

方正证券研究所

有色行业高级分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220511020003

TEL: 010-68584850

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

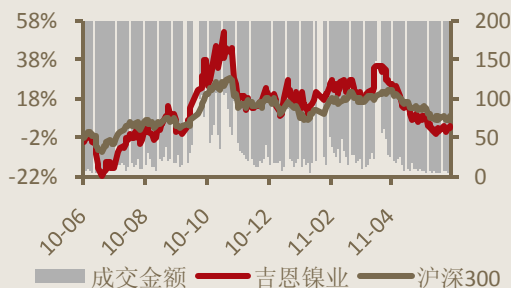
联系人：

明炉发

TEL: (010) 68584837

Email: minglufa@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2249.57	2924.44	4094.22	5117.77
(+/-)	99.74%	30.00%	40.00%	25.00%
净利润	107.20	216.56	396.31	589.98
(+/-)	-6.12%	102.03%	83.00%	48.87%
EPS (元)	0.13	0.27	0.49	0.73
P/E	162.78	80.60	44.05	29.59

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

吉恩镍业(600432)

公司投资价值分析报告
2011.06.15 增持

有色金属冶炼 II 行业

投资要点

※ 高品位镍矿资源紧缺

目前镍金属的生产已从单一的硫化镍矿转化为硫化矿与红土镍矿共同开发，改变了镍产品的供给格局。而且红土镍矿生产的镍铁已得到不锈钢企业的广泛使用，其生产技术也日趋成熟。随着需求的增长，以及 2011 年中国镍生铁产能将提升至 50 万吨，高品位红土镍矿供应将趋于紧张，面临采购原材料困难的窘境，预计竞买氧化镍矿的局面将在 2012 年以后出现。虽然中国拥有世界第三大硫化镍矿，但每年进口的镍矿砂及精矿高达 2500 万吨，其中印尼是我国最主要的红土镍矿进口国，尤其是含量在 1.8% 以上的高品位红土镍矿。这加重了市场对红土镍矿供应紧张的担忧。

※ 公司具有资源优势

公司除了在国内拥有相当数量的镍资源，还通过海外投资在加拿大和澳大利亚等国拥有丰富的资源储量，合计权益储量超过 52 万吨。

图表 1 公司资源丰富

	矿山名称	金属储量 (万吨)	品位(%)	控制 比例	权益储量 (万吨)
国内	富家矿	4.05	1.2-1.5	100.00%	4.05
	大岭矿	1.60	0.6-0.8	100.00%	1.60
	和龙长仁	4.74	0.44	80.00%	3.79
	通化吉恩	5.87	0.4-0.5	85.00%	4.99
巴布亚新几内亚	四子王旗(小南山)	0.71		98.50%	0.70
	瑞木(红土镍)	62.00	0.50	11.05%	6.85
	Liberty Hart	2.47	1.476	71.00%	1.76
	Redstone	1.48	2.61	71.00%	1.05
Metallica	McWatters	0.72	0.99	71.00%	0.51
	Nonico(红土镍矿)	28.19	0.65-0.89	19.94%	5.62
	Luck break(红土镍矿)	0.82	0.80	19.94%	0.16
	Canadian Royalties	22.80	0.97	75.00%	17.10
Victory Nickel	Minago	28.18		12.98%	3.66
	LacRocher	0.90		12.98%	0.12
	Mel	0.84		12.98%	0.11
	合计	165.37			52.07

数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 公司资源量与市值对比

公司	资源	权益储量（万吨）	自给精矿金属量	当前金属价格	资源市值（亿元）	公司市值（亿元）	资源价值/公司市值	自给精矿金属价值/市值
吉恩镍业	镍	约 52.07	1.08	17.38 万元/吨	904.98	182.66	4.95	0.103

资料来源：公司公告 Wind 方正证券研究所（2011 年 06 月 07 日行情数据）

通过资源价值/市值与自给精矿金属量价值/市值的大小，我们认为公司具有很高的投资安全边际及较高的镍价弹性。

※ 印尼或限制资源出口 公司竞争优势渐显

镍资源大国印尼自 2014 年 1 月起，镍含量大于或等于 6% 的镍产品，才允许出口。我们认为这就意味着国内的不少镍企必须在印尼建厂，将镍矿石变成粗制镍产品（中镍铁、低冰镍）。另一方面印尼官方也在推广红土镍矿价格与 LME 镍价挂钩的定价方式。一旦实行联动计价，将挤压红土镍矿开采成本低而带来的高利润，势必也将影响到冶炼行业。受此因素影响，不排除未来菲律宾及周边其他国家将效仿的可能性。我们认为政策能否落实存在不确定性，但公司拥有丰富的镍矿资源，且主要分布在国内、加拿大和澳大利亚等地，未来受此影响较小。

※ 盈利预测

基于公司的资源优势、亚洲最大硫酸镍生产商的市场地位以及 1.5 万吨镍改扩建项目、5000 吨电解镍项目将相继达产达效，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.27 元、0.49 元和 0.73 元，给予“增持”评级。

