



东兴证券
DONGXING SECURITIES

Q3 实现扭亏为盈

——吉恩镍业(600432) 三季度点评

2012 年 10 月 31 日

推荐/上调

吉恩镍业

财报点评

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003	
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024		
张方	zhangfang@dxzq.net.cn		执业证书编号: S1480512040003	
		010-6655 4023		

事件:

公司2012年1-9月实现营业收入12.24亿元,同比下降30.07%;实现营业利润-4.8亿元,去年同期为-3300万元;归属上市公司股东净利润-3.07亿元,去年同期为105万元;摊薄每股收益-0.38元。其中第三季度实现营业收入4.64亿元,同比下降24.98%;实现营业利润-2932万元,去年同期为-6121万元;归属上市公司股东净利润1124万元,去年同期为-4014万元;摊薄每股收益0.01元。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入(百万元)	563.8	568.7	618.3	1041.9	312.5	448.0	463.9
增长率(%)	81.2%	14.4%	26.5%	9.4%	-44.6%	-21.2%	-25.0%
毛利率(%)	25.8%	21.1%	19.4%	11.5%	-10.0%	-12.7%	19.9%
期间费用率(%)	19.5%	26.2%	29.9%	11.7%	56.8%	33.0%	33.5%
营业利润率(%)	7.4%	-2.3%	-9.9%	0.3%	-64.9%	-55.3%	-6.3%
净利润(百万元)	30.0	(18.8)	(64.5)	1.9	(204.0)	(171.7)	(24.3)
增长率(%)	-32.5%	-68.6%	-198.8%	-378.0%	-665.4%	-1531.4%	-128.0%
每股盈利(季度,元)	0.04	0.01	(0.05)	0.04	(0.22)	(0.17)	0.01
资产负债率(%)	64.0%	64.7%	67.8%	73.2%	76.5%	80.9%	82.4%
净资产收益率(%)	0.8%	-0.5%	-1.8%	0.1%	-6.0%	-5.8%	-0.8%
总资产收益率(%)	0.3%	-0.2%	-0.6%	0.0%	-1.4%	-1.1%	-0.1%

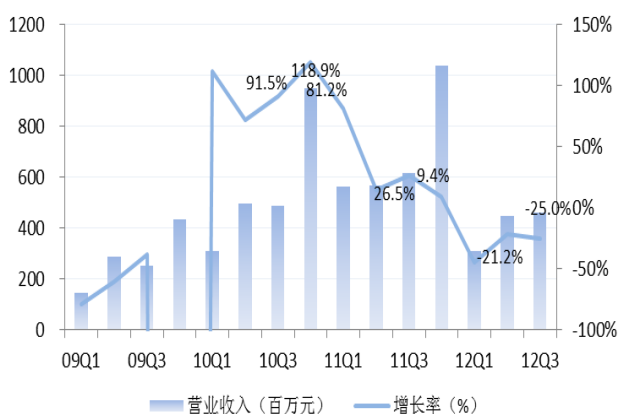
评论:

公司是国内最大的硫酸镍生产企业,经过2009年以来的资源收购,目前公司已经成长为资源和深加工一体化的企业。前三季度公司营业收入同比下降30%,亏损3.07亿元,主要原因是镍产品价格持续走低,公司生产所需原料约70%外购,在运费、辅助材料、电力等成本居高不下,财务费用等成本费用上升,导致当期亏损。

三季度单季度实现扭亏为盈。7-9月公司实现营业收入4.64亿元,同比下降24.98%;归属上市公司股东净利润1124万元,实现扭亏为盈。主要原因有:(1)三季度公司增加自给矿的供应,并提升富家矿高品位矿的比例,成本有所下降,毛利率大幅回升至19.9%;(2)在美国QE3推出后,三季度镍价有所回升,产品销售进入正常轨道,公司资产减值冲回2811万元。

积极因素:

