

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

吉恩镍业 (600432)

推荐 (首次)

资源供给和冶炼产能同步扩张，公司未来几年可实现高速增长

2009 年 07 月 22 日

现价 26.62 元

肖征 有色金属行业研究员

86-755-22624973

xiaozheng@pasc.com.cn

高利

86-755-22623263

gaoli@pasc.com.cn

主要数据

行业 重有色金属

公司代码 600432

公司网址 http://www.

总股本(万股) 76334.10

流通股(万股) 70538.71

流通市值(百万) 18777.40

每股净资产(元) 5.24

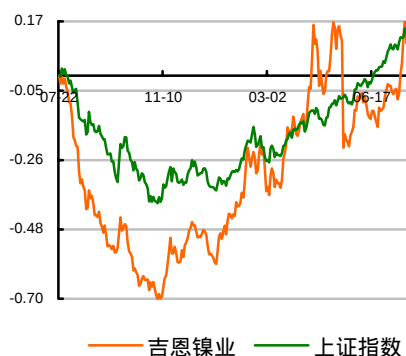
净资产收益率(%) -0.73

总资产负债率(%) 46.67

相关研究报告

<<>>

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

- 1、下半年国外需求的恢复将接替中国需求指引镍价回升；
- 2、公司的羰基镍和羰基铁不管是产能还是技术都是国内最领先地位，将成为公司未来利润的重要增长点；
- 3、公司的资源供给和冶炼产能同步扩张，公司未来几年可实现高速增长。

投资要点

- 1、吉恩镍业目前是中国最大的镍盐公司和仅次于金川集团的第二大电解镍公司，优质的资源和高自给率保证了公司的高毛利率。
 - 2、随着镍需求恢复，镍价将继续缓慢回升，预计 09~12 年的 LME 镍均价分别将达到 15000 美元/吨、17000 美元/吨、18000 美元/吨、20000 美元/吨。
 - 3、合理的股权结构使公司在资源、技术、管理、销售等方面具有天然优势，集团未来可能在合适的时机继续将其拥有的优质资产注入上市公司。
 - 4、随着新产线投产，今年下半年公司高冰镍和电解镍产能将实现翻番。
 - 5、目前公司的羰基镍和羰基铁不管是产能还是技术都是国内最领先地位，具有高附加值，未来将成为公司未来利润的重要增长点。
 - 6、公司今年以来密集的资源收购保证了未来几年公司在冶炼产能翻番的情况下资源自给率仍能维持在 50% 以上。
 - 7、公司目前管理费用偏高主要是因为近几年在技术研发和探矿找矿上投入了大量资金，未来有下降空间。
 - 8、公司未来几年可实现高速增长，首次给予公司“推荐”评级
- 公司 09~12 年的 EPS 分别为 0.2、0.51 元、0.84 元、1.18 元，09~12 年的复合增长率高达 81%。公司的业绩受镍价和镍精矿产量影响很大，以 2011 年业绩为例，镍价每变动 10%，EPS 变动幅度将达到 17%；镍精矿产量每变动 10%，EPS 变动幅度将达到 7%。因此尽管目前估值不低，但若镍价上涨超出我们相对保守的估计，公司业绩将会有大幅上调空间。再考虑到公司存在资产注入预期、股权结构优良、和公司利益紧密结合的管理层、以及公司继续在海外进行资源收购的预期，首次给予公司“推荐”评级。

风险提示

- A、镍价再度下滑；
- B、管理费用继续增加；
- C、国外矿山产出不如预期。

12 月 31 日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	2669.20	1822.44	1139.26	1990.66	2838.07	3663.90
净利润(百万)	885.01	224.03	156.14	402.55	663.41	925.12
净利润增长率(%)	234.15	-74.69	-30.30	157.81	64.80	39.45
每股盈利(元)	1.13	0.31	0.20	0.51	0.84	1.18
市盈率(倍)	23.94	88.16	135.70	52.63	31.94	22.90

目 录

一、国内最大的镍盐公司和第二大电解镍公司，优质的资源和高自给率保证了公司的高毛利率4	
1、国内最大的镍盐公司和第二大电解镍公司4	
2、优质的资源和高自给率保证了公司的高毛利率4	
二、镍价将继续缓慢回升5	
1、镍需求在缓慢恢复5	
2、流动性宽松背景下，大量资金进入镍市场做多推高镍价7	
3、红土镍矿和含镍生铁的产能恢复使镍价的上涨是一个渐进式过程7	
4、镍供需情况和价格预测7	
三、合理的股权结构，使公司在资源、技术、管理、销售等方面具有天然优势8	
1、公司的股权结构合理8	
2、加拿大 CVMR 为公司提供技术、设备和海外资源并购支持9	
3、集团公司还拥有大量的优质矿产资源，存在资产注入预期9	
四、随着新产线投产，公司的高冰镍和电解镍产能翻番、成本下降9	
五、羰基镍和羰基铁产品是公司未来利润的重要增长点9	
1、2000 吨羰基镍和 2000 吨羰基铁生产线已经完全达产，规模和技术均为国内领先9	
2、羰基镍和羰基铁产品需求前景十分广阔且具有高附加值9	
3、羰基镍和羰基铁产品将成为公司未来利润的重要增长点10	
六、公司今年以来密集的资源收购保证了未来的原料自给率11	
七、公司管理费用偏高，未来有下降空间12	
八、公司未来几年可实现高速增长，首次给予公司“推荐”评级13	

图表目录

图表 1	2008 年公司主营业务	4
图表 2	公司长期保持高资源自给率	4
图表 3	吉恩镍业的综合毛利率在国内有色资源类企业中仅次于金钼股份	5
图表 4	镍月度生产和消费量的同比变化——最坏的时候已经过去	5
图表 5	主要不锈钢生产国产量	6
图表 6	全球镍的消费量和不锈钢产量的变化	7
图表 7	LME 镍持仓和 LME 三月镍期货价格	7
图表 8	镍供需情况和价格预测	8
图表 9	吉恩镍业股权结构	8
图表 10	公司的主要产品产量预测（实物量）	10
图表 11	镍产品折金属量产量	10
图表 12	公司的矿山储量和产量预测	12
图表 13	吉恩镍业的管理费用偏高	12
图表 14	吉恩镍业的 ROE 在有色资源类企业中处于中游水平	13
图表 15	公司主要产品价格预测	13
图表 16	国内有色企业业绩预测和估值	14

