

经营逐渐好转 未来增长可期

谨慎推荐

维持评级

分析师:周卓玮 邮箱: zhouzhuowei@chinastock.com.cn 电话: 010-66568044

1. 事件

对公司经营进行跟踪。

2. 我们的分析与判断

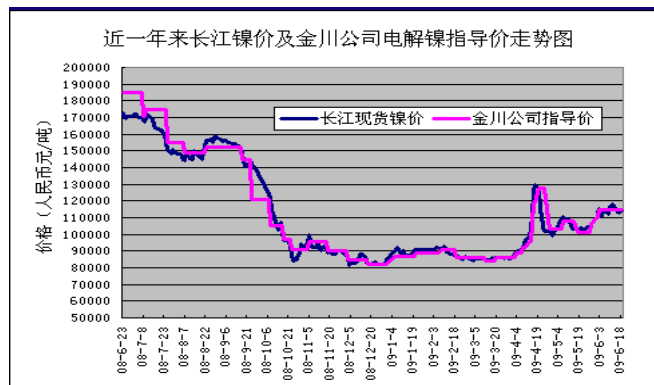
2009年1月1日以来公司股价涨幅约220%，位列A股所有有色金属股票涨幅的第一位。我们认为主要有以下几个原因使得其股价涨幅超过其他有色公司：1、公司在行业低谷频繁进行低成本的资源扩张得到市场认可，据目前公司公告的数据权益镍资源储量由大约20万吨增长到30万吨，增长幅度达50%，并且未来资源扩张的前景仍然看好；2、公司的业绩弹性很高，公司的业绩回升依靠利润率上升和产量提高双重驱动，所以公司的业绩弹性高于一般公司；3、A股镍资源公司较稀缺，资金推动效应更显著。

随着国内经济的企稳，镍价回升到11万以上，公司的经营开始好转，我们认为这会成为未来公司股价的主要驱动因素。

(一) 镍价回升促使业绩好转

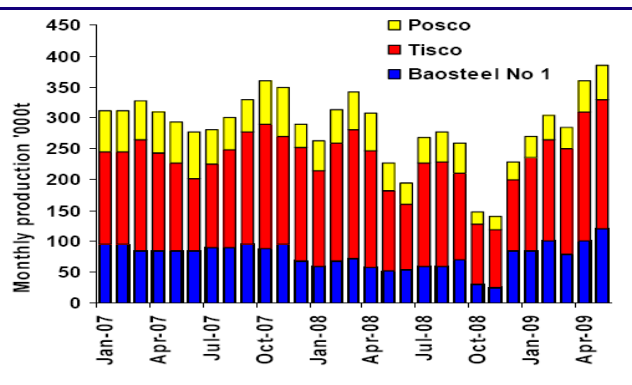
2009年4月后随着国际金属价格的上涨、国内不锈钢商场开工率的提升，国内的镍价出现上涨，目前稳定在11.5万/吨，这已使得公司外购原料的镍产品已开始出现盈利；另一方面，公司前期的高价存货已基本消耗完毕，对其存货计提不充分的压力将释放。

图1 2009年4月后镍价大幅回升



资料来源：中国商务网

图2 不锈钢厂商不锈钢月度产量回升显著



资料来源：麦格理

(二) 新生产线将陆续投产

公司新建的 15000 吨高冰镍和 5000 吨电解镍生产线都已经完成建设期，预计将在 2009 年 3 季度投产运营。届时公司的冶炼能力会有大幅提升，另外新的生产线的能耗指标有较大优化，冶炼成本有望下降。

公司收购 Liberty 公司的整个手续也即将完成，根据目前的市场价格已可以开始生产并产生盈利，Liberty 旗下矿山的现金成本预计在 3.7 美元/磅附近。

公司的矿产产量和冶炼生产规模都将迅速提升，促使业绩回升。

表 1 公司矿山产量增长迅速

单位：吨

	2007	2008	2009	2010	2011
富家矿	2300	2300	2500	2300	2300
大岭矿	1200	1200	1300	1200	1200
和龙长仁				450	720
通化吉恩（赤柏松）	1000	1000	1000	1600	2000
瑞木（11%权益）				1760	3520
四子王旗（小南山）	486	486	500	500	500
Liberty（51%权益）			510	2869	3141
合计	4500	4986	5810	7810	10240
需求量		9800	8000	11500	14500
自给率		51%	73%	68%	71%

资料来源：中国银河证券研究所

表 2 主要产品销量开始增长（折合成镍金属量）

单位：吨

主要产品产销量	2008E	2009E	2010E	2011E
高冰镍产量	9800	8000	11500	14500
硫酸镍销量	5400	4050	4960	6060
氯化镍销量	735	980	980	980
氢氧化镍销量	528	660	660	660
电解镍销量	1500	1700	3500	5000
羰基镍销量	3	300	1000	1500
其他镍盐销量	2,384	1,160	1,400	1,300

