

吉恩镍业（600432）：稳步进取的镍盐龙头

增持（维持）

有色金属行业 2009年11月18日

联系人：张方

010-66045552 zhangf@txsec.com

事件描述：

11月12日，我们对公司进行了实地调研，就经营现状及发展前景与公司高管进行了深入的交流，并参观了公司的选矿厂和冶炼厂。

评论：

- 奋进、务实是总体印象。**调研当天，长春天气晴朗，温度并不像想象的那么冷。从长春到磐石市还有200多公里的路程，接我们的王师傅一路上兴致勃勃的介绍在现任领导的带领下，公司开拓进取的历程，言辞间表露钦佩、爱戴之情。次日，我们到公司调研，与高管热切交流，求真、务实的态度给我们留下很深的印象。厂房设备方面，公司的采矿厂、选矿厂、冶炼厂和精炼厂依次排开，错落有致，新建的15000吨硫酸镍生产线已试产产品，5000吨电解镍厂房座落在旁边，已准备就绪。
- 产品生产技术更新换代，产能大幅提升。**公司主要产品为硫酸镍、电解镍、氯化镍和氢氧化镍，高冰镍为中间产品，本着节能降耗的宗旨，主要产品在产能提升的情况下，逐步实现技术的更新换代。**高冰镍：**冶炼厂原有9000吨产能，新建15000吨高冰镍产能（澳洲技术），目前已试产出产品。在新技术成型后，冶炼厂9000吨产能将逐步关停，依市场情况再生产。**硫酸镍：**（1）精炼一厂目前产能7000吨，产量为6000吨左右，部分供给亚融科技有限公司生产氢氧化镍；（2）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；（3）新乡吉恩老系统产能为5000吨，2008年新建10000吨（技术与精炼二厂相同），老系统停产。**电解镍：**重庆吉恩1500吨产能，本部新建5000吨产能已经待产。**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）、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：**公司羰基镍产能目前2000吨，已生产80吨羰基镍粉。
- 高冰镍分配以硫酸镍为主。**公司生产的高冰镍是中间产品，由于公司的硫酸镍拥有市场优势（一般市场溢价在2000元/吨左右），高冰镍首先要保证硫酸镍的生产，余下的可供电解镍作原料，当电解镍原料不足时，再根据市场情况外购。
- 预计2010年国内自产镍精矿（金属量）为7000吨，同比增长29.6%。**公司国内矿山资源主要集中在富家矿、大岭矿、通化吉恩赤柏松铜镍矿、和龙长仁铜镍矿和四子王旗小南山铜镍矿，截至到2009年中期，预计国内镍资源权益总量为13.34万吨，随着部分矿山的建设完工，国内镍资源的产量将逐步提升。（1）富家矿和大岭矿产量稳定在4000吨左右；（2）通化吉恩赤柏松矿目前已形成20万吨/年的生产能力，根据“改扩建”计划的实施，2010年采选能力将扩大至60万吨/年。2009年预计产1000吨，2010年可达产2000吨；（3）和龙长仁铜镍矿项目预计在2010年5、6月份生产，产能1000吨，预计2010年产量500吨，2011年达产1000吨；（4）四子王旗小南山铜镍矿2009年预计产矿400吨，2010年以后可年产500吨左右。综上，预计2010年国内自产镍精矿（金属量）为7000吨，同比增长29.6%。



