

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

吉恩镍业 (600432)

推荐 (维持)

资源扩张是主要看点，维持“推荐”评级

2009年8月24日

联络人

肖征

86-755-22624973

xiaozheng@pasc.com.cn

研究员

蔡大贵

事项

吉恩镍业（600432）公布2009年半年报，上半年实现主营收入4.35亿元，归属于母公司所有者的净利润1,931万元，同比分别下降69.4%和94.4%，每股收益0.03元，每股净资产3.51元。

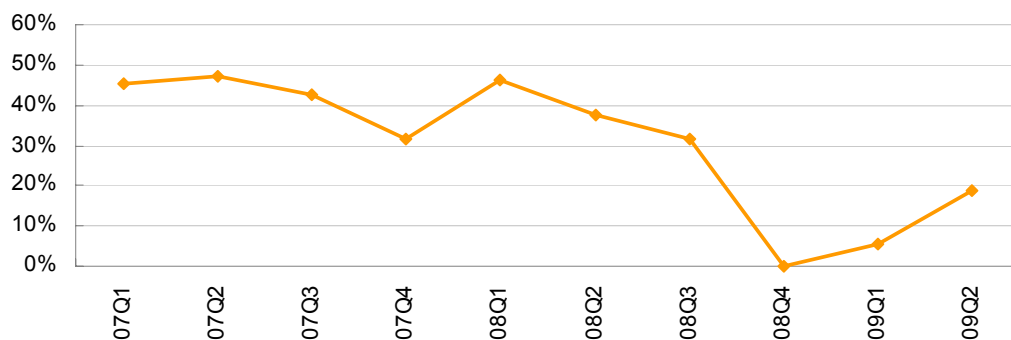
主要观点

1、业绩随镍价上涨回升

国内电解镍一、二季度均价分别为87,925元/吨和108,115元/吨，分别比去年同期下降65%和49%，镍价同比大幅下降是公司业绩大幅下降的主要原因。

不过随着镍价上涨和去年的高价原料库存在上半年基本消耗完毕，公司业绩和综合毛利率均见底回升，09年1、2季度的EPS分别为-0.03元和0.07元，基本符合我们的预期。

图表1 2季度综合毛利率回升



资料来源：公司公告

2、对外的资源收购是公司最大看点

公司在今年累计进行了五宗对外的资源收购，分别是对加拿大Liberty公司、加拿大Victory公司、加拿大皇家矿业、澳大利亚Metallica公司的收购，以及与加拿大Goldbrook公司的合作探矿。

经过这五宗资源收购后，公司的镍权益储量由30.5万吨增加至68.6万吨，增长比例达到125%，从而使公司未来几年自产镍精矿大幅增长成为可能。

另外，我们注意到五宗资源收购有4宗是在加拿大，我们相信这与公司的加拿大大股东CVMR公司的努力密不可分，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。

图表2 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	2300	2300	2300	2300
大岭矿	100%	16000	0.60%~0.80%	1200	1200	1200	1200	1200
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
四子王旗小南山铜镍矿	98.5%	7141		486	500	550	600	600
巴布亚新几内亚瑞木(红土矿)	11.05%	1300000	1.00%			0	3500	4500
Liberty 公司 Hart 矿		24740	1.48%					
Liberty 公司 Redstone 矿	51%	14797	2.61%		500	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
Victory 公司 Minago 矿山	18.98%	359200	0.52%		500	2000	3000	4000
Victory 公司 Mel 矿山		46000	0.85%					
Victory 公司 LacRocher 矿山		8960	1.12%					
加拿大皇家矿业	75%	228176	0.97%			1000	2000	3000
与 Goldbrook 合作探矿	50%	100000	0.65%					
总权益量		685780		4769	5065	8217	10917	12507
镍精矿需求量				9800	8500	13000	17000	17000
资源自给率				48.7%	59.6%	63.2%	64.2%	73.6%

