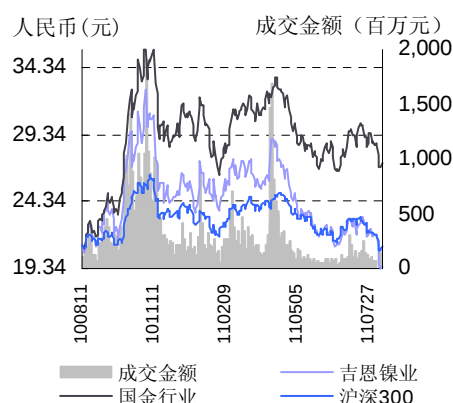


吉恩镍业 (600432.SH) 有色金属行业
评级：持有 维持评级
公司研究简报

市价(人民币)：19.54元

打造国际性镍业公司
长期竞争力评级：等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	811.12
总市值(百万元)	15,849.31
年内股价最高最低(元)	32.70/19.34
沪深300指数	2824.12
上证指数	2549.18


公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.156	0.132	0.132	0.251	0.360
每股净资产(元)	3.70	4.52	4.63	4.88	5.24
每股经营性现金流(元)	0.12	-0.64	1.21	0.13	0.30
市盈率(倍)	188.58	193.56	168.45	88.66	61.89
行业优化市盈率(倍)	31.38	36.23	31.65	31.65	31.65
净利润增长率(%)	-49.02%	-9.92%	0.13%	90.00%	43.26%
净资产收益率(%)	4.22%	2.92%	2.86%	5.15%	6.88%
总股本(百万股)	763.34	811.12	811.12	811.12	811.12

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **海外矿山明年开始贡献产量：**公司海外矿山合计拥有权益镍金属储量约 58 万吨。其中皇家矿业预计 2012 年 6 月份完成建设，7 月份投产，2013 年达产，达产后年均镍金属产量约 11700 吨。Liberty 公司预计在工艺、尾矿库整改于今年 11 月份完成后投产，Liberty 拥有 1500 吨/日的选矿厂，每年产出 4500 吨镍金属。此外，公司还拥有澳大利亚 Metallica 公司 19.95% 股权，拥有 Victory 公司 14.7% 股权，公司管理层利用金融危机股价大跌的有利时机战略性的为公司在海外建立了丰富的资源储备。
- **印尼项目大手笔投入将成转折：**8 月 4 日公司股东大会通过非公开增发预案，计划募集约 60 亿元用于印尼红土镍矿年产 2.4 万吨镍金属冶炼项目。近年我国镍资源海外依存度不断提高，2010 年进口红土镍矿 48.8% 来自于印尼。印尼政府将从 2014 年起禁止镍含量小于 6% 的镍品出口。红土镍矿是生产镍铁的主要原料，同时也能够生产低冰镍加工成高冰镍用于生产硫酸镍与电解镍等。公司目前每年外购镍金属含量约 10000 吨。公司印尼项目如能顺利实施将有利于其在印尼镍资源的竞争中取得有利位置。同时印尼项目可研报告显示，其达产后年均净利润达 727.71 百万元，显著提高公司业绩。2010 年公司税后净利润为 83 百万元。
- **碳化技术国内一流：**碳化产品是公司近年来持续研发投入的结果。公司 2000 吨/年碳化镍、1000 吨/年碳化铁产线均已投产。碳化技术仅有世界少数国家拥有，其产品涵盖零维、一维、二维、三维材料，具备优良化学物理性能，是高科技产业重要原料，广泛应用于镍系电池、电源工业、核工业微孔滤芯、精密合金、超高频磁性材料等。

投资建议

- 我们认为公司目前已经处于业绩底部，我们暂时给予公司持有评级。看好公司未来，随着海外矿山投产公司资源自给率将由 33% 提高到 100%。印尼增发项目若顺利实施将每年给公司新增超过 7 亿元净利润。

盈利预测与估值

- 我们预计 2011-2013 年公司将实现净利润 121 百万、218 百万、306 百万元，每股收益 0.13 元、0.25 元、0.36 元，对应 PE148 倍、77.36 倍、53.72 倍。对应 PB 为 4.18 倍、3.97 倍、3.69 倍（暂未考虑增发项目）。

