

鄂尔多斯(600295)

下游需求拉动电冶产品价格上行

林浩祥 张威
021-38676521 010-59312817
linhaoxiang@gtjas.com zhangwei@gtjas.com

本报告导读：
针对公司业务介绍，我们中期看好电冶业务的成长
从下游钢铁、PVC的需求拉动，建议关注公司硅铁、电石价格的上涨趋势

投资要点：

- 羊绒：行业龙头地位稳固，业务转型稳步推进。集地缘、技术、品牌与网络优势，公司是国际羊绒生产企业的龙头。随着精加工业务的拓展、内销比重的提升、多品牌/全系列产品的延伸，以及销售网络的整合，公司羊绒业务盈利将稳中有升。
- 公司棋盘井工业园是公司成长的新起点。煤炭-电力-冶金、天然气-化工、煤炭-化工三大产业链构成了园区的主产业框架。坐拥丰富煤炭资源，以“低开采、高利用、低排放”的标准打造循环经济模式，公司的新业务成长图景值得看好。
- 硅铁：钢铁产量的回升推动价格上行。在基建投资推动下，钢铁行业迅速转暖，表现为产量和价格双双上升，同期拉动上游金属和铁合金价格上扬。2 季度以来镍价、钼铁、铬铁、金属锰价都出现了上扬，近期国内部分地区的硅铁也出现了小幅的回升。
- 电石：油价上行带来盈利潜力。目前电石产品仍处于行业微利状态，未来电石价格主要视生产 PVC 的原料需求拉动。由于能源价格的上涨，乙烯法生产 PVC 的成本上升，这重新打开了以电石法工艺生产 PVC 的盈利空间，也将推动电视需求的上升。
- 以宏观经济持续回升、实体经济的需求恢复、油价中长期上涨角度视角分析，目前的硅铁和电石价格处于周期的中低位置。
- 公司多晶硅生产工艺采用改良西门子法，工艺采用可循环利用技术，不会产生废气等污染；公司自有的煤炭、金属硅产品也为降低生产成本铺就了成本优势。公司的目标是力争生产成本控制 30 美元/公斤。
- 煤炭：资源拓展具有巨大空间。电冶公司控制的煤炭资源约 4 亿吨，产能约为 380 万吨，其中 100 万吨洗精煤外售。集团目前控制煤炭资源约 60 亿吨，将来集团和公司的煤炭业务如何并行发展仍值得关注。
- 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.37、0.72、0.87 元，业务拆分估值得到公司目标价格为 20.6 元。提升评级至增持。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,737	9,520	6,231	9,404	10,529
(+/-)%	40%	41.3%	-35%	51%	12%
经营利润(EBIT)	821	794	553	1,158	1,406
(+/-)%	144%	-3%	-27%	109%	21%
净利润	520	416	386	741	895
(+/-)%	127%	-20%	-55%	92%	21%
每股净收益(元)	0.50	0.40	0.37	0.72	0.87
每股股利(元)	0.15	0.10	0.14	0.17	0.18

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	17.6%	13.6%	22.8%	18.1%	16.3%
市盈率	32.1	40.4	43.2	22.5	18.6
股息率(%)	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持
上次评级：谨慎增持
目标价格：¥ 20.6
上次预测：¥ 18.20
当前价格：¥ 16.17
2009.07.23

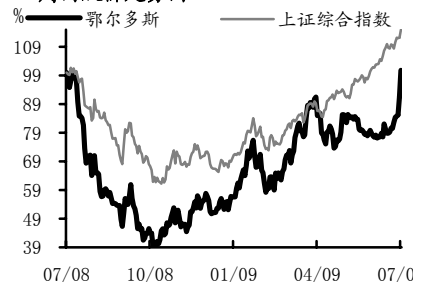
交易数据

52 周内股价区间(元)	5.80 ~ 16.88
总市值(百万元)	16,687
总股本/流通 A 股(百万股)	1,032/612
流通 B 股/H 股	420/0
流通股比例	0.59
日均成交量(百万股)	8.3
日均成交值(百万元)	90.6

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	6,037
每股净资产	3.57
市净率	4.66
资产负债率	62.8%

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	33.3	22.1	6.0
相对指数	22.4	-8.4	-6.9