一、国内最大的镍盐公司和第二大电解镍公司，优质的资源和高自给率保证了公司的高毛利率

1、国内最大的镍盐公司和第二大电解镍公司

吉恩镍业目前是中国最大的镍盐公司和仅次于金川集团的第二大电解镍公司，主要从事镍精矿的采选冶，高冰镍、硫酸镍、氢氧化镍、氯化镍、电解镍、硫酸铜、铜精矿、硫酸等产品的生产和销售。

目前公司拥有镍精矿产能5000吨（金属量）、高冰镍3万吨、硫酸镍3.5万吨、氯化镍4000吨、氢氧化镍1000吨、电解镍1800吨、铜精矿800吨镍、硫酸铜1000吨、羰基镍2000吨和羰基铁2000吨的生产能力。

2008年，镍业务分别占到公司主营收入和主营利润的86.1%和81%，其中镍盐占到公司主营收入的73.5%，公司在镍盐行业具有较强的垄断地位。

图表 1 2008 年公司主营业务

单位：百万元

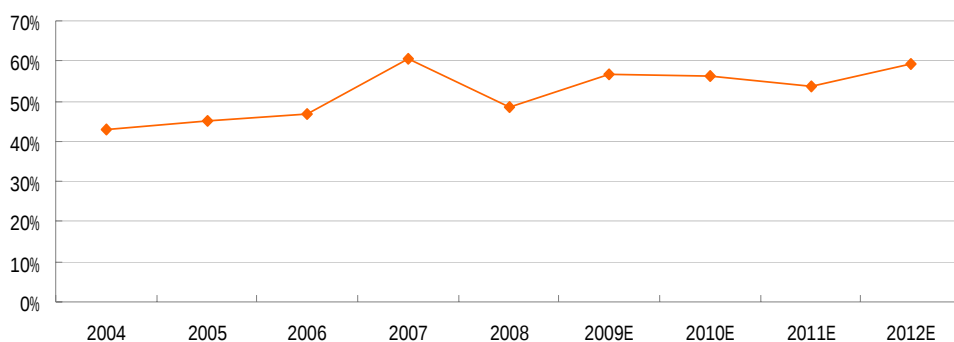
业务项目	收入	收入占比	成本	毛利	毛利占比	毛利率
镍系列产品	1,552	86.1%	977	575	81.0%	37.1%
铜系列产品	101	5.6%	29	72	10.1%	71.0%
钴系列产品	28	1.5%	14	14	1.9%	49.6%
其他	122	6.8%	73	49	6.9%	40.3%

资料来源：公司公告

2、优质的资源和高自给率保证了公司的高毛利率

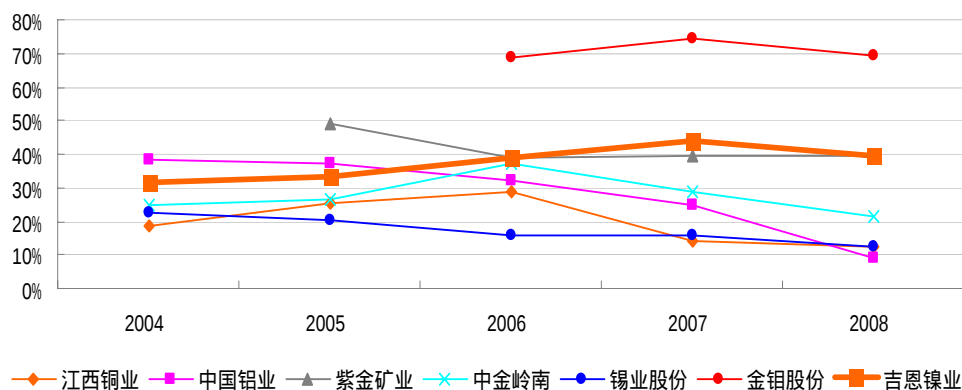
公司之前拥有的几处矿山均为硫化矿，采选成本约为1.5~2万元/吨，远低于红土矿采选成本，且公司的资源自给率始终维持在40%以上，从而保证其较高的综合毛利率，在国内有色资源类企业中仅次于金钼股份。

图表 2 公司长期保持高资源自给率



数据来源：wind、平安证券综合研究所

图表 3 吉恩镍业的综合毛利率在国内有色资源类企业中仅次于金钼股份



数据来源：Wind、平安证券综合研究所

二、镍价将继续缓慢回升

1、镍需求在缓慢恢复

国际镍业研究小组（INSG）最新数据显示，镍的需求正在缓慢稳步回升。虽然 1~5 月份全球镍的使用量同比下降了 21.7%，但是 5 月份的镍使用量同比仅仅下降了 13.7%，与年初相比有了明显的改善。

图表 4 镍月度生产和消费量的同比变化——最坏的时候已经过去



数据来源：麦格理

镍的最大终端需求端不锈钢的产量也在回升，虽然 2 季度产量同比下降了 22.3%，但是环比确上升了 16%。其中国的贡献最大，其产量环比上升了 20.4%，欧洲的产量环比也劲升 14%。

由于中国不锈钢的消费商和贸易商在 1、2 季度已经基本完成其密集的补库行为，我们认为 3 季度中国的产量可能会环比下滑，但是世界其它各地实际需求会继续复苏，从而抵消中国产量下降的影响。尤其是当国外厂商的去库存化过程结束和投机性库存继续增加时，不锈钢的产量可能会放大得更多，从而利好镍价。

