

推荐 (维持)

中资镍企项目进展顺利 持续受益镍景气周期

2018年05月26日

印尼镍行业调研报告

上证指数 3169

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	33	0.9
总市值 (亿元)	3238	0.6
流通市值 (亿元)	1948	0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.9	-6.0	12.8
相对表现	2.0	1.6	-1.7



资料来源: 贝格数据、招商证券

一、恒顺众昇 (300208.SZ) ——印尼镍矿项目

2013年开启转型之路: 公司成立于1998年,是专业从事电网节能、环保及电能质量优化解决方案的电力装备供应商。主营业务是高压无功补偿装置、滤波装置及核心部件的研发、设计、生产与销售。原名为青岛市恒顺电气股份有限公司,2015年3月更名为青岛市恒顺众昇集团股份有限公司。2011年上市之后,尤其是2013年之后,国家电网公司统一集中招标管理,国家电网内部消化的订单增多,系统外份额降低,公司的收入和利润开始下滑。公司调整战略布局,开始在海外谋求二次跳跃。凭借六项业务技能,现已基本形成海外投资独立单元,从不毛之地发展为完整的工业园区。

引入青岛城投 强强联合深耕“一带一路”: 青岛城投通过多次入股,成为公司第二大股东,凭借其强大的融资能力,有望为恒顺众昇的海外战略保驾护航,实现双赢。2016年2月6号,青岛城投公告有意在未来12个月内继续增持上市公司股票,承诺未来36个月内不减持。截至2018年一季度报发出,青岛城投持股21.34%。

积极布局全产业链 应对印尼镍矿出口禁令: 公司自2012年11月在印尼进行了几项重大投资,然而,2014年1月12日,印度尼西亚能源与矿产资源部实施2014年1号部长令,规定可出口矿产提炼品(包括来自印度尼西亚镍矿的产品)的限制(矿产出口品位最低要求:铁矿52%、镍矿2.2%)。这一禁令对公司的海外项目带来了不利影响,针对这一影响,公司深入研究印尼的政策与环境,并在印尼设立子分公司和办事处,降低海外市场的运营风险。同年在印尼,公司取得煤矿、镍矿、锰矿等多项矿产资源,并开始修建码头或道路等公共设施,目前煤矿已投产。2014年2月,印尼工业园项目正式启动:总投资达15亿美元,总体规划4000公顷,包括发电厂、高炉镍铁冶炼、电炉镍铁冶炼、物流仓储和生活办公等五个功能区,配套建设有码头(目前可达到600万吨,以后会升级改造)、道路等公辅设施。项目规划建设年发电35亿度的电厂以及12条RKEF生产线和20套高炉项目,可以年产125万吨不锈钢,是中资企业在印尼投资建设的第二大工业园。

园区投资者主要为股东及其他合作单位,上市公司为园区内的投资者提供产能建设(EPC合同)、运行、镍矿销售等全产业链服务,消除投资者与印尼市场之间的障碍。

园区镍矿资源丰富: 恒顺众昇镍铁工业园坐落于印尼苏拉威西岛,为世界第十一大岛。该岛坐拥印尼东部海岸线,矿产资源十分丰富,上市公司目前在印尼加里曼丹省持有的中加煤矿约2212公顷,在印尼苏拉威西省持有Madani镍矿约2014公顷,持有的BMU镍矿约1963公顷(公司合计持有BMU80%的股权),公司取得了上述矿产的探矿权及采矿权。在印尼帝汶岛收购的锰矿约476公顷。

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

0755-83295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

表 1: 公司六大业务板块形成走出去的基础

业务板块	业务模式
绿色电网	可进行 10kV-500kV 电网的设计、建设和改造, 以及 7.5MW~600MW 单机发电机组的成套和安装调试, 为客户提供专业的设计、研发、制造和运维“一站式”整体解决方案。
电能开发	针对部分国家电力匮乏及电力基础设施薄弱情况, 投资建设电厂及电网输配设施, 以满足当地电力能源需求和公司在当地进行工业园建设的需求。投资余热电厂进行合同能源管理, 以解决能源的高效利用问题。投资煤矿、石油、太阳能等能源行业。
矿产运营	收购储备优质资源矿进行自采或对外承包, 进行矿权交易以及下游企业整合。
园区开发	立足电力投资和建设优势, 结合当地资源优势, 建设工业园区。一类是资源类工业园, 如冶炼企业招商入驻园区, 结合公司的基建、电网建设与销售和园区运营优势, 给企业提供全方面服务。在工业园开发同时, 建设道路、学校、医院等配套设施。
特许经营权	通过 BOT、IBO、PPP 等模式, 对自来水、天然气、高速公路、港口、码头、渔业等进行开发与运营。
金融投资控股	产业投资基金及私募股权创业投资基金等, 专注于环保产业, 清洁生产, 医疗健康, 特种矿产高效利用与新材料。

