



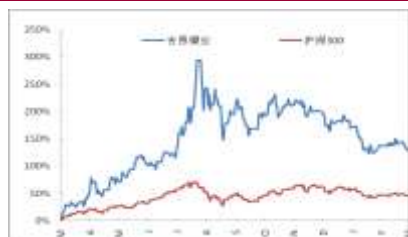
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

有色金属
Nonferrous metals

2010 年 3 月 16 日

市场数据	2010 年 3 月 16 日
收盘价	23.75
52 周内高	40.88
52 周内低	15.20
总市值(百万元)	19190.39
流通市值(百万元)	17733.43
总股本(百万股)	763.34
A 股(百万股)	763.34
—已流通(百万股)	705.39
—限售股(百万股)	57.95
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

一年期收益率比较 (相比沪深 300 指数)



孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

吉恩镍业 (600432): 镍价创反弹新高, 产能进入快速扩张期

评级: 谨慎增持

- 我们上调 2010 年、2011 年镍价分别为 150000 元/吨和 170000 元/吨 (原预测 130000 元/吨和 150000 元/吨)。镍价上涨的原因主要有三点: ①镍氢电池、不锈钢等下游需求复苏, 新能源汽车政策将催生泡沫镍需求; ②有色金属进入消费旺季, 库存开始减少; ③罢工造成供应紧张, 供需缺口进一步扩大, 我们预计 2010 年全球镍市场将从过剩转为短缺。
- 公司今明两年海外矿山有望逐步投产, 自产镍精矿产量将进入快速扩张期, 预计 2010 和 2011 年自产镍精矿 (权益) 分别增长约 65%和 50%, 达到 8730 和 12880 吨。2010 年将新增镍精矿产量 3500 吨, 新增产量主要是: 通化吉恩赤柏松铜镍矿, 2009 投产, 产量 1000 吨, 2010 年达产后产量可达 2000 吨; 和龙长仁铜镍矿预计在 2010 年 5 月试车, 初期产量 500 吨, 2011 年达产后可达 900 吨; 加拿大雷布特 (Liberty) 矿 2010 年产量有望达到 4000 吨, 2011 年达产后可达 5000-6000 吨。考虑到 2012 年若新收购的加拿大皇家矿业顺利投产, 则产量还能继续增长 30%。
- 我们认为镍价将保持震荡上行趋势, 未来三年公司利润有望保持 30%以上增速。我们预计 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.22、0.59 和 0.97 元, 对应 PE 分别为 109、40.1 和 24.7 倍。尽管从静态 PE 来看比较高, 但作为有色板块中不多见储量和产量大幅增加的公司, 公司理应获得较高估值, 而且从 2010 年动态 PE 来看目前估值处于历史水平中下端。未来业绩有望随着镍价上涨而有超预期表现。因此, 我们给予谨慎增持评级。
- 风险提示: 海外矿山投产不达预期, 镍价出现超预期下跌。

镍价创金融危机以来反弹新高，一个月上涨达两成

从春节期间开始 LME 镍价就出现了一波凌厉的上涨行情，至今一个月，伦镍已从 19000 美元/吨上涨最高超过 23000 美元/吨，价格已经回到 2009 年 8 月金融危机全面爆发之初的水平。