相关报告

煤电硅铁项目推动业绩增长
2008.04.24
依托煤炭资源开始二次创业
2006.07.09

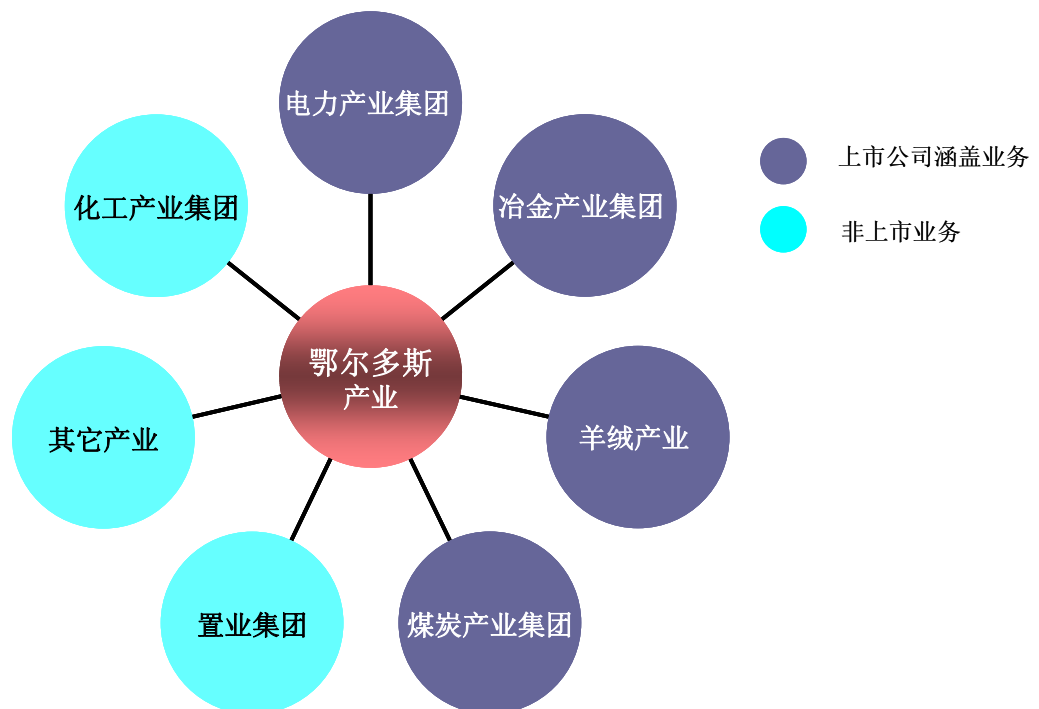
1.	集团公司简介	3
1.1.	关于集团	3
1.2.	公司沿革	4
2.	公司业务分析	4
2.1.	羊绒	4
2.1.1.	全球最大的羊绒加工企业	4
2.1.2.	羊绒行业概况	5
2.1.3.	公司行业龙头地位稳固	6
2.1.4.	业务转型稳步推进	7
2.1.5.	销售网络整合是未来看点	8
2.2.	冶金业务(硅铁、锰铁)	9
2.2.1.	产品简介	9
2.2.2.	全球硅铁简况	10
2.2.3.	中国硅铁产业	10
2.2.4.	成本: 电力价格影响很大	11
2.2.5.	价格: 短期可能继续上涨	11
2.3.	电石: 油价上行带来盈利潜力	13
2.4.	多晶硅: 工艺先进, 成本降低	14
2.5.	煤炭: 资源拓展拥有巨大空间	15
3.	盈利预测和投资评级	16
3.1.	羊绒业务	16
3.2.	非羊绒业务	16
图 1	鄂尔多斯集团业务架构	3
图 2	公司与实际控制人之间的产权及控制关系	4
图 3	羊绒及羊绒制品加工工艺流程	5
图 4	羊绒全球产销格局	6
图 5	硅铁	9
图 6	锰硅合金	9
图 7	全球主要钢铁产量和价格	11
图 8	LME 三月镍价和库存	12
图 9	钼铁价格回暖	12
图 10	高碳铬铁价格小幅上涨	12
图 11	电解锰价格小幅上涨	12
图 12	硅铁价格	13
图 13	电石下游消费构成	13
图 14	PVC 价格	14
图 15	电石价格	14
图 16	多晶硅生产流程图	15
表 1	前 20 国内主要硅铁厂家硅铁产能和产量	10
表 2	钢铁上游金属产品价格变动	12
表 3	羊绒业务利润表预测	16
表 4	电冶公司产能规划	17
表 5	主要产品产量和价格预计	17
表 6	非羊绒业务利润表预测	17
表 7	硅铁、电石价格对公司 2010 年每股收益测算	18

1. 集团公司简介

1.1. 关于集团

鄂尔多斯集团是由 1981 年建成投产的伊克昭盟（现鄂尔多斯市）羊绒衫厂逐步成长壮大起来的现代企业集团。经过二十多年的持续发展特别是新世纪初期大规模产业扩张，现已形成羊绒、煤炭、电力、冶金、化工五业并举、协同发展的经营格局。集团目前拥有总资产 183 亿元，成员企业 115 家，员工 24000 多人。2007 年，集团实现销售收入 123 亿元，出口创汇 3.8 亿美元，实现利税 17.76 亿元。

图 1 鄂尔多斯集团业务架构



资料来源：公司公开信息资料；注：集团和上市公司均经营生产煤炭业务

集团羊绒产业发展已经日臻成熟，品牌正在向高端领域进发。二十多年来集团（公司）羊绒已发展成为当今世界产销规模最大、产业体系最为完善、营销网络最为成熟、技术装备最为先进的行业领军企业。产销能力达到 1000 万件以上，占到了中国的 40% 和世界的 30% 以上，产品质量、市场占有率、出口创汇、销售收入连年稳居绒纺行业第一名。

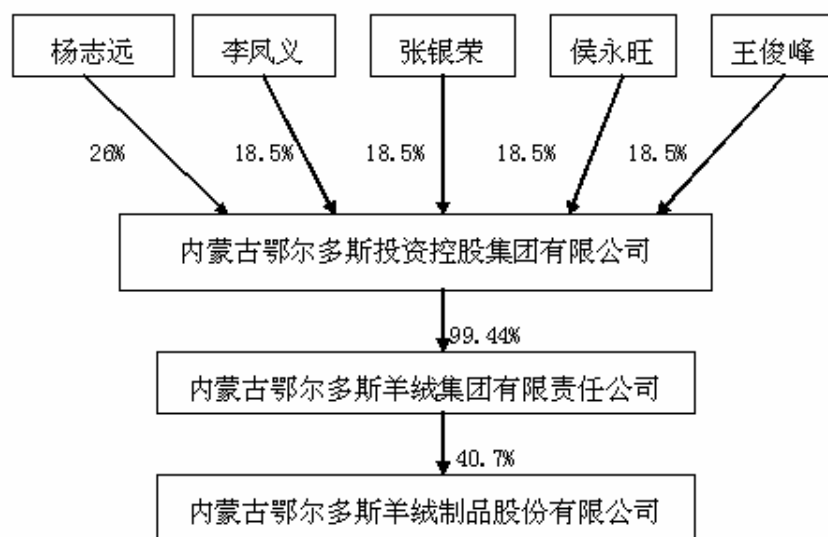
棋盘井工业园区是鄂尔多斯集团（公司）事业的新起点。园区依托当地丰富的资源，按照“高起点、高科技、高效益、高产业链、高附加值、高度节能环保”的新型工业化要求和“低开采、高利用、低排放”的循环经济模式进行规划和建设，**煤炭-电力-冶金、天然气-化工、煤炭-化工**三大产业链构成了园区的主产业框架，形成了一个以资源能源的转换升级为主导，由初级到高级，配套完善、结构合理、链条丰富的重化工产业集群，实现了经济效益、社会效益和环境效益的协调发展。

