

业绩拐点已现，未来增长可期 增持首次

投资要点：

- 镍精矿进入逐步释放期
- 印尼低镍锍项目有助于提升原料供给，降低生产成本
- 2012 年业绩增速有望达到 461.81%

报告摘要：

- **镍精矿进入逐步释放期。** 公司在国内拥有镍金属量 15.18 万吨，产量稳定。近年来公司先后参与了瑞木镍钴矿、皇家矿业、Liberty 、Metallic 和 Victory Nicle 等镍矿项目，提升公司权益储量达到 49.52 万吨。随着公司海外扩张的逐步深入，公司在镍资源量大幅提升的同时，自产镍精矿也进入逐步释放期，未来公司镍精矿的自给率将逐步由现在的 35% 提升至明年的 86% 和后年的 100%，盈利能力大幅提升。
- **印尼低镍锍项目有助于提升原料供给，降低生产成本。** 公司投资的印尼红土矿冶炼(低镍锍)项目，总投资为 69.56 亿元，建设期约 3 年，达产后冶炼厂每年矿石处理能力达 148.15 万吨，生产含镍 15% 的低镍锍 16 万吨，约 2.4 万吨金属镍，可有效缓解公司原材料不足问题；同时还可以降低运输成本约 4 亿元。
- **未来业绩有望实现高增长。** 公司业绩的增长主要来自电解镍价格的上涨和公司镍精矿产量的增加。对于电解镍的价格，我们判断由于其下游需求领域主要集中在不锈钢领域，未来需求增速约为 10%，不具备支撑电解镍价格大幅上涨的动力。但公司前期进行的海外资源扩张，已经渡过了磨合期，正在逐步进入释放期，未来两年随着海外镍精矿的投产，公司利润增速可达 461.81% 和 67.45%。
- **2011 年 EPS0.09 元，首次给予“增持”评级。** 基于上面的分析，我们认为公司主要镍系列产品未来产能将保持相对稳定，增长点主要来自自产镍精矿的投产。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别是 0.09 元、0.49 元和 0.83 元，对应动态 PE 分别为 203 倍、37 倍和 22 倍，虽然目前估值水平较高，但考虑到公司未来两年的高增长，且公司目前股价已跌破增发价，具有一定安全边际，我们首次给予“增持”评级。

分析师：

闵丹 (S1180511010010)
电话：010-88085977
Email: mindan@hysec.com
刘喆 (S1180511060001)
电话：010-88085968
Email: liuzhe@hysec.com
贡献作者：周鹤（实习生）

市场表现



基本情况

总股本:	亿	8.11
流通股本:	亿	8.11
第一大股东		吉林昊融有色金属集团有限公司
第一大股东持股比例		54.23%

数据来源：宏源证券

相关研究

宏源证券*行业报告*资源为主，成长相辅	06.22
宏源证券*行业报告*政策+技术，关注小金属与深加工	03.31

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1125.85	2249.57	2612.02	2733.65	3912.72
同比增长率	-38.22%	99.81%	16.11%	4.66%	43.13%
净利润	119.01	107.20	71.42	401.26	672.28
同比增长率	-49.02%	-9.92%	-33.37%	461.81%	67.54%
每股收益(元)	0.15	0.13	0.09	0.49	0.83

目录

一、公司概况.....	4
二、镍：国内需求持续大于供给，部分依赖进口	5
(一) 拥有红土镍矿资源是关键	5
(二) 需求受益于不锈钢产量增长，高端镍产品未来空间较大.....	7
三、镍行业龙头，自给率提升.....	9
(一) 镍产品种类繁多，产能基本稳定	9
(二) 镍精矿进入逐步释放期	10
(三) 印尼低镍锍项目提升原料供给，降低生产成本.....	12
1、提升公司原料保障能力.....	12
2、降低原料采购和生产成本.....	13
3、大股东在印尼参与开发红土镍矿.....	13
四、盈利预测.....	13

图目录

市场表现	1
图 1: 2010 年收入构成.....	4
图 2: 2009 年收入构成.....	4
图 3: 2010 年利润构成.....	4
图 4: 2009 年利润构成.....	4
图 5: 产品毛利率.....	5
图 6: 硫酸镍毛利率.....	5
图 7: 全球镍基础储量分布图.....	5
图 8: 全球镍基础储量分布图.....	5
图 9: 我国镍产量(单位: 万吨)	6
图 10: 我国镍需求量(单位: 万吨)	6
图 11: 镍下游需求结构.....	7
图 12: 镍下游需求领域.....	7
图 13: 羟基法生产镍的工艺流程.....	8
图 14: LME 镍期货价格及库存	14
图 15: 长江现货镍价格走势	14

表目录

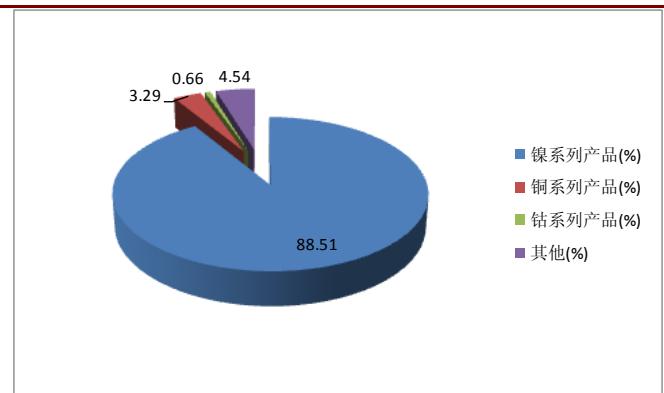
基本情况	1
相关研究	1
表 1: 我国镍矿分布	6
表 2: 公司各主要镍产品产能及产量(单位: 吨)	10
表 3: 公司主要矿山储量及产能情况(单位: 吨)	11
表 4: 公司矿山产能及产量情况(单位: 吨)	12
表 5: 主要产品产量假设(单位: 吨)	14
表 6: 主要产品价格假设(单位: 元/吨)	14

