

小金属
署名人：杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6 - 12 个月目标价 : 18.00 元

当前股价: 13.31 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2292.61
总股本(百万)	811
流通股本(百万)	763
流通市值(亿)	112
EPS	0.13
每股净资产(元)	4.52
资产负债率	61.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
吉恩镍业	23.83	-12.07	-31.68
有色金属	18.13	-12.10	-28.31
沪深 300 指数	6.46	-9.17	-17.21


相关报告

吉恩镍业-业绩低于预期不改公司未来 3 年

确定、快速发展的趋势 2011-08-31

吉恩镍业-未来 3 年产业链持续横向扩张、

向国际化镍业公司迈进 2011-08-10

吉恩镍业
600432
推荐
调低非公开发行底价；公司资源扩张与产量释放加快的步伐依旧不改

吉恩镍董事会审议通过了关于调整公司非公开发行股票的发行价格、发行数量和决议有效期；公司董事会同时进一步明确了公司股利分配政策的稳定性和持续性。

投资要点：

- 公司将原 20.36% 的发行底价调整为当前的 11.90 元/股、发行数量由之前的不超过 3 亿股调整为目前的不超过 5.05 亿股；决议有效期也相应延长；我们认为，公司本次调整非公开发行预案尤其是发行底价的原因有三个，①2011 年国内证券市场整体发生了较大的变化，整体下调幅度尤其是有色金属板块下调幅度非常明显；②有色金属包括镍价向下调整；③公司海外项目产能释放与业绩释放低于预期等。我们认为，本次非公开发行预案的调整，并不会影响公司海外资源的进一步扩张（要约收购加拿大 GBK100% 股权）和海外项目的整合与产能释放，公司未来业绩增长更加稳定。
- 公司海外资源扩张步伐仍在继续。公司近期也公告了公司拟以 1 亿加元要约收购加拿大 GBK 公司 100% 的股权，该公司拥有的 Raglan 矿权 50% 的权益（吉恩镍业拥有其余 50% 权益），该矿山拥有丰富的资源储量，目前 43-101 报告显示已探明的镍金属含量 43,752 吨，铜 47,125 吨，钴 2,292 吨，金 5,229.8KG，铂 23,057.1 KG，钯 96348.7 KG。该公司的收购，将使得公司资源储量显著提升。
- 未来 3 年公司国内主要矿山产量预计平稳、海外矿山产能逐步释放，盈利能力有望稳步提升。公司前期低成本收购的海外矿山陆续进入产量释放、利润贡献期。公司拥有的加拿大 Liberty 拥有的 3 个矿山预计 2012 年逐步释放产能，该项目产能为年产 5000 吨左右的镍精矿。加拿大皇家矿业也预计 2012 年中期建成投产，该矿山建成后，具有年产镍精矿 1.17 万吨、铜 1.2 万吨的产能，还将拥有铂钯等贵金属产量。我们认为，公司未来两年海外矿山产能将逐步释放，自有矿山产量将稳步增长，盈利能力有望显著提升。
- 公司本次非公开发行拟募集资金在印尼建设红土矿冶炼项目将进一步提升公司资源保障能力。该项目利用印尼丰富的红土矿资源、同时解决了公司中间环节的产能瓶颈，也进一步提升了公司的资源保障能力。我们认为，不排除公司在印尼将产业链向上游进一步延伸。
- 前期中下游产业链上各产能扩张项目已全部完成。公司 1.5 万吨镍系列改造项目完成，高冰镍产能提升至 2.3 万吨；4000 吨氯化镍技改项目也建成投产；5000 吨/年的电解镍生产线已经建成。同时，盈利能力较强的碳酸镍产品产能也有望适时提升。
- 维持推荐的投资评级。不考虑公司增发项目盈利以及增发股本摊薄影响，我们调低公司 10-13 年 EPS 为 0.06 元、0.28 元和 0.86 元，业绩增长快速、确定，镍价经过前期大幅调整、进一步大幅下跌的风险不大，维持推荐的投资评级，未来 6-12 个月目标价 18.00 元。