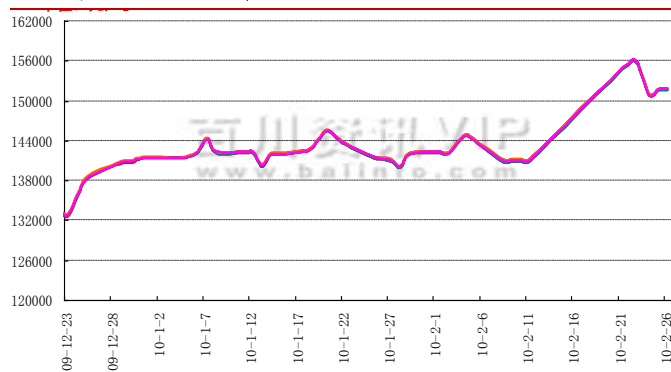
图表 1 LME 镍价格走势



数据来源：LME，金元证券

吉恩镍业的电解镍出厂价也从 13.2 万元/吨上涨至 15.8 万元/吨，涨幅超过 20%。

图表 2 国内电解镍价格走势



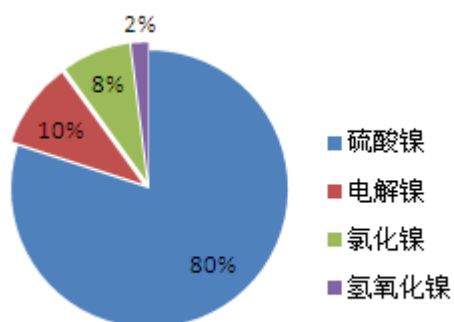
数据来源：百川资讯

分析这次镍价上涨的原因，我们认为主要有以下几点：

■ 下游需求复苏，新能源汽车政策将催生泡沫镍需求

电解镍的主要用途是不锈钢，硫酸镍则主要用于电池和电镀行业。预计公司 2009 年主要产品是硫酸镍（80%），电解镍（10%），氯化镍（8%），氢氧化镍（2%）等。

图表 3 吉恩镍业主营业务构成（2009E）



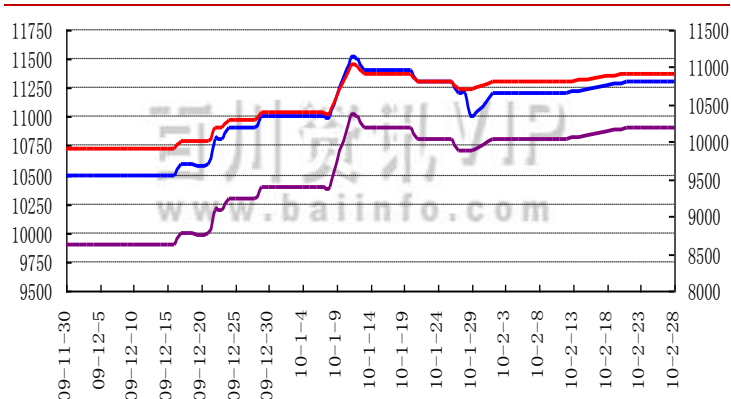
数据来源：公司公告，金元证券

我国是世界上第一大电池生产国，普通镍氢电池一直保持稳定增长态势，而用于混合动力汽车中的泡沫镍产能则是快速增加。我们预计新的新能源汽车产业政策将在 3 月底出台，据了解，2009 年支持在公交车、环卫车等公共服务领域推广使用节能与新能源汽车的 13 个试点城市将扩大为 20 个。财政部副部长张少春表示，国务院已经决定，今年在部分城市试点对私人购买新能源汽车给予补贴，补贴方式为购置补贴，但补贴具体额度尚在研究。工信部部长李毅中则透露，每辆车的补贴或将达到数万元。

我们预计政策出台后将极大促进新能源汽车的销量，而以目前的技术成熟度来看，镍氢混合动力电池是当前最实用的技术，全球销量最高的丰田普锐斯就是采用镍氢混合动力电池。这种电池的主要材料是泡沫镍，泡沫镍产业属于高度集中行业，目前全球只有 5-6 家公司可以生产，其中中国的科力远和英可公司是全球最大的两家泡沫镍生产厂家，2010 年产能分别可以达到 500 和 350 万平方米。

不锈钢作为电解镍的主要下游产品，全球不锈钢产能从 2009 年下半年开始就逐步复产。其价格今年以来一直维持平稳上升趋势，尽管公司电解镍产量不大，但不锈钢价格保持平稳增长也有利于镍价的进一步上行。

