



国外矿山逐步产出，盈利能力有望好转

2012年5月17日

推荐/首次

吉恩镍业

调研快报

——吉恩镍业（600432）调研快报

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

事件:

近日我对公司进行了实地调研，并对公司业务发展情况和经营重点与相关人员进行了交流。总体来看，行业形势仍不很乐观，但受制于红土镍矿镍铁上产的成本，镍价持续下跌的可能性不大。公司方面，随着加拿大 Royalties 和 Liberty 公司矿山在 2012、2013 年的逐步投产，公司盈利能力将逐步提升。

观点:

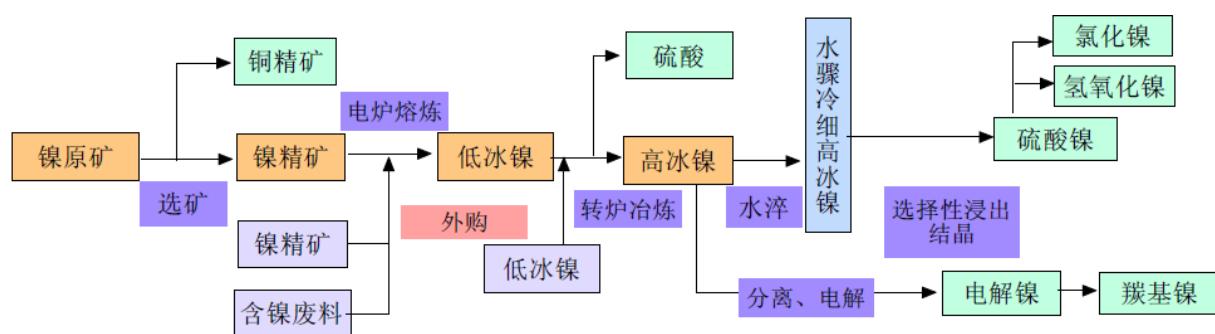
1. 公司是国内镍产业链最完善的企业

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，目前公司已经成为资源和深加工一体化的企业，产业链涵盖镍精矿、高冰镍、硫酸镍、电解镍、氯化镍、氢氧化镍、碳酸镍，其中高冰镍为中间产品。

公司 2011 年实现营业收入 27.97 亿元，同比增长 24%；归属母公司净利润 0.32 亿元，同比下降 70%。下降的原因除了销售费用和财务费用同比增幅较大外，吉恩国际旗下的 Liberty 因环保因素停产，造成亏损 1.75 亿元。

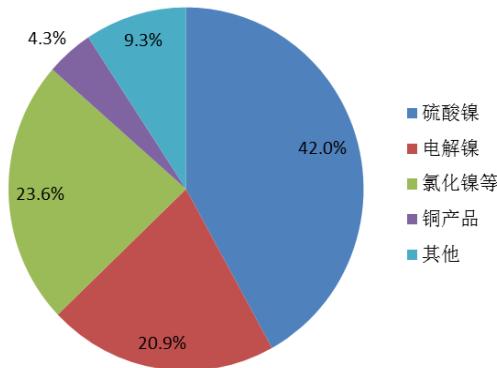
2012 年一季度公司实现营业收入 3.12 亿元，同比下降 45%；归属母公司净利润亏损 1.77 亿元。亏损的原因除了镍价下跌外，一季度公司主要设备检修，产量同比下降 50%，随着检修结束，产品产量将逐步恢复。

图 1：公司主要产品流程



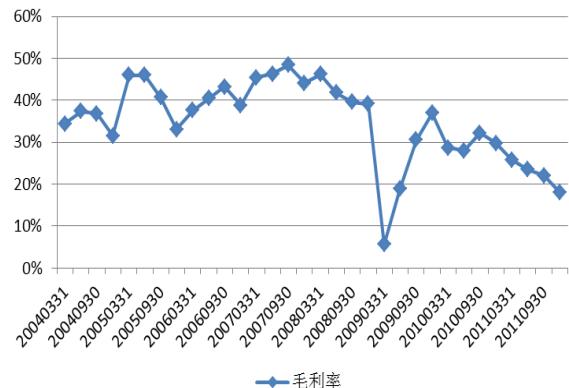
资料来源：公司资料、东兴证券

图 2：公司 2011 年收入结构



资料来源：公司资料、东兴证券

图 3：公司综合毛利率



资料来源：公司资料、东兴证券

2. 公司镍资源储量丰富，国外矿山即将产出

截至目前，公司镍资源权益储量共 69 万吨，其中国内 14 万吨，国外 55 万吨。

公司国内矿山产量稳定。在国内有 6 个矿山，2011 年镍精矿产量 5500 吨（金属量，下同），预计 2012-2014 年产量为 5700、6000、6200 吨。