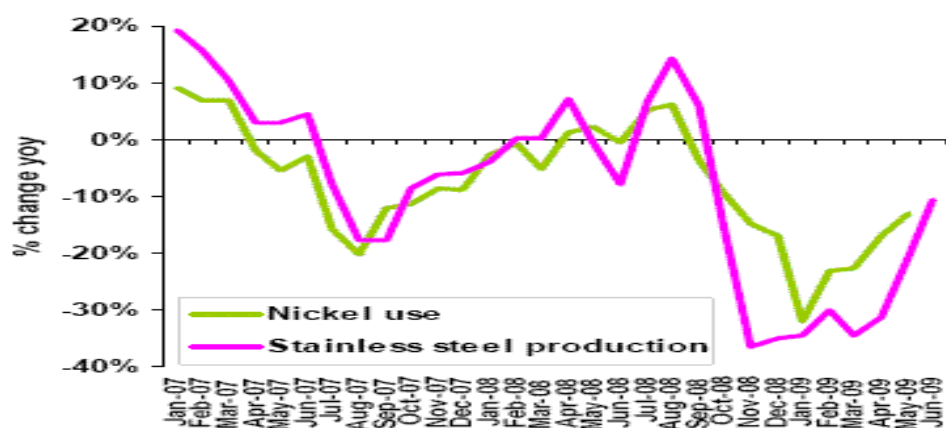
图表 5 主要不锈钢生产国产量

单位：万吨

	中国	欧洲	亚洲（除中国）	美国	总计
产量					
Q107	163.5	237.4	256.6	76	759.7
Q207	187	219.2	246.8	74.3	752.6
Q307	172.9	146.4	214.8	55.2	606.2
Q407	197.3	206.3	222.1	63.9	712.7
Q108	197.2	228.5	229.3	73.4	750.9
Q208	188.9	229.2	237.5	71.3	749.1
Q308	165.1	179.7	224.1	56.7	645.3
Q408	143	144.6	167.8	39.3	505.4
Q109	176.9	124.5	147.2	44.3	502.2
Q209f	213	141.4	164	46.5	582.3
Q309f	200	146.8	185	56	607.2
Q409f	210	179.7	207.5	60	678.1
2007	720.6	809.3	940.3	269.4	2831.1
2008	694.2	781.9	858.6	240.7	2650.8
2009f	799.9	592.4	703.7	206.8	2369.8
同比变化					
Q107	72.50%	2.40%	8.40%	4.00%	15.80%
Q207	40.90%	-11.00%	2.10%	-5.00%	4.10%
Q307	30.60%	-33.50%	-14.50%	-26.80%	-13.90%
Q407	16.00%	-13.20%	-13.80%	-7.80%	-6.40%
Q108	20.70%	-3.80%	-10.60%	-3.50%	-1.10%
Q208	1.00%	4.60%	-3.80%	-4.00%	-0.50%
Q308	-4.50%	22.70%	4.30%	2.80%	6.50%
Q408	-27.50%	-29.90%	-24.50%	-38.50%	-29.10%
Q109	-10.30%	-45.50%	-35.80%	-39.60%	-33.10%
Q209f	12.80%	-38.30%	-30.90%	-34.80%	-22.30%
Q309f	21.10%	-18.30%	-17.40%	-1.30%	-5.90%
Q409f	46.90%	24.30%	23.70%	52.80%	34.20%
2007	36.00%	-13.50%	-4.80%	-9.00%	-0.50%
2008	-3.70%	-3.40%	-8.70%	-10.70%	-6.40%
2009E	15.20%	-24.20%	-18.00%	-14.10%	-10.60%
环比					
Q108	-0.1%	10.8%	3.2%	14.9%	5.4%
Q208	-4.2%	0.3%	3.6%	-2.9%	-0.2%
Q308	-12.6%	-21.6%	-5.6%	-20.5%	-13.9%
Q408	-13.4%	-19.5%	-25.1%	-30.7%	-21.7%
Q109	23.7%	-13.9%	-12.3%	12.7%	-0.6%
Q209f	20.4%	13.6%	11.4%	5.0%	15.9%
Q309f	-6.1%	3.8%	12.8%	20.4%	4.3%
Q409f	5.0%	22.4%	12.2%	7.1%	11.7%

数据来源：平安证券整理

图表 6 全球镍的消费量和不锈钢产量的变化

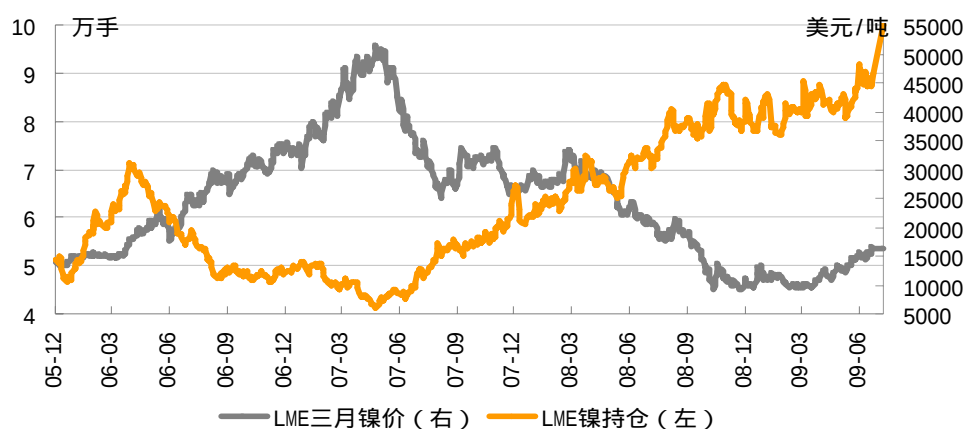


数据来源：麦格理

2、流动性宽松背景下，大量资金进入镍市场做多推高镍价

从伦敦金属交易所的镍持仓和价格来看，目前镍持仓已经达到10万手的历史最高，说明今年以来大量资金进入做多是导致镍价大幅反弹的重要原因。在目前流动性较松的背景下，我们认为这一现象将会持续。

图表 7 LME 镍持仓和 LME 三月镍期货价格



数据来源：Bloomberg

3、红土镍矿和含镍生铁的产能恢复使镍价的上涨是一个渐进式过程

从供给方面看，当镍价回升时，成本相对较高的红土镍矿和含镍生铁的产能恢复将会限制镍价的涨幅，因此我们认为随着需求的回升，镍价的上涨将会是一个渐进式过程。

4、镍供需情况和价格预测

我们对09年3、4季度的LME镍价预测分别为15000美元/吨、16000美元/吨，09~12年的LME镍均价预测分别为13654美元/吨、16000美元/吨、17000美元/吨、18000美元/吨。

