资料来源：Wind，中信证券研究部

竞争格局：国内企业逐渐打破国际巨头垄断局面

国内贵金属材料市场由国际巨头主导。国内汽车尾气催化剂市场的主要生产商主要有优美科、巴斯夫、庄信万丰、贵研催化、威孚环保和国内其他公司，其中国际三大催化剂公司均在国内建厂；其他贵金属工业材料的参与者有庄信万丰、贺利氏、杜邦、日本田中、美泰乐等跨国企业；二次回收业务集中在庄信万丰、巴斯夫、贺利氏、日本田中、优美科等几家大型跨国公司手中。这些企业凭借品牌、技术、资金等优势长期占据国内市场。

表 10：国内贵金属材料行业主要参与企业概况

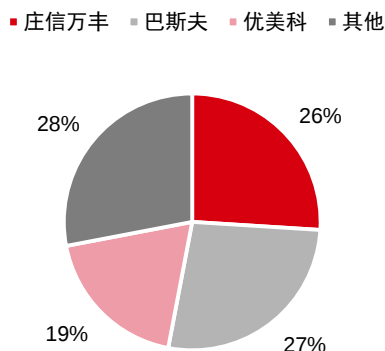
行业	参与企业	市场格局
汽车尾气净化催化剂	庄信万丰、优美科、巴斯夫、贵研铂业、威孚环保等	国内市场基本被三大催化剂巨头垄断，国内企业在国家政策鼓励扶持下，逐渐打破国外垄断格局
其他贵金属工业材料	庄信万丰、贺利氏、杜邦、日本田中、美泰乐、贵研铂业等	跨国企业依托品牌、技术、资金优势成为国内主流供应商，国内企业拥有多品种、多规格产品线的深加工企业较少
贵金属二次资源回收	庄信万丰、巴斯夫、贺利氏、日本田中、优美科、贵研铂业等	国内企业在技术水平、产业规模、污染控制等方面与大型跨国企业有显著差距，目前国内企业通过扩大规模、提高投入、技术集成和行业内兼并收购逐渐缩小差距

资料来源：贵研铂业配股说明书，中信证券研究部

国内汽车尾气催化剂市场目前基本被庄信万丰、巴斯夫、优美科三大催化剂巨头占据，市场占有率超过 70%，其他企业包括国内公司市占率仅有 28%。但随着国内企业技术进步和市场拓展，外资企业垄断局面逐渐被打破，未来国内企业市占率有望提高。

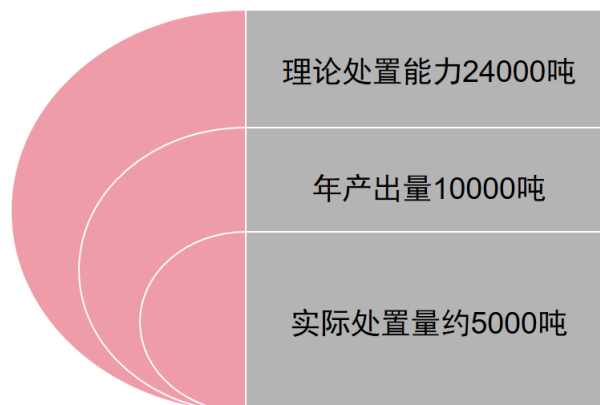
2017 年国内废催化剂供应量约 1 万吨，废催化剂处置企业的理论产能约 2.4 万吨，但实际处置量仅为 5000 吨。由于国内具备综合处置能力的回收企业较少，且危废经营许可证与实际处置能力不匹配，导致实际处置量远低于产量，未来仍具备较大的开拓空间。