风险提示：镍价大幅波动。
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2250	2215	3255	3555
收入同比(%)	100%	-2%	47%	9%
归属母公司净利润	107	46	227	694
净利润同比(%)	-6%	-57%	393%	206%
毛利率(%)	29.8%	22.7%	29.5%	44.9%
ROE(%)	2.9%	1.3%	5.9%	15.3%
每股收益(元)	0.13	0.06	0.28	0.86
P/E	100.71	234.41	47.56	15.55
P/B	2.94	2.99	2.81	2.38
EV/EBITDA	25	23	14	8

资料来源：中投证券研究所

表 1 吉恩镍业拟非公开发行基本情况

	前次预案	本次预案
发行类型	非公开	非公开
发行数量	不超过 3 亿股	不超过 5.05 亿股
发行底价	20.36 元/股	11.90 元/股
募集资金总额	不超过 60 亿元	
募集资金用途	建设吉恩镍业印尼红土矿（低硫镍）冶炼项目	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 恩镍业印尼红土矿（低硫镍）冶炼项目基本情况

投资总额	69.56 亿元
项目建设投资	65.33 亿元
流动资金	4.23 亿元
项目产品	含 15% 的低硫镍 16 万吨（2.4 万吨金属镍）
原料来源	印尼红土矿，矿石平均品位 1.8%
项目建设期	预计 36 个月
项目收益测算（达产年）	
收入	28.81 亿元
净利润	7.28 亿元
投资回收期	8.67 年

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 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(金属量, 吨)		
				2011E	2012E	2013E
富家矿	41000	100.00%	41000	2700	2800	2800
大岭矿	16000	100.00%	16000	800	800	800
和龙镍矿	47400	80.00%	37920	200	500	500
通化吉恩	58700	85.00%	49895	900	900	1000
四子王旗小南山	7140	98.50%	7034	300	400	400
国内产量小计				4900	5400	5500
国内权益产量合计				4720.5	5159	5244
瑞木镍钴矿	165750	13.00%	21548	-	10000	10000
其中提供本公司		20.00%		-	2000	2000
加拿大	Hart	投资 3000	21740	16685		
Liberty	Redstone	万加以及附加优先	14800	11359	500	4000
	Macwatter	转股条件	7200		5526	
澳大利亚	Nonico	516.36 万	281910	56241	-	-
Metallica	Luck break	澳元	8190	1634	-	-
加拿 大	Raglan	1 亿加元	镍 43,752 吨 ,			
GBK	矿权 50% 的权益		铜 47,125 吨 ,			

钴2,292 吨，

金5,229.8KG，

铂 23,057.1 KG，
钯 96348.7 KG。

加拿大皇家矿业	Nunavik 镍矿 4.21% 的 权益 等	1.485 亿 加元	228000	75% (GBK 持 25%)	171000	-	3000	10000
550 万美								

元，其中：

加拿大 Victory Nickle	Minago	购买 14.7%股	281800	53485	18.12%			
权								
LacRocher			8960	1700.61				
Mel			37600	1594				
合计			1196990	495340	5400	12400	20500	
权益产量合计			533860	539092	5104.25	11779	17881.5	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 公司电解镍产量预测

	2010 年	2011E	2012E	2013E
高冰镍产量 (吨)	12000	15000	18000	20000
硫酸镍产量 (吨)	32000	30000	35000	40000
氯化镍产量 (吨)	2000	3000	4000	4000
电解镍产量 (吨)	5000	6000	7000	7000
碳基镍产量 (吨)	300	1000	2000	2000
碳基铁产量 (吨)	600	800	1000	1000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 主要产品价格预测 (万元/吨, 含税)

	2011E	2012E	2013E
电解镍	15.5	17	18

资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 1 金川 99.9%镍出厂价 (元/吨)