图表 8 镍供需情况和价格预测

单位：千吨、美元/吨

镍	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
全球产量	1,356	1,414	1,387	1,206	1,225	1,339	1,443
y/y	5.36%	4.28%	-1.91%	-13.05%	1.58%	9.31%	7.80%
全球消费	1,396	1,372	1,305	1,182	1,252	1,331	1,449
y/y	10.97%	-1.72%	-4.88%	-9.43%	5.92%	6.31%	8.90%
全球市场平衡	-40	42	82	24	-27	8	-6
中国产量	144	188	198	189	203	215	227
y/y	38.46%	30.56%	5.32%	-4.55%	7.41%	5.91%	5.80%
中国消费	247	309	280	279	302	342	404
y/y	26.67%	25.10%	-9.39%	-0.36%	8.24%	13.25%	18.00%
中国供需缺口	-103	-121	-82	-90	-99	-127	-176
LME 现货价格	24,271	37,276	21,115	15000	17000	18000	20000

资料来源：Brookhant、平安证券

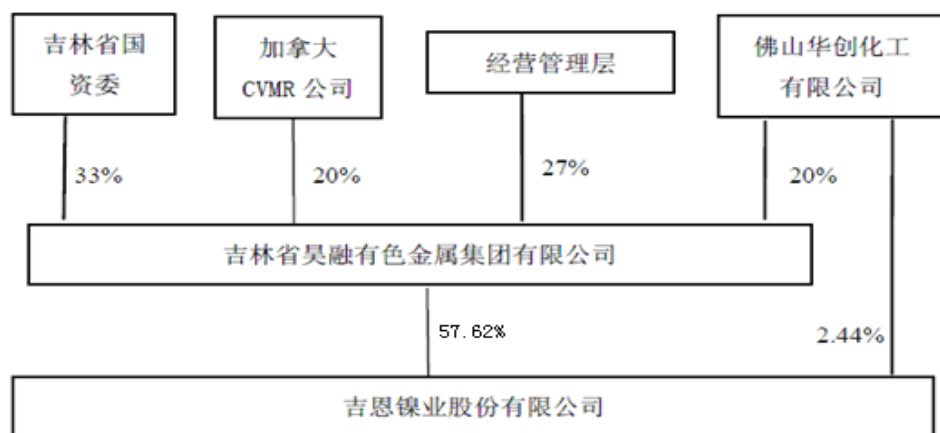
三、合理的股权结构，使公司在资源、技术、管理、销售等方面具有天然优势

吉恩镍业是由吉林镍业集团有限公司（现改制为吉林昊融有色金属集团有限公司）作为主要发起人，于2000年12月18日联合营口青花耐火材料股份有限公司、南海市华创化工有限公司、长沙矿冶研究院、吉林省通化赤柏松铜镍矿等四家发起人共同发起设立。

1、公司的股权结构合理

公司性质为中外合资，股东结构合理，吉林省国资委、加拿大 CVMR 公司、公司管理层、广东佛山华创公司（专业从事有色产品销售）分别持有吉恩镍业控股公司昊融集团 33%、20%、27%和 20%，这几大股东使公司在资源、技术、管理、销售等方面具有天然优势。

图表 9 吉恩镍业股权结构



数据来源：公司公告、平安证券综合研究所

2、加拿大CVMR为公司提供技术、设备和海外资源并购支持

公司的 2000 吨羰基镍就是加拿大 CVMR 公司提供的羰基合成技术和设备，而今年公司对加拿大进行的两宗收购也与外资股东的努力密不可分，有这么一个实力强大的外资股东的存在，为公司未来继续进行海外资源收购和技术升级提供了条件。

3、集团公司还拥有大量的优质矿产资源，存在资产注入预期

昊融集团在 2008 年已将内蒙四子王旗小南山铜镍矿注入到上市公司，目前集团公司还拥铝资源储量 122.3 万吨的亚洲第一大铝矿山林永吉大黑山铝矿、银金属资源储量为 1265 吨的吉林四平昊融银矿、以及内蒙地区镍矿的探矿权。由于公司管理层间接持股上市公司，因此有做大做强上市公司的动力，集团未来可能在合适的时机继续将这些优质资产注入到上市公司。

四、随着新产线投产，公司的高冰镍和电解镍产能翻番、成本下降

公司1.5万吨高冰镍（金属量）新生产线和5000吨电解镍的扩产生产线都已经完成建设期，预计将在2009年10月试车投产。新的1.5万吨高冰镍采用的是最新的奥斯迈特炉的冶炼技术，比8000吨的老生产线采用的电炉节能50%，满产后能使镍精矿到高冰镍的生产成本由3.5万下降至3万，不过在完全没有达产前不能产生规模效益。

在1.5万吨高冰镍产线投产后，公司将暂停8000吨老生产线的生产。当然也不排除未来镍需求回升，镍价大幅反弹时再度重启旧生产线。

五、羰基镍和羰基铁产品是公司未来利润的重要增长点

1、2000吨羰基镍和2000吨羰基铁生产线已经完全达产，规模和技术均为国内领先

公司2000吨羰基镍和2000吨羰基铁的生产线目前已经完全达产，其中2000吨羰基镍是股东加拿大CVMR提供的羰基合成技术和设备，2000吨羰基铁是引进的兰州中科院的热分解技术和俄罗斯的合成技术，目前公司的羰基镍和羰基铁不管是产能还是技术都是国内最领先地位。公司的羰基镍厂房是按照6000吨规模设计，未来若市场需求好，只需购进设备即可在较短时间扩产到6000吨。

2、羰基镍和羰基铁产品需求前景十分广阔且具有高附加值

羰基镍独特的晶形结构和高纯度的颗粒能成为与其它金属混合的理想材料，它树枝状的表面使其能与大颗粒紧密结合，在粉末烧结前形成稳固而均匀的分布，在随后的烧结过程中能和和其它粉末渗透均匀，最后能形成具有平衡冶金结构的精密部件，其性能大大优于普通镍粉。

羰基镍粉广泛应用于镍-镉、镍-氢电池、过滤器、军工（航天反隐技术等）、高密度和高熔点材料的粘结剂、粉末冶金添加剂、精密合金、特种钢、不锈钢焊条、石化用催化剂和新型化合物、电子显象管用吸气剂、高频或超高频磁性材料等。近十几年来，在高科技产业迅速发展的形势下，特别是随着能源、通讯技术和家庭汽车的不断发展，羰基镍产品呈迅速上升的趋势，年增长率为10%左右。