一、公司概况

公司是国内最大的镍盐生产企业，也是仅次于金川集团的第二大电解镍公司，现已发展成为集镍金属的采矿、选矿、冶炼、化工于一体的大型有色企业。公司主要从事硫酸镍、高冰镍、电解镍、氢氧化镍、硫酸铜、硫酸、羰基镍、羰基铁等产品的生产、销售，形成了“吉恩”牌优质镍系列产品，其中吉恩硫酸镍被国家工商总局认定为“中国驰名商标”，高冰镍为“部优产品”，并多次获“吉林省名牌”称号。产品营销网络覆盖全国，并远销海外。

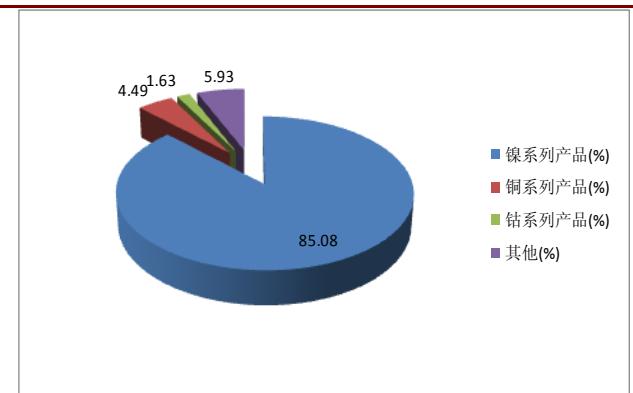
目前公司拥有镍精矿产能 5000 吨（金属量）、高冰镍 1.5 万吨、电解镍 6500 吨、硫酸镍 4 万吨、氯化镍 4000 吨、氢氧化镍 2000 吨、羰基镍 2000 吨和羰基铁 1000 吨的生产能力。公司收入和利润来源主要依赖镍系列产品，2010 年镍系列产品实现营业收入 19.91 亿元，占公司总营业收入的 88.51%；实现营业利润 6.17 亿元，占公司营业利润的 94.19%。这其中又以硫酸镍产品为主，硫酸镍是公司主营业务收入和毛利润的主要来源，占比分别达到 57.65% 和 76.94%。从毛利率来分析，近三年来，公司其他系列产品毛利率降幅较大，只有镍系列产品毛利率相对稳定，而硫酸镍产品的毛利率都稳定在 40% 以上，显示出公司在硫酸镍产品自给率相对较高。

图 1：2010 年收入构成



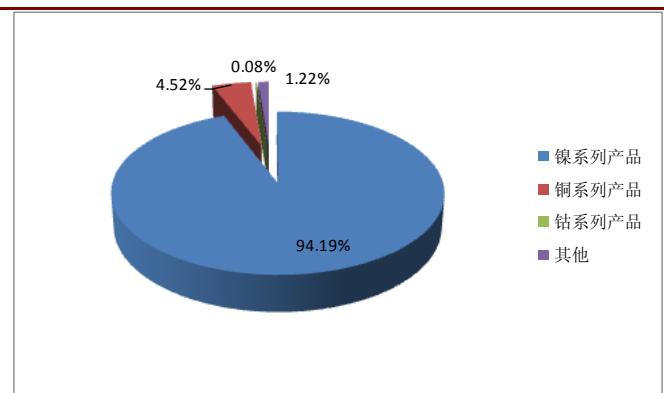
资料来源：Wind，宏源证券

图 2：2009 年收入构成



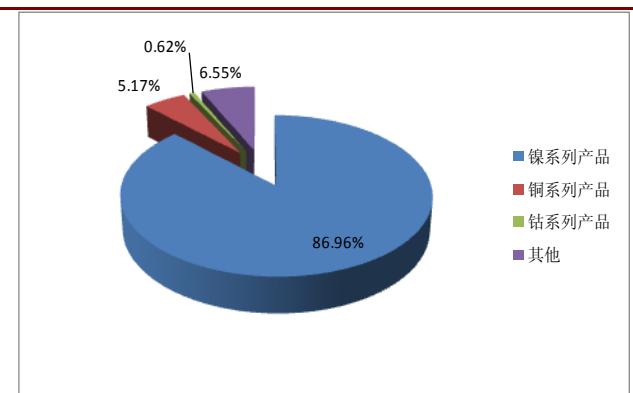
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：2010 年利润构成