资料来源: 公司网站, 招商证券

恒顺众昇苏拉威西工业园分两期建设。项目园区一期完成征地 400 公顷, 配备 20 套高炉, 12 个余热发电机组。项目一期可行性报告显示, 自备电厂一期安装 2*65MW 燃煤湿冷发电机组, 预计年产镍铁 18 万 t(含 Ni10%), 电炉年生产天数 330d/a。该电厂由集团公司等投资者投资建设, 2015 年 10 月 22 日举行电厂奠基仪式。工程计划第一台机组建设工期为 20 个月, 第二台机组建设工期为 22 个月。二期为 4 条 RKEF(电炉)线, 其电力来源为工业园的电厂。恒顺众昇在青岛城投接手后, 计划将二期 RKEF 线由 4 条扩到 8 条, 合计产能 43.2 万吨; 同时延伸到不锈钢炉粗坯、热轧、冷轧。

基础设施逐步完善 本土劳动力待开发

交通: 园区靠近省级公路, 距 Buleleng 村公路入口仅 6.7km, 可与全岛公路网相通。园区内交通便利, 现已有 2 个大型码头, 坡陡水深, 港口运输条件十分便利, 运输成本较低: 1 号横靠码头 (BMU), 接货过驳进口设备能力 4.5 万方/月; 2 号“码头区域”, 接货沙子石子 2.5 万方/月。现另有 3 号深水码头正在修缮, 如修缮过程顺利完成且吃水足够, 预计具备接货水泥 1 万吨/月, 柴油 1200 吨/月能力。除此之外, 园区正规划建设 5 万吨泊位港运码头, 并扩建原 2 号码头, 未来将与 RKEF 设备同步。

电力: 园区现有 5 台 400kW 柴油发电机 (配套电缆), 6 台 1200kW 柴油发电机 (配套变压器、开关柜和电缆), 可为入园企业和施工单位提供充足且稳定的施工和调试电力。另外还有 12 台 25-128kW 柴油发电机可供出租, 为偏远位置施工提供灵活便利的电力。园区在建电站配置 3*7.5kW 机组, 建成后可满足园区所有单位的生活及施工电力需求, 并为燃煤电站提供调试用电。2018 年规划将在肯达里建设占地 2000-2500 平的办公及接待场所, 另有园区人员中转中心、采购中心、医疗救治中心等设施预计将于该年建成。

人员配置: 园区内现有 70 个中国人, 325 个本地人, 附近的本土劳动力仍待开发。

周边居民: BungkuPesisir 镇现有 4450 人口, 对面海岛上 BungkuSelatan 镇现有 10700 人口。尽管当地目前矿山采掘业仍处初步阶段, 工业基础较为薄弱, 但由于当地民风淳朴, 可塑性强, 今后能为园区提供较为充足劳动力。

“镍”市受印尼政策波动 17 年 1 月禁令有所放松：2014 年 1 月 12 日，印度尼西亚能源与矿产资源部开始实施 2014 年 1 号部长令(「部长令」)。自禁令实施，多家企业前往印尼考察，近 30 家企业在印尼本地投资开设镍矿冶炼厂。

2017 年 1 月 12 日，印尼宣布了出乎市场预料的决定：部分取消镍矿和铝土矿的出口禁令。新规显示，矿权持有人在获得能矿部的推荐函和贸易部的出口许可后，可以出口部分 1.7%品位以下的镍矿。另有印尼官方表态，若企业在印尼国内冶炼厂能够自用 30%的低品级矿石，剩余镍矿石将允许出口。自 2017 年 1 月镍矿石出口政策调整以来，截至 2018 年 3 月 31 日，印尼共出口了 8,637,595 吨镍矿石。同期印尼铝土矿出口量达到 2,634,455 吨。

中印合作基础良好，工业产业园模式为最优：印尼作为中国周边具有影响力的大国，是我国周边稳定和和平环境的重要依托之一，是我国落实“与邻为善，与邻为伴”周边外交政策重要基础之一。自 2005 年我国和印尼建立战略伙伴关系以来，形成了日益牢固的政治、经济和社会人文基础。

2015 年是中印尼两国建交 65 周年，应中国国家主席习近平邀请，印度尼西亚总统佐科·维多多对中国进行国事访问，并出席 2015 年博鳌亚洲论坛年会开幕式。2015 年印尼成为亚投行重要股东之一，且仅印尼人担任亚投行理事会副主席(仅两位人选)。

印尼拥有丰富的镍资源，而我国镍矿资源却相对贫乏，主要依赖进口，在印尼矿石出口禁令之前，从印尼进口的镍矿占到我国进口量的 50%。近年来印尼镍产量位居世界前列，去年，印尼镍产量再次超过菲律宾，位居世界首位。