2008年以前中国的羰基镍几乎全部靠进口，公司的羰基镍投产填补了国内该项产品的空白。目前羰基镍的售价在18万左右，高出电解镍价格5~6万，是具有高附加值的产品。

羰基铁粉是通过CO与铁在高温高压下反应，生成5羰基铁油状物，经低压分离后得到产品在军工、汽车、摩托车、通讯器材、磁性器件等方面有广泛的应用，还原后的羰基铁，还大量应用于粉末注射硬质合金的粘结相和粉末冶金压制件的品质改善。羰基铁的主要原料是海绵铁，成本较低，但羰基铁对工艺的要求非常高，5羰基铁分解时温度变化3度，气体流量增加5%就能明显改变羰基铁粉粒度及碳含量，目前羰基铁粉的售价在6万左右。

3、羰基镍和羰基铁产品将成为公司未来利润的重要增长点

由于羰基镍和羰基铁的市场前景好，且对技术、设备要求都很高，能保证较高的毛利率，我们认为羰基镍和羰基铁产品是公司未来利润的重要增长点，我们估算09~11年羰基镍和羰基铁产品将分别为公司创造9720万、2.5亿和4.44亿的收入，分别占到公司总收入的9.4%、12.9%和16.1%。

图表 10 公司的主要产品产量预测（实物量） 单位：吨

产量	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	目前 产能	镍含 量	备注
高冰镍	36296	31481	48148	62963	74074	30000	27%	1.5 万吨金属量的新生产线今年 10 月试车投产
硫酸镍	30000	24000	30000	35000	35000	35000	22%	
氯化镍	3000	3000	4000	4000	4000	4000	24.5%	
氢氧化镍	800	800	1000	1000	1000	1000	63.4%	
电解镍	1500	1250	3000	5000	5000	1800	100%	5000 吨扩产生产线今年 10 月试车投产
羰基镍	17	300	800	1500	2000	2000	100%	未来若市场需求好，可以扩产到 6000 吨
羰基铁	0	800	1500	2000	2000	2000	0	

数据来源：公司调研、平安证券综合研究所

图表 11 镍产品折金属量产量 单位：吨

主要产品产量(金属量)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
高冰镍产量	9800	8500	13000	17000	20000
硫酸镍产量	6600	5280	6600	7700	7700
氯化镍产量	735	735	980	980	980
氢氧化镍产量	507.2	507.2	634	634	634
电解镍产量	1500	1250	3000	5000	5000
羰基镍产量	17	300	800	1500	2000
其他镍盐产量	441	428	986	1,186	3,686

数据来源：公司调研、平安证券综合研究所

六、公司今年以来密集的资源收购保证了未来的原料自给率

在去年年底和今年年初大宗金属的行业低谷期，公司以超高效率进行了大手笔的收购：

A、投资3000万加元认购加拿大Liberty公司8573万的普通股和1.87亿的优先股，持股比例51%，若未来优先股转股，持股比例将上升到76.8%。该公司旗下三个矿镍储量总计4.67万吨；

B、以516万澳元购买澳大利亚Metallica公司19.95%的股份，成为其第一大股东，该公司拥有两个总储量达到29万吨的镍矿，还有大量的煤炭资源和铝土矿资源；

C、三年总共投资4500美元与加拿大公司GoldBrook合作探矿，公司可获得GoldBrook 所拥有矿区的50%权益，目前已探得的镍储量为10万吨；

在进行完此三项海外资源并购方案后，公司的镍资源储量由22.6万吨大增58%至35.7万吨，以2009年4815吨的产量计可供开采74年，从而保证了未来几年公司在冶炼产能翻番的情况下资源自给率仍能维持在50%以上。

公司原有的老矿山富家矿和大岭矿因为实施保护性开采，未来增长有限，今后几年公司的镍矿产出增长主要是依靠通化吉恩、瑞木和国外5个矿山的陆续投产，其中瑞木矿虽然只有13%的股权，但公司享有项目25%的产品购买权。

目前Liberty和Metallica旗下5个矿山仍处于停产，预计镍价持续稳定在15000美元/吨以上可以复产，以谨慎的原则我们在做业绩预测时并不考虑今年的产出。Goldbrook合作探矿虽然在近今年都不会有产出，但发掘出新的资源储备的可能性很大，从而为公司更长远的发展打好伏笔。

公司将采取外购低冰镍的形式来弥补不能资源自给的部分，价格约为电解镍价的70%。

图表 12 公司的矿山储量和产量预测

单位：吨

矿山	权益	储量	品味	产量				
				2008	2009E	2010E	2011E	2012E
富家矿	100%	41000	1.20%~1.50%	2300	2400	2400	2400	2500
大岭矿	100%	16000	0.60%~0.80%	1200	1200	1300	1300	1500
和龙长仁	100%	47400	0.44%			445	712	890
通化吉恩（赤柏松）	85%	58700	0.40%~0.50%	930	850	1600	2000	2000
瑞木(红土矿)	13%	500000	0.50%			2000	3500	4500
四子王旗小南山铜镍矿	98.5%	7141		486	500	550	600	600
Liberty 公司 Hart 矿		24740	1.48%					
Liberty 公司 Redstone 矿	51%	14797	2.61%			2000	3000	3500
Liberty 公司 Macwatter 矿		7207	0.99%					
Metallica 公司 Nonico(红土矿)	19.95%	281910	0.65%				2000	2500
Metallica 公司 Lucky break (红土矿)	11.97%	8195	0.85%				240	300
与 Goldbrook 合作探矿	50%	100000	0.65%					
总权益量		357390		4769	4815	7327	9116	10086
镍精矿需求量				9800	8500	13000	17000	17000
资源自给率				48.7%	56.6%	56.4%	53.6%	59.3%
外购低冰镍				5031	3685	5673	7884	9914