图 18：中国汽车尾气催化剂市场竞争格局



资料来源：新材料在线，中信证券研究部

图 19：国内废催化剂行业现状



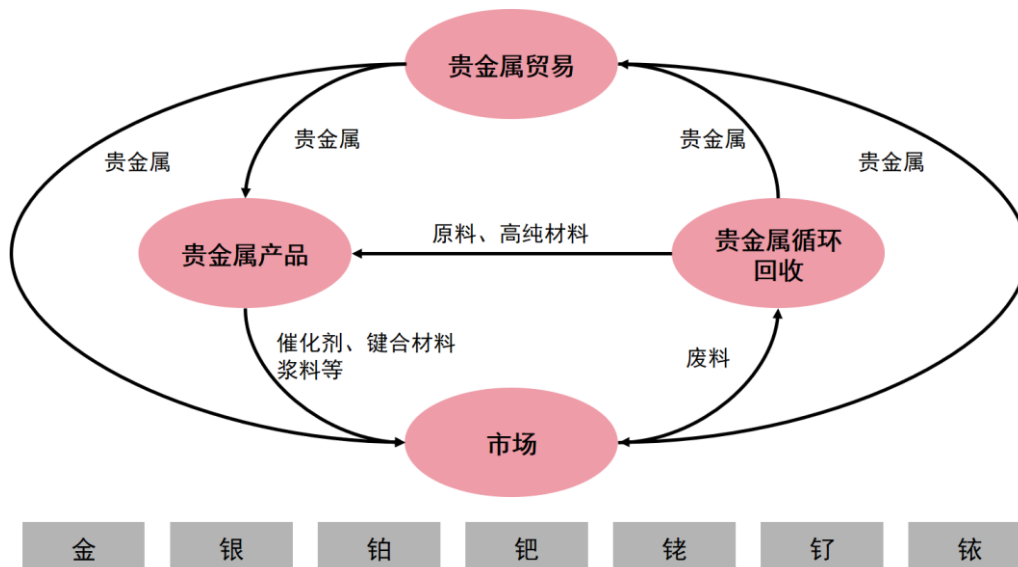
资料来源：贵金属集团统计数据，中信证券研究部

公司竞争优势分析

优势一：国内综合实力最强的贵金属新材料企业

公司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。公司拥有比较完整的贵金属产业链体系，大力发展贵金属新材料制造、贵金属资源再生及贵金属商务贸易。可提供从贵金属原材料采供销、产品加工到废料回收利用的一站式综合服务，在国内市场竞争中占据明显综合优势。

图 20：贵研铂业贵金属业务商业模式



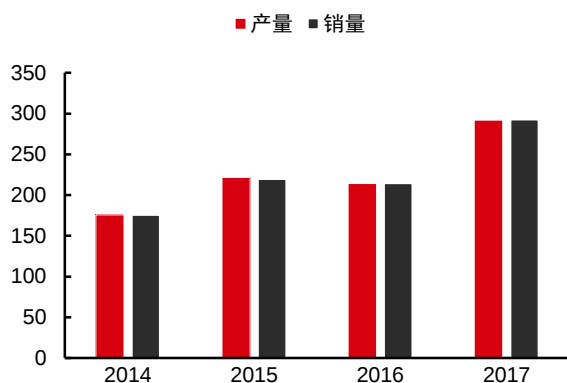
资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

贵金属材料产销不断增长，市场地位逐渐提高。2017 年公司贵金属材料（包括贵金属特种功能材料、信息功能材料、前驱体材料、工业催化剂材料）产销量超过 290 吨，较 2016 年增加约 60 吨。公司贵金属材料产销量保持增长态势，显示出公司在国内贵金属材