- **公司国内矿山产量稳定。**本部的富家矿和大岭矿，是比较成熟的矿山，成本较低，是国内盈利最好的矿山，2012 年预计产量 3700-4000 吨，是公司主要的盈利来源。
- **国外矿山：加拿大Royalties和Liberty 2013年初将逐步投产。**拿大Royalties矿（公司持股100%）是公司近2年的工作重心，目前处于建设阶段，预计2012年4季度能试生产，该矿山成本较低。加拿大Liberty公司（公司持股60%）今年8月份停产，现在进入冬歇期，成本也不是很高，在当前镍镍价下都能盈利，产能设计是5000-6000吨，未来有扩大产能的计划。

图 1：单季度营业收入及增长率变化情况

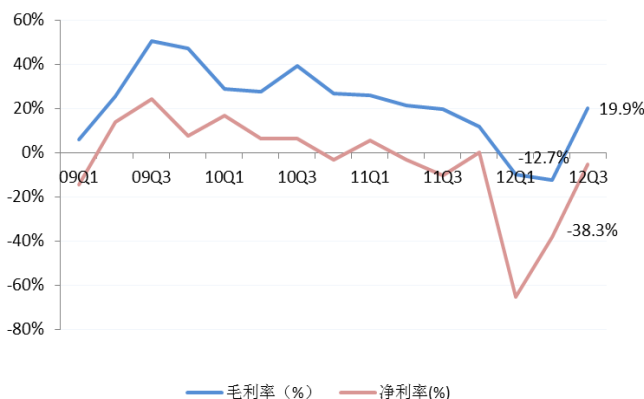
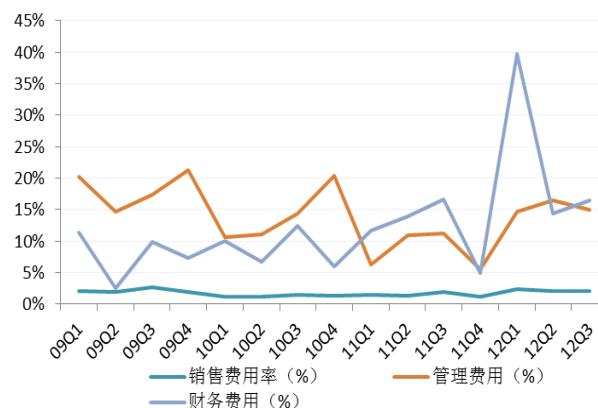
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：单季度净利润及增长率变化情况

资料来源：公司公告，东兴证券

消极因素:

- **融资压力较大。**公司2011年7月公布非公开发行预案，2012年2月修正预案，以不低于11.9元，非公开发行不超过5.05亿股，募集资金60亿元，用于在印尼东南苏拉维西省投资建设大型低镍钽冶炼工程，目前看，短期有很大的压力。

图3：单季度毛利率、净利率变化情况**图4：单季度期间费用率变化情况**

资料来源：公司公告，东兴证券

资料来源：公司公告，东兴证券

盈利预测与投资建议：

我们预计公司2012年~2014年的EPS分别为：-0.35元、0.06元、0.17元，考虑镍价有所回升，且公司增加开采高品位镍矿，三季度实现扭亏为盈，最坏的时刻或已过去，上调公司至“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 受环保等因素影响，国外矿山复产不达预期；
- 2) 镍价持续低迷。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,792.7	2,009.8	2,415.8	2,713.7
主营收入增长率	24.14%	-28.03%	20.20%	12.33%
EBITDA（百万元）	523.37	660.12	1,107.29	1,258.44
EBITDA 增长率	-1.69%	26.13%	67.74%	13.65%
净利润（百万元）	32.45	(284.84)	46.80	141.43
净利润增长率	-69.73%	-977.78%	-116.43%	202.22%
ROE	0.90%	-8.44%	1.37%	4.03%
EPS（元）	0.04	(0.35)	0.06	0.17
P/E	285	(32)	198	65
P/B	2.57	2.74	2.71	2.64
EV/EBITDA	28.86	21.64	12.30	10.18
主营收入（百万元）	2,792.7	2,009.8	2,415.8	2,713.7
主营收入增长率	24.14%	-28.03%	20.20%	12.33%

