

小金属

分析师: 张 镭, 杨国萍

0755-82026705, 0755-82026714

zhanglei@cjis.cn, yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价: 27.50 元

当前股价: 28.25 元

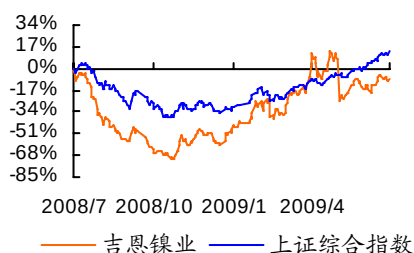
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3145.16
总股本(百万)	763
流通股本(百万)	705
流通市值(亿)	161
EPS (TTM)	0.03
每股净资产(元)	3.63
资产负债率	42.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
吉恩镍业	7.34	48.52	161.43
上证综合指数	14.63	24.45	63.06



相关报告

吉恩镍业-明确镍矿资产的持续注入, 资源扩张战略日益清晰 10/12/2007

吉恩镍业-投资开发海外矿山, 加快资源扩张步伐 12/12/2007

吉恩镍业

600432

中性

通过海内外收购稳步推进公司资源战略

我们近日对吉恩镍业进行了实地调研, 通过调研我们了解到, 公司资源扩张战略取得明显成效, 未来资源自给率将明显提升; 投资项目建设进展顺利, 各阶段产品产能明显提升。我们认为, 公司上游资源战略的成功实施和下游产能扩张的顺利进展保证了公司未来长期稳定的发展。

投资要点:

- 吉恩镍业目前是中国第二大的镍业公司, 最大的镍盐公司。目前公司拥有镍精矿 5000 吨、硫酸镍 35000 吨、电解镍 7000 吨、羰基镍 2000 吨和羰基铁 2000 吨的生产能力。
- 公司资源扩张战略实施成效显著, 未来镍精矿产量持续增长。公司通过收购加拿大 Liberty Mines Inc.、澳大利亚 METALLICA、加拿大 GVB 勘探权以及参股瑞典末镍钴矿, 公司镍金属权益储量达到 26 万吨, 未来三年镍精矿产量将会从目前的 5000 吨左右提高到 15000 吨。
- 高冰镍是公司生产电解镍等最终产品的中间产品, 目前产能为 2.3 万吨/年, 其中新建的 1.5 万吨高冰镍项目将于今年下半年开始试生产, 该项目投产一方面提升了公司的高冰镍产能, 更重要的是奥斯麦特炉的应用有望降低生产成本, 同时为公司最终产品的产能扩张作好中间产品的准备。
- 吉恩镍业现有硫酸镍产能 35000 吨, 未来有将产能提高到 50000 吨的规划。公司新建的 4000 吨氯化镍项目将于今年下半年开始试生产。
- 目前公司电解镍产能为 7000 吨, 其中公司募投项目 5000 吨/年的电解镍生产线已经建成, 预计今年下半年开始试生产。
- 2000 吨羰基镍项目已经建成, 预计今年下半年开始试生产。该项目直接以高冰镍为原料, 与生产电解镍相比, 羰基镍产品附加值高并且具有较低的生产成本, 有望成为公司新的利润增长点。并且公司为羰基镍的扩产预留了建成空间, 在 2000 吨羰基镍项目生产和销售顺利的前提下, 择机将产能提高到 6000 吨。
- 公司目前拥有 1000 吨的羰基铁产能, 该项目已经建成并进行了试生产, 并且取得了较好的效果, 公司为羰基铁的扩产也预留了空间, 未来羰基铁产能有望提高到 2000 吨。
- 我们预测公司 09-11 年的 EPS 为 0.17、0.33、0.58 元, 考虑到公司目前估值水平较高, 我们给予公司中性的投资评级。但是考虑到公司治理结构完善, 管理层激励到位, 资源战略的确立与成功实施, 我们认为吉恩镍业具有长期投资价值。

主要财务指标

单位: 百万元	2008 年	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1822	1187	1745	2598
同比(%)	-32%	-35%	47%	49%
归属母公司净利润(百万元)	233	129	253	441
同比(%)	-72%	-45%	96%	74%
毛利率(%)	39.2%	24.4%	24.5%	26.4%
ROE(%)	8.7%	4.7%	8.4%	13.0%
每股收益(元)	0.31	0.17	0.33	0.58
P/E	70.18	126.59	64.65	37.13
P/B	6.10	5.91	5.46	4.83
EV/EBITDA	39	58	35	23