料行业不断拓展市场空间，市占率逐渐提高的趋势。

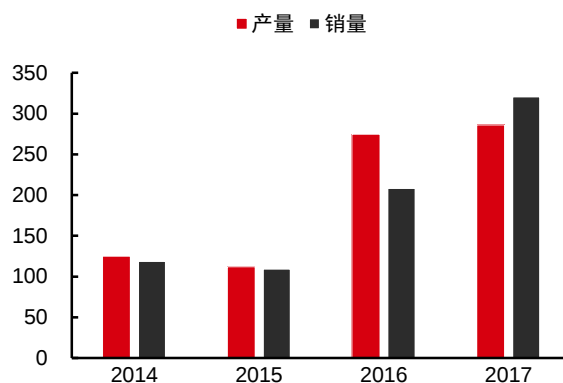
汽车催化剂业务成为公司未来业务的主要增长点。2017 年公司机动车催化净化器产销量分别为 286 万件和 321 万件，销量较 2016 年增长 112 万件。公司汽车尾气催化净化器业务呈现快速增长态势，随着国内排放标准提高和汽车行业发展，催化净化器业务将成为公司未来发展亮点。

图 21：公司贵金属材料产销量保持增长（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22：公司机动车催化净化器产销量快速增长（单位：万件）

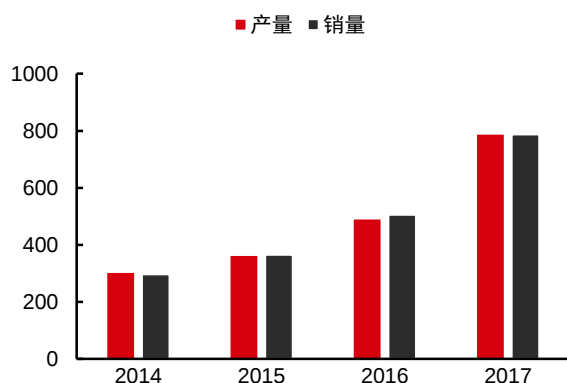


资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势二：贵金属回收业务增强公司盈利水平

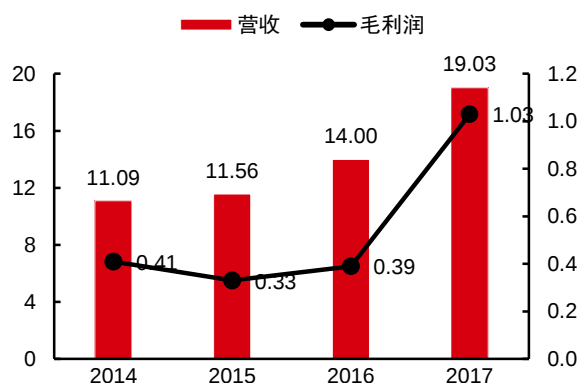
贵金属再生资源材料业务不断壮大。2017 年公司贵金属再生回收材料产量达到 789 吨，较 2016 年大幅增长近 300 吨。近年来，公司贵金属资源再生资源材料业务保持快速上涨态势，2017 年板块营收增长至 19.03 亿元，毛利润增长至 1.03 亿元。随着我国汽车报废回收进入高峰期，未来公司贵金属再生资源材料业务预计将保持快速增长，持续贡献营收和利润。

图 23：公司贵金属再生资源材料产销量快速增长（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

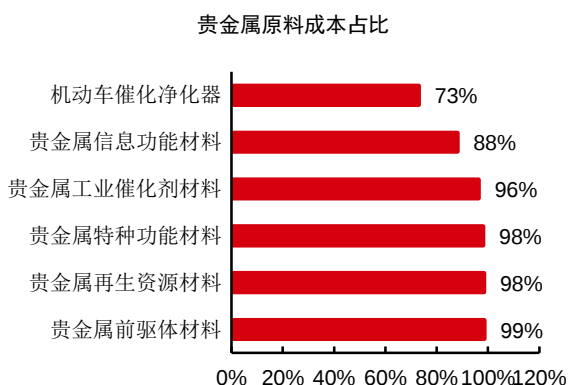
图 24：公司贵金属再生资源材料业务快速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