煤炭产业是循环经济的源头和依托。掌控至少 60 亿吨储量的煤炭资源是集团可持续发展的资源保障。目前，棋盘井地区 6 个煤矿形成的 400 多万吨产能，基本可以满足洗煤厂、焦化厂的加工生产和自备电厂的用煤需求；以煤炭为原料的气焦联产项目一期 30 万吨气焦、20 万吨活性石灰项目已建成投产。随着东部大型煤田的开发和几个大矿的建成，集团将跻身于自治区大型煤炭企业之列。目前煤炭资源主要归属集团，随着周边的确勘探的进一步扩大，集团（公司）煤炭资源的储量仍有很大的增长空间。

1.2. 公司沿革

内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司是于 1995 年 10 月 15 日，以原鄂尔多斯羊绒衫厂为发起人，采取募集设立方式向境外投资者发行人民币特种股票(B 股)而创立的中外合资股份有限公司。2001 年 4 月公司增发 A 股 8000 万股，后经 2003 年 6 月用资本公积转增股本后，总股本增至 10.32 亿股。

图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公开信息资料

2. 公司业务分析

2.1. 羊绒

2.1.1. 全球最大的羊绒加工企业

公司是全球最大的羊绒原料拥有者和最大的羊绒制品联合加工企业，具有羊绒纱 1800 吨，羊绒衫 700 万件的生产能力，拥有世界一流的羊绒制品生产设备及羊绒新产品研究开发中心，产品涵盖 300 多个品种、2000 多个花色，多项工艺处于国际领先水平。

公司年出口能力 400 万件以上，产品远销日本、美国、澳大利亚等 30 多个

国家和地区。在国内，公司拥有 3000 多家营销网点，辐射全国 560 个大中城市，年销售量 200 万件。“鄂尔多斯”品牌羊绒衫连续 13 年市场占有率排名第一，是当之无愧的羊绒行业第一品牌。

08 年公司羊绒业务收入 31.31 亿元，占总收入比重 32.89%；羊绒业务毛利润 8.08 亿元，占比 25.38%。

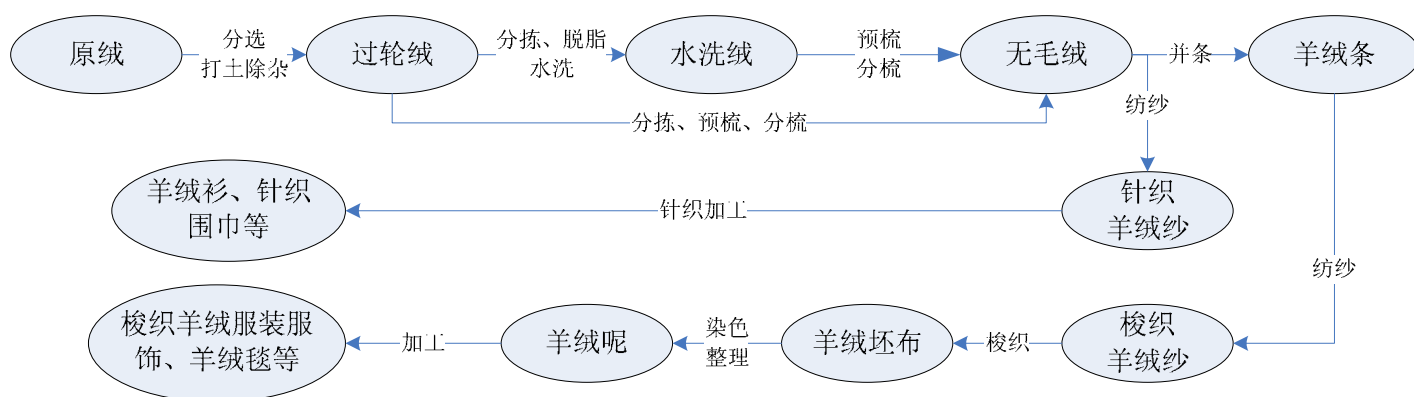
2.1.2. 羊绒行业概况

2.1.2.1. 纤维中的“软黄金”

羊绒是从山羊毛层底部与皮层之间抓取的一种天然纤维，具有细长、柔软、弹性强、光泽柔和及拉力强等特性。用羊绒制成服装轻、柔、滑、薄、保暖性能好，而且对人体皮肤无刺激，具有其它纤维无法比拟的优越性，因此被誉为“纤维钻石”、“软黄金”。羊绒针织作为针织行业的重要组成部分在中国取得了很大的发展，由于具有资源和劳动力优势，1980 年以来羊绒加工不断由国外向中国转移。经过 20 多年的发展，中国羊绒产业链日趋完善，已经由世界第一羊绒资源大国发展成为世界羊绒生产、加工、销售和消费第一大国。

羊绒制品的加工工艺流程如下图所示：原绒收购后，要经过打土除杂，水洗，预梳、分梳等多道工序除去其中掺杂的山羊粗毛和其它杂质，加工成无毛绒，这一流程的转化率在 45% 左右(即 1kg 原绒可以加工 0.45kg 无毛绒)。无毛绒纺成纱后，通过针织加工制成羊绒衫及其它羊绒制品。此外，无毛绒还可以先通过并条工艺制成羊绒条，而后进行纺纱，这类羊绒纱主要适用于梭织，产品包括西服、羊绒毯等。目前国内市场羊绒产品以针织羊绒衫为主，梭织产品占比较低，羊绒条大多直接出口欧洲进行面料加工。