资料来源：中国银河证券研究所

3. 投资建议

我们认为镍价和公司高冰镍的产量是对业绩比较敏感的两个变量，我们分别做了 2009 和 2010 年业绩与这两个因素的敏感性分析。

考虑公司增发后摊薄股本，我们如果取均价 160000 元/吨（约 20110 美金/吨），公司预测公司的 EPS 分别为 0.38、0.61 元，目前的估价基本反映了这个预期。

我们计算的公司长期平均 PB 约 5.7 倍，目前的 PB 约 5.78 倍，在中值附近，我们认为估值基本合理，基于基本面逐渐好转的判断，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

表 3 2009 年 EPS 与镍价和高冰镍产量的敏感性分析 单位: 元, 吨

高冰镍产量\镍价	110,000	120,000	130,000	140,000	150,000
8,000	0.142	0.191	0.239	0.287	0.336
9,000	0.146	0.195	0.245	0.294	0.344
10,000	0.149	0.200	0.250	0.301	0.351
11,000	0.153	0.204	0.256	0.308	0.359
12,000	0.156	0.209	0.262	0.314	0.367

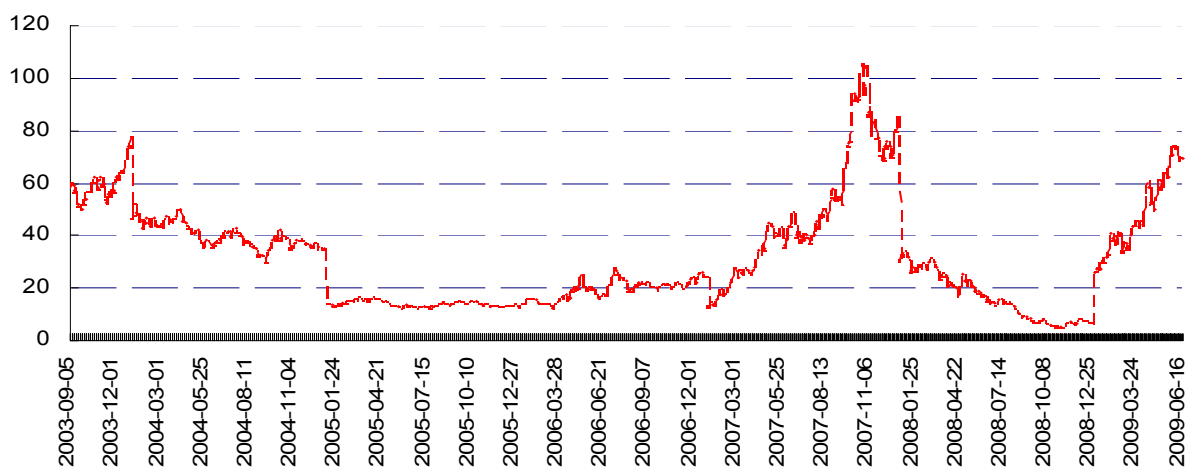
资料来源: 中国银河证券研究所

表 4 2010 年 EPS 与镍价和高冰镍的敏感性分析 单位: 元, 吨

高冰镍产量\镍价	130,000	140,000	150,000	160,000	170,000
10,000	0.411	0.473	0.535	0.597	0.659
11,000	0.424	0.488	0.551	0.615	0.678
12,000	0.438	0.502	0.567	0.632	0.697
13,000	0.451	0.517	0.583	0.650	0.716
14,000	0.464	0.532	0.600	0.667	0.735