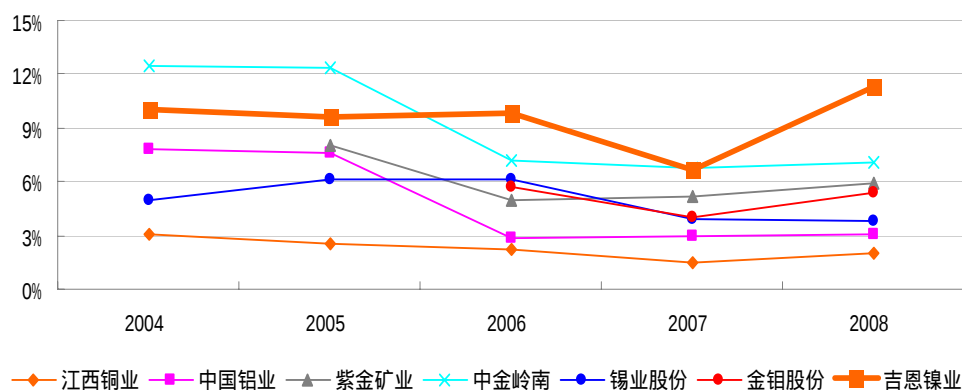
数据来源：公司调研、平安证券综合研究所

七、公司管理费用偏高，未来有下降空间

公司的管理费用率在有色资源类企业中偏高，08年高达11.3%，这也是公司ROE偏低的一个重要原因。

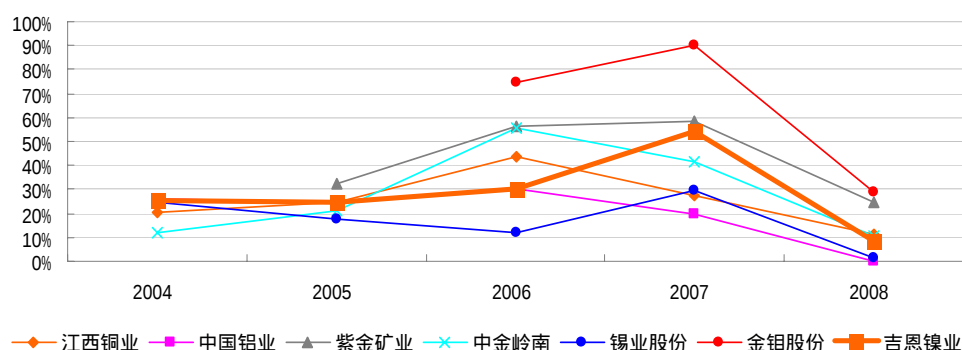
公司管理费用偏高主要是近几年在技术研发和探矿找矿上投入了大量资金，2008~2009年这两年是公司资源扩张和新项目投产的高峰期，因此管理费用将在这两年维持较高水平，随着羰基镍、羰基铁等高技术项目建成投产，公司的管理费用率有望逐步恢复到正常水平。

图表 13 吉恩镍业的管理费用偏高



数据来源：Wind

图表 14 主要资源类有色企业的



数据来源: Wind

八、公司未来几年可实现高速增长，首次给予公司“推荐”评级

公司一季度亏损主要是处理高价存货，目前高价存货已基本消耗完毕，预计半年报可实现盈利。

对镍价的走势分析我们在之前已经阐述，我们认为镍价将继续缓慢回升，保守估计09~12年的LME镍均价分别将达到15000美元/吨、17000美元/吨、18000美元/吨、20000美元/吨，国内镍价分别为121950元/吨、136000元/吨、144000元/吨、160000元/吨。

我们计算出公司09~12年的EPS分别为0.2元、0.51元、0.84元、1.18元，09~12年的复合增长率高达81%，动态PE分别为135.7X、52.6X、32.0X和22.9X。由于对未来通胀的担忧，目前国内有色板块整体处于高估值状态，09~11年的平均PE分别为107X、61X、48X，考虑到吉恩镍业未来几年的高速增长，我们认为应该给予适当溢价。

公司的业绩受镍价和镍精矿产量影响很大，以2011年业绩为例，镍价每变动10%，EPS变动幅度将达到17%；镍精矿产量每变动10%，EPS变动幅度将达到7%。因此尽管目前估值不低，但若镍价上涨超出我们相对保守的估计，公司业绩将会有大幅上调空间。

由于镍价的仍然长期看好和公司近几年产能的不断释放，公司至少在5年内都将实现快速增长，另外再考虑到公司存在资产注入预期、股权结构优良、和公司利益紧密结合的管理层、以及公司继续在海外进行资源收购的预期，我们认为公司仍然存在投资价值，首次给予公司“推荐”评级。

图表 15 公司主要产品价格预测

价格	单位	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
硫酸镍	元/吨	38353	26829	29920	31680	35200
氯化镍	元/吨	42711	29878	33320	35280	39200
氢氧化镍	元/吨	52300	36585	40800	43200	48000
LME 电解镍价格	美元/吨	21115	15000	17000	18000	20000
国内电解镍价格	元/吨	174332	121950	136000	144000	160000
羰基镍	元/吨	184332	176950	186000	194000	200000
羰基铁	元/吨		60000	70000	80000	90000