图 3 羊绒及羊绒制品加工工艺流程



数据来源：国泰君安证券，中国期刊网

2.1.2.2. 生产在中国，消费看欧美

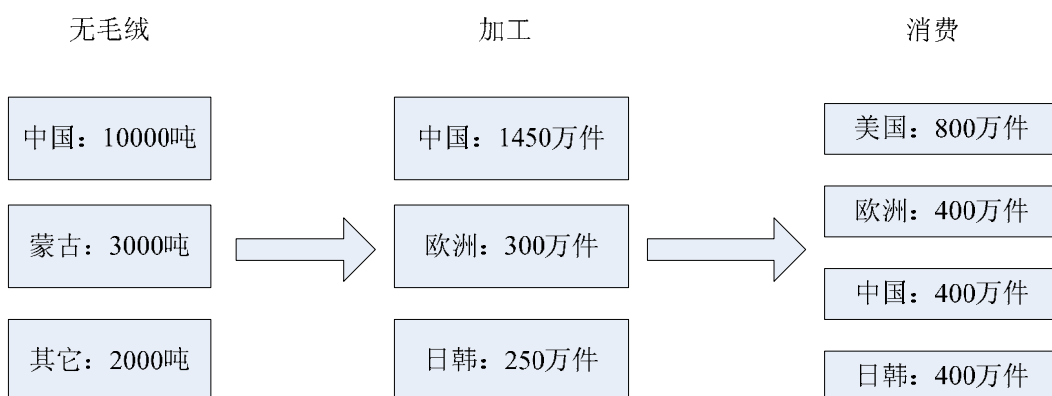
产绒山羊主要分布在北纬 35-55 度，东经 5-120 度的高寒、半荒漠区域，中国、中亚五国、俄罗斯、蒙古、伊朗和巴基斯坦为主要的产绒国。目前，

世界羊绒年产量大约在 1.4-1.5 万吨，中国羊绒年产量 1.1 万吨至 1.2 万吨，占世界总产量 70%以上。内蒙古的羊绒年产量 5000 吨以上，占中国总产量的 40%，全球产量的 1/3。国内其他的产绒省份还包括辽宁、新疆、陕西、山东等。

国内的羊绒衫年加工能力 1450 万件，占全球产能的 72.5%。羊绒加工企业主要集中在内蒙古、河北、浙江、宁夏、上海、江苏等地区。形成了鄂尔多斯、宁夏灵武以及河北清河等具有区域特色的产业集群。

羊绒消费主要集中在发达国家。美国、欧洲、日本及韩国的年消费量合计 1600 万件，占羊绒衫消费总量的 80%以上，中国的消费量 400 万件左右。由于价格、气候以及消费习惯等原因，其他国家和地区的羊绒消费占比很低。

图 4 羊绒全球产销格局



数据来源: 公司公告

2.1.2.3. 行业集中度高，季节性明显

由于每年的原绒收购集中在二、三季度，而产品销售旺季集中在一、四季度，羊绒企业的现金流存在着明显的季节性波动。而且羊绒单位价值很高，每年收购原绒会占用企业大量的流动资金，羊绒企业的资金和库存压力都比较大。如果遇到羊绒价格剧烈波动，对企业经营会产生极为不利的影响，资金实力不足的中小企业很难在这个行业生存。因此羊绒行业是纺织业中集中度最高的子行业之一。目前，30 家重点羊绒企业控制了国内超过 70% 的原绒收购市场。

2.1.3. 公司行业龙头地位稳固

鄂尔多斯是国内羊绒行业无可争议的龙头企业。与其他企业相比，公司的竞争优势主要包括：

(1) 地缘优势。公司所处的内蒙古鄂尔多斯地区是重要的羊绒产区之一，世界上品质最高的阿尔巴斯白山羊绒就出产在鄂尔多斯地区。04 年以前，公司与当地农牧民联手成立绒山羊圈养基地，建立“公司+基地+牧户”的利益共同体模式，年收购原绒 4000 吨左右。05 年以后，鉴于无毛绒价格趋

于稳定，公司主要通过第三方直接采购无毛绒进行加工生产，年采购量约为 2000 吨。

(2) 技术优势。公司的技术中心被原国家经贸委等单位认定为国家级企业技术中心，是目前羊绒行业实力最强的高新产品研发中心。公司还专门设立了新产品的研发部门和市场推广部门，开发并推广了纳米高科技系列、导电纤维高科技系列、保健功能高科技系列等 300 多个品类的产品。在羊绒梭织面料开发方面的研究也领先于国内其它企业。

(3) 品牌与网络优势。公司“鄂尔多斯”品牌是羊绒行业第一个获得“中国驰名商标”称号的商标，是国家商务部确认的“重点培育和发展的中国出口名牌”和国家质量监督检验检疫总局评定的“中国名牌产品”。07 年 6 月，在世界品牌实验室和世界经理人周刊联合主办的中国品牌排名中，“鄂尔多斯”品牌以 100.27 亿元品牌价值居中国品牌 500 强的第 62 位，纺织服装业排名第一。公司在全国设有 117 个加盟销售公司，目前营销网点已达 3000 多家，辐射全国 560 个大中城市，是纺织行业最大的企业营销网络之一。“鄂尔多斯”品牌羊绒衫连续 13 年市场占有率排名第一，08 年市场占有率 18.49%，高出第二名鹿王 8 个百分点。