资料来源: 中投证券研究所

1、 未来镍精矿产量不断增加，精矿自给率明显提升

富家矿：镍金属储量约 4.1 万吨，平均品位 1.5% 左右，年矿石处理量 20 万吨左右，年产镍精矿 2500-3000 吨，08 年生产镍精矿 2800 吨。

大岭矿：镍金属储量约 1.6 万吨，平均品位在 1% 左右，年矿石储量 15 万吨，年产镍精矿 1000-1500 吨，08 年生产镍精矿 1000 吨左右。

长仁铜镍矿：镍金属储量约 4.74 万吨，铜金属储量 1.57 万吨，公司以 07 年非公开发行募集资金建设该矿，建成后形成年矿石处理量 330 万吨、镍铜精矿镍金属量 1000 吨、铜金属量 400 多吨的生产能力，预计该项目于 2011 年达产，2010 年有望贡献 400 吨左右的镍精矿。

通化吉恩：镍金属储量 5 万吨，目前拥有 1000 吨/年的镍精矿生产能力，到 2010 年将达到 2000 吨/年。该矿 08 年贡献镍精矿 920 吨，预计 09 年持平，10 年部分新产能得到释放。

四子王旗小南山铜镍矿：公司持 98.5% 的股权，该矿镍资源储量 7142 吨，矿石处理能力 10 万吨/年，年产镍精矿 300-400 吨。

瑞木矿：与中冶合作项目，公司持股比例为 13%。瑞木镍钴矿属世界级大型红土镍矿，已探明资源储量含镍金属量超过 100 万吨。项目建成达产后年产氢氧化镍钴 72744 吨，其中镍金属 31280 吨，钴金属 3220 吨，产品的 25% 的供应给吉恩镍业。瑞木项目的建成投产不仅能给公司带来较大的投资收益，更重要的是保障了公司未来的镍原料稳定的需求，预计该项目将与今年下半年试生产。

加拿大 Liberty Mines Inc.：公司投资 3000 万加元取得该公司普通股 51% 的股权。Liberty 公司拥有三个镍矿项目，分别为 Hart、Redstone 和 Mcwatters，合计资源储量合计为 297 万吨，含镍金属量 4.67 万吨，镍矿石平均品位 1.57%。该公司目前矿石处理能力为 2000 吨/天，镍精矿产能 8000 吨/年。Liberty 所属的 Hart 和 Redstone 矿山都具有成熟的采选设备，目前采选能力在 2000 吨/日的水平，Mcwatters 矿山已进入建设阶段。

加拿大 GVB 勘探权：公司投资 4500 万加元获得该公司 50% 的权益，根据协议，公司后期持股比例可增加至 70%。GVB 拥有其所有矿区 100% 的权益，矿区大约 325 公里的褶皱带上(重要的铜镍矿成矿带)，是镍、铜和铂族元素矿区。从目前已勘探的情况来看，该矿有可能给公司带来较大的收获。

澳大利亚 METALLICA：公司通过控股子公司澳大利亚吉恩矿业有限责任公司控制 Metallica 19.95% 的权益，为第一大股东。Metallica 拥有 NORNICO 镍钴矿项目 100% 所有权，Lucky Break(拉其布瑞克)镍项目 100% 所有权、Metrocoal Limited (都市煤炭公司) 84% 所有权、Cape Alumina Ltd. (凯普氧化铝公司) 32% 所有权。NORNICO 镍钴项目为红土镍矿，项目控制储量 1090 万吨，品位 0.89%，探明储量 2555 万吨，品位 0.67%，推断储量为 318 万吨，品位 0.65%，总计镍金属含量约为 18.19 万吨。Lucky Break 镍资源量为 102 万吨，镍品位 0.8%，镍金属量 8195 吨。该项目合作开发方现已完成可研及其融资(Metallica 无需投资直至投产，收益 Metallica 占 60%，合作方占 40%)，准备年产 1600 吨镍钴金属。Metrocoal Limited 持有 7 个矿区勘探权，勘查面积 4000 平方公里，自 2008 年底开始钻探，目前正等待资源分析结果。