杨诚笑 联系人

 (8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

董亚光

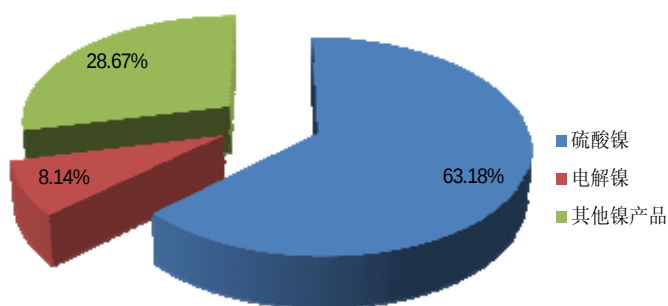
 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

主营业务分析

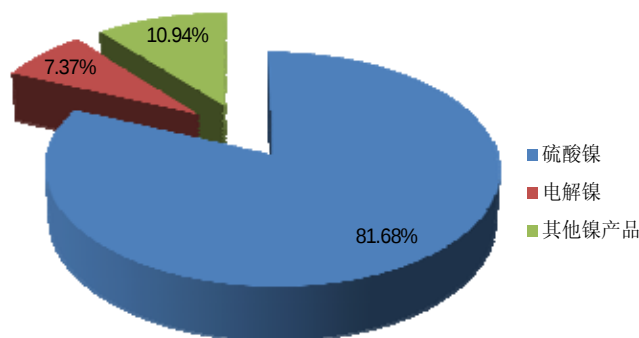
公司拥有矿山-低冰镍-高冰镍-硫酸镍-电解镍的完整产业链，其他主要产品有镍铁、氢氧化镍、氯化镍、羰基镍、羰基铁。2010 年年报显示，硫酸镍是公司主要收入与利润来源，分别占比 55.93%、91.72%。

盈利能力上，龙头产品硫酸镍品质好，稳定性高，具有较强议价能力，近几年毛利率基本维持在 40-50%。电解镍产品盈利能力随镍价大幅波动，其他镍产品毛利率近年持续下降，2000 吨羰基镍投产后有一定程度回升，但其产量较小，未能大幅提高其他镍产品整体毛利率。

图表 1：2010 年收入构成

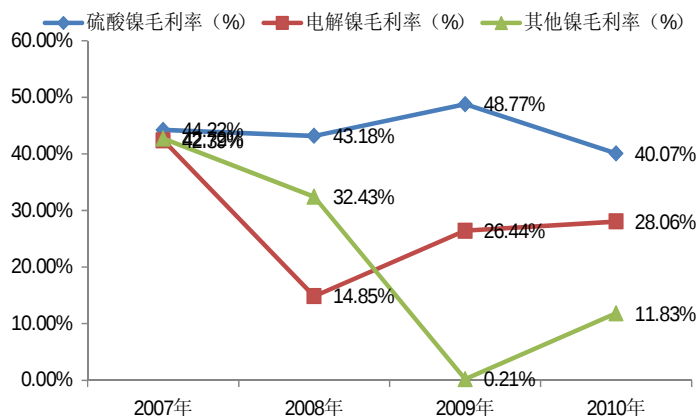


图表 2：2010 年利润构成



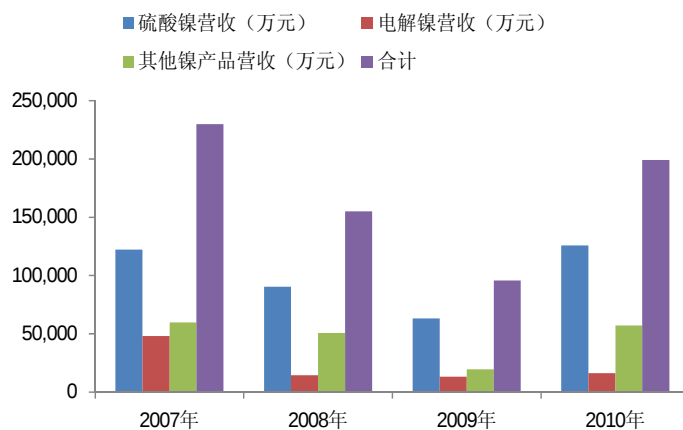
来源：Bloomberg 国金证券研究所

图表 3：各产品毛利率变动情况



来源：Bloomberg 国金证券研究所

图表 4：近年各产品收入变动情况



公司资源情况

■ 公司矿山主要分布于国内吉林省、加拿大、澳大利亚。

- 国内方面，公司拥有富家矿、大岭矿、和龙长仁、通化吉恩赤柏松、通化金斗、小南山六个矿山，合计拥有镍金属权益储量 15 万吨，年产出约 7100 吨镍金属，全部供应公司高冰镍 15000 吨/年生产线。
- 加拿大方面，公司持有皇家矿业 75% 股权，其拥有镍金属储量 22.8 万吨；持有 Liberty 公司 51% 股权，拥有 Hart、Redstone、McWatters 三个矿区，合计镍金属储量 4.67 万吨。拥有 Victory 公司 14.7% 股权，合计拥有镍金属储量 41.42 万吨，其中 Minago 拥有 35.92 万吨。