2.1.4. 业务转型稳步推进

公司在巩固行业龙头地位的同时，积极谋求羊绒业务的转型，主要体现在粗加工向精深加工转型；出口向内销转型；单一品牌、单一产品（羊绒衫）向多品牌、全系列的服装及配件产品转型等几方面。

粗加工向精深加工转型。2004 年以前公司对外销售的产品包括无毛绒、羊绒纱和羊绒衫等。从 2005 年开始，公司一方面暂停原绒收购，通过第三方直接采购无毛绒进行加工生产；另一方面取消了无毛绒、绒纱等粗加工产品的销售，对外仅销售成品羊绒衫，盈利能力得到明显提升。

出口向内销转型。08 年公司羊绒产品出口与内销收入比为 6: 4。自 05 年开始，受人民币升值的影响，羊绒衫出口持续下滑，08 年全球经济危机造成欧美服装消费下降，羊绒衫作为高端奢侈品，受冲击尤为严重，公司 09 年上半年羊绒衫出口同比下降 50% 以上。另一方面，鄂尔多斯羊绒衫出口单价在 150-160 元人民币，毛利率仅为 10%，而内销的毛利率在 50% 以上。主客观的因素促使公司减少出口业务占比，大力发展国内销售。预计 09 年公司内销业务占比将达到 50% 以上。

单一品牌、单一产品（羊绒衫）向多品牌、全系列的服装及配饰产品转型。公司此前的国内销售以“鄂尔多斯”品牌的羊绒衫为主，现在已经形成了涵盖男装、女装、家用纺织品、皮具等在内的全系列的服装产品。公司新成立的奢侈品牌“1436”已经在北京、上海、太原、杭州等地开设了 12 家专营店。公司特聘了香奈儿（CHANEL）原设计总监杜福尔先生担任艺术总监，为“鄂尔多斯”品牌和“1436”品牌提供艺术指导，并亲自设计 200 多款服装，这些服装将于 09 年秋冬季上市。此外，公司还计划单独成立一个子品牌用于网上销售，以完善公司的品牌体系。

2.1.5. 销售网络整合是未来看点

我们认为欧美的服装消费复苏是一个缓慢的过程。对公司而言，2010 年的出口会较 09 年有所改善，但大幅增长的可能性较小。内销方面，目前公司的渠道数量以及品牌知名度在行业中均处于领先水平，但与其他品牌服装企业相比，公司的渠道及品牌管理能力还存在着一定的差距，造成门店的经营效率较低，但从另一个角度也反映出公司的内销业务还有很大的上升空间。目前公司已经开始着手加强渠道管理，关闭经营不善的门店，增加单店面积，并将原有的公司铺货模式改为通行的经销商买断制，降低公司的存货风险。09 年上半年公司同店销售增幅达到 15%。未来公司没有大规模的门店扩张计划，销售网络的整合、经营效率的提升将成为业绩增长的主要看点。

2.2. 冶金业务（硅铁、锰铁）

鄂尔多斯冶金集团隶属于鄂尔多斯投资控股集团，集团母公司为内蒙古鄂尔多斯冶金有限责任公司，成立于 2006 年 2 月。集团年产铁合金系列产品 100 多万吨，囊括普通硅铁、高纯硅铁、特种硅铁、工业硅、硅锰合金、碳化硅等特色冶金产品。

2.2.1. 产品简介

2.2.1.1. 硅铁

硅铁常用于炼钢作脱氧剂（硅和氧很容易化合成二氧化硅）。钢中添加一定数量的硅，能显著提高钢的强度、硬度和弹性，提高钢的磁导率，降低变压器钢的磁滞损耗。硅铁加入铸铁中可作球墨铸铁的孕育剂，改善铸铁性能。

炼钢工业、铸造工业和铁合金工业是硅铁的最大用户。它们共消耗约 90% 以上的硅铁。目前应用最广的是 75% 硅铁。在炼钢工业中，每生产 1 吨钢大约消耗 3-5kg 的 75% 硅铁。按照硅铁当前价格 5300 元/吨（含税价格）计算，每吨粗钢生产需要硅铁成本约为 16-25 元，因此硅铁价格的变动对钢铁企业成本影响并不明显。

除了钢铁行业外，来自金属镁行业的需求对硅铁市场影响也非常大，因为生产一吨金属镁大约需要 1.1-1.2 吨硅铁。2008 年中国金属镁的产量大约为 63 万吨，大约消耗了 69 万吨硅铁。硅铁价格的变动对金属镁冶炼企业成本影响比较明显。

2.2.1.2. 锰硅合金

锰硅合金是锰与硅、铁组成的三元合金，含 Mn 量在 60~72% 之间，含 Si 量在 14~28% 之间。锰硅合金主要作为炼钢过程中的合金添加剂，或作为复合脱氧剂及脱硫剂使用，亦可作为低中碳锰铁冶炼过程中的还原剂。

图 5 硅铁



图 6 锰硅合金



资料来源：公司资料

2.2.1.3. 金属硅

金属硅是氧化硅经碳质还原剂高温熔炼生产的一种基础材料，也叫工业硅、结晶硅，被广泛应用于化工、冶金、电子、机械、航空航天、船舶制造、能源开发等领域，是现代工业尤其是高科技产业必不可少的材料，其副产品有硅微粉、硅渣等，用于水泥、耐火材料、建筑等行业。

2.2.2. 全球硅铁简况

全球硅铁的主要生产国家为中国，俄罗斯，乌克兰，巴西和挪威，而主要消费国为中国，日本，美国和俄罗斯。硅铁主要用于钢铁生产，因此，粗钢的生产直接影响到硅铁的需求。

根据国际钢协（Worldsteel）1月22日公布的初步统计数据显示，2008年全球粗钢产量为13.297亿吨，比2007年的13.454亿吨下降1.2%。这样根据生产1吨粗钢大约需要4公斤硅铁来计算，2008年全球用于粗钢生产的硅铁大约为530万吨。同时，在中国生产1吨金属镁大约需要1.1吨硅铁；2008年中国的金属镁产量大约为63万吨，其2008年消耗硅铁大约69万吨。因此2008年全球硅铁产量至少在600万吨以上。