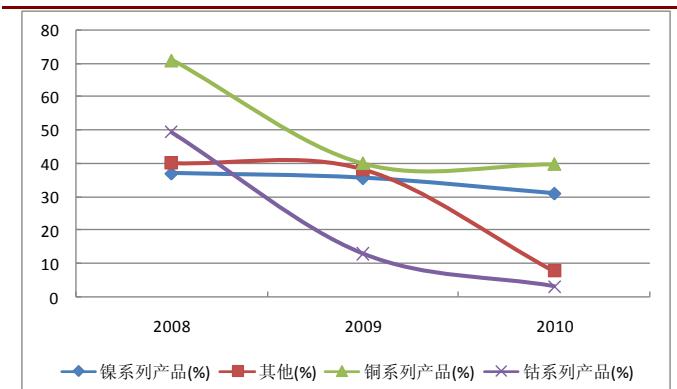


资料来源：Wind，宏源证券

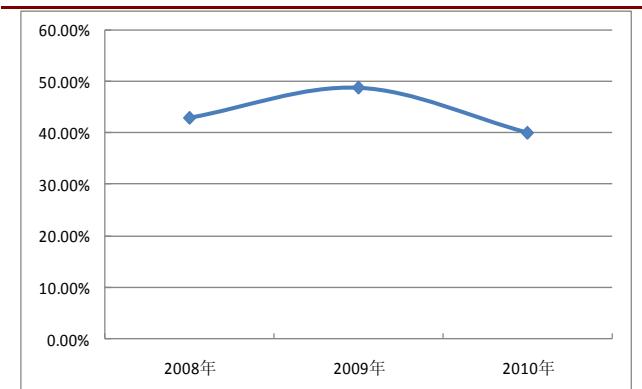
图 4：2009 年利润构成



资料来源：Wind，宏源证券

图 5：产品毛利率


资料来源: Wind, 宏源证券

图 6：硫酸镍毛利率


资料来源: Wind, 宏源证券

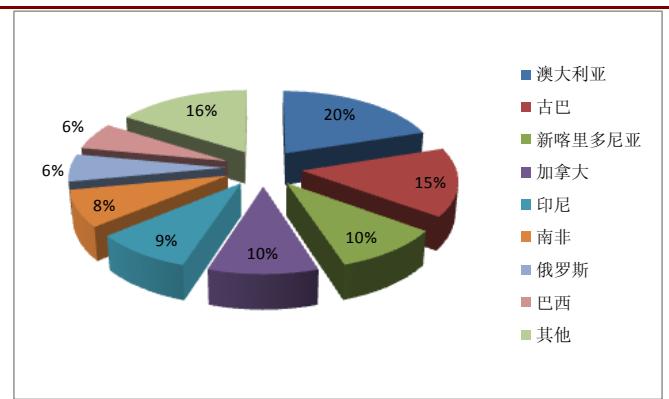
二、镍：国内需求持续大于供给，部分依赖进口

(一) 拥有红土镍矿资源是关键

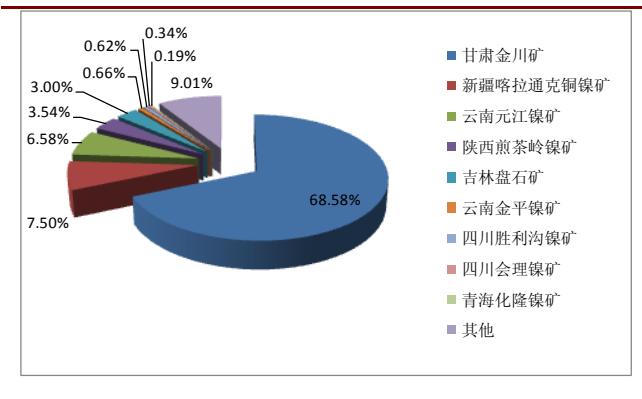
1、我国镍产量世界第一，但资源储量并不丰富

镍在自然界主要以红土镍矿（氧化镍）和硫化镍矿（镍铁矿）的形式存在。由于硫化镍矿资源品质好，工艺技术成熟，大约 60% 的镍产量来源于硫化镍矿。

据 USGS 的统计数据，2009 年全球已探明镍金属基础储量约 6900 万吨，储量为 14800 万吨。基础储量总量的 72.2% 为红土镍矿，平均品位为 1.28%，剩余 27.8% 为硫化镍矿，平均品位 0.58%。全球镍矿资源主要分布在澳大利亚、新喀里多尼亞、俄罗斯、古巴、加拿大、巴西、南非、印尼等八个国家，这八个国家占全球镍金属基础储量的 84.1%。

图 7：全球镍基础储量分布图


资料来源: Wind, 宏源证券

图 8：全球镍基础储量分布图


资料来源: Wind, 宏源证券

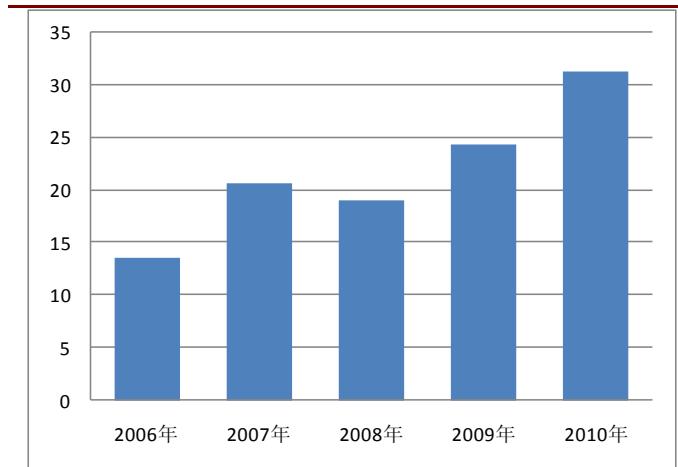
表 1：我国镍矿分布

	资源储量占比	矿石平均品位 (%)	资源储量 (千吨)
甘肃金川矿	68.58%	1.06	5486
新疆喀拉通克铜镍矿	7.50%	3.2	600
云南元江镍矿	6.58%	0.8	526
陕西煎茶岭镍矿	3.54%	0.55	283
吉林盘石矿	3.00%	1.3	240
云南金平镍矿	0.66%	1.17	53
四川胜利沟镍矿	0.62%	0.53	49.3
四川会理镍矿	0.34%	1.11	27.5
青海化隆镍矿	0.19%	3.99	15.4
其他	9.01%		720.8
合计			7600

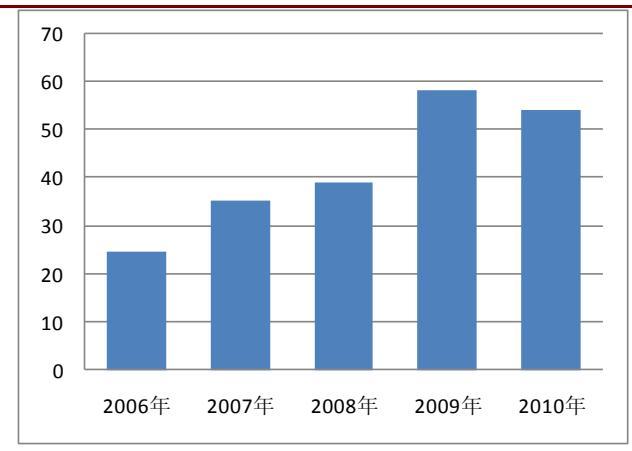
资料来源：Wind，宏源证券

我国的镍矿资源储量为 760 万吨，按照国土资源部的数据，中国镍金属的基础储量为 299 万吨，占全球总量 6900 万吨的 4.2%，排在全球第九位。国内硫化镍矿占总储量的 91%，其余为红土镍矿。主要镍矿床分布在甘肃省的金川(70%);吉林省的红旗岭、赤柏松(4.4%);新疆的喀拉通克、黄山(11.6%);四川的冷水箐、杨柳坪(3.3%);云南的白马寨(8.9%)等镍矿。除金川矿床外，其他大多数矿床储量小，品位低，开采难度大，成本较高。