5、国外矿山资源将逐步给予公司强劲支持，2010年Liberty公司预计可产镍精矿3000吨。近期公司国外矿山资源权益储量增长较快，截至2009年中期，国外镍矿山资源权益储量为47.97万吨。随着行业逐步好转以及矿山的建设运行，预计2010年能够提供公司镍精矿的国外公司主要有：（1）加拿大Liberty公司（公司持股51%），其Hart和Redstone矿山目前已经具备矿山生产条件，达产为5000-6000吨/年，预计2010年可提供公司3000吨左右；（2）中冶瑞木项目（公司持股11.05%）。目前该项目冶炼产能基本完工，预计2010年生产，主要产品为含镍30-40%的物料，按照协议规定，该项目的产品全部销售给中冶瑞木，公司拥有优先权可获得25%（合镍金属量为7820吨），能够在一定程度上保证公司镍精矿的来源，但具体情况要视大股东中冶集团的规划而定。由于公司以市场价采购，并不能降低公司的成本，我们在统计公司自产精矿时，暂不考虑此部分，但利润以股权投资收益计入；（3）公司要约收购皇家矿业已进入第二阶段，我们预计收购成功的可能性很大。皇家矿业已累计投入1.99亿加元（和吉恩镍业收购投入基本相当），目前矿山处于维护状态，经济好转即可复工，目标为中型镍金属生产商，达产产量为镍精矿11800吨。我们认为，若公司收购成功，在整合后不排除2010年有精矿产出的可能，但我们在统计时暂不考虑此部分。

6、资产整合和勘探资源是公司未来几年的经营重点，与Goldbrook合作勘探镍资源项目潜力很大。2008年、2009年对公司来说注定是非凡的两年，挑战与机遇并存，公司抓住机遇，努力扩大国外资源储量，取得了不错成效，公司认为未来的经营重点在于如何消化好已有的资产，以及如何利用好已获得的探矿权限。我们认为，与加拿大Goldbrook合作勘探镍资源项目潜力很大。Goldbrook公司拥有部分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公司从2003年开始对Raglan矿区进行了大量的整合与收购，占有8858个区块，面积合计891000英亩，占有面积为六家企业中最大。Goldbrook已投入资金对所属矿区内的Timtu区、R2区、Bravo B8区、Bravo B9、Getty区、Sylvie区、Mystery区等十余个矿点进行了前期勘探，其中Timtu区、R2区、Bravo B8区、Bravo B9等具有成大矿、成富矿的潜力，Getty区、Sylvie区的勘探程度较高。我们认为该矿区成矿条件好，未来探得大型矿产资源的可能性很大，而且公司在条件许可时可达到最多70%的权益。

7、若非公开发行成功，将为公司发展注入活力。公司4月份公告，拟非公开发行不超过6000万股，募集资金约11亿元，发行价不低于18.33元，用于：（1）与Goldbrook合作勘探镍资源项目；（2）投资入股加拿大Liberty公司项目；（3）参股开发巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目以及补充流动资金。我们认为，公司非公开发行募集资金的主要用途，都集中在上游原材料领域，符合行业发展趋势和公司战略方向，若非公开发行成功，将为公司快速发展注入活力。

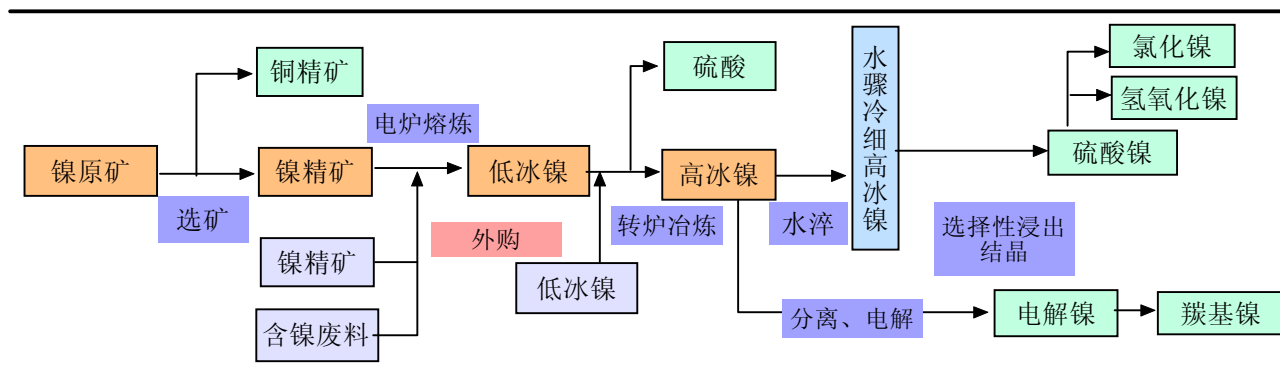
8、公司以长春高新热电联项目增资宇光能源，后期将充分享有股权收益。公司为扭转热电项目长期亏损的状态，2007年12月份审议通过热电联产业资产与宇光能源（原营城矿业）进行资产整合，形成煤炭开采、热、电等能源生产、销售、供热一体化的公司。增资后宇光能源注册资本15029万元，其中博维实业50.01%、吉恩镍业39.51%、舒兰矿业持有10.48%，宇光能源拥有煤炭储量约8000万吨。按照宇光能源的经营规划，未来上市的可能性较大，即时公司将充分享有股权收益。