- 公司在澳大利亚持有 Metallica 公司 19.95% 股权，其拥有 NORNICO、Lucky Break 两个矿区，合计镍金属储量 28.9 万吨；
- 公司在巴布亚新几内亚的瑞木镍钴矿拥有 11% 股权，权益金属储量约 11.38 万吨。
- 公司在国内外合计拥有的权益镍金属储量 58 万吨。其中海外矿山暂无产出，公司每年需外购镍金属含量约 1 万吨满足公司高冰镍、镍铁、电解镍生产线。

图表 5：公司矿山资源情况（万吨）

	矿区名称	权益	镍金属储量	镍金属权益储量
吉林	富家矿	100%	3.18	3.18
	大岭矿	100%	1.50	1.50
	和龙长仁	100%	4.74	4.74
	通化吉恩赤柏松	84.59%	5.07	4.29
	通化金斗铜镍矿	84.59%	1.13	0.96
内蒙	四子王旗小南山铜镍矿	98.50%	0.71	0.70
Liberty	Hart	51%	2.47	1.26
	Redstone	51%	1.48	0.75
	McWatters	51%	0.7207	0.37
Metallica	NORNICO	19.95%	28.19	5.62
	Lucky Break	19.95%	0.8195	0.16
Victory	Minago	14.70%	35.92	5.28
	Mel	14.70%	4.6	0.68
	LacRocher	14.70%	0.896	0.13
	加拿大皇家矿业	75%	22.8	17.10
	瑞木	11%	103	11.33
	合计		217.23	58.06