数据来源：亚洲金属网

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	3880	3192	4524	4239	营业收入	2250	2215	3255	3555
现金	1431	665	976	1067	营业成本	1579	1713	2296	1959
应收账款	189	138	219	242	营业税金及附加	10	7	13	14
其他应收款	44	0	0	0	营业费用	30	35	52	57
预付账款	609	956	1247	1022	管理费用	353	222	391	409
存货	1089	1080	1517	1284	财务费用	182	178	202	193
其他流动资产	519	354	565	623	资产减值损失	26	0	0	0
非流动资产	5801	6148	6087	5853	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	785	785	785	785	投资净收益	21	0	0	0
固定资产	2797	3605	3861	3830	营业利润	91	61	301	923
无形资产	522	640	640	640	营业外收入	42	0	0	0
其他非流动资产	1697	1118	800	598	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	9681	9341	10611	10092	利润总额	122	61	301	923
流动负债	4392	4368	5406	4194	所得税	39	15	75	231
短期借款	3661	3716	4609	3496	净利润	83	46	227	694
应付账款	575	428	574	490	少数股东损益	-24	0	0	0
其他流动负债	157	224	222	208	归属母公司净利润	107	46	227	694
非流动负债	1519	1261	1266	1263	EBITDA	531	596	956	1631
长期借款	1198	1198	1198	1198	EPS (元)	0.13	0.06	0.28	0.86
其他非流动负债	321	63	68	65	主要财务比率				
负债合计	5912	5629	6672	5457	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	102	102	102	102	成长能力				
股本	811	811	811	811	营业收入	99.7	-1.5%	46.9	9.2%
资本公积	1521	1521	1521	1521	营业利润	-19.9	-32.5	390.7	206.3
留存收益	1300	1265	1492	2187	归属于母公司净利润	-6.1%	-57.0	392.9	205.8
归属母公司股东权益	3668	3610	3838	4534	获利能力				
负债和股东权益	9681	9341	10611	10092	毛利率 (%)	29.8	22.7	29.5	44.9
现金流量表					净利率 (%)	4.8%	2.1%	7.0%	19.5
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	2.9%	1.3%	5.9%	15.3
经营活动现金流	-518	2	20	1677	ROIC(%)	3.0%	2.5%	4.8%	11.3
净利润	83	46	227	694	偿债能力				
折旧摊销	257	357	452	515	资产负债率 (%)	61.1	60.3	62.9	54.1
财务费用	182	178	202	193	净负债比率 (%)	83.87	87.29	87.05	86.03
投资损失	-21	0	0	0	流动比率	0.88	0.73	0.84	1.01

营运资金变动	-1020	-379	-876	277	速动比率	0.63	0.47	0.55	0.69
其他经营现金流	1	-200	15	-3	营运能力				
投资活动现金流	-1423	-464	-400	-280	总资产周转率	0.27	0.23	0.33	0.34
资本支出	1299	500	400	280	应收账款周转率	16	12	16	14
长期投资	-145	0	0	0	应付账款周转率	3.57	3.42	4.58	3.68
其他投资现金流	-270	36	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2508	-304	692	-1306	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.06	0.28	0.86
短期借款	1310	55	894	-1114	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.64	0.00	0.02	2.07
长期借款	637	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.45	4.73	5.59
普通股增加	48	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	753	0	0	0	P/E	100.7	234.4	47.56	15.55
其他筹资现金流	-240	-359	-202	-193	P/B	2.94	2.99	2.81	2.38
现金净增加额	558	-766	312	90	EV/EBITDA	25	23	14	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-08-31	吉恩镍业-业绩低于预期不改公司未来3年确定、快速发展的趋势
------------	-------------------------------

2011-08-10	吉恩镍业-未来3年产业链持续横向扩张、向国际化镍业公司迈进
------------	-------------------------------

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 ±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

研究团队简介

杨国萍，中投证券有色金属行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

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