根据 CRU 英国商品研究局的数据，2010 年世界原生镍产量为 140.9 万吨，主要生产国有中国、俄罗斯、加拿大、日本等。其中中国产量为 31.37 万吨，约占当年全球产量的 22.26%，中国已经超过俄罗斯成为全球第一大原生镍生产国。

图 9：我国镍产量（单位：万吨）


资料来源：Wind，宏源证券

图 10：我国镍需求量（单位：万吨）


资料来源：Wind，宏源证券

2、不锈钢逐渐采用镍铁，红土镍矿成焦点

镍金属的生产已从单一的硫化镍矿转为硫化镍矿与红土镍矿共同开发，改变了镍产品的供给格局，使得由红土镍矿冶炼生产的镍铁供应量开始增加。随着镍价的企稳回升，大

部分此前被迫减产或者停产的企业陆续开始逐渐恢复生产，全球硫化镍矿生产的精炼镍供应增加，而且红土镍矿生产的镍铁已经得到不锈钢企业的广泛使用，越来越多的不锈钢企业更多的使用镍铁而不是精炼镍来生产不锈钢。从资源储量来看，红土镍矿占总体矿产资源的 72%左右，其资源量远远高于硫化镍矿，所以从全球来看，未来一段时间，随着红土镍矿冶炼技术的逐渐完善，预计将会有更多的红土镍矿被开发，镍铁供应会比较充足。

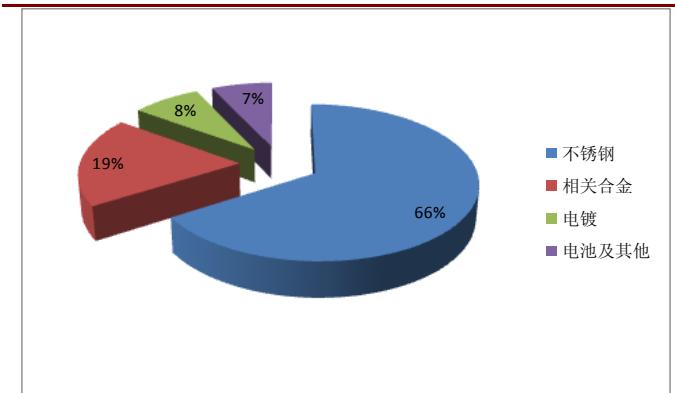
从我国镍矿资源储量可以看出，国内硫化镍矿占总储量的 91%，红土镍矿储量比较匮乏，这使得我国镍铁生产所用的红土镍矿原料主要依赖进口。随着近年来有色金属价格持续上涨，许多国家开始陆续出台了限制原矿出口或者增加原矿出口关税等政策，这使得红土镍矿的供应存在极不稳定的风险。所以对于国内镍企业来说，及早在海外获得红土镍矿资源是十分重要的。

(二) 需求受益于不锈钢产量增长，高端镍产品未来空间较大

1、镍的消费结构

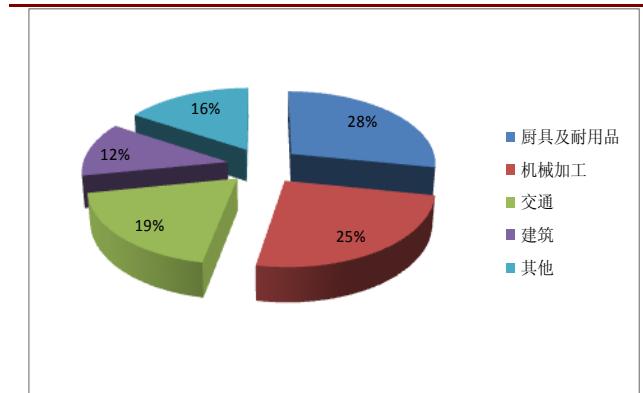
近几年来，国内镍需求量快速上升并稳定在高位，已经上升至世界首位。但是国内镍消费的特点是资源自给率不高，有近 50%的镍需要进口。具体原因主要是国内不锈钢产量的快速增长，直接带动了镍的需求，目前中国是世界上第一大不锈钢生产国。在镍的消费结构中，不锈钢的需求比例最大，占到了 66%，其次是相关合金、电镀和电池，占比分别为 19%、8% 和 7%。从镍的下游消费结构中可以看出，不锈钢未来的产量直接决定了镍的需求量。

图 11：镍下游需求结构



资料来源：Wind，宏源证券

图 12：镍下游需求领域



资料来源：Wind，宏源证券

2、不锈钢将持续稳定增长，增速约为 10%

电解镍具有纯度高，含杂质少、熔点高、抗腐蚀性强的特点，在冷热状态下，压力加工等机械性能良好。电解镍和镍铁主要用于生产不锈钢，不锈钢产量的增长直接拉升着电解镍和镍铁的需求。

根据钢铁行业协会的分析，我国 2009 年人均不锈钢消费量达到 5.9 公斤的水平。随

着我国居民收入水平和消费层次的提高，对不锈钢用品的需求将增加，另一方面中国城市化进程的加快也对不锈钢提供大量的增量需求。此外，随着国际经济环境将逐步复苏，欧美不锈钢市场需求稳步上涨，也将进一步增加镍的需求。