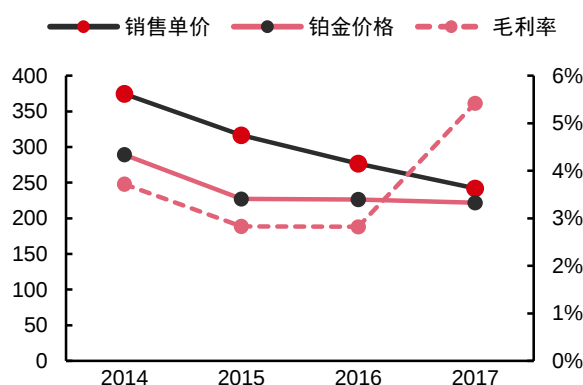
贵金属回收业务为公司提供资源保障。公司贵金属材料生产制造使用的原材料如金、银、铂、钯、铑、钌、铱等主要依靠外购获得，贵金属原材料成本占公司整体生产成本超过 95%。随着公司贵金属再生资源材料业务不断扩张，将为公司贵金属产品的原料来源提供保障，同时强化公司的成本优势。公司贵金属再生资源材料售价与铂金现货价格保持同向变动，在未来铂金价格上涨预期下，回收业务利润水平有望拉阔。

图 25：贵金属原料占公司各项业务成本比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：贵金属再生资源材料售价与铂金价格关系（单位：元/克）

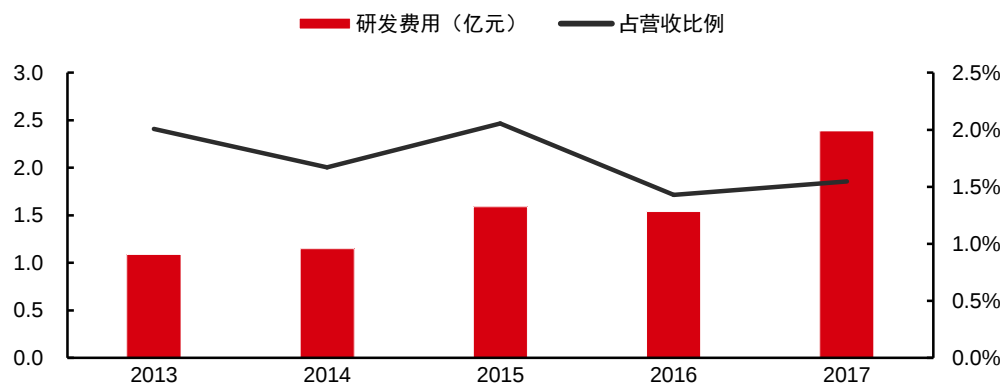


资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势三：技术优势和人才储备支撑公司长远发展

贵研铂业近几年来重视重点产业领域的核心技术攻关，在研发方面的投入不断上升，其中 2017 年研发支出 2.39 亿元，占营业收入的 1.55%，较 2016 年同期增长 55.54%，公司加大了对未来 3-5 年有市场前景的产品的自主投入，积极开展前期研究。

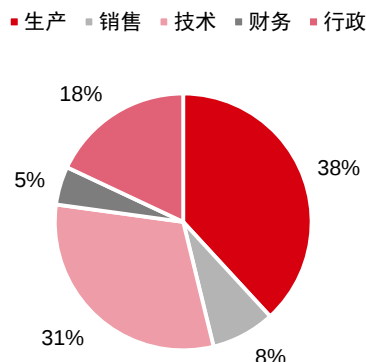
图 27：贵研铂业研发支出及占比情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

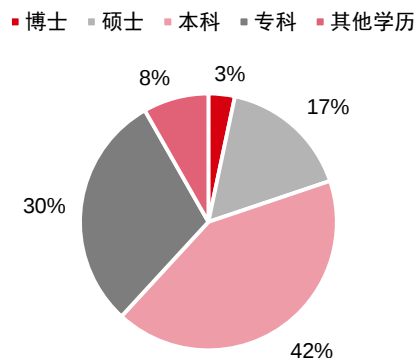
公司深入推进人才强企战略，储备了一批以海外留学博士领衔的年轻专业技术人才团队，为贵金属产业可持续发展提供人才支撑。人员结构方面，公司技术人员占 31%，学历为本科及以上员工占比为 62%，并不断加大高层次人才引进力度。