来源：公司公告 国金证券研究所

产品情况

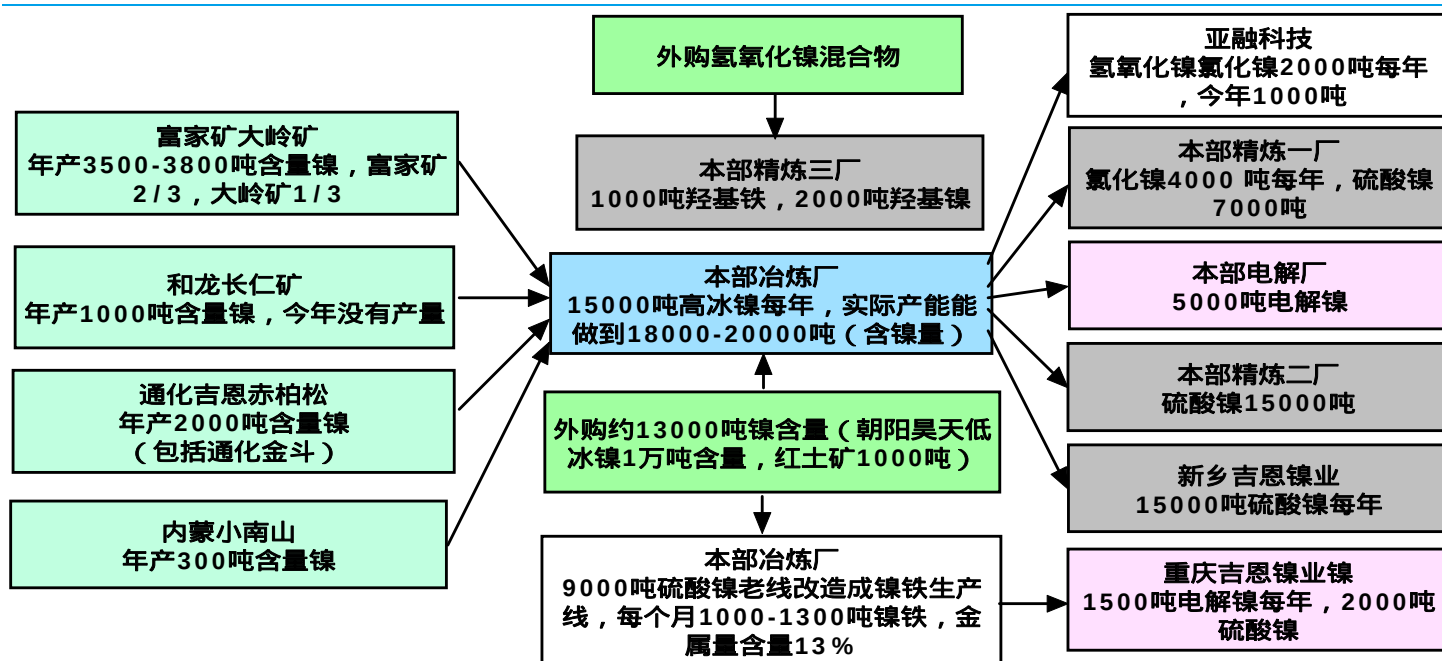
■ 硫酸镍与电解镍

- 硫酸镍是公司的龙头产品，高冰镍是公司生产硫酸镍与电解镍的上游原料，公司目前共拥有高冰镍产能 15000 吨/年-20000 吨/年（镍含量），硫酸镍产能 39000 吨/年，电解镍产能 1500 吨/年，公司本部另有 5000 吨/年电解镍产能已于 2010 年完工投产。公司高冰镍产能能够充分满足硫酸镍与电解镍生产。

■ 其他镍产品

- 公司拥有 14000 吨/年镍铁产能，还拥有 5000 吨氯化镍/年、2000 吨羰基镍/年、1000 吨羰基铁/年，子公司亚融科技拥有氢氧化镍 1000 吨/年。

图表 6：公司产业链



来源：公司公告 国金证券研究所

盈利预测与估值

关键假设与盈利预测

- 根据可研报告，公司定增项目建设期 3 年，因此我们不考虑印尼增发项目。假设皇家矿业 2013 年完全达产，Liberty 明年达产。电解镍含税价 16.61 万元/吨。
- 我们预计 2011-2013 年公司将实现净利润 121 百万、218 百万、306 百万元，每股收益 0.13 元、0.25 元、0.36 元，对应 PE148 倍、77.36 倍、53.72 倍。对应 PB 为 4.18 倍、3.97 倍、3.69 倍（未考虑增发项目）。

投资建议

- 我们认为公司目前已经处于业绩底部，未来随着开外矿山的投产公司资源自给率将由 33% 提高到 100%。长期来看，印尼增发项目若顺利实施将每年给公司新增超过 7 亿元净利润。我们给予公司持有评级。

图表 7：销量假设（吨）

	2010	2011E	2012E	2013E
镍精矿含镍	0	0	5000	13000
镍铁含镍	1800	1800	1800	1800
硫酸镍	34949.00	38000	39000	39000
电解镍	1143.47	4500	5000	6000
氢氧化镍	800.00	1000	1000	1000
氯化镍	4000.00	4000	4000	4000
羟基镍	1500.00	1500	1500	1500
羟基铁	800.00	800	800	800

来源：国金证券研究所

图表 8：销售价格预测（未含税）

	2010	2011E	2012E	2013E
镍精矿含镍（海外）	0	0	142000	142000
镍铁含镍	127639.8	127800	127800	127800
硫酸镍	36000	36000	36000	36000
电解镍	141822	142000	142000	142000
氢氧化镍	73800	73800	73800	73800
氯化镍	41000	41000	41000	41000
羟基镍	201822	202000	202000	202000
羟基铁	40000	40000	40000	40000