根据发达国家特别是日本的不锈钢发展经验，经过十年的快速发展后进入平稳增长阶段，预计未来几年我国不锈钢生产消费将在现有水平上平稳上行，增长率仍将超过10%。

3、镀镍等行业依然保持较快增长

硫酸镍广泛应用于电镀、电池、印染、医药等行业中，在电镀行业中，硫酸镍主要用作电镀镍和化学镀镍的主要原料；在印染行业中，用作还原染料的媒染剂。此外，硫酸镍还是生产其他镍盐类产品的良好材料。随着我国加强环保，对环境污染比较严重的电镀镍将被化学镀镍取代，而化学镀镍的需求量是电镀镍的十几倍，预计每年对硫酸镍的需求量将以20%的速度增长。

4、高新技术行业对羟基镍产品需求旺盛

羰基法精炼镍工艺，是由C.Langer和L.Mond于1898年发明的，它是利用一氧化碳与金属镍在一定的温度、压力作用下反应生成羰基金属化合物，然后再热解羰基金属化合物而获得纯金属的一种方法。羰基法精炼镍工艺不仅能耗低（羟基法耗电只是电解法的近三分之一）、提取率高（羟基法大于95%），而且有利于贵金属的富集，是一种无三废的环保工艺。其产品如镍丸、镍粉等都是目前国内外市场上急需的重要原料。

图1：羟基法生产镍的工艺流程



资料来源：宏源证券

用羟基法可生产高纯度金属镍丸、镍金属粉末、合金粉末、泡沫镍及纳米镍粉等产品。由于羟基法制备的产品具有特殊结构状态，所以其物理和化学特性优良，因此羟基镍产品广泛地应用于氢镍电池、合金钢、粉末冶金、催化剂及隐身材料等领域。下面是几种常用的羟基镍产品的相关应用。

（1）镍丸

用羟基法可生产直径8-10mm的镍丸，由于镍丸的纯度高，不含有有害杂质（铅、锌

等)，也几乎不含钴元素，因此是核工业中的重要原料。镍丸具有快速熔化的特点，是炼制不锈钢、高温合金及高级合金钢的优良原料，高品质的镍丸也是制备高质量硫酸镍的原料。目前国内对羟基镍丸需求量在 5000 吨左右。

(2) 羟基金属粉末

利用羟基法制备的微米级羟基镍粉末、纳米级羟基镍粉末、羟基铁-镍合金粉末及包覆粉末是发展能源材料、电子材料、冶金材料的必须产品，它独特的晶形结构和高纯度的颗粒能成为与其它金属混合的理想材料，它树枝状的表面使其能与大颗粒紧密结合，在粉末烧结前形成稳固而均匀的分布，在随后的烧结过程中能和其它粉末渗透均匀，最后能形成具有平衡冶金结构的精密部件，其性能大大优于普通镍粉，广泛应用于镍系电池、电源工业、核工业微孔滤芯、精密合金、石化用催化剂、电子显象管用吸气剂和超高频磁性材料等领域。其中羟基镍粉末在电池行业用量最大，仅五号镍氢电池，每年国内就需要羟基镍粉末 300 吨以上，再加上镉镍电池的用量，每年超过 3500 吨。由于镍氢电池具有大的能量密度、充电快、寿命长等优点，预计随着成本的下降，将成为电动汽车电源中的主要选择。此外，镍氢电池还广泛应用于笔记本电脑等电子消费类产品。由此看见，羟基镍粉末产品市场十分巨大。

根据近几年的国际镍市场的统计，国外羟基镍的产能约 15 万吨，消费量大约在 13-15 万吨，预计其需求将以 10% 的年增长率递增。国内目前生产的金属镍产品主要是电解镍，年产量可达 5-6 万吨，而羟基镍产品产量仅 150-200 吨，且品种也不齐全，远远不能满足国内市场的需求，目前我国的羟基镍产品主要依赖进口，全球羟基镍产品市场一直被国外大型镍企业垄断，所以在国内生产羟基镍产品具有很好的市场前景。

羰基铁的主要原料是海绵铁，它通过与 CO 在高温高压下反应，生成 5 羰基铁油状物，经低压分离后得到羰基铁，该产品在军工、汽车、摩托车、通讯器材、磁性器件等方面有广泛的应用，还原后的羰基铁，还大量应用于粉末注射硬质合金的粘结相和改善粉末冶金压制件性能。

三、镍行业龙头，自给率提升

(一) 镍产品种类繁多，产能基本稳定

公司镍产业链完整，集镍精矿—高冰镍—电解镍、硫酸镍和羟基镍于一体，产品涉及镍精矿、高冰镍、电解镍、硫酸镍、氯化镍、氢氧化镍、羟基镍和羟基铁等多个品种，是国内最大的镍盐生产企业，也是仅次于金川集团的第二大电解镍公司，目前各个生产线基本都处于满负荷运转情况，公司会根据市场需求状况进行适度微调。

高冰镍（含镍量 60%），设计产能 1.5 万吨/年，目前实际产量可达 1.8 万吨/年，暂时没有扩产意向，未来有望增长到 2 万吨/年。除此之外，未来可能考虑脱离奥炉的产能限制，直接尝试生产下游电解镍和硫酸镍等产品。自产镍精矿不足部分由朝阳昊天采购低冰镍补足。硫酸镍（含镍量 22%），设计产能 4 万吨，目前实际产量在 3.3-3.4 万吨。电解镍设计产能 6500 吨，目前处于满产状态。另外公司还拥有 4000 吨/年氯化镍和 2000 吨/年氢氧化镍的镍盐生产能力。