数据来源: 平安证券综合研究所

图表 16 国内有色企业业绩预测和估值

		公司名称	最新价	EPS				P/E				PB
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	
铜	资源类	铜陵有色	23.20	0.49	0.58	0.68	0.88	47.1	40.0	34.1	26.4	5.2
		云南铜业	26.20	-2.22	0.30	0.53	0.73	-11.8	88.6	49.0	35.7	9.2
		江西铜业	44.12	0.76	0.57	0.96	1.12	58.4	77.4	46.0	39.4	6.4
		平均						68.7	43.0	33.8	6.9	
	加工类	海亮股份	14.82	0.44	0.51	0.66	0.86	33.8	29.1	22.4	17.2	4.3
		精诚铜业	16.02	-0.26	0.22	0.31	0.38	-61.2	71.3	52.2	42.5	4.7
		鑫科材料	8.04	0.02	0.11	0.16	0.21	357.3	74.6	50.5	39.1	3.4
		*ST 张铜	7.26	-1.29	无预测	无预测	无预测	-5.6	无预测	无预测	无预测	-42.7
		平均						58.3	41.7	32.9	4.1	
铝	资源类（自有铝土矿）	中国铝业	16.04	0.00	0.11	0.26	0.29	23,508.1	145.8	61.0	55.3	3.9
		云铝股份	12.77	0.07	0.03	0.18	0.53	192.8	425.7	70.9	24.1	4.7
		平均						11,850	285.7	66.0	39.7	4.3
	电解铝生产	焦作万方	19.50	0.69	0.15	0.23	0.29	28.1	128.8	84.9	66.5	5.1
		关铝股份	10.13	-0.76	0.03	0.11	0.22	-13.3	338.8	89.8	46.4	7.0
		常铝股份	14.15	0.03	0.17	0.32	无预测	413.2	82.9	43.9	无预测	4.0
		中孚实业	15.64	0.30	0.43	0.51	无预测	52.8	36.8	30.4	无预测	4.4
		平均						146.8	62.3	56.5	5.1	
	电解铝加工类	新疆众和	15.73	0.28	0.53	0.68	0.31	55.3	29.9	23.2	50.3	3.2
		南山铝业	13.62	0.48	0.45	0.64	0.77	28.6	30.4	21.2	17.7	2.1
		东阳光铝	9.69	0.14	0.20	0.35	无预测	67.4	49.3	27.4	无预测	4.2
		平均						50.4	36.5	23.9	34.0	3.2
铅锌	资源类	中金岭南	26.97	0.39	0.22	0.42	0.52	69.0	122.6	64.2	51.9	7.7
		宏达股份	18.82	-0.57	0.00	0.09	0.28	-33.0		209.1	67.2	8.8
		驰宏锌锗	24.92	0.20	0.16	0.30	0.37	127.3	155.8	83.1	67.4	8.3
		西部矿业	17.89	0.24	0.10	0.25	0.48	74.8	178.9	71.6	37.3	4.2
		中色股份	18.20	0.17	0.16	0.35	0.60	105.9	113.5	52.6	30.3	6.7
		平均						142.7	96.1	50.8	7.2	
	加工类	豫光金铅	17.81	0.27	0.51	0.45	0.43	66.4	35.2	39.8	41.6	4.3
		株冶集团	15.66	0.04	0.04	0.18	0.17	429.5	362.4	86.4	94.2	4.2
		*ST 锌业	6.39	-0.88	-0.18	-0.20	0.03	-7.2	-34.7	-32.7	203.8	4.1
		罗平锌电	15.68	-0.29	0.08	0.16	0.27	-54.8	204.5	100.3	57.4	6.1
平均							141.8	48.4	99.2	4.7		
黄金	资源类	山东黄金	61.48	0.89	1.36	1.51	1.56	68.7	45.2	40.7	39.4	19.3
		中金黄金	64.58	0.61	0.70	1.05	1.25	106.6	92.3	61.5	51.7	13.0
		紫金矿业	11.23	0.21	0.24	0.320	0.420	53.3	46.8	35.1	26.7	10.1
		恒邦股份	57.42	0.98	0.70	1.13	1.22	58.6	81.6	50.7	46.9	10.0
		辰州矿业	22.50	0.13	0.20	0.58	1.02	175.5	112.5	38.8	22.1	6.9
		平均						92.5	75.7	45.4	37.4	11.9
锡	资源类	锡业股份	28.51	0.04	0.69	0.85	0.65	724.5	41.3	33.4	43.8	7.6

镍	资源类	吉恩镍业	26.62	0.31	0.12	0.51	0.84	87.0	135.7	52.6	31.94	7.6
		贵研铂业	28.33	-0.76	0.16	0.27	无预测	-37.1	177.1	104.9	无预测	6.2
		平均							157.6	82.7	33.6	6.9
稀土	资源类	包钢稀土	22.08	0.21	0.36	0.58	0.29	105.4	61.5	38.1	75.5	10.9
		ST 有色	18.87	0.05	无预测	无预测	无预测	365.7	无预测	无预测	无预测	21.0
		平均							61.5	38.1	75.5	15.9
钨钼	加工类	厦门钨业	19.89	0.30	0.42	0.55	0.76	67.0	47.5	36.0	26.2	6.9
		*ST 中钨	11.45	0.02	无预测	0.04	无预测	622.3	无预测	285.4	无预测	7.7
		平均						344.6	47.5	160.7	26.2	7.3
	资源类	金钼股份	17.66	0.87	0.21	0.53	0.79	20.29	82.52	33.22	22.48	4.2
钛	加工类	宝钛股份	27.09	0.70	0.42	0.64	无预测	38.8	64.5	42.3	无预测	3.0
		西部材料	40.50	0.25	0.26	0.44	0.61	161.9	155.4	92.1	66.4	13.4
		平均						100.3	110.0	67.2	66.4	8.2
镁	资源类	云海金属	15.90	0.22	0.36	0.62	0.70	73.4	44.1	25.8	22.8	3.5
锂	资源类	西藏矿业	25.46	0.18	0.06	0.14	0.16	86.8	77.0	46.5	44.6	11.5
钽	加工类	东方钽业	12.84	0.19	0.18	0.32	无预测	66.5	69.9	39.8	无预测	3.7

数据来源：Wind、平安证券综合研究所

附：财务报表

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1582.03	2669.20	1822.44	1139.26	1990.66	2838.07	3663.90
减：营业成本	968.65	1491.25	1108.28	765.19	1259.16	1760.81	2208.45
营业税金及附加	11.50	21.80	14.48	9.05	15.82	22.55	29.12
营业费用	18.60	20.09	25.62	13.67	19.91	21.29	27.48
管理费用	156.22	176.29	205.82	136.71	199.07	227.05	293.11
财务费用	45.42	49.16	67.70	30.94	23.12	25.89	17.36
资产减值损失	7.81	-8.47	135.46	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	5.51	12.28	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	373.84	924.59	277.36	183.69	473.58	780.48	1088.37
加：其他非经营损益	-5.06	65.20	-1.70	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	368.78	989.79	275.66	183.69	473.58	780.48	1088.37
减：所得税	40.76	104.77	51.63	27.55	71.04	117.07	163.26
净利润	328.02	885.01	224.03	156.14	402.55	663.41	925.12
减：少数股东损益	25.67	25.39	-9.41	4.48	11.55	19.03	26.54
归属母公司股东净利润	302.35	859.63	233.43	151.66	391.00	644.38	898.58
EPS	0.40	1.13	0.31	0.20	0.51	0.84	1.18
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	484.92	1073.70	1316.66	1188.27	19.91	942.15	178.10
应收和预付款项	527.17	1064.74	811.24	-53.28	1341.08	478.77	1840.20
存货	327.23	359.55	409.11	-2.32	671.70	264.36	909.68
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.00	526.10	694.47	694.47	694.47	694.47	694.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1033.24	1192.41	1578.49	3175.34	3592.19	3929.04	4185.89
无形资产和开发支出	102.42	83.99	77.73	66.58	55.43	44.28	33.13
其他非流动资产	0.00	0.00	2.53	2.53	2.53	2.53	2.53
资产总计	2484.99	4300.49	4890.23	5071.60	6377.31	6355.60	7843.99
短期借款	873.00	845.90	1098.00	0.00	254.25	0.00	0.00
应付和预收款项	463.07	603.88	467.93	108.69	802.81	446.46	1113.63
长期借款	0.00	180.00	520.24	520.24	520.24	520.24	520.24
其他负债	34.70	34.70	34.70	34.70	34.70	34.70	34.70
负债合计	1370.77	1664.48	2120.87	663.64	1612.01	1001.40	1668.57
股本	228.00	254.45	508.89	568.89	568.89	568.89	568.89
资本公积	252.14	909.52	721.57	2161.57	2161.57	2161.57	2161.57
留存收益	574.84	1377.69	1453.76	1587.88	1933.67	2503.54	3298.22
归属母公司股东权益	1054.97	2541.66	2684.22	4318.35	4664.14	5234.01	6028.69
少数股东权益	59.24	94.35	85.14	89.61	101.16	120.19	146.73