9、盈利预测。假设2009年、2010年、2011年镍均价分别为11.65万元/吨、14万元/吨和16万元/吨，预计公司2009年、2010年和2011年的EPS分别为0.20元、0.62元和0.93元，当前股价为32.99元，动态PE分别为168倍、

53倍和35倍，鉴于公司产品技术升级、产能扩张明显、资源未来增长空间较大，且镍价处于上升通道中，维持公司“增持”的投资评级。

10、风险提示：（1）需求恢复不达预期的风险；（2）红土镍矿产能释放较快，造成镍市场的供给压力；（3）公司仍有部分外购原料，原材料价格上涨带来的成本压力；（4）项目投产、国外勘探项目不确定性风险。

图表1：吉恩镍业产业链



资料来源：天相投顾

图表2：吉恩镍业国内矿山资源权益量统计（单位：吨）

国内矿山	镍保有资源储量	权益	镍权益储量
富家矿、大岭矿	37000	100%	37000
通化吉恩	50000	84.95%	42475
四子王旗小南山	6600	98.50%	6501
和龙长仁	47423	100%	47423
合计	141023		133399

资料来源：公司资料，天相投顾

注：储量截至到2009年中期，根据相关数据测算。

图表3：吉恩镍业近期参与国外资源项目统计（单位：万吨）

公司名称	权益	矿山项目	平均品位	镍金属量	权益量	备注
加拿大 Liberty	51%	Hart	1.476%	2.47	2.38	具备生产条件 矿山建设阶段
		Redstone	2.61%	1.48		
		McWatters	0.989%	0.72		
		合计	1.57%	4.67		
澳大利亚 Metallica	19.95%	Nonico	0.67%	28.19	5.72	根据市场可生产
	11.97%	Lucky Break	2.61%	0.82		
		合计	0.71%	29.01		
加拿大 Victory	18.98%	Minago	0.52%	35.9		已取得采矿权许可证，尚未开采
		LacRocher	1.12%	0.896		



		Mel	0.85%	4.6		
		合计	0.71%	41.4	7.86	
加拿大	75%		0.97%	22.82		据市场情况复工
Royalties		合计	0.97%	22.82	17.11	
巴布亚新几内亚	11.05%	Ramu	0.97%	130		
Ramu		合计	0.97%	130	14.3	
与加拿大	50%	Getty 区	0.47%	0.89		具有很好的成矿背
Goldbrook 合作		Sylvie 区	0.62%	0.3		景和条件
勘探		合计	0.49%	1.19	0.6	
总计				229.09	47.97	

资料来源：公司资料、天相投顾

注：公司与加拿大Goldbrook共同要约收购皇家矿业100%股权，目前皇家矿业同意出让的股权比例和可转换债券均超过其比例的2/3，达到要约收购条件，进入第二阶段交易程序，我们认为，要约收购成功的可能性很大。

图表4：吉恩镍业自产镍精矿预测（金属量）（单位：吨）

矿山名称	2009E	2010E	2011E
富家矿、大岭矿	4000	4000	4000
通化吉恩	1000	2000	2000
四子王旗小南山	400	500	500
和龙长仁	/	500	1000
加拿大 Liberty	/	3000	4000
合计	5400	10000	11500