除此之外，公司拥有 2000 吨羟基镍生产线，暂时没有扩产规划。羟基镍由高冰镍生

产而来，2010 年实际产量 130 吨；2011 年截至目前为止产量 200 吨，计划全年产量在 300-500 吨；2012 年至少 500 吨以上，预计在 800-1000 吨。产量限制的主要因素在市场拓展方面，公司定位在进口产品替代（目前国内所需羰基镍全部来自于进口），产品价格相对进口品种具有一定优势，下游每个用户用量都不大，客户在改用公司产品时要针对产品进行质量测试，改变参数等，认证过程需要一定的时间，产品目前正在军工认证过程中。现阶段羰基镍市场售价每吨高于电解镍 5-7 万元，生产线总投资 3 亿元，由于产能利用率过低，现在毛利水平不高，全部达产后，公司估计毛利率在 50% 以上。羰基铁设计产能 1000 吨/年，厂房预留 2000 吨/年，存在扩展空间。

表 2：公司各主要镍产品产能及产量（单位：吨）

	设计产能	目前产量	备注
高冰镍	15000	18000	自给不足部分由外购低冰镍补足
硫酸镍	40000	33000-34000	
电解镍	6500	6500	重庆 1500 吨
羟基镍	2000	300-500	暂无扩产计划
羟基铁	1000	700	厂房预留 2000 吨/年
氯化镍	4000	4000	
氢氧化镍	2000	1000	

资料来源：Wind，宏源证券

（二）镍精矿进入逐步释放期

公司在国内拥有富家矿、大岭矿、合龙长仁、通化吉恩和四子王旗小南山 5 个镍矿，合计权益储量约为 15.18 万吨。目前富家矿和大岭矿产能和产量基本稳定，合计产量约 3700 吨，为保护国内资源，没有扩大产能计划；通化吉恩设计产能 2000 吨，目前产能利用率不到 50%，未来尚有增长空间；和龙长仁目前还没有正式投产，仍在环保、安全验收阶段，预计今年 10 月份可试生产，2011 年产量估计在设计产能的 50%-60%，约为 300 吨；四子王旗小南山年产量约 300 吨。目前国内矿山合计产量约 5300 吨，自给率约为 35%。

随着公司生产规模的逐步扩大，自有矿山保有储量已不能满足其长远发展的需要，镍矿石原料始终是制约公司快速、可持续发展的瓶颈。近年来公司将找矿的步伐迈向了国外，在国外积极增加公司硫化镍矿的资源储备。公司先后与 Goldbrook Ventures Inc. 合作勘探镍资源项目，要约收购皇家矿业并启动项目建设，投资入股加拿大 Liberty 公司，与参股公司中冶金吉投资合作开发巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目。瑞木镍钴矿、Liberty、加拿大皇家矿业、Metallic 和 Victory 等镍金属矿，合计权益储量达到 49.52 万吨，这些矿山经过几年的投资开发和磨合，也将迎来产能逐步释放期。

瑞木项目基础建设已完成，带水负荷试车前期也已完成，目前还有一些问题没有处理完成，预计年年底可以产出产品，产能设计 31000 吨/年，由于公司只拥有 13% 的股权，所以协议供给公司镍精矿 25%，即 7800 吨/年。

加拿大 Liberty 公司今年投了 600 多万加元进行尾矿库改造（去年天气太冷出现冻的

裂痕)，和工艺自动化改造，各项整改工作已基本完成，预计今年 11 月份 Redstone 可以投产，同时启动 Hart 矿山。Liberty 具有 1500 吨/日的处理能力，年产镍精矿金属量 4500-5000 吨，与目前红旗岭选矿厂的能力相当，公司看中它的选矿能力，希望通过其对周边矿产资源进行整合梳理，通过矿山直接入股、购买以及合作开发等多种方式，预计可以再增加 20-30 万吨金属镍储量。

公司控股的加拿大皇家矿业目前仍在基建中，只要不出现极端天气，有望在 2012 年 6 月建成，7 月份投产，3 个月后进行试生产检修，由于不存在环保审批环节，投产过程相对国内迅速。设计产能 11700 吨/年，预计 2011 年产量约为产能的 20%-30%，成本于 Liberty 接近，约为 5.5-6 美元/磅。预计 2012 年底可实现月度达产，达产后每年可实现 0.95 亿加元的净利润。

澳大利亚 Metallic，矿产中除含有大量镍金属外，据悉还含有多种稀土金属，资源价值巨大，但目前暂无开发计划，公司当前主要目的在于占有更多资源，并不急于开采，可能在印尼项目结束后再行启动，不排除合作方式，也许启动的时间会更早。由于持股超过 20% 后必须经澳洲政府审批，且要采用要约收购的方式，因此持股比例不会再上升，但可以采用项目控股的方式。

Victory 油砂资源非常丰富，公司认为目前开发该矿山并不合理，只是作为跟踪目标，也进一步提升了公司的资源保障力度。

综上所述，上述 5 个国外矿山保有的镍金属量约为 105.6 万吨，权益储量约为 34.34 万吨，是国内权益储量的 2.26 倍，现有设计开采项目全部达产后将新增镍精矿 47700 吨/年，权益产量约为 18837.5 吨/年，届时公司自产镍精矿的产量将超过 20000 吨，可以完全实现自给。2012-2013 年，随着国外矿山的陆续达成，公司自产镍精矿将分别增长 142.24% 和 90.05%，达到 12911.25 吨和 24537.5 吨，自给率将由现在的 35% 提升至 86% 和 100%，自产镍精矿的大幅增长是公司未来利润增长的主要来源。

表 3：公司主要矿山储量及产能情况（单位：吨）

矿上名称	权益比例	镍金属量（万吨）	产能	产量	备注
国内：					
富家岭矿	100%	4.1	2800	2800	
大岭矿	100%	1.6	1000	900	
合龙长仁	100%	4.74	500	300	
通化吉恩	85%	5.87	2000	800	
四子王旗小南山	98.5%	0.71	400	300	
国内合计		17.02	6394	5100	
国内权益合计		15.18			
国外：					
瑞木镍钴矿	13%	16.575	31000		年底投产，供给公司 7800 吨
Liberty:	76.75%	4.37			
其中 Redstone	76.75%	1.48	5000		今年年底投产
Hart	76.75	2.17			年底启动
Macwatter	76.75%	0.72			
皇家矿业	75%	22.8	11700		2012 年底投产