图 28：公司按岗位划分的员工构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：公司按学历划分的员工构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续的研发投入和人才储备为公司在贵金属材料研究领域的领先优势奠定了基础。公司在贵金属催化材料和贵金属功能材料等领域中的多项关键材料和技术取得突破，达到国际先进水平，填补了国内空白，打破国外企业的市场垄断和技术封锁。

表 11：公司部分贵金属材料技术及产品优势

技术领域	技术类别	具体技术	产品优势
贵金属催化材料	汽车尾气催化剂	汽车催化剂中铂钯铑的一种分离富集测定方法	各项技术水平均达到国际先进，填补了行业国内需求空白
		汽车排气催化剂储氧量测试方法	
		汽车尾气净化催化剂及其制备方法	
	高分散载金催化剂	立方体状四氧化三钴负载的纳米金催化剂的制备方法	
贵金属特种功能材料	电子浆料及其制备创新技术	微细粉体材料	Ag 粉导电性能属国内领先
		有机载体制备	LTCC 用金浆超过国际最先进水平
		解决浆料中玻璃无铅化问题	无铅化玻璃附性能与 Dupont 公司相当，打破日美的技术封锁
	贵金属新材料及创新技术	Au 基、Pd 基、Pt 基金滑环及电刷材料	AuAgCu 滑环的使用寿命达到俄罗斯、法国先进水平
		微合金强化和加压内氧化专利技术	该技术在 AgNiRE、AgCuV 等电接触材料的应用达到日本田中公司水平
		Ag 基系列电真空钎料产业化技术	钎料产品质量达到美、日标准
		仪表中的高阻材料、高弹性材料和应变材料	部分产品超越国外先进技术
	高纯贵金属新材料及创新工艺	半导体欧姆接触 Au 基材料	替代了日本产品，市场占有率达到 80%以上
		大规模集成电路用 AuGe 系列钎料制备技术	实现连续铸造的规模化生产，属国内独创技术
		封装用 AuSn、AuIn 钎焊材料	填补了国内 450℃~600℃钎料空白
		贵金属微细丝共性技术	开发的 Au 丝和 Pt 丝达到日本先进水平

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司技术储备不断转化，创造新的盈利增长点。公司拥有 4 个国家级技术创新平台和 4 个省级技术创新平台，并拥有“汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化”和“铂基微电

子浆料及专用材料产业化”两个国家高技术产业化示范工程。公司自身技术和储备丰厚，未来随着产业化进程加快，多项技术有望转化为新的盈利增长点。

表 12：公司部分科研平台及承接科研项目

项目性质	项目名称
国家高技术产业化示范工程	汽车尾气净化三效稀土基催化剂产业化
	铂基微电子浆料及专用材料产业化
国家级技术创新平台	稀贵金属综合利用新技术国家重点实验室
	贵金属产业技术创新战略联盟
	国家高技术研究发展计划成果产业化基地
省级技术创新平台	工业产品质量控制和技术评价实验室
	云南省贵金属催化技术与应用工程实验室
	云南省稀贵金属生产力促进中心
	云南省稀贵金属材料示范型国际合作基地
	云南省贵金属催化材料工程技术研究中心

资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势四：地方国企改革助力企业良性成长

云南国企改革特点鲜明，创新性强、影响大、成果多样。2018 年云南推进“1+1+X”，改革思路中的第一个“1”，是指组建云南省国有股权运营管理有限公司；第二个“1”指组建云南省国有金融资本控股集团有限公司，“X”指改组设立若干国有资本投资公司和产业集团公司，开展国有资本投资公司改革试点。云南国企改革在混合所有制改革、国有经营性资产统一监管、组建国有资本投资/运营公司、国有企业市场化债转股、完善现代企业制度等多方面取得了成果。