图表 4 无锡联众不锈钢板价格走势

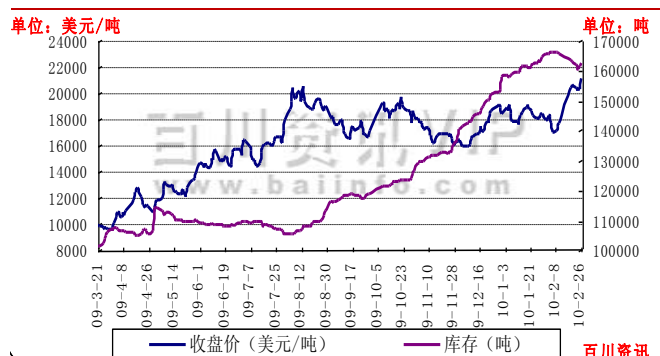


数据来源：百川资讯

■ 有色金属进入消费旺季，库存开始减少

随着春节后工地的逐步开工，每年 3-5 月是金属消费旺季，这一段时间也是中国大量进口各种矿石的时期。LME 镍的库存在今年 1 月创新高之后开始逐步减少，同时，其他金属铜、铝、锌等库存也都出现下降趋势，我们预计这种库存减少状况会持续到 5 月。库存减少也是支撑镍价上行的一个主要原因。

图表 5 LME 镍价（左轴）与库存（右轴）



数据来源：百川资讯

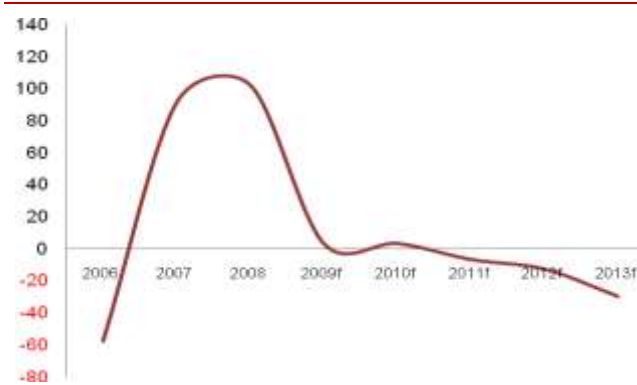
■ 罢工造成供应紧张，供需缺口进一步扩大

近期镍市场炒作的另一个话题是淡水河谷公司在加拿大 Sudbury 和 Voisey Bay 地区的两处镍矿在持续了近 7 个多月的工人罢工之后，原本预计能在春节前复工，然而经过一轮谈判之后，复工再次成为泡影。Sudbury 和 Voisey's Bay 镍项目曾预期 2009 年将生产 10.9 万吨镍，而目前则不得不面对漫长的因罢工而导致的关闭期。另一方面，由于公司

在新喀里多尼亚年产 6 万吨镍的建设项目遭遇不顺以致生产延迟，故此项目 09 年的年产量尚不足 2000 吨，这将导致明年镍全球供应量从紧。

根据 CRU（英国商品研究局）在 2009 年 7 月的预测，2009 和 2010 年全球镍市场略微过剩 3 万吨，而 2011 年开始将出现供给不足。但淡水河谷公司罢工是从 2009 年 7 月中旬开始，我们预计罢工将导致 2009 年产量减少 7 万吨，由此可以推算从今年开始全球镍市场就将处于供给不足状态。不过，我们认为罢工并非支撑镍价上涨的根本原因（据传言 3 月 17 日会复工），下游需求复苏才是镍价上行的根本动力。

图表 6 全球镍市场供需过剩/缺口



数据来源：CRU

抄底海外镍矿，储量翻两番

2008 年全球金融危机期间，公司果断斥资开展了一连串海外收购活动，陆续在加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚等国收购了一系列镍矿。根据公司公告，随着加拿大皇家矿业的收购完成后，公司权益镍矿储量将从收购前国内 13 万吨上升 48 万吨。充足的储量可以保证公司在未来十年内有矿可采。

而且，公司与 Goldbrook 公司共同对其拥有的加拿大魁北克省北部拉格伦镍铜矿床成矿带开发区（Raglan 矿区）891,000 英亩（约为 3605.8km²）权属土地进行勘探、开发。矿区地处加拿大魁北克北部 Ungava 半岛东西走向，大约 325 公里的褶皱带上（重要的铜镍矿成矿带），是镍、铜和铂族元素矿区。在该成矿带上已有 Xstrata（英桥公司）和 Canadian Royalties（加拿大皇家矿业）进行采矿，Xstrata 公司目前每年生产 27000 吨镍金属量，7000 吨铜和 400 吨金属钴。短期来看，与 Goldbrook 公司的共同探矿权还很难给公司带来收益，但随着逐步加大投入，未来公司资源储量有望进一步增长。

