

## 吉恩镍业(600432)

公司研究/调研简报

# 海外布局 资源为王

民生精品---简评报告/有色金属行业

2011 年 08 月 08 日

### 一、事件概述

8 月 4 日, 我们参加吉恩镍业 2011 年第一次临时股东大会, 与公司董事长、董秘等高管就本次非公开发行项目以及公司目前经营情况进行了交流。

### 二、分析与判断

#### ➤ 印尼资源出口受限, 低镍钼项目将保证公司资源稳定来源

本次印尼红土矿冶炼(低镍钼)项目, 总投资为 69.56 亿元, 建设期约 3 年, 达产后冶炼厂每年能生产含镍 15% 的低镍钼 16 万吨, 约 2.4 万吨金属镍, 原料为印度尼西亚红土矿, 矿石品位较好, 平均高于 1.8%, 冶炼出的低镍钼产品运回国内进行深加工, 较直接运输红土矿节约约 90% 的运输成本, 也可根据需求直接外售。由于传统硫化镍矿受世界硫化镍矿资源所限, 而红土矿资源占镍资源的比重较大, 开发潜力巨大。

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, 去年我国从印尼进口红土镍矿约占总进口量的 50%。印尼目前对矿产资源实施保护, 不得直接出口未精炼之矿产品, 自 2014 年起, 镍含量大于或等于 6% 的镍产品, 印才允许出口。本项目在印尼当地进行加工和初级冶炼, 符合当地产业政策, 也保证了公司资源的稳定来源。

#### ➤ 海外项目多处于建设期, 加拿大皇家矿业 2013 年全面达产

加拿大皇家矿业将于明年 6 月份建成, 7 月投产, 预计民年年底全面达产, 镍产量将达到 11700 吨/年; Liberty 公司目前仍在技术改造阶段, 今年 11 月预期将投产, 开始连续生产, 由于 Liberty 拥有 1500 万吨的选矿厂, 未来仍有整合其他周边矿山的实力。

澳大利亚资源价值巨大, 有多种资源, 由于多重考虑, 目前暂缓开发, 预计最早在 2013 年启动开发。胜利公司电力和开采成本较低, 但品位仅有 0.6%, 相对较低。

#### ➤ 下游不锈钢产品需求稳定增长, 预期镍价相对稳定

2010 年世界镍的消费结构中不锈钢为镍消费的主要领域, 占比 65%, 不锈钢行业的快速发展推动镍消费量的持续增加。安泰科预期 2011 年全球不锈钢产量将达到 3300 万吨, 同比增 10%; 非不锈钢领域对镍的需求也将稳步增加, 包括汽车, 能源以及航空等工业发展对镍的消费拉动。而由于目前镍供给主要来自硫化镍矿和红土镍矿, 供给相对稳定, 红土镍矿仍未有大规模产出。预期短期镍价仍将保持相对稳定, 暂时没有大幅上涨的动力。

### 三、盈利预测与投资建议

公司国内生产稳定, 国外发展稳步进行: 印尼、澳洲和加拿大公司陆续将于 2012 年开始为公司带来收入和利润。公司是国内硫酸镍生产龙头企业, 海外资源优势将保证公司未来稳定发展, 首次给予“谨慎推荐”评级。预计公司 2011 至 2013 年三年每股收益分别为 0.29、0.35、0.59 元, 合理估值区间应为 23.20-26.10 元。

### 四、风险提示

1) 海外项目工程交工时间晚于预期; 2) 印尼当地政治风险; 3) 镍价大幅下跌。

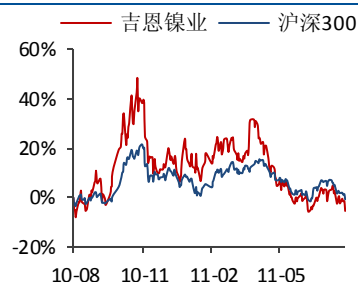
**谨慎推荐** 首次评级

合理估值: 23.20—26.10 元

#### 交易数据 (2011-08-05)

收盘价(元)	20.98
近 12 个月最高/最低	34.78/20.24
总股本(百万股)	811.12
流通股本(百万股)	811.12
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	170.17
流通市值(亿元)	170.17