2.2.3. 中国硅铁产业

中国作为全球第一大硅铁生产国，其硅铁产能大约为550万吨，但是受全球经济危机的影响，中国硅铁产量在2008年下半年大幅下降。

中国硅铁主要销往国内的钢厂，金属镁厂和用于出口。2008年我国粗钢产量为5.02亿吨，同比增长2.6%。

根据生产1吨粗钢需要4公斤硅铁来计算，2008年我国用于粗钢生产的硅铁大约为200.8万吨。2008年我国金属镁的产量大约为63万吨，其硅铁消耗量大约为69.3万吨。同时，2008年中国出口硅铁大约124.6万吨。因此，2008年中国硅铁的产量在400万吨左右。

表 1 前20国内主要硅铁厂家硅铁产能和产量

生产商	产能	2008年 产量	生产商	产能	2008年 产量
1 鄂尔多斯冶金产业集团	55	43	11 宁夏吉元冶金有限公司	4.5	
2 腾达西北铁合金有限责任公司	25		12 宁夏天辰冶金有限公司	5	
3 青海华电铁合金股份有限公司	15	10	13 内蒙古耀奎特种铁合金有限责任公司		
4 青海物通（集团）实业有限公司	20		14 宁夏金旌矿业有限公司	5	
5 白银银珠电力集团有限集团公司	5		15 山丹县同翔铁合金有限责任公司	4	
6 宁夏英力特河滨冶金有限公司	7	6.2	16 内蒙古乌海东亚实业有限公司	6	
7 鄂尔多斯鑫巨冶金有限责任公司	4	2.5	17 宁夏东方企业有限公司	14	
8 乌海君正实业有限公司	10		18 巴盟亨泰冶炼有限责任公司	10	8
9 内蒙古三维资源集团有限公司	10		19 阿拉善利源煤炭有限责任公司	7	
10 宁夏荣盛铁合金集团有限公司	12	9	20 张掖市龙首铁合金有限责任公司	6	

资料来源：硅铁行业统计数据；万吨

2.2.3.1. 地区分布

中国硅铁生产主要集中在西北地区(内蒙古,宁夏,甘肃和青海)和西南地区(云南和贵州),而内蒙古、宁夏、甘肃和青海的硅铁产量占到了全国总产量的80-90%。宁夏,甘肃和青海的硅铁产量占到其总铁合金产量的90%以上。

2.2.3.2. 出口情况

2008年中国的硅铁出口量大约为124.6万吨,而2007年的出口大约为151.8万吨,下降了大约17.9%。中国硅铁的最大出口目的地是日本,大约占到出口量的38%。第二出口目的地为韩国,大约占到总出口量15%。美国,中国台北和荷兰分列第3,4,5位。

2.2.4. 成本: 电力价格影响很大

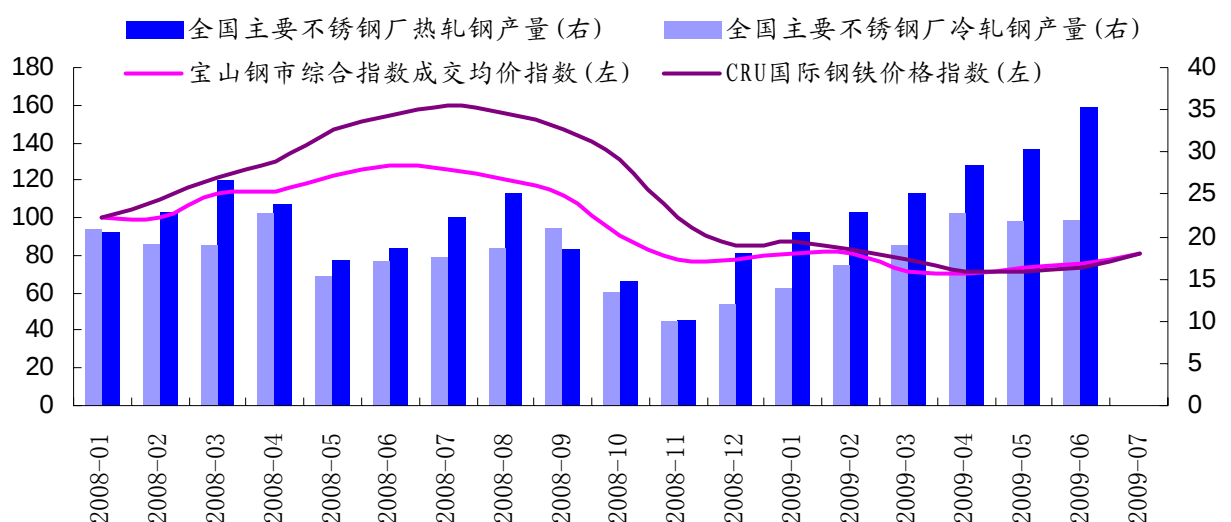
生产1吨硅铁大约需要8,000-9,000度电,电力方面的成本对硅铁市场影响非常大。2008年下半年部分地区实行优惠电价后,国内的电价相对比较稳定。宁夏,内蒙古和甘肃地区的电价大约为0.32元/度,而青海的电价大约为0.28元/度。公司棋盘井园区内以自有煤矿、自备发电厂

2009年2月17日,内蒙古地区取消了优惠电价,从0.32元/度上调到0.40元/度,而且中央政府已经下达文件命令其他地方政府取消当地的优惠电价,这样会对硅铁生产成本造成重大影响,部分硅铁企业可能被迫停产或成本上升明显,对应硅铁生产成本将会上涨400-500元/吨。