表 13：云南省国企改革“1+1+X”模式

1+1+x	具体内容	针对问题
1	组建云南省国有股权运营管理有限公司，将省国资委持有的相关参股企业股权划转该公司，同时根据整合重组、混合所有制改革情况，逐步将主业处于充分竞争领域的省属企业国有股权注入该公司	省属企业存在的股权分散、运营效率不高、资本回报偏低，以及混改后无专门机构和人员对参股股权进行集中统一管理
1	组建云南省国有金融资本控股集团有限公司，将省级部门管理的金融资产划转该公司，并逐步整合省属企业及州市相关金融资源，构建国有金融资本集中运营管理专业化平台	国有金融资本管理职责分散、授权不清、布局不优、制度不健全等
x	改组设立若干国有资本投资公司和产业集团公司，开展国有资本投资公司改革试点，以省属综合型投资公司和主业处于基础设施建设、服务保障民生、重点产业培育等重要行业和关键领域的企业为主体，改组设立若干国有资本投资公司	国有资本布局结构不合理、资源配置效率亟待提高，以及企业主业不突出、同质化经营等

资料来源：《云南省深化国有企业改革三年行动方案(2018-2020 年)》，中信证券研究部

国企改革助力企业成长、推动经济实现高质量跨越式发展。通过投资融资、产业培育和资本运作，促进产业集聚和转型升级，服务重大战略、优化国有资本布局、提升产业竞争力，增强国有资本控制力和影响力。同时推进经营性国有资产集中统一监管，使国有资产保值增值，避免国资管理职能分散在多个部门，提升了国有资产的运行效率，降低了国有资产流失的风险。

科研所改制推动科研实力向市场效益转化

首批科研所改制，不断加强科研实力。公司前身昆明贵金属研究所（后文简称贵研所）始建于 1938 年，于 1962 年开展贵金属研究，成为中国贵金属研究的先驱者和领头羊。90 年代开始推行企业化管理，成为当时全国极少数具有企业法人资格的科研机构、全国首批具有外贸经营权的院所。2000 年 9 月，贵研所发起设立贵研铂业。2003 年 4 月，贵研铂业 4000 万股 A 股在上海证券交易所成功发行，成为核准制下云南省第一家上市公司，募集资金 2.59 亿元，为企业技术创新和产业发展奠定了良好的基础。

表 14：代表性研究所改制详情

研究所	转制后企业	转制详情
昆明贵金属研究所	贵研铂业	昆明贵金属研究所作为主发起人，联合云南铜业(集团)有限公司等七家发起人于 2000 年 9 月共同发起设立贵研铂业。2005 年，贵研所和云锡集团公司合并组建新的云锡集团，贵研所持有贵研铂业的股份变更为云锡集团持有。
马鞍山矿山研究院	进入中国中钢集团公司	1999 年国家经贸委所属的首批 242 所转制科研院所之一，1999 年 7 月转制为科技型企业，进入中国中钢集团公司。
广州机械科学研究院	进入中国机械工业集团有限公司	1999 年转制为国有科技型企业进入中国机械工业集团有限公司，是国务院首批 242 家转制的重点研究所之一。2002 年 7 月起更名为广州机械科学研究院。
北京橡胶工业研究设计院	隶属于中国化工集团公司	1999 年被列为国家首批 242 家转制院所转制为科技型企业。现隶属于中国化工集团公司中国化工科学研究院板块。
长春试验机研究所	长春试验机研究所有限公司，隶属于中国机械工业集团公司	2007 年 8 月，根据国家央企改革的有关精神，长春试验机研究所整体转制为有限责任公司。公司名称为：长春试验机研究所有限公司，隶属于中国机械工业集团公司。2010 年 1 月 1 日，长春试验机研究所有限公司正式晋升为长春机械科学研究院有限公司。
广州电器科学研究院	现隶属中国机械装备（集团）公司	1999 年 7 月，广州电科院作为国家经贸委管理的首批 242 个院所转制单位，进入中国机械装备（集团）公司，正式由科研事业单位转制为科技型企业。