未来三年产能进入高速扩张期

通过了解，2010 年将新增镍精矿产量 3500 吨，新增产能主要是：通化吉恩赤柏松铜镍矿，2009 投产，产量 1000 吨，2010 年达产后产量可达 2000 吨；和龙长仁铜镍矿预计在 2010 年 5 月试车，初期产量 500 吨，2011 年达产后可达 900 吨；加拿大雷布特（Liberty）矿 2010 年产量有望达到 4000 吨，2011 年达产后可达 5000-6000 吨。

其中加拿大雷布特（Liberty）矿是今明两年公司海外产量最大的矿山，雷布特（Liberty）矿能否顺利投产将直接影响公司未来业绩增长。根据新闻报道，3 月 10 日，Liberty 矿业的首席执行官 Gary Nash 称“公司 Ontario 地区的 McWatters 镍矿的产量将大幅上升。中国吉恩镍业持有 Liberty 51% 的股份。此外，Liberty 还拥有 Redstone 矿，公司正计划在今年年中建设第三个镍项目。

Liberty 曾在 08 年 10 月份停产，由于金属价格低迷和金融市场萧条，但公司于去年三季度恢复了 Redstone 和 McWatters 矿区的营运，由于市场改善和吉恩镍业的经济支持。Nash 称，随着年初 McWatters 开发工作的完成，产量将成倍的上升。公司目前的产能是 200 吨/天，不久将升至 1800 吨/天。”

另外，2011 年若加拿大皇家矿业可以顺利投产，预期产量 5000 吨，2012 年达产后产能可达到 10800 吨。但皇家矿业由于刚刚完成收购，2011 年能否投产目前还存在一定的不确定性。

表格 1 公司未来三年产量预估（2009-2012）

矿山	权益	2009E	2010E	2011E	2012E
本部	100%	4000	4000	4000	4000
四子王旗小南山	98.5%	400	500	500	500
通化吉恩	84.95%	1000	2000	2000	2000
和龙长仁	100%	/	500	900	1000
加拿大雷布特	51%	/	4000	4000	4000
加拿大皇家矿业（存在较大不确定性）	75%	/	/	5000	10800
合计（权益）（吨）		5243.5	8731.5	12881.5	17331.5

数据来源：公司公告，金元证券

按此估计,未来三年公司的自产镍精矿产量可以保持年均复合 32%以上的增长速度。

盈利预测

据了解,公司国内镍矿选矿成本 80-100 元/吨,采矿成本 150 元/吨,由此估算镍精矿的成本是 8-9 万元/吨,以目前电解镍的市场价格来看,毛利率在 30%左右。国外矿山的成本与国内大体相当,主要是由于国外矿山机械化程度高,尽管单位人力成本高,但由于用工总数少,所以相对人力成本反而比国内低,而同时由于折旧成本相对较高,所以总体成本国内、国外基本相当,唯一多出的部分在于海运费,但相比国内镍精矿的市场采购价格,依然是有利可图。

由于铜镍属于伴生矿,所以公司的主要副产品是铜精矿,08 年之前这部分铜精矿直接向外部市场出售,09 年之后开始冶炼成电解铜向市场出售,目前每年自产铜精矿约 1000 吨,这部分可以为公司贡献毛利 1600 万元。

综合以上分析,我们认为未来三年公司利润有望保持 30%以上增速。我们预计 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.22、0.59 和 0.97 元,对应 PE 分别为 109、40.1 和 24.7 倍。尽管从静态 PE 来看比较高,但作为有色板块中不多见储量和产量大幅增加的公司,公司理应获得较高估值,而且从动态 PE 来看目前估值处于历史水平下端。未来业绩有望随着镍价上涨而有超预期表现。

图表 7 吉恩镍业 PE Bands



数据来源: WIND

表格 2 盈利预测表

营业收入 (万	增长率	净利润 (万	增长率	毛利	EPS	PE
---------	-----	--------	-----	----	-----	----

	元)		元)		率		
2009E	125500	-31.17%	16720	-25.36%	17.20%	0.22	108.0
2010E	193306	54.03%	43320	159.09%	21.10%	0.57	41.7
2011E	258078	33.51%	73720	70.18%	23.20%	0.97	24.5
2012E	312540	21.10%	95836	30.00%	23.50%	1.261	18.8

数据来源：金元证券

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.