2.2.5. 价格: 短期可能继续上涨

在中国基建对钢铁的需求大增的带动下,钢铁行业迅速转暖,表现为产量和价格双双上升。

图 7 全球主要钢铁产量和价格



数据来源: 51BXG, 国泰君安证券

注: 热轧主要钢厂太钢、宝钢、张浦、联众、酒钢; 冷轧主要钢厂指太钢、张浦、宝钢、青浦、宝新、联众、酒钢、上海克虏伯; 价格指数均以2008年1月为100。

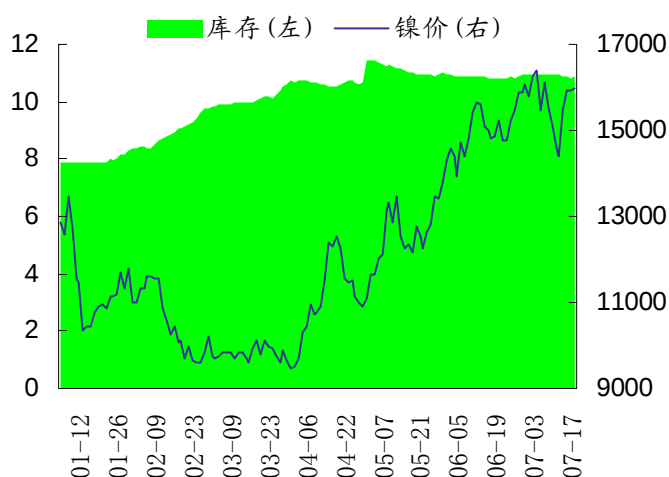
钢铁行业的回暖，也拉动了上游金属和铁合金价格上扬。可以看到有金融属性的镍价 2 季度出现了大幅反弹，近期钼铁、铬铁、金属锰价都出现了上扬。近期国内部分地区的硅铁出现了小幅的回升。

表2 钢铁上游金属产品价格变动

	7 月 17 日价格	一周前价格	一周涨幅	一月前价格	一月涨幅
钼铁	137500	132500	3.8%	120000	14.6%
高碳铬铁	7600	7500	1.3%	6750	12.6%
中碳铬铁	11850	11650	1.7%	11000	7.7%
低碳铬铁	12150	12100	0.4%	11400	6.6%
微碳铬铁	12200	12200	0.0%	11500	6.1%
硅铁	5400	5300	1.9%	5300	1.9%
电解锰	13800	13600	1.5%	13800	0.0%