(1) 本部 2 个矿山为富家矿和大岭矿，矿山比较成熟，保有资源储量 37000 吨，镍精矿产能 4000 吨，2011 年产量 3800 吨，2012 年预计产量 3700-4000 吨，是国内盈利最好的矿山；

(2) 通化吉恩（公司持股 89.45%）拥有两个矿山赤柏松矿和金斗矿，赤柏松矿产能 2000 吨，2011 年产量 1400 吨，金斗矿（2010 年收购）具有 10 万吨采选能力，现在没有生产，以后会将矿石拉到附近的赤柏松去选；

(3) 四子王旗小南山矿产能 500 吨，2011 年产量 200 吨，由于品位较低，仍处于亏损阶段，2012 年预计产量 200 吨；

(4) 和龙长仁矿处于政府验收阶段，预计今年 10 月份验收完毕，2013 年将有产出。

表 1：公司国内镍资源储量统计及产量预测（单位：吨）

国内矿山	保有资源量	权益占比	权益储量	平均品位	产能	2012E	2013E	2014E
富家矿/大岭矿	37000	100%	37000	1.1%	4000	3900	3900	3900
通化吉恩(赤柏松/金斗)	55150	89.45%	49331	0.5%	2000	1600	1600	1600
四子王旗小南山	6600	98.50%	6501	0.34%	500	300	300	300
和龙长仁	47423	100%	47423	0.45%	800	0	300	500
合计	146173		138459			5700	6000	6200

资料来源：公司资料、东兴证券

国外矿山：加拿大 Royalties 和 Liberty 2012 年将逐步投产，预计 2012—2014 年镍精矿金属量可达 2000 吨、9000 万吨和 14000 吨。

(1) 加拿大 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，2013、2014 年达产 50%、90%。按照公司的规划，该项目全部达产，每年可产镍精矿 11,800 吨，另外还有铜精矿 17,600 吨、钴精矿 425 吨、铂 14,500 盎司以及钯 78,600 盎司（均为金属量），净利润约 6 亿元，我们预计 2013、2014 年镍产量为 5000 吨、9000 吨。

(2) 加拿大 Liberty 公司（公司持股 60%）去年尾矿库冻坏，修复改造，今年 4 月份恢复生产，产能设计是 5000-6000 吨，未来有扩大产能的计划，预计 2012 年产 2000 吨，2013、2014 年产 4000 吨、5000 吨，原矿品味 0.7%，前期折旧摊销成本大，今年现金流可以为正，但仍处于亏损阶段；公司预计 2012-2014 年合计净利润可达 2.2 亿元。

(3) 巴布亚新几内亚 Ramu 项目（公司持股 11%）为红土镍矿，矿山建设去年已经完成，冶炼设备目前处于试生产阶段。按照协议规定，该项目的产品全部销售给中冶瑞木（含镍 30-40% 的物料），公司拥有优先权可获得 25%（合镍金属量为 7820 吨），但具体情况要视该项目大股东中冶集团的规划而定，产品主要用于公司羰基镍生产的原料（氢氧化镍混合物，不含硫）。由于公司以市场价采购，并不能降低公司的成本，但利润以股权投资收益计入。

表 2：公司国内外镍资源储量统计（单位：万吨）

公司名称	权益	矿山项目	平均品位	镍金属量	镍权益量
加拿大 Royalties	100%	Royalties	0.97%	22.82	
		合计	0.97%	22.82	22.82
加拿大 Liberty	60%	Hart	1.476%	2.47	
		Redstone	2.61%	1.48	
		McWatters	0.989%	0.72	
		合计	1.57%	4.67	2.8
澳大利亚 Metallica	19.95%	Nonico	0.67%	28.19	
	11.97%	Lucky Break	2.61%	0.82	
		合计	0.71%	29.01	5.72
加拿大 Victory	13.1%	Minago	0.52%	35.9	
		LacRocher	1.12%	0.896	
		Mel	0.85%	4.6	
		合计	0.71%	41.4	5.38
巴布亚新几内亚 Ramu	11.05%	Ramu	0.97%	130	
		合计	0.97%	130	14.3
加拿大 Goldbrook 勘探	100%	Getty 区	0.47%	4	
		Sylvie 区	0.62%	0.3	
		合计	0.49%	4.3	4.3
总计				232.3	55.32