图 1：恒顺众昇印尼苏拉威西镍铁工业园俯瞰图



资料来源：招商证券

图 2：红土镍矿采矿区



资料来源：招商证券

图 3：恒顺众昇印尼苏拉威西镍铁工业园建设工地



资料来源：招商证券

图 4：恒顺众昇印尼苏拉威西镍铁工业园



资料来源：招商证券

图 5：早晨的恒顺众昇苏拉威西工业园



资料来源：招商证券

图 6：红土镍矿



资料来源：招商证券

二、中国罕王（3788H）

公司于印度尼西亚东南苏拉威西省北科纳威县拥有红土镍矿项目，该矿属世界级的超大型镍矿资源，镍储量金属量达到 470 万吨，尚有大量未勘探区域。

罕王在印尼有三个镍矿项目公司：PT KonutaraSejat(以下简称 KS)、PT KaryatamaKonaweUtar(以下简称 KKU)和 PT.KonutaraPrima(以下简称 KP)目前处于初步探矿阶段。

KS 简介

产量：KS 矿山目前在正常生产，预计可年产 120 万吨镍矿。考虑旱、雨季影响，全年预计有 210-220 天可作业时间。产品大部分针对印尼当地冶炼厂（青山等）进行销售，销售镍矿品位 1.8~1.9%之间。

生产历史：

2012 年 6-9 月，出产过 15 万吨镍矿（实物量）；

2012 年 Q4,开始进行技术改造，剥离、堆场；

2013 年 Q2，镍矿市场开始走弱，开始专开铁矿 KKU，褐铁矿；

2013 年 Q4，合计出口 37 万吨；

2014 年开始禁止出口，矿山停产。

2017 年下半年开始恢复生产。

KKU 简介

KKU 储量：KKU 褐铁矿 1.3 亿吨，品位 49%，烧结后达到 57% 左右，但考虑到印尼的煤炭运输成本较高，暂时不打算生产。KKU 约含 1.8 亿的镍矿石量，镍储量金属量约 250 万吨。

KKU 矿山目前也在正常生产中，年产量在 100 万吨左右（1.7 品位以上）。

项目进度：一区块已经部分剥离完成，目前因为承包方原因，暂时停止出矿，峰值月产量能达到 10 万吨。二区块中，施工队 1 月开始打钻，因镍矿层上层有一层铁帽，现阶段在进行铁帽剥离工作，剥离完成后，开始采掘，预计月产量 8 万吨左右。

为降低投资成本，现阶段采用外包模式进行开采，KKU 与 DDR（嘉能可子公司）合作，KS 与 PT.MahaBhaktiAbadi（一家于印尼注册成立的有限公司兼独立第三方，简称 MBA）合作。KS 委聘 MBA 进行镍矿开采、生产及销售工作，KS 由此将分享销售镍矿产生的溢利，公司目前每吨矿抽成 5 美元左右。公司中资人员主要负责监工。印尼红土镍矿全成本在 20 美金/吨（调研口径）。2017 年，生产镍矿 25.9 万吨，销售 22.3 万吨。

因为公司目前没有出口配置，镍矿只能在印尼境内销售。KS 及 KKU 已与广青镍业不锈钢公司和中国青山建立合作关系。青山一期设计规模 300 万吨镍铁，实际投产 200 万吨镍铁（10% 左右的镍铁），二期在建，未来达到 400 万吨的产能。目前正在与德隆建立合作关系，德隆计划生产无碳钢。潜在客户有：新兴铸管、新华联、金川等。

由于目前成熟冶炼项目较少，矿价格较低，30 美元左右，随着冶炼厂投产，镍矿需求提升，价格有望上行。苏拉威西现有 26 条线，其中青山占绝大多数，预计未来苏拉威西岛镍铁生产线能达到 55 条线左右。

图 7：中国罕王营地



资料来源：招商证券

图 8：红土镍矿装配现场



资料来源：招商证券

图 9：红土镍矿装载船舶



资料来源：招商证券

图 10：中国罕王红土镍矿采区



资料来源：招商证券

图 11：中国罕王红土镍



资料来源：招商证券

风险提示

- 1、产能扩建不及预期。**现阶段受益于行业景气，许多公司正实施扩产。如果地方政府审批、配套设备制造及安装不及预期，将对产能释放带来较大影响。
- 2、行业竞争加剧的风险。**在国家对工业废物处理及新能源产业大力扶持的政策驱动下，环保和新能源产业正在步入快速发展期，将会有大量的潜在竞争者通过项目投资、兼并收购、寻求合作联营等途径进入此领域，从而进一步加剧行业竞争。
- 3、新能源车销量不及预期：**新能源车发展是未来高镍三元需求增长的重要支撑，若销量不及预期将影响高镍三元需求，进而影响相关公司业绩。
- 4、高镍三元产业化进程不及预期：**国内高镍三元目前仍处于发展元年，若后续大规模产业化进程不及预计，将影响其渗透率提升以及相关公司业绩。
- 5、硫酸镍产能释放超预期：**工信部 2015 年将硫酸镍列入《危险化学品目录》，在生产、包装、运输等环节要求很高，特别是针对新建产能，建设配套废气、废水和废渣处理系统要求并且接受环境评估，这个周期或在 2 年左右，若环保督察不及预期而趋缓，硫酸镍广阔前景将驱动资本加快新建步伐。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，7年基本金属研究经验。2017年3月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