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

推动企业市场化，实现企业收入利润增长。2004 年 2 月，云南省国资委成立，对贵研履行出资人职责，贵研作为云南省 34 户国有大中型企业之一纳入省国资委管理。实施企业化转制后，贵研生产经营得到了快速发展，从 1999 年到 2004 年，实现了资产规模、综合收入和利润每三年翻一番，通过结合原科研所高科技技术水平，借助国企改革，推动科研实力向市场效益转化，加强科研机构主动性与创造性。

■ 风险因素

国内市场拓展不及预期，贵金属价格下跌。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

1. 机动车催化净化器业务：预计公司 2018-2020 年净化器销量分别为 350/400/500 万件，由于贵金属含量提升，销售单价分别为 300/350/400 元/件；

2. 贵金属再生资源材料业务：预计公司 2018-2020 年贵金属再生资源材料产销量规模分别为 850/1000/1200 吨，且随着铂金价格上涨，单价分别为 2400/2700/3000 元/吨。

盈利预测与估值

公司主营业务分为贵金属贸易、贵金属产品和贵金属再生资源材料三大板块，公司利润的主要来源是金属材料生产销售和回收业务。随着国内汽车行业排放标准提升和报废高峰来临，预计公司主营业务将进入快速发展阶段。基于以上假设我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 180.79/216.73/257.87 亿元。

表 15：公司主要业务盈利预测关键假设

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E
贵金属贸易						
收入	百万元	8985	10333	11883	13071	14117
成本	百万元	8953	10287	11825	13002	14031
毛利	百万元	32	46	58	70	86
毛利率(%)	%	0.36%	0.44%	0.49%	0.53%	0.61%
贵金属产品						
收入	百万元	4515	5418	6772	8804	9508
成本	百万元	4263	5087	6334	8202	8776
毛利	百万元	252	330	438	602	732
毛利率(%)	%	5.59%	6.10%	6.47%	6.83%	7.70%
贵金属再生资源材料						
收入	百万元	1903	2284	2969	3859	4168
成本	百万元	1800	2151	2788	3610	3881
毛利	百万元	103	133	181	249	287
毛利率(%)	%	5.42%	5.81%	6.10%	6.46%	6.89%
其他业务						
收入	百万元	39	44	49	53	57
成本	百万元	9	9	10	11	12
毛利	百万元	30	35	39	42	45
毛利率(%)	%	78.00%	78.95%	79.34%	79.43%	79.53%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

公司是国内贵金属新材料行业唯一标的，具备雄厚的研发实力和技术转化能力。国内汽车行业发展将带来公司主营业务快速发展。在上述假设下，预计公司 2018-2020 年归属于母公司净利润分别为 1.71/2.47/3.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.50/0.73/1.07 元。目前股价 11.88 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 24/16/11 倍。采用 PE、PB/ROE 以及 DCF 等方法对公司进行估值。综合比较 PE、PB/ROE 和 DCF 现金流模型，得到公司股价合理

范围为 15.4-17.5 元，考虑到公司作为 A 股贵金属新材料唯一标的的稀缺性以及公司新材料业务的高成长性，给予公司一定的估值溢价，给予公司 35 倍 PE 估值，对应目标价 17.5 元，对应市值 59 亿元。

表 16：贵研铂业盈利预测与估值情况

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,774	15,442	18,079	21,673	25,787
营业收入增长率	39.1	43.3	17.1	19.9	19.0
净利润(百万元)	83	119	171	247	363
净利润增长率	29.3	43.7	42.9	45.0	46.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.46	0.50	0.73	1.07
毛利率%	2.5	2.7	3.0	3.3	3.7
净资产收益率 ROE%	4.8	6.5	9.5	13.5	18.5
每股净资产（元）	7.07	7.45	5.69	5.87	6.39
PE	37	26	24	16	11
PB	1.7	1.6	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 12 月 17 日收盘价