Metallic:	19.95%	29.01
其中 Nonico	19.95%	28.19
Luck break	19.95%	0.82
Victory Nicle:	18.12%	32.84
Minago	18.12%	28.18
Mel	18.12%	3.76
Lacrocher	18.12%	0.90
国外合计	105.6	47700
国外权益合计	34.34	16067.5
国内外权益合计	49.52	22461.5

资料来源：宏源证券

表4：公司矿山产能及产量情况（单位：吨）

矿上名称	权益比例	产能	2011E	2012E	2013E
国内：					
富家岭矿	100%	2800	2800	2800	2800
大岭矿	100%	1000	900	900	1000
合龙长仁	80%	500	300	400	500
通化吉恩	85%	2000	800	900	1000
四子王旗小南山	98.5%	400	300	350	400
国内合计		5700	5100	5350	5700
国外：					
瑞木镍钴矿	13%	31000		10000	10000
其中供给公司 25%				3000	7500
Liberty Redstone	76.75%	5000	300	3500	5000
皇家矿业	75%	11700		2500	10000
国外合计		26700	500	16000	25000
国外权益合计			230	7561.25	18837.5
国内外权益合计			5330	12911.25	24537.5

资料来源：宏源证券

(三) 印尼低镍锍项目提升原料供给，降低生产成本

1、提升公司原料保障能力

2011年7月19日，公司公告称拟非公开发行募集资金60亿元，用于印尼红土矿冶炼（低镍锍）项目，该项目总投资为69.56亿元，建设期约3年，达产后冶炼厂每年矿石处理能力达148.15万吨，生产含镍15%的低镍锍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%。东南亚的镍矿资源主要集中在印尼、菲律宾、新喀里多尼亚和缅甸。印尼红土矿资源丰富，品位高、储量大，印尼是世界镍矿资源大国。2007年已探明镍储量320万吨，约占世界总量的4.8%，居世界第8位，平均矿石品位1.5—2.5%。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%。

目前，印尼正在开发的红土镍矿大都分布在苏拉威西岛东西两侧沿海线上，纵深 20—30 公里，本项目的建设地选址于此。印尼最主要的红土型镍矿床和现有的最重要的开采区均位于该岛。苏拉威西岛有大面积的超基性岩体出露地表。热带温暖潮湿的气候提供了适宜的降雨淋滤条件和氧化作用条件。良好的植被覆盖保护了风化壳免于面状侵蚀的破坏。这些因素构成了本区红土型镍矿优越的成矿地质条件。

随着印尼 2009 新《矿业法》有关红土镍矿限制出口政策的出台，自 2014 年 1 月 1 日起，镍含量大于或等于 6% 的镍产品，印尼政府才允许出口，镍生产企业必须在印尼建厂，将红土矿变成粗制镍产品，才可以运回国。公司在印尼投资建设红土矿镍金属冶炼项目，可以充分利用印尼当地资源，满足公司冶炼系统的原料需求，解决了公司中间环节的产能瓶颈，提高公司镍原料保障能力。

2、降低原料采购和生产成本

公司拥有成熟的红土镍矿冶炼技术。公司选用目前国际上普遍采用的 RKEF 生产流程，生产低镍锍。该工艺主要分为干燥、焙烧—预还原、电炉熔炼、精炼等几个工序，冶炼出的低镍锍产品运回国进行深加工，可以大大降低运输成本和电力成本。

公司目前自产镍精矿不足部分，以采购大股东吉林昊融有色金属集团有限公司的控股子公司朝阳昊天有色金属有限公司生产的低冰镍补齐，其采购金属量约占公司总金属量的 60%，价格较市场价格略低。

相对从朝阳昊天采购低冰镍，如果公司采用直接外购红土镍矿的方式成本将增加两个亿。但是如果采用从印尼运回低冰镍的方式，仅仅运输成本一项就可以节约 4 个亿。这主要是因为红土镍矿经过冶炼后，镍金属品位较原矿品位提高了近 10 倍，因此运输成本仅为原来的十分之一左右。由此可见，公司投资印尼低镍锍项目，成本优势非常明显。根据可研报告显示，项目达产后，将新增 7.28 亿元净利润。

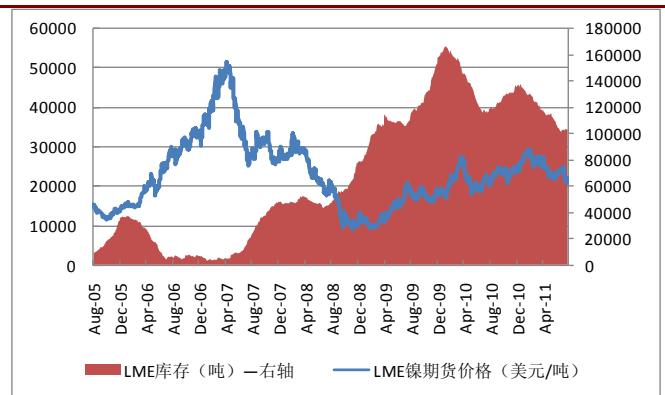
3、大股东在印尼参与开发红土镍矿

2010 年昊融在印尼合作开发了一个红土镍矿山，平均品位 1.9%，储量 2800 万吨，10 月份时投资 5000 万美元，截至今年 7 月，只开采了 800 多万吨，但以分红方式已赚了 4000 多万美元。集团设想在投资本金收回后，将矿山股权逐渐无偿转给吉恩，以提减值的方式将矿山价值减至零，或让吉恩低价采购的方式。