资料来源：公司资料、东兴证券

(4) Goldbrook 勘探项目(公司持股 100%，通过要约收购)目前已经探出 4 万吨金属，由于公司近期的重点在加拿大皇家矿业和 Liberty 公司，探矿工作已经暂缓。从公告资料看，Goldbrook 拥有部分 Raglan 矿区的探矿权，Raglan 矿区位于加拿大魁北克省 Ungava 半岛大约 325 公里的褶皱带上(重要的铜镍矿成矿带)，分属 6 个企业，其中 Xstrata 矿区(英桥公司)采出和保有的资源量超过 4000 万吨(镍平均品位为 3.0%)；Canadian Royalties 矿区(加拿大皇家矿业)已发现 7 个大中型矿床，保有的资源量 2350 万吨(镍平均品位为 0.97%)。Goldbrook 从 2003 年开始对 Raglan 矿区进行了大量的整合与收购，已投入资金对所属矿区内的 Timtu 区等十余个矿点进行了前期勘探，未来探得大型矿产资源的可能性比较大。

(5) 公司持有澳大利亚迈特里克 (mettallica) 18.94% 的股份，是其第一大股东。迈特里克 2010 年四季报披露公司在科科莫 (Kokomo) 确定了一处金属钪资源，在那里有一个 900 万吨的金属钪矿床，品位为 109 克/吨，大约含有氧化钪 1480 吨。Metallica 的国外管理层提议公司在适当时候开发，公司已委托吉林省研究院作前期的可研、设计等工作，预计近几年不会贡献收益。

3. 冶炼产品产量保持稳定

公司冶炼产能短期稳定，产量根据市场情况调配。随着公司本部 15000 吨高冰镍、5000 吨电解镍、新乡吉恩 10000 吨电解镍的完全生产，短期看公司冶炼产品产能稳定。

高冰镍(中间产品)：2011 年高冰镍产量 1.5 万吨，自供原料 5-6 千吨，自给率 35%，其余原料从集团或国内外其他厂商购进。

硫酸镍：公司本部精炼一厂目前产能 1 万吨，产量为 6000 吨左右，部分供给亚融科技生产氢氧化镍；精炼二厂产能为 1 万吨(硫酸选择性浸出技术，由于设备保养好、生产技术过关)，实际产量可达 1.3-1.4 万吨；新乡吉恩老系统产能为 5000 吨，2008 年新建 10000 吨，实际可产 1.5 万吨(技术与精炼二厂相同)。

电解镍：本部 5000 吨产能，2011 年产 3700 吨；重庆吉恩 1800 吨产能，2011 年产 600 吨。

氢氧化镍和氯化镍：公司目前氢氧化镍和氯化镍的产能分别为 4000 吨(精炼一厂)和 1000 吨(亚融科技)，主要原料为硫酸镍，产量要根据市场情况调配。

羰基镍：公司羰基镍产能 2000 吨，2011 年产 330 吨，2012 年计划产 1000 吨，不过取决于中冶项目给公司提供的原料多少。

表 4：公司冶炼产品产能及产量预测(单位：吨)

冶炼产品	分布及权益	产能	2011 产量	2012E	2013E	2014E
高冰镍(中间产品)	本部(100%)	15000	15000	15000	15000	15000
硫酸镍	本部(100%)	20000	20000	20000	20000	20000
	新乡吉恩(60%)	20000	17000	17000	17000	17000
	合计	40000	37000	37000	37000	37000
电解镍	本部(100%)	5000	3700	3700	3700	4000
	重庆吉恩(55%)	1800	700	700	800	900
	合计	6800	4400	4400	4500	4900
氯化镍	本部(100%)	4000	3800	3900	4000	4000
氢氧化镍	亚融科技(75%)	1000	800	900	1000	1000
羰基镍	本部(100%)	2000	330	1000	1200	1500