另外，公司还委托大股东昊融集团收购、整合吉林省境内镍资源，预计此举将进一步增加公司资源储量和未来镍精矿产量。

表 1 公司镍精矿产量预测表

矿山名称	镍金属储量 (吨)	控制比例	权益储量	镍精矿产量 (金属含, 吨)		
				2009E	2010E	2011E
富家矿镍精矿产量	41000	100.00%	41000	2800	2800	3000
大岭矿镍精矿产量	16000	100.00%	16000	1500	1500	1500
和龙镍矿镍精矿产量	47400	80.00%	37920	-	400	1000
通化吉恩镍精矿产量	58700	85.00%	49895	900	1400	1800
四子王旗小南山	7140	98.50%	7034	350	400	400
瑞木镍钴矿	165750	13.00%	21548	-	10000	20000
其中提供本公司		20.00%		-	2000	4000
Hart	21740	71.00%	15435	300	2000	2500
Liberty Redstone	14800	71.00%	10508	-	-	-
Macwatter	7200	71.00%	5112	-	-	-
Nonico	281910	19.95%	56241	-	-	-
Metallica Luck break	8190	19.95%	1634	-	-	-
GVB	勘探中					
合计 (吨)	669830		262326	5550	12500	16200
镍精矿需求(金属量, 吨)	-	-	-	9050	14850	17700
自给率	-	-	-	61.33%	84.18%	91.53%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

2、高冰镍业务

高冰镍是公司生产硫酸镍等最终产品的中间产品, 目前有 2.3 万吨产能其中新建的 1.5 万吨高冰镍项目已于今年下半年开始试生产, 该项目投产一方面提升了公司的高冰镍产能, 更重要的是奥斯麦特炉的应用有望降低生产成本。高冰镍产能的增长为公司最终产品的产能扩张作好中间产品的准备。

表 2 公司高冰镍产量预测

	2009E	2010E	2011E
高冰镍产量 (吨)	12000	15000	18000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

3、硫酸镍和氯化镍业务

吉恩镍业现有硫酸镍产能 35000 吨, 未来有将产能提高到 50000 吨的规划。公司新建的 4000 吨氯化镍项目将于今年下半年开始试生产, 由于公司有较成熟的镍盐生产经验, 且镍盐生产都具有一定的相似性, 预计该生产线试生产会比较顺利。

表 3 公司硫酸镍、氯化镍产量预测

	2009E	2010E	2011E
硫酸镍产量 (吨)	25000	30000	35000
氯化镍产量 (吨)	1000	3000	4000

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

4、 电解镍业务

目前公司电解镍产能为 7000 吨,其中公司以 07 年非公开发行募集资金建设年产 5000 吨的电解镍生产线已经建成,预计今年下半年开始试生产。

表 4 公司电解镍产量预测

	2009E	2010E	2011E
电解镍产量(吨)	2500	6000	7000

资料来源:公司公告、中投证券研究所

5、 羰基镍、羰基铁业务

吉恩镍业 2000 吨羰基镍项目是公司 IPO 募股资金项目,该项目已经建成,预计今年下半年开始试生产。吉恩镍业该项目直接以高冰镍为原料,与生产电解镍相比,羰基镍产品附加值高并且具有较低的生产成本。

中国羰基镍产品目前主要是依赖进口,公司 2000 吨羰基镍项目投产后,不仅可以取代进口产品,而且会成为公司新的利润增长点。公司目前已经为以后羰基镍的扩产预留了建成空间,在 2000 吨羰基镍项目生产和销售顺利的情况下,择机将羰基镍的产能提高到 6000 吨。

公司目前有 1000 吨的羰基铁产能,该项目已经建成并进行了试生产,且取得了较好的效果,公司为羰基铁也预留了空间,未来将羰基铁产能提高到 2000 吨。

表 5 公司羰基镍、羰基铁产量预测

	2009E	2010E	2011E
羰基镍产量(吨)	300	1500	2000
羰基铁产量(吨)	600	800	1000

资料来源:公司公告、中投证券研究所

6、 公司未来三年的盈利预测

表 6 主要产品价格预测(元/吨)