数据来源：公司调研、平安证券综合研究所

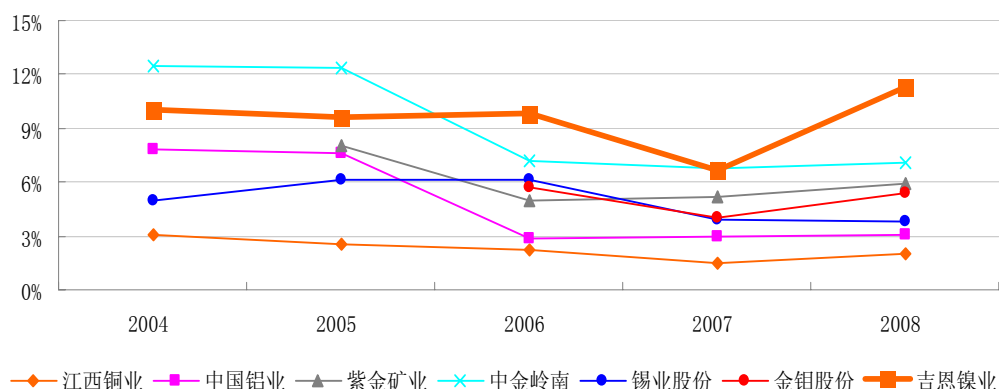
注：橙色部分为公司在国内控制的矿山，黄色为公司国外控制矿山

3、管理费用仍然偏高，关注未来下降速度

公司的管理费用率在有色资源类企业中偏高，08年达到11.3%，09二季度仍然高达14.7%，高企的管理费用影响了公司的ROE。

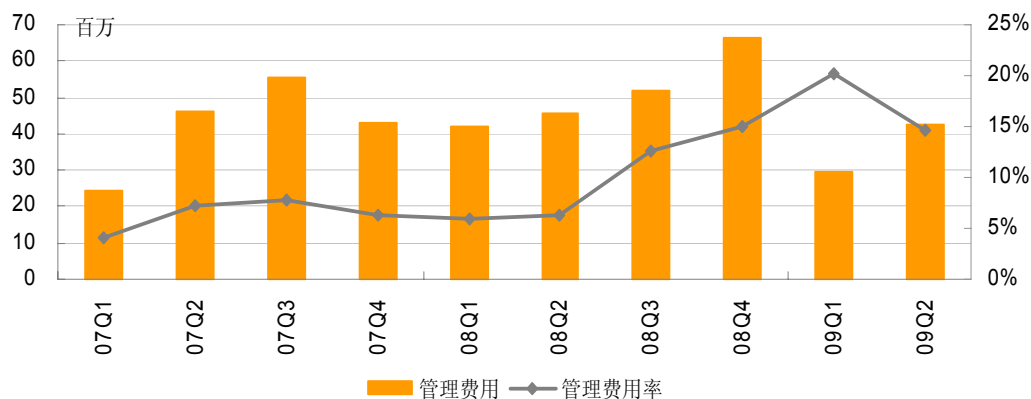
公司管理费用偏高主要是近几年在技术研发和探矿找矿上投入了大量资金，2008~2009年这两年是公司资源扩张和新项目投产的高峰期，因此管理费用将在这两年维持较高水平，随着公司的羰基镍、羰基铁等高技术项目建成投产和新项目投产度过高峰期，公司的管理费用率有望逐步恢复到正常水平。

图表3 吉恩镍业的管理费用偏高



数据来源: Wind

图表4 2 季度管理费用率略有下降



数据来源: Wind

4、维持公司“推荐”评级

由于目前国内外镍价已经分别上涨至19,327美元/吨和141,750元/吨，且我们对镍价相对看好（具体内容见我们7月22日的深度报告：《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》）我们将镍价预测向上修正

国内外铅锌价格预测

	单位	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3E	09Q4E	2009E	2010E	10/09(Y/Y)	2011E
伦敦镍	美元/吨	37,276	21,115	10,550	13,067	18,000	19,000	15,154	20,000	32.0%	22,000
中国镍	元/吨	324,615	174,332	87,925	108,115	137,899	145,560	119,875	160,000	33.5%	176,000

资料来源: 平安证券

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	1123.19	2275.78	3336.53	3912.09
减：营业成本	968.65	1491.25	1108.28	731.19	1213.18	1658.12	1934.13
营业税金及附加	11.50	21.80	14.48	8.93	18.09	26.51	31.09
营业费用	18.60	20.09	25.62	15.72	22.76	25.02	29.34
管理费用	156.22	176.29	205.82	146.01	227.58	266.92	312.97
财务费用	45.42	49.16	67.70	38.57	76.04	118.34	137.30
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	182.76	718.13	1241.61	1467.27
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	182.76	718.13	1241.61	1467.27
减：所得税	40.76	104.77	51.63	27.41	107.72	186.24	220.09
净利润	328.02	885.01	224.03	155.34	610.41	1055.37	1247.18
减：少数股东损益	25.67	25.39	-9.41	4.46	17.51	30.27	35.77
归属母公司股东净利润	302.35	859.63	233.43	150.89	592.90	1025.09	1211.40
EPS	0.40	1.13	0.31	0.20	0.78	1.34	1.59
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	484.92	1073.70	1316.66	509.94	22.76	33.37	39.12
应收和预付款项	527.17	1064.74	811.24	-74.88	1440.73	505.09	1771.68
存货	327.23	359.55	409.11	-20.40	665.34	216.14	812.07
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	3875.34	5422.19	6769.04	7915.89
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	5053.59	8303.45	8264.91	11268.89
短期借款	873.00	845.90	1098.00	0.00	1961.19	1391.26	2682.08
应付和预收款项	463.07	603.88	467.93	91.39	838.20	432.76	1038.82
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	646.34	3354.33	2378.96	4275.84
股本	228.00	254.45	508.89	538.89	538.89	538.89	538.89
资本公积	252.14	909.52	721.57	2191.57	2191.57	2191.57	2191.57
留存收益	574.84	1377.69	1453.76	1587.20	2111.55	3018.11	4089.44
归属母公司股东权益	1054.97	2541.66	2684.22	4317.67	4842.01	5748.58	6819.91
少数股东权益	59.24	94.35	85.14	89.59	107.10	137.37	173.15