资料来源：公司资料、东兴证券

4. 宇光能源贡献稳定投资收益

公司 2007 年 12 月份审议通过热电联产业资产与宇光能源（原营城矿业）进行资产整合，形成煤炭开采、热、电等能源生产、销售、供热一体化的公司，增资后宇光能源注册资本 15029 万元，其中博维实业 50.01%、吉恩镍业 39.51%、舒兰矿业持有 10.48%，宇光能源拥有煤炭储量约 8000 万吨，2010、2011 年公司分分别获得投资收益 1514 万元、4055 万元；另外，按照宇光能源的经营规划，上市准备一直在进行中。

5. 印尼投资项目战略意义明显，盈利能力也有保障

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锍冶炼工程，冶炼厂每年生产含镍 15% 的低镍锍 16 万吨（折合 2.4 万吨金属镍），项目建设期 36 个月，原料为印度尼西亚红土矿，矿石平均含镍品位 ≥ 1.8%。

公司在印尼建设冶炼厂虽然投资额较大，但是战略意义明显，盈利能力也有保障：

（1）随着红土镍矿冶炼生成镍铁的技术逐步成熟，红土镍矿在镍产业链中的地位日益上升。印尼红土镍矿资源占全球比重为 5%，供给占比达 15%，地位举足轻重。印尼近期一系列的矿出口政策对镍行业的影响深远，如含镍量低于 6% 的产品不允许出口等。公司在印尼投资镍冶炼，符合其产业政策，也是公司业务战略上重要的一步。

（2）直接在印尼购矿，节省运输费用，成本降低 30%。印尼红土镍矿（1.8%）价格 60-70 美元/吨，国内需 100 美元/吨，其中运费 30 美元/吨。同时在上游资源方面，印尼政府许诺配套 1 亿吨镍矿（约 200 万吨金属量），已经承诺 4 个矿山，需 2-3 年才能落实。

表 5：公司主要产品价格假设（含税，元/吨）

产品名称	2011A	2012E	2013E	2014E
电解镍	173000	145000	155000	165000
硫酸镍	38900	33600	35600	37900
氯化镍	45400	38400	41050	43700
氢氧化镍	112450	94200	100750	107250

资料来源：公司资料、东兴证券

结论：

目前的镍价已经到了红土镍矿生产镍铁的成本，我们认为未来镍价持续下跌的可能性不大。而公司逐步投产的 Royalties 和 Liberty 矿山都是硫化矿，成本相对较低，开采仍会有不错的盈利。在对镍价相对谨慎的假设条件下，我们预计公司 2012 年~2014 年的 EPS 分别为：-0.04 元、0.25 元、0.55 元，考虑到公司镍资源丰富，以及矿山逐步投产，首次给予公司“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 6：每股收益敏感性分析表

镍精矿产量（基准 7900 吨）	镍价（基准 14500 元/吨，含税）								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	-0.20	-0.18	-0.15	-0.12	-0.09	-0.06	-0.03	0.00	0.03
-15%	-0.20	-0.17	-0.14	-0.11	-0.08	-0.05	-0.02	0.02	0.05
-10%	-0.19	-0.16	-0.13	-0.10	-0.06	-0.03	0.00	0.03	0.06
-5%	-0.18	-0.15	-0.12	-0.08	-0.05	-0.02	0.02	0.05	0.08
0%	-0.18	-0.14	-0.11	-0.07	-0.04	0.00	0.03	0.07	0.10
5%	-0.17	-0.13	-0.10	-0.06	-0.03	0.01	0.05	0.08	0.12
10%	-0.16	-0.13	-0.09	-0.05	-0.01	0.02	0.06	0.10	0.14
15%	-0.16	-0.12	-0.08	-0.04	0.00	0.04	0.08	0.12	0.16
20%	-0.15	-0.11	-0.07	-0.03	0.01	0.05	0.09	0.14	0.18