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,822	1,126	2,250	2,810	3,627	4,905
增长率		-38.2%	99.8%	24.9%	29.1%	35.2%
主营业务成本	-1,108	-711	-1,579	-1,915	-2,417	-3,207
% 销售收入	60.8%	63.1%	70.2%	68.1%	66.6%	65.4%
毛利	714	415	670	895	1,210	1,698
% 销售收入	39.2%	36.9%	29.8%	31.9%	33.4%	34.6%
营业税金及附加	-14	-3	-10	-14	-18	-25
% 销售收入	0.8%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-26	-24	-30	-39	-54	-74
% 销售收入	1.4%	2.1%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
管理费用	-206	-209	-353	-421	-544	-736
% 销售收入	11.3%	18.6%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	468	179	278	420	593	864
% 销售收入	25.7%	15.9%	12.3%	15.0%	16.4%	17.6%
财务费用	-68	-81	-182	-298	-362	-505
% 销售收入	3.7%	7.2%	8.1%	10.6%	10.0%	10.3%
资产减值损失	-135	-5	-26	-11	9	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	12	23	21	20	20	20
% 税前利润	4.5%	16.6%	17.6%	12.4%	6.9%	4.9%
营业利润	277	118	91	132	261	378
营业利润率	15.2%	10.5%	4.0%	4.7%	7.2%	7.7%
营业外收支	-2	24	31	30	30	30
税前利润	276	142	122	162	291	408
利润率	15.1%	12.6%	5.4%	5.8%	8.0%	8.3%
所得税	-52	-29	-39	-40	-73	-102
所得税率	18.7%	20.6%	32.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	224	112	83	121	218	306
少数股东损益	-9	-7	-24	14	14	14
归属于母公司的净利润	233	119	107	107	204	292
净利率	12.8%	10.6%	4.8%	3.8%	5.6%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	224	112	83	121	218	306
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	202	-28	280	300	290	326
非经营收益	33	78	139	284	342	480
营运资金变动	22	-68	-1,020	280	-741	-867
经营活动现金净流	481	94	-518	984	109	246
资本开支	-511	-603	-1,298	-288	-1,619	-2,570
投资	-183	-1,087	-145	-1	0	0
其他	0	-19	20	20	20	20
投资活动现金净流	-694	-1,709	-1,423	-269	-1,599	-2,550
股权募资	1	0	756	0	0	0
债权募资	579	1,295	1,899	-294	1,782	2,435
其他	-133	-172	-156	-352	-392	-530
筹资活动现金净流	447	1,122	2,499	-646	1,390	1,904
现金净流量	234	-492	558	69	-100	-400

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,177	826	1,431	1,500	1,400	1,000
应收款项	183	256	708	839	1,083	1,464
存货	409	496	1,089	935	1,258	1,757
其他流动资产	628	642	653	576	969	1,285
流动资产	2,398	2,219	3,880	3,850	4,710	5,507
% 总资产	50.2%	32.5%	40.1%	39.8%	39.7%	36.8%
长期投资	697	835	907	908	907	907
固定资产	1,578	3,357	4,336	4,417	5,749	7,956
% 总资产	33.1%	49.1%	44.8%	45.7%	48.4%	53.2%
无形资产	78	416	546	490	510	576
非流动资产	2,377	4,613	5,801	5,817	7,167	9,441
% 总资产	49.8%	67.5%	59.9%	60.2%	60.3%	63.2%
资产总计	4,775	6,833	9,681	9,667	11,877	14,948
短期借款	1,098	2,462	3,760	3,281	5,064	7,497
应付款项	468	753	814	1,082	1,369	1,818
其他流动负债	-119	-90	-182	-262	-339	-458
流动负债	1,447	3,126	4,392	4,102	6,094	8,857
长期贷款	520	561	1,198	1,698	1,698	1,699
其他长期负债	38	101	321	0	0	0
负债	2,006	3,788	5,912	5,800	7,792	10,556
普通股股东权益	2,684	2,821	3,668	3,752	3,956	4,248
少数股东权益	85	224	102	116	130	144
负债股东权益合计	4,775	6,833	9,681	9,667	11,877	14,948

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.459	0.156	0.132	0.132	0.251	0.360
每股净资产	5.275	3.695	4.522	4.626	4.877	5.237
每股经营现金净流	0.945	0.123	-0.639	1.214	0.134	0.303
每股股利	0.200	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.70%	4.22%	2.92%	2.86%	5.15%	6.88%
总资产收益率	4.89%	1.74%	1.11%	1.11%	1.72%	1.95%
投入资本收益率	8.67%	2.35%	2.16%	3.56%	4.10%	4.77%
增长率						
主营业务收入增长率	-31.72%	-38.22%	99.81%	24.91%	29.08%	35.24%
EBIT增长率	-51.21%	-61.69%	54.84%	51.34%	41.08%	45.65%
净利润增长率	-72.84%	-49.02%	-9.92%	0.13%	90.00%	43.26%
总资产增长率	14.46%	43.08%	41.69%	-0.14%	22.86%	25.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.4	16.3	19.9	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	126.6	232.4	183.1	180.0	190.0	200.0
应付账款周转天数	113.5	169.1	102.4	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	70.1	378.4	461.7	349.2	263.7	210.4
偿债能力						
净负债/股东权益	15.92%	72.12%	93.57%	89.96%	131.23%	186.63%
EBIT利息保障倍数	6.9	2.2	1.5	1.4	1.6	1.7
资产负债率	42.01%	55.43%	61.06%	59.99%	65.60%	70.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	1	2	3	3	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室