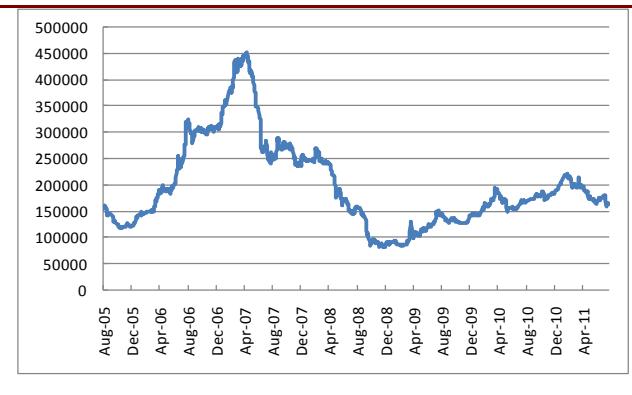
从世界范围来看，因硫化镍矿的长期开采，近 20 年来硫化镍矿新资源勘探上没有重大突破，保有储量不断下降。因此，红土矿的开发利用越来越得到广泛重视。红土型镍矿可以生产出氧化镍、硫镍、铁镍等中间产品，其中硫镍、氧化镍可供镍精炼使用，以解决硫化镍原料不足的问题。因此该项目的建设有利于进一步推进公司的国际化经营进程，提升公司行业竞争能力和可持续发展能力，不排除公司在印尼将产业链向上游进一步延伸。

四、盈利预测

基于上面的分析，我们认为公司主要镍系列产品未来产能将保持相对稳定，增长点主要来自自产镍精矿的投产。随着公司海外扩张的逐步深入，公司在镍资源量大幅提升的同时，自产镍精矿也进入逐步释放期，未来公司自产镍精矿的自给率将逐步由现在的35%提升至明年的73%和后年的100%；伴随自产镍精矿比例的逐渐提高，公司盈利能力将大幅提升。基于下面主要产品产量和价格假设，我们预计公司2011-2013年EPS分别是0.09元、0.49元和0.83元，对应动态PE分别为203倍、37倍和22倍，虽然目前估值水平较高，但考虑到公司未来两年业绩增速可达461.81%和67.54%，且公司目前股价已经跌破增发价，具有一定安全边际，我们首次给予“增持”评级。

图 14：LME 镍期货价格及库存


资料来源：Wind, 宏源证券

图 15：长江现货镍价格走势


资料来源：Wind, 宏源证券

表 5：主要产品产量假设（单位：吨）

产品	2011E	2012E	2013E
镍精矿	5330	12911.25	24537.5
高冰镍	13000	15000	19000
电解镍	4600	6500	6800
硫酸镍	33500	35000	38000
氢氧化镍	1500	1500	1500
氯化镍	4000	4000	4000

资料来源：宏源证券

表 6：主要产品产量假设（单位：元/吨）

产品	2011E	2012E	2013E
电解镍	180000	175000	190000
硫酸镍	38000	40000	45000

资料来源：宏源证券

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2249.57	2612.02	2733.65	3912.72	货币资金	1630.51	1645.57	1722.20	2465.01
增长率(%)	99.81%	16.11%	4.66%	43.13%	应收和预付款项	1316.83	1706.86	914.01	2634.58
归属母公司股东净利润	107.20	71.42	401.26	672.28	存货	1089.04	733.36	689.94	1166.80
增长率(%)	-9.92%	-33.37%	461.81%	67.54%	其他流动资产	32.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(EPS)	0.13	0.09	0.49	0.83	长期股权投资	785.30	788.70	792.25	797.34
每股经营现金流	-0.62	1.03	1.75	0.89	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	29.80%	25.03%	44.05%	49.01%	固定资产和在建工程	4335.85	4559.30	8952.19	10749.14
销售净利率	3.69%	1.09%	13.98%	17.71%	无形资产和开发支出	545.75	638.96	725.67	805.88
净资产收益率(ROE)	2.92%	1.92%	10.03%	15.04%	其他非流动资产	121.69	121.69	121.69	121.69
投入资本回报率(ROIC)	3.58%	2.59%	7.70%	8.86%	资产总计	9856.96	10194.44	13917.94	18740.43
市盈率(P/E)	144	216	39	23	短期借款	3660.80	3919.38	7042.57	9747.42
市净率(P/B)	4	4	4	3	应付和预收款项	814.26	998.20	453.40	1428.52
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	长期借款	1198.03	1085.84	1969.19	2620.31
营业收入	2249.57	2612.02	2733.65	3912.72	其他负债	414.43	414.43	414.43	414.43
减: 营业成本	1579.31	1958.32	1529.46	1995.22	负债合计	6087.52	6417.85	9879.59	14210.68
营业税金及附加	10.13	7.84	8.20	11.74	股本	811.12	811.12	811.12	811.12
营业费用	29.76	33.96	35.54	50.87	资本公积	1521.25	1521.25	1521.25	1521.25
管理费用	352.63	227.25	273.36	352.14	留存收益	1335.55	1385.55	1666.43	2137.02
财务费用	182.45	289.39	407.44	628.07	归属母公司股东权益	3667.92	3717.92	3998.80	4469.40
资产减值损失	25.78	83.33	51.91	82.95	少数股东权益	101.52	58.67	39.56	60.35
加: 投资收益	21.43	3.40	3.55	5.09	股东权益合计	3769.44	3776.59	4038.36	4529.75
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	9856.96	10194.44	13917.94	18740.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	90.95	15.34	431.29	796.82					
加: 其他非经营损益	31.13	17.67	17.67	17.67					
利润总额	122.08	33.01	448.96	814.49	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
减: 所得税	39.14	4.44	66.81	121.41	经营性现金净流量	-506.67	836.28	1423.29	718.23
净利润	82.94	28.57	382.15	693.08	投资性现金净流量	-1423.18	-709.03	-4880.06	-2579.89
减: 少数股东损益	-24.26	-42.85	-19.11	20.79	筹资性现金净流量	2507.86	-112.18	3533.39	2604.48
归属母公司股东净利润	107.20	71.42	401.26	672.28	现金流量净额	569.44	15.07	76.62	742.81

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。