股东权益合计	1114.21	2636.02	2769.36	4407.96	4765.30	5354.20	6175.42
负债和股东权益合计	2484.99	4300.49	4890.23	5071.60	6377.31	6355.60	7843.99
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	4.32	388.11	490.33	1318.09	-554.29	2076.90	157.21
投资性现金净流量	-180.05	-722.31	-693.77	-1800.00	-800.00	-800.00	-800.00
筹资性现金净流量	111.70	795.01	447.67	353.53	185.92	-354.66	-121.26
现金流量净额	-64.37	458.89	243.77	-128.38	-1168.37	922.24	-764.05
重要财务指标一览	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
收益率							
毛利率	38.77%	44.13%	39.19%	32.83%	36.75%	37.96%	39.72%
三费/销售收入	13.92%	9.20%	16.41%	15.92%	12.16%	9.66%	9.22%
EBIT/销售收入	25.91%	37.08%	18.33%	18.84%	24.95%	28.41%	30.18%
EBITDA/销售收入	25.91%	40.15%	21.97%	37.65%	44.76%	45.13%	45.31%
销售净利率	20.73%	33.16%	12.29%	13.71%	20.22%	23.38%	25.25%
资产获利率							
ROE	28.66%	33.82%	8.70%	3.51%	8.38%	12.31%	14.91%
ROA	16.49%	23.02%	6.83%	4.23%	7.79%	12.69%	14.10%
ROIC	30.37%	61.17%	11.18%	7.11%	11.26%	12.38%	18.96%
增长率							
销售收入增长率	52.36%	68.72%	-31.72%	-37.49%	74.73%	42.57%	29.10%
EBIT 增长率	80.52%	141.49%	-66.25%	-35.74%	131.42%	62.34%	37.12%
EBITDA 增长率	33.76%	161.47%	-62.63%	7.11%	107.73%	43.73%	29.62%
净利润增长率	93.72%	169.80%	-74.69%	-30.30%	157.81%	64.80%	39.45%
总资产增长率	44.09%	73.06%	13.71%	3.71%	25.75%	-0.34%	23.42%
股东权益增长率	45.68%	140.92%	5.61%	60.88%	8.01%	12.22%	15.18%
经营营运资本增长率	222.65%	108.06%	-9.03%	-119.84%	904.36%	-73.57%	414.64%
资本结构							
资产负债率	55.16%	38.70%	43.37%	13.09%	25.28%	15.76%	21.27%
投资资本/总资产	61.09%	56.62%	52.48%	73.92%	86.83%	78.01%	83.52%
带息债务/总负债	63.69%	50.82%	51.77%	78.39%	48.05%	51.95%	31.18%
流动比率	1.00	1.72	1.62	10.42	1.92	3.77	2.63
速动比率	0.76	1.48	1.36	10.44	1.29	3.18	1.81
股利支付率	6.28%	6.60%	21.80%	11.56%	11.56%	11.56%	11.56%
收益留存率	93.72%	93.40%	78.20%	88.44%	88.44%	88.44%	88.44%
资产管理效率							
总资产周转率	0.64	0.62	0.37	0.22	0.31	0.45	0.47
固定资产周转率	2.36	7.82	5.23	0.83	0.71	0.91	1.08
应收账款周转率	5.95	5.71	14.38	5.79	5.40	6.49	6.08
存货周转率	2.96	4.15	2.71	-329.61	1.87	6.66	2.43
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
EBIT	409.87	989.79	334.01	214.63	496.71	806.38	1105.74

EBITDA	409.87	1071.71	400.48	428.93	891.01	1280.68	1660.04
NOPLAT	358.95	841.33	275.07	182.44	422.20	685.42	939.88
净利润	302.35	859.63	233.43	151.66	391.00	644.38	898.58
EPS	0.396	1.126	0.306	0.199	0.512	0.844	1.177
BPS	1.382	3.330	3.516	5.657	6.110	6.857	7.898
PE	68.07	23.94	88.16	135.70	52.63	31.94	22.90
PEG	-3.31	-1.04	2.19	1.68	N/A	N/A	N/A
PB	19.51	8.10	7.67	4.77	4.41	3.93	3.41
PS	13.01	7.71	11.29	18.06	10.34	7.25	5.62
PCF	4761.87	53.03	41.97	15.61	-37.13	9.91	130.90
EV/EBIT	16.13	6.82	40.72	68.81	32.64	18.68	14.34
EV/EBITDA	16.13	6.30	33.96	34.43	18.19	11.76	9.55
EV/NOPLAT	18.41	8.03	49.45	80.95	38.40	21.97	16.87
EV/IC	4.35	2.77	5.30	3.94	2.93	3.04	2.42
ROIC-WACC	21.75%	52.55%	2.56%	-5.36%	-1.18%	-0.45%	5.86%
股息率	0.001	0.003	0.002	0.001	0.002	0.004	0.005

数据来源：平安证券综合研究所

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257