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	2,792.66	2,009.78	-28.03%	2,415.82	20.20%	2,713.69	12.33%
营业成本	2,287.19	1,833.35	-19.84%	1,987.70	8.42%	2,067.65	4.02%
营业费用	40.75	28.14	-30.95%	28.99	3.03%	31.21	7.65%
管理费用	225.98	290.41	28.51%	289.90	-0.18%	325.64	12.33%
财务费用	298.34	385.49	29.21%	306.88	-20.39%	265.91	-13.35%
投资收益	44.56	45.00	0.99%	90.00	100.00%	100.00	11.11%
营业利润	(29.95)	(504.03)	N/A	(64.17)	N/A	115.94	N/A
利润总额	(17.03)	(491.03)	N/A	(44.17)	N/A	135.94	N/A
所得税	34.33	(122.76)	N/A	(11.04)	N/A	33.99	N/A
净利润	(51.36)	(368.27)	N/A	(33.13)	N/A	101.96	N/A
归属母公司所有者的净利润	32.45	(268.27)	N/A	46.87	N/A	141.96	202.88%
NOPLAT	809.33	(88.91)	N/A	182.03	N/A	286.39	57.33%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	2,442.74	803.91	-67.09%	724.75	-9.85%	976.93	34.80%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	96.76	82.59	-14.64%	99.28	20.20%	111.52	12.33%
预付款项	219.94	256.61	16.67%	296.36	15.49%	337.72	13.95%
存货	1,046.75	803.66	-23.22%	871.32	8.42%	906.37	4.02%
流动资产合计	4,625.22	2,424.97	-47.57%	2,563.97	5.73%	2,973.79	15.98%
非流动资产	8,705.67	7,920.57	-9.02%	7,085.99	-10.54%	6,229.41	-12.09%
资产总计	13,330.89	10,345.54	-22.39%	9,649.96	-6.72%	9,203.20	-4.63%
短期借款	6,034.25	3,583.02	-40.62%	2,841.30	-20.70%	2,275.13	-19.93%
应付帐款	902.04	652.97	-27.61%	707.95	8.42%	736.42	4.02%
预收款项	18.27	34.35	87.99%	53.68	56.26%	75.39	40.44%
流动负债合计	7,423.00	4,721.38	-36.40%	4,072.98	-13.73%	3,566.85	-12.43%
非流动负债	2,328.55	2,333.35	0.21%	2,333.35	0.00%	2,333.35	0.00%
少数股东权益	(11.94)	(111.94)	N/A	(191.94)	N/A	(231.94)	N/A
母公司股东权益	3,591.27	3,386.63	-5.70%	3,419.44	0.97%	3,518.81	2.91%
净营运资本	(2,797.78)	(2,296.41)	N/A	(1,509.02)	N/A	(593.07)	N/A
投入资本 IC	8,454.40	7,312.91	-13.50%	6,603.15	-9.71%	6,744.17	2.14%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	(51.36)	(368.27)	N/A	(33.13)	N/A	101.96	N/A
折旧摊销	254.98	0.00	N/A	864.58	N/A	876.58	1.39%
净营运资金增加	(2,285.70)	501.37	N/A	787.39	57.05%	915.95	16.33%
经营活动产生现金流	394.74	1,106.51	180.32%	873.50	-21.06%	1,046.85	19.85%

投资活动产生现金流	(2,427.70)	26.27	N/A	110.00	318.72%	80.00	-27.27%
融资活动产生现金流	2,046.82	(2,771.60)	N/A	(1,062.67)	N/A	(874.67)	N/A
现金净增（减）	13.86	(1,638.83)	N/A	(79.17)	N/A	252.18	N/A

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师，2012 年 3 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。