※ 风险提示

和龙长仁铜镍矿达产进度不及预期；海外镍矿恢复和建设进程存不确定性；下游需求存在疲软的可能。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3880.36	3276.55	5808.09	5276.84	经营活动现金流	-572.73	987.22	-320.45	1992.10
现金	1430.65	567.57	980.52	1272.88	净利润	82.94	216.56	396.31	589.98
应收账款	188.90	52.16	325.64	152.21	折旧摊销	258.97	321.07	438.73	560.99
其它应收款	43.68	132.61	93.04	158.36	财务费用	182.45	233.96	307.07	358.24
预付账款	609.23	1387.56	1476.55	1731.49	投资损失	-21.43	-22.44	-21.94	-22.19
存货	1089.04	828.10	2130.53	1342.06	营运资金变动	-1091.47	241.77	-1445.54	507.10
其他	518.87	308.56	801.81	619.84	其它	15.82	-3.70	4.92	-2.03
非流动资产	5800.64	6525.16	8222.59	9694.71	投资活动现金流	-1420.30	-1021.03	-2117.77	-2009.25
长期投资	785.30	807.75	829.68	851.87	资本支出	889.00	908.62	1613.41	1422.46
固定资产	2796.56	3328.85	4222.35	5113.98	长期投资	-73.31	-22.44	-21.94	-22.19
无形资产	521.80	624.57	876.98	1048.45	其他	-604.61	-134.85	-526.30	-608.98
其他	1696.98	1764.01	2293.58	2680.40	筹资活动现金流	2719.53	-1697.93	108.43	-449.70
资产总计	9681.00	9801.71	14030.68	14971.55	短期借款	1309.90	-1290.90	423.97	147.66
流动负债	4392.43	4646.48	8555.58	9213.08	长期借款	637.05	-99.90	3.19	-76.07
短期借款	3660.80	3238.55	6405.27	7312.13	其他	772.59	-307.13	-318.72	-521.28
应付账款	574.76	797.97	1142.24	1076.13	现金净增加额	726.51	-1731.74	-2329.79	-466.85
其他	156.87	609.96	1008.07	824.82					
非流动负债	1519.13	1250.33	1292.69	1246.81	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	1198.03	1098.13	1101.32	1025.25	成长能力				
其他	321.10	152.20	191.37	221.56	营业收入	99.74%	30.00%	40.00%	25.00%
负债合计	5911.56	5896.81	9848.27	10459.89	营业利润	-19.94%	194.78%	98.31%	49.04%
少数股东权益	101.52	101.52	101.52	101.52	归属母公司净利润	-6.12%	102.03%	83.00%	48.87%
归属母公司股东权益	3667.92	3803.38	4080.89	4410.14	获利能力				
负债和股东权益	9681.00	9801.71	14030.68	14971.55	毛利率	29.80%	29.50%	31.00%	31.50%
					净利率	3.69%	7.41%	9.68%	11.53%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	2.20%	5.55%	9.48%	13.08%
营业收入	2249.57	2924.44	4094.22	5117.77	ROIC	0.93%	2.54%	3.29%	4.43%
营业成本	1579.31	2061.73	2825.01	3505.67	偿债能力				
营业税金及附加	10.13	7.31	10.24	12.79	资产负债率	61.06%	60.16%	70.19%	69.87%
营业费用	29.76	39.48	53.22	61.41	净负债比率	131.53%	118.09%	187.70%	193.90%
管理费用	352.63	307.07	368.48	383.83	流动比率	0.88	0.71	0.68	0.57
财务费用	182.45	233.96	307.07	358.24	速动比率	0.64	0.53	0.43	0.43
资产减值损失	25.78	29.24	20.47	25.59	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.27	0.30	0.34	0.35
投资净收益	21.43	22.44	21.94	22.19	应收帐款周转率	18.32	24.26	21.67	21.42
营业利润	90.95	268.10	531.67	792.42	应付帐款周转率	3.57	3.00	2.91	3.16
营业外收入	41.52	36.60	39.06	37.83	每股指标(元)				
营业外支出	10.39	8.81	9.10	9.44	每股收益	0.13	0.27	0.49	0.73
利润总额	122.08	295.88	561.63	820.81	每股经营现金	-0.71	1.22	-0.40	2.46
所得税	39.14	79.32	165.32	230.83	每股净资产	4.65	4.81	5.16	5.56
净利润	82.94	216.56	396.31	589.98	估值比率				
少数股东损益	-24.26	0.00	0.00	0.00	P/E	162.78	80.60	44.05	29.59
归属母公司净利润	107.20	216.56	396.31	589.98	P/B	4.74	4.59	4.28	3.96
EBITDA	381.05	616.96	1000.36	1381.80	EV/EBITDA	10.25	35.17	24.55	18.24
EPS（元）	0.13	0.27	0.49	0.73					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com