股东权益合计	1114.21	2636.02	2769.36	4407.26	4949.11	5885.95	6993.06
负债和股东权益合计	2484.99	4300.49	4890.23	5053.59	8303.45	8264.91	11268.89
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	1347.30	-303.78	2817.42	992.30
投资性现金净流量	-180.05	-722.31	-693.77	-2500.00	-2000.00	-2000.00	-2000.00
筹资性现金净流量	111.70	795.01	447.67	345.98	1816.59	-806.81	1013.45
现金流量净额	-64.37	458.89	243.77	-806.71	-487.19	10.61	5.76
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%	34.90%	46.69%	50.30%	50.56%
三费/销售收入	13.92%	9.20%	16.41%	17.83%	14.34%	12.30%	12.26%
EBIT/销售收入	25.91%	37.08%	18.33%	19.71%	34.90%	40.76%	41.02%
EBITDA/销售收入	25.91%	40.15%	21.97%	38.79%	55.30%	60.67%	63.11%
销售净利率	20.73%	33.16%	12.29%	13.83%	26.82%	31.63%	31.88%
资产获利率							
ROE	28.66%	33.82%	8.70%	3.49%	12.24%	17.83%	17.76%
ROA	16.49%	23.02%	6.83%	4.38%	9.56%	16.45%	14.24%
ROIC	30.37%	61.17%	11.18%	7.33%	15.25%	15.56%	17.50%
增长率							
销售收入增长率	52.36%	68.72%	-31.72%	-38.37%	102.62%	46.61%	17.25%
EBIT 增长率	80.52%	141.49%	-66.25%	-33.74%	258.83%	71.24%	17.99%
EBITDA 增长率	33.76%	161.47%	-62.63%	8.78%	188.89%	60.85%	21.96%
净利润增长率	93.72%	169.80%	-74.69%	-30.66%	292.94%	72.89%	18.17%
总资产增长率	44.09%	73.06%	13.71%	3.34%	64.31%	-0.46%	36.35%
股东权益增长率	45.68%	140.92%	5.61%	60.85%	12.14%	18.72%	18.64%
经营营运资本增长率	222.65%	108.06%	-9.03%	-122.76%	835.67%	-75.06%	392.20%
资本结构							
资产负债率	55.16%	38.70%	43.37%	12.79%	40.40%	28.78%	37.94%
投资资本/总资产	61.09%	56.62%	52.48%	87.59%	89.46%	94.31%	90.45%
带息债务/总负债	63.69%	50.82%	51.77%	80.49%	73.98%	80.35%	74.89%
流动比率	1.00	1.72	1.62	4.54	0.76	0.41	0.70
速动比率	0.76	1.48	1.36	4.76	0.52	0.30	0.49
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	0.27	0.40	0.35
固定资产周转率	2.36	7.82	5.23	0.82	0.67	0.70	0.66
应收账款周转率	5.95	5.71	14.38	5.85	5.01	6.76	6.34
存货周转率	2.96	4.15	2.71	-35.85	1.82	7.67	2.38
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
EBIT	409.87	989.79	334.01	221.33	794.18	1359.95	1604.56

EBITDA	409.87	1071.71	400.48	435.63	1258.48	2024.25	2468.87
NOPLAT	358.95	841.33	275.07	188.13	675.05	1155.96	1363.88
净利润	302.35	859.63	233.43	150.89	592.90	1025.09	1211.40
EPS	0.396	1.126	0.306	0.198	0.777	1.343	1.587
BPS	1.382	3.330	3.516	5.656	6.343	7.531	8.934
PE	68.07	23.94	88.16	136.39	34.71	20.08	16.99
PEG	-3.29	-2.06	1.38	1.36	N/A	N/A	N/A
PB	19.51	8.10	7.67	4.77	4.25	3.58	3.02
PS	13.01	7.71	11.29	18.32	9.04	6.17	5.26
PCF	4761.87	53.03	41.97	15.27	-67.75	7.30	20.74
EV/EBIT	16.13	6.82	40.72	66.13	21.55	12.19	11.16
EV/EBITDA	16.13	6.30	33.96	33.60	13.60	8.19	7.25
EV/NOPLAT	18.41	8.03	49.45	77.80	25.35	14.34	13.13
EV/IC	4.35	2.77	5.30	3.31	2.30	2.13	1.76
ROIC-WACC	21.75%	52.55%	2.56%	-5.36%	4.95%	4.28%	6.98%
股息率	0.001	0.003	0.002	0.001	0.003	0.006	0.007

数据来源：平安证券综合研究所

近期相关报告

《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7月22日

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