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师

**分析师:** 巨国贤  
 执业证号: S1080209110062  
 电话: (86755)22662085  
 邮箱: jguoxian@mszq.com

**分析师:** 黄玉  
 执业证号: S01002081120226  
 电话: (8610)8512 7646  
 Email: huangyu@mszq.com

**联系人:** 滕越  
 电话: (8610)8512 7646  
 邮箱: tengyue@mszq.com

**联系人:** 吴怡平  
 电话: (86755)22662087  
 邮箱: wuyiping@mszq.com

#### 相关研究

**表 1: 盈利预测与财务指标**

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,250	2,620	3,103	4,510
增长率 (%)	99.81%	16.47%	18.44%	45.34%
归属母公司股东净利润 (百万元)	107	239	280	482
增长率 (%)	-9.92%	122.83%	17.42%	71.79%
每股收益 (元)	0.13	0.29	0.35	0.59
PE	158.75	71.24	60.67	35.32
PB	/	5.04	4.72	4.05

资料来源: 民生证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,250	2,620	3,103	4,510
减: 营业成本	1,579	1,804	2,137	2,974
营业税金及附加	10	17	21	30
销售费用	30	47	56	90
管理费用	353	367	465	722
财务费用	182	110	92	98
资产减值损失	26	10	10	20
加: 投资收益	21	20	10	10
二、营业利润	91	285	331	587
加: 营业外收支净额	31	25	25	25
三、利润总额	122	310	356	612
减: 所得税费用	39	93	89	153
四、净利润	83	217	267	459
归属于母公司的利润	107	239	280	482
五、基本每股收益 (元)	0.13	0.29	0.35	0.59

主要财务指标				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	88.15	36.49	32.32	23.02

成长能力:				
营业收入同比	99.81%	16.47%	18.44%	45.34%
营业利润同比	-22.9%	213.6%	16.1%	77.2%
净利润同比	-26.23%	161.82%	23.01%	71.8%

营运能力:				
应收账款周转率	18.32	14.28	15.95	17.42
存货周转率	2.84	2.63	3.53	5.16
总资产周转率	0.27	0.25	0.27	0.38

盈利能力与收益质量:				
毛利率	29.8%	31.2%	31.1%	34.1%
净利率	4.8%	9.1%	9.0%	10.7%
总资产净利率 ROA	1.0%	2.1%	2.4%	3.9%
净资产收益率 ROE	2.4%	5.6%	6.5%	10.0%

资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.88	0.63	0.67	0.87
资产负债率	61.1%	64.0%	63.8%	59.1%
长期借款/总负债	20.3%	17.1%	16.1%	16.9%

每股指标:				
每股收益	0.13	0.29	0.35	0.59
每股经营现金流量	(0.64)	1.29	0.86	0.76
每股净资产	4.65	4.87	5.20	6.06

资料来源: 民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,431	1,310	1,552	1,755
应收票据	475	472	559	812
应收账款	189	178	211	307
预付账款	609	655	776	1,128
其他应收款	44	52	62	90
存货	1,089	902	855	892
其他流动资产	32	0	0	0
流动资产合计	3,880	3,569	4,014	4,983
长期股权投资	785	865	915	935
固定资产	2,797	4,082	4,817	4,742
在建工程	1,478	1,978	1,478	978
无形资产	522	470	417	365
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5,801	7,395	7,628	7,021
资产总计	9,681	10,964	11,641	12,004
短期借款	3,661	4,771	4,904	4,082
应付票据	188	271	321	446
应付账款	575	722	855	1,189
预收账款	15	22	26	36
其他应付款	36	50	50	50
应交税费	(193)	(160)	(120)	(100)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4,392	5,675	6,036	5,703
长期借款	1,198	1,198	1,198	1,198
其他非流动负债	39	139	189	189
非流动负债合计	1,237	1,337	1,387	1,387
负债合计	5,912	7,012	7,423	7,090
股本	811	811	811	811
资本公积	1,521	1,521	1,521	1,521
留存收益	1,300	1,539	1,820	2,538
少数股东权益	102	80	66	44
所有者权益合计	3,769	3,951	4,219	4,913
负债和股东权益合计	9,681	10,964	11,641	12,004

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(518)	1,045	700	618
投资活动现金流量	(1,423)	(2,060)	(540)	290
筹资活动现金流量	2,508	694	(619)	(904)
现金及等价物净增加	558	(321)	(459)	4

## 分析师与联系人简介

**巨国贤**，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验。2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

**黄玉**，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究7年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

**滕越**，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所，擅长财务分析和统计计算。

**吴怡平**，有色金属行业助理分析师，武汉大学金融学硕士，经济学学士，擅长公司财务分析，盈利预测。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

## 民生证券研究所:

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

**上海:** 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。