资料来源：公司调研、天相投顾

图表5：吉恩镍业产品产能预测（单位：吨）

产品名称	冶炼厂	2008	2009E	2010E	2011E
硫酸镍	精炼二厂	10000	10000	10000	10000
	精炼一厂	7000	7000	7000	7000
	新乡吉恩	15000	15000	15000	15000
	合计	32000	32000	32000	32000
高冰镍	冶炼厂	9000	9000	9000	9000
	新建 1.5 万吨		15000	15000	15000
	合计	9000	24000	24000	24000
电解镍	重庆吉恩	1500	1500	1500	1500
	新建 5000 吨		5000	5000	5000
	合计	1500	6500	6500	6500
氯化镍	精炼一厂	2000	4000	4000	4000
氢氧化镍	亚融科技	1000	1000	1000	1000
羰基镍			2000	2000	2000

资料来源：天相投顾



图表6：吉恩镍业产品产量预测（单位：吨）

		2008	2009E	2010E	2011E
硫酸镍	精炼二厂	13000	14000	14000	14000
	精炼一厂	6000	7000	7000	7000
	新乡吉恩	10000	10000	10000	10000
	合计	29000	31000	31000	31000
高冰镍	冶炼厂	9000	2000	1000	1000
	新建 1.5 万吨		10000	15000	15000
	合计	9000	12000	16000	16000
电解镍	重庆吉恩	1500	1500	1500	1500
	新建 5000 吨			3000	4000
	合计	1500	1500	4500	5500
氯化镍	精炼一厂	2000	3000	3000	3000
氢氧化镍	亚融科技	800	800	800	800
羰基镍			100	500	800

资料来源：天相投顾

图表7：主要产品均价预测（单位：元/吨，含税）

产品	2008	2009E	2010E	2011E
电解镍(99.8%)	177400	116500	140000	160000
硫酸镍(22.3%)	43700	30500	36000	41500
氯化镍(24.7%)	50150	35000	42000	48000

资料来源：天相投顾

图表8: 吉恩镍业盈利预测表 (单位: 万元)

单位: 万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	266,920	182,244	110,986	203,177	247,021
增长率 (%)	157.07%	-31.72%	-39.10%	83.07%	21.58%
减: 营业成本	147,263	110,828	75,674	119,882	132,235
毛利率 (%)	44.83%	39.19%	31.82%	41.00%	46.47%
营业税金及附加	2,220	1,448	300	1,500	2,500
销售费用	2,154	2,562	2,100	2,500	3,080
管理费用	17,744	20,582	16,000	18,000	19,430
财务费用	5,126	6,770	6,000	6,500	6,800
费用合计	25,025	29,914	24,100	27,000	29,310
期间费用率 (%)	9.38%	16.41%	21.71%	13.29%	11.87%
资产减值损失	-890	13,546	-6,900	1,000	1,000
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	518	1,228	1,100	9,000	13,000
营业利润	93,821	27,736	18,912	62,795	94,976
增长率 (%)	376.46%	-70.44%	-31.81%	232.04%	51.25%
营业利润率 (%)	35.15%	15.22%	17.04%	30.91%	38.45%
加: 营业外收入	4,429	624	180	180	180
减: 营业外支出	551	794	800	800	800
利润总额	97,699	27,566	18,292	62,175	94,356
增长率 (%)	402.36%	-71.78%	-33.64%	239.90%	51.76%
利润率 (%)	36.60%	15.13%	16.48%	30.60%	38.20%
减: 所得税费用	10,443	5,163	2,500	13,500	20,500
所得税率 (%)	10.69%	18.73%	13.67%	21.71%	21.73%
净利润	87,256	22,403	15,792	48,675	73,856
增长率 (%)	415.31%	-74.33%	-29.51%	208.23%	51.73%
净利润率 (%)	31.73%	12.81%	13.51%	23.22%	28.89%
归属于母公司所有者的净利润	84,697	23,343	14,992	47,175	71,356
增长率 (%)	421.39%	-72.44%	-35.78%	214.67%	51.26%
少数股东损益	2,559	-941	800	1,500	2,500
摊薄每股收益 (元)	1.11	0.31	0.20	0.62	0.93

资料来源: 公司公告, 天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100