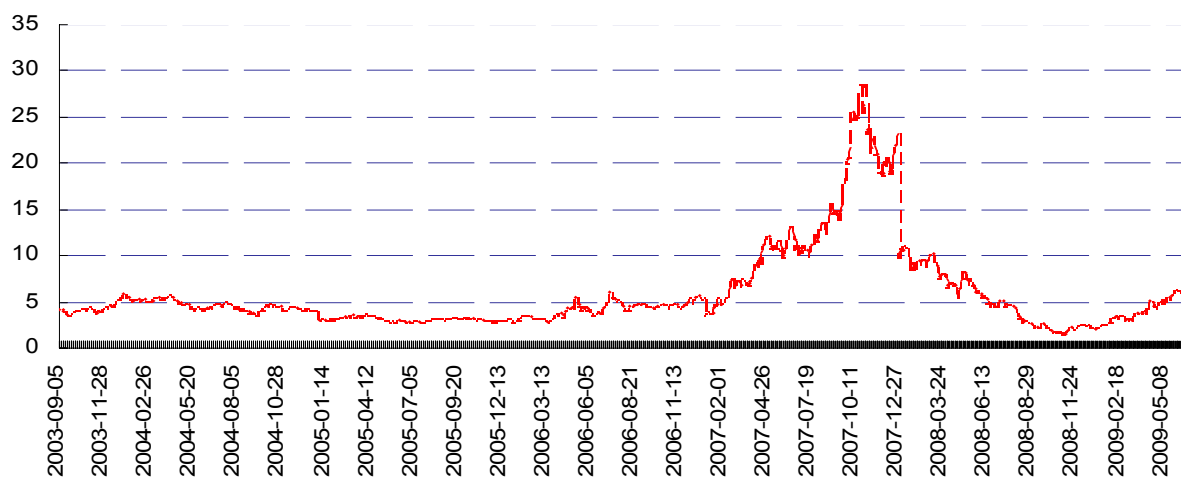
资料来源: 中国银河证券研究所

图 3 吉恩镍业历史 PE 走势



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

图 4 吉恩镍业历史 PB 走势



资料来源: WIND 中国银河证券研究所

表 5 公司财务报表及财务指标

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	940.6	1177.5	605.4	1101.0	1647.7	营业收入	2669.2	1822.4	936.9	1704.1	2550.3
应收票据	397.4	83.0	42.7	77.6	116.1	营业成本	1491.2	1108.3	615.9	1101.9	1563.9
应收账款	70.1	43.7	22.5	40.9	61.2	税金	21.8	14.5	7.4	13.5	20.3
预付款项	533.6	628.4	634.6	645.6	661.2	销售费用	20.1	25.6	13.2	24.0	35.9
其他应收款	63.6	56.1	28.9	52.5	78.6	管理费用	176.3	205.8	140.5	170.4	255.0
存货	359.5	409.1	135.0	241.5	342.8	财务费用	49.2	67.7	55.2	24.1	-1.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-8.5	135.5	-30.0	0.0	0.0
长期股权投资	526.1	694.5	694.5	694.5	694.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	340.5	348.4	1202.2	1726.7	2030.5	投资收益	5.5	12.3	19.5	75.9	126.7
在建工程	850.7	1229.2	964.6	682.3	491.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.5	0.9	0.9	0.9	0.9	营业利润	924.6	277.4	154.2	446.1	803.7
无形资产	84.0	77.7	70.0	62.2	54.4	营业外收支净额	65.2	-1.7	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	989.8	275.7	154.2	446.1	803.7
资产总计	4172.1	4775.2	4403.5	5328.1	6181.5	减：所得税	104.8	51.6	23.1	66.9	120.6
短期借款	845.9	1098.0	843.7	112.2	160.2	净利润	885.0	224.0	131.1	379.2	683.1
应付票据	45.9	25.8	19.0	33.9	48.2	母公司净利	859.6	233.4	127.1	367.7	662.5
应付账款	341.7	347.4	190.4	340.7	483.6	少数股东损益	25.4	-9.4	4.0	11.4	20.6
预收款项	153.0	53.6	63.0	80.0	105.5	基本每股收益	3.38	0.46	0.17	0.43	0.78
应付职工薪酬	3.8	21.9	21.9	21.9	21.9	稀释每股收益	3.38	0.46	0.17	0.43	0.78
应交税费	-135.7	-140.4	-140.4	-140.4	-140.4	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	63.3	41.1	41.1	41.1	41.1	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	68.7%	-31.7%	-48.6%	81.9%	49.7%
长期借款	180.0	520.2	420.2	370.2	420.2	EBIT 增长率	124.7%	-51.2%	-65.9%	146.6%	71.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	184.3%	-72.8%	-45.5%	189.2%	80.2%
负债合计	1536.1	2005.9	1493.5	894.3	1174.9	盈利性					
股东权益合计	2636.0	2769.4	2910.0	4433.8	5006.6	销售毛利率	44.1%	39.2%	34.3%	35.3%	38.7%
现金流量表						销售净利率	32.2%	12.8%	13.6%	21.6%	26.0%
(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	46.0%	8.7%	3.6%	9.5%	13.7%
净利润	885	224	131	379	683	ROIC	40.77%	12.84%	4.01%	9.08%	14.81%
折旧与摊销	82	0	125	166	195	估值倍数					
经营活动现金流	339	341	518	481	731	PE	5.6	41.1	113.2	43.8	24.3
投资活动现金流	-722	-545	-681	-324	-173	P/S	1.8	5.3	15.4	9.4	6.3
融资活动现金流	795	441	-410	339	-11	P/B	1.8	3.5	4.9	3.6	3.2
现金净变动	412	237	-572	496	547	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%
期初现金余额	499	941	1177	605	1101	EV/EBITDA	4.8	21.5	53.0	27.7	17.3
期末现金余额	911	1177	605	1101	1648						

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该

评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、关铝股份（000831.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、西部矿业（601168.SH）、厦门钨业（600549.SH）、包钢稀土（600111.SH）、云海金属（002182.SZ）、中孚实业（600595.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908