资料来源：东兴证券

表 7：盈利预测及关键指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,249.6	2,792.7	2,734.2	3,190.6	3,922.0
主营收入增长率	99.81%	24.14%	-2.09%	16.69%	22.92%
EBITDA（百万元）	532.36	523.37	1,058.19	1,512.05	1,852.31
EBITDA 增长率	83.57%	-1.69%	102.19%	42.89%	22.50%
净利润（百万元）	107.20	32.45	(30.98)	205.01	444.01
净利润增长率	-9.92%	-69.73%	-195.48%	-761.70%	116.58%
ROE	2.92%	0.90%	-0.87%	5.55%	11.08%
EPS（元）	0.14	0.04	(0.04)	0.25	0.55
P/E	104	364	(381)	58	27
P/B	3.22	3.29	3.32	3.19	2.95
EV/EBITDA	28.79	33.75	15.86	10.53	8.06

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	2,249.57	2,792.66	2,734.23	-2.09%	3,190.58	16.69%	3,921.99
营业成本	1,579.31	2,287.19	2,245.70	-1.81%	2,315.01	3.09%	2,676.81
营业费用	29.76	40.75	35.55	-12.77%	38.29	7.71%	45.10
管理费用	352.63	225.98	246.08	8.90%	271.20	10.21%	313.76
财务费用	182.45	298.34	400.93	34.39%	338.88	-15.48%	297.14
投资收益	21.43	44.56	80.00	79.53%	90.00	12.50%	100.00
营业利润	90.95	(29.95)	(121.40)	N/A	308.59	N/A	678.59
利润总额	122.08	(17.03)	(101.40)	N/A	328.59	N/A	698.59
所得税	39.14	34.33	(30.42)	N/A	98.58	N/A	209.58
净利润	82.94	(51.36)	(70.98)	N/A	230.01	N/A	489.01
归属母公司所有者的净利润	107.20	32.45	(30.98)	N/A	205.01	N/A	444.01
NOPLAT	185.74	809.33	195.67	-75.82%	453.23	131.63%	683.01
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	1,430.65	2,442.74	1,640.54	-32.84%	1,914.35	16.69%	2,353.19
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00
应收帐款	188.90	96.76	112.37	16.13%	131.12	16.69%	161.18
预付款项	609.23	219.94	264.85	20.42%	311.16	17.48%	364.69
存货	1,089.04	1,046.75	984.42	-5.96%	1,014.80	3.09%	1,173.39
流动资产合计	3,880.36	4,625.22	3,648.19	-21.12%	4,123.15	13.02%	4,973.62
非流动资产	5,800.64	8,705.67	7,920.57	-9.02%	7,085.99	-10.54%	6,229.41
资产总计	9,681.00	13,330.89	11,568.77	-13.22%	11,209.14	-3.11%	11,203.03
短期借款	3,660.80	6,034.25	4,376.65	-27.47%	3,789.76	-13.41%	3,223.00
应付帐款	574.76	902.04	799.84	-11.33%	824.52	3.09%	953.38
预收款项	15.23	18.27	40.15	119.71%	65.67	63.58%	97.05
流动负债合计	4,392.43	7,423.00	5,718.50	-22.96%	5,190.37	-9.24%	4,828.44
非流动负债	1,519.13	2,328.55	2,333.35	0.21%	2,333.35	0.00%	2,333.35
少数股东权益	101.52	(11.94)	(51.94)	N/A	(26.94)	N/A	18.06
母公司股东权益	3,667.92	3,591.27	3,552.73	-1.07%	3,696.24	4.04%	4,007.05
净营运资本	(512.07)	(2,797.78)	(2,070.31)	N/A	(1,067.22)	N/A	145.17
投入资本 IC	6,274.92	8,454.40	7,496.00	-11.34%	6,803.82	-9.23%	7,054.02
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	82.94	(51.36)	(70.98)	N/A	230.01	N/A	489.01
折旧摊销	258.97	254.98	0.00	N/A	864.58	N/A	876.58
净营运资金增加	394.62	(2,285.70)	727.47	N/A	1,003.09	37.89%	1,212.39

经营活动产生现金流	(518.10)	394.74	1,185.14	200.24%	1,201.08	1.34%	1,355.96
投资活动产生现金流	(1,423.18)	(2,427.70)	77.27	N/A	60.00	-22.35%	80.00
融资活动产生现金流	2,507.86	2,046.82	(2,064.61)	N/A	(987.27)	N/A	(997.11)
现金净增(减)	566.57	13.86	(802.20)	N/A	273.81	N/A	438.85

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。

分析师简介

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师。

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。