	2009E	2010E	2011E
电解镍	12.00	12.00	14.00
硫酸镍	3.00	3.00	3.8
羰基镍	13.5	13.5	15.5

资料来源:中投证券研究所

表 7 未来三年盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1822	1187	1745	2598
营业成本	1108	898	1318	1912
营业税金及附加	14	2	3	5
营业费用	26	12	14	21
管理费用	206	83	105	156
财务费用	68	45	17	3
资产减值损失	135	0	0	0

公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	0	0	0
营业利润	277	147	288	501
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	276	147	288	501
所得税	52	15	29	50
净利润	224	132	259	451
少数股东损益	-9	3	6	10
归属母公司净利润	233	129	253	441
EBITDA	412	280	460	696
EPS (元)	0.46	0.17	0.33	0.58

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2398	1469	1821	2603	营业收入	1822	1187	1745	2598
现金	1177	416	729	1544	营业成本	1108	898	1318	1912
应收账款	44	142	105	104	营业税金及附加	14	2	3	5
其它应收款	56	178	175	156	营业费用	26	12	14	21
预付账款	628	449	395	191	管理费用	206	83	105	156
存货	409	225	329	478	财务费用	68	45	17	3
其他	83	59	87	130	资产减值损失	135	0	0	0
非流动资产	2377	2348	2255	2134	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	694	694	694	694	投资净收益	12	0	0	0
固定资产	348	921	1132	1158	营业利润	277	147	288	501
无形资产	78	78	78	78	营业外收入	6	0	0	0
其他	1257	655	350	205	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	4775	3817	4075	4737	利润总额	276	147	288	501
流动负债	1447	537	549	801	所得税	52	15	29	50
短期借款	1098	133	0	0	净利润	224	132	259	451
应付账款	347	225	329	478	少数股东损益	-9	3	6	10
其他	2	179	220	323	归属母公司净利润	233	129	253	441
非流动负债	558	420	433	442	EBITDA	412	280	460	696
长期借款	520	420	430	440	EPS (元)	0.46	0.17	0.33	0.58
其他	38	0	2	2	主要财务比率				
负债合计	2006	957	982	1243	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	85	88	94	104	成长能力				
股本	509	763	763	763	营业收入	-31.7%	-34.9%	47.0%	48.9%
资本公积	722	722	722	722	营业利润	-70.4%	-47.0%	95.8%	74.1%
留存收益	1463	1287	1515	1905	归属于母公司净利润	-72.4%	-44.6%	95.8%	74.1%
归属母公司股东权益	2684	2772	3000	3390	获利能力				
负债和股东权益	4775	3817	4075	4737	毛利率	39.2%	24.4%	24.5%	26.4%
现金流量表					净利率	12.8%	10.9%	14.5%	17.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	8.7%	4.7%	8.4%	13.0%
经营活动现金流	481	461	549	928	ROIC	11.3%	7.5%	13.1%	26.8%
净利润	224	132	259	451	偿债能力				
折旧摊销	66	88	154	192	资产负债率	42.0%	25.1%	24.1%	26.2%
财务费用	68	45	17	3	净负债比率	80.68	57.82%	43.83	35.42%
投资损失	-12	0	0	0	流动比率	1.66	2.74	3.32	3.25
营运资金变动	22	332	107	283	速动比率	1.28	2.32	2.72	2.65
其它	113	-135	12	-2	营运能力				
投资活动现金流	-694	-63	-70	-70	总资产周转率	0.41	0.28	0.44	0.59
资本支出	511	70	70	70	应收账款周转率	28	12	14	25
长期投资	-183	-7	0	0	应付账款周转率	3.22	3.14	4.76	4.74
其他	-365	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	448	-1160	-165	-43	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.17	0.33	0.58
短期借款	252	-965	-133	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.60	0.72	1.22
长期借款	340	-100	10	10	每股净资产(最新摊薄)	3.52	3.63	3.93	4.44
普通股增加	254	254	0	0	估值比率				
资本公积增加	-188	0	0	0	P/E	70.18	126.59	64.65	37.13
其他	-211	-350	-42	-53	P/B	6.10	5.91	5.46	4.83
现金净增加额	234	-762	314	815	EV/EBITDA	39	58	35	23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 复旦大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434