■ 相关研究

- 黄金行业深度报告——从周期的波动看金价的运行 (2018-10-25)
- 银泰资源投资价值报告——黄金新贵，发展进入快车道 (2018-12-10)

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,774	15,442	18,079	21,673	25,787
营业成本	10,505	15,024	17,535	20,957	24,825
毛利率	2.5%	2.7%	3.0%	3.3%	3.7%
营业税金及附加	9	13	13	15	19
销售费用	42	52	63	76	90
营业费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	150	154	199	238	284
管理费用率	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
财务费用	46	82	105	120	137
财务费用率	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
投资收益	13	41	18	20	23
营业利润	42	148	182	287	455
营业利润率	0.4%	1.0%	1.0%	1.3%	1.8%
营业外收入	64	7	52	54	44
营业外支出	1	0	0	1	1
利润总额	105	155	233	341	499
所得税	15	24	42	63	91
所得税率	16.2%	21.3%	19.4%	19.8%	19.2%
少数股东损益	7	11	21	31	45
归属于母公司股东的净利润	83	119	171	247	363
净利率	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%	1.6%

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	105	155	233	341	499
所得税支出	-15	-24	-42	-63	-91
折旧和摊销	46	58	78	85	87
营运资金的变化	-160	-1,214	-114	-416	-667
其他经营现金流	57	82	87	99	114
经营现金流合计	33	-943	243	46	-59
资本支出	-91	-63	-17	-8	-7
投资收益	0	0	18	20	23
其他投资现金流	0	0	-87	9	12
投资现金流合计	-86	-45	-86	21	27
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	2	1,249	418	382	519
股息支出	-142	-142	-186	-186	-186
其他融资现金流	112	58	-105	-120	-137
融资现金流合计	-28	1,164	127	76	196
现金及现金等价物净增加额	-81	176	284	144	165

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	274	439	723	867	1,031
存货	1,079	2,094	2,104	2,305	2,731
应收账款	427	604	723	867	1,031
其他流动资产	593	1,028	980	1,144	1,331
流动资产	2,374	4,165	4,531	5,183	6,125
固定资产	680	781	777	748	703
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	138	150	138	128	118
其他长期资产	244	137	92	54	29
非流动资产	1,062	1,068	1,007	930	851
资产总计	3,437	5,233	5,538	6,113	6,976
短期借款	886	1,641	2,076	2,485	3,037
应付账款	84	141	140	168	199
其他流动负债	224	490	372	445	536
流动负债	1,193	2,272	2,588	3,098	3,772
长期借款	50	650	633	606	573
其他长期负债	249	257	257	257	257
非流动性负债	299	907	891	864	830
负债合计	1,492	3,179	3,478	3,961	4,602
股本	261	261	339	339	339
资本公积	1,167	1,167	1,089	1,089	1,089
归属于母公司所有者权益合计	1,846	1,945	1,930	1,992	2,169
少数股东权益	99	109	130	160	205
股东权益合计	1,945	2,054	2,060	2,152	2,374
负债股东权益总计	3,437	5,233	5,538	6,113	6,976

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	39.1	43.3	17.1	19.9	19.0
营业利润增长率	-651.7	254.0	22.7	57.7	58.4
净利润增长率	29.3	43.7	42.9	45.0	46.7
毛利率	2.5	2.7	3.0	3.3	3.7
EBITDA Margin	1.1	1.7	1.9	2.2	2.5
净利率	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
净资产收益率	4.8	6.5	9.5	13.5	18.5
总资产收益率	2.6	2.5	3.5	4.5	5.8
资产负债率	43.4	60.7	62.8	64.8	66.0
所得税率	16.2	21.3	19.4	19.8	19.2
股息支付率	2.72	3.91	4.30	6.23	9.14

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。