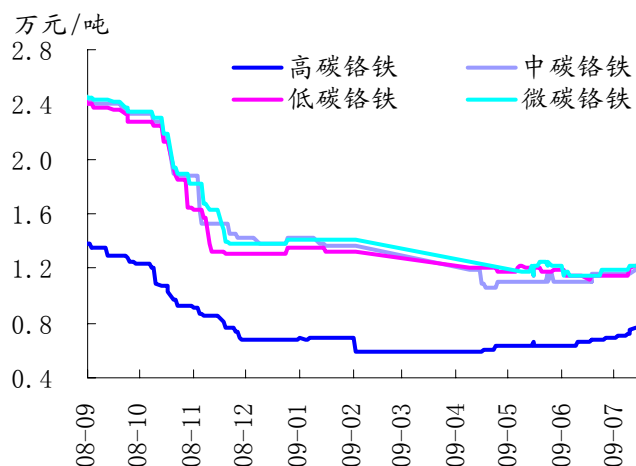
数据来源：百川资讯；单位：元/吨

图 8 LME 三月镍价和库存



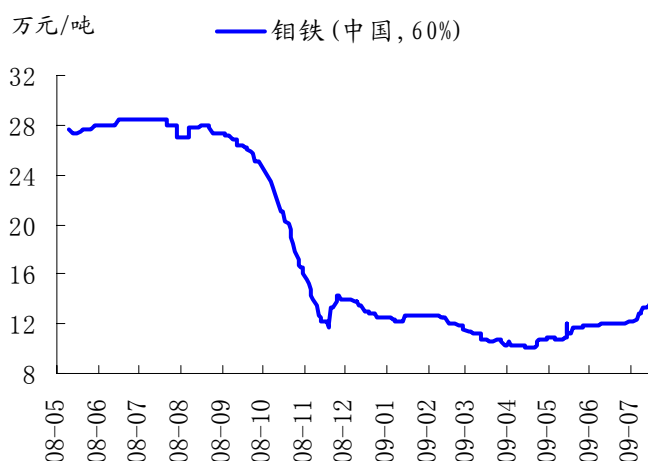
资料来源：Bloomberg；单位：万吨，美元/吨

图 10 高碳铬铁价格小幅上涨



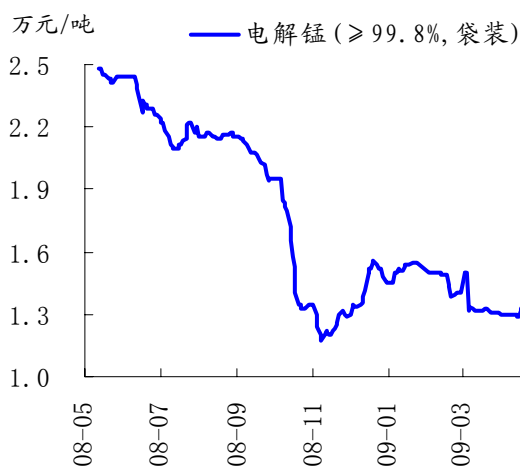
资料来源：百川资讯

图 9 钼铁价格回暖



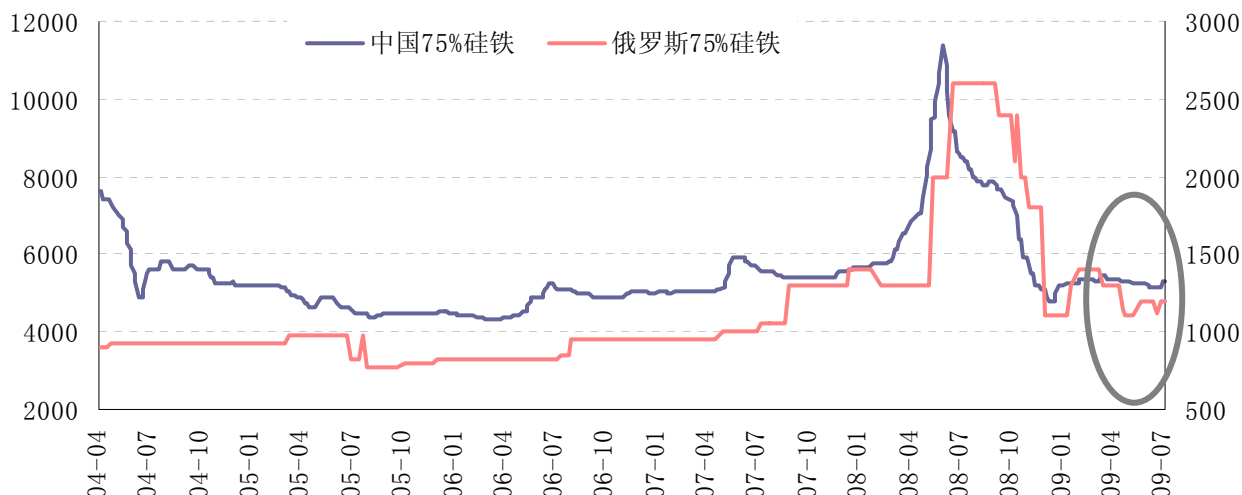
资料来源：百川资讯

图 11 电解锰价格小幅上涨



资料来源：百川资讯；注：上海现货

图 12 硅铁价格



资料来源: WIND, Bloomberg; 俄罗斯产品价格: 右轴, 美元/吨

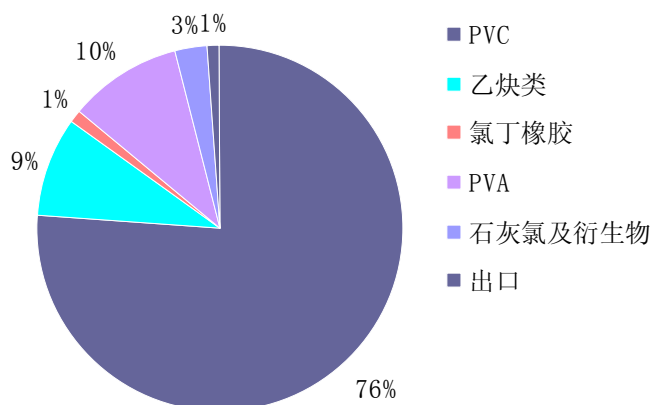
硅铁的价格受两个方面因素的影响, 一个是钢铁行业的开工情况, 直接决定硅铁的需求; 二是生产成本的变动(例如焦炭、电价上涨抬升生产产本), 间接影响供给规模。目前的时点上, 我们认为硅铁和锰铁合金的价格有望依赖钢铁行业的回暖价格继续呈现逐步上扬。

2.3. 电石: 油价上行带来盈利潜力

电石, 化学名称为碳化钙, 分子式为 CaC_2 , 外观为灰色、棕黄色、黑色或褐色块状固体, 是有机合成化学工业的基本原料, 利用电石为原料可以合成一系列的有机化合物, 为工业、农业、医药提供原料。

通用的两种生产 PVC 的方法, 一个是电石法, 一个是乙烯法。电石法就主要是以电石通过处理, 进行生产 PVC; 然后一种是乙烯法, 是以原油作为原料, 然后经过石脑油变为乙烯, 制成 PVC。

图 13 电石下游消费构成



资料来源: 国泰君安证券

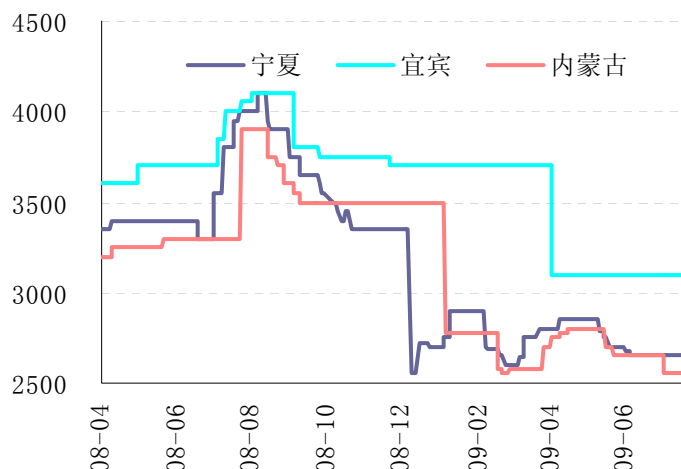
由于能源价格的上涨，PVC 价格出现了明显的回升。我们中期认为油价上行的空间要大于下行的空间，由此国内电石法生产 PVC 的工艺路线将重新变得有利可图。

图 14 PVC 价格



资料来源: 百川资讯

图 15 电石价格



资料来源: 百川资讯

电石工业生产的主要原料为石灰石和焦炭，属高耗能产品（1 吨电石消耗 0.7 吨焦炭、1 吨熟石灰、3300 度电）。公司在 2009 年 3 月一期 30 万吨电石生产线已经建成，预计在年底或明年初电石产能扩建至 100 万吨，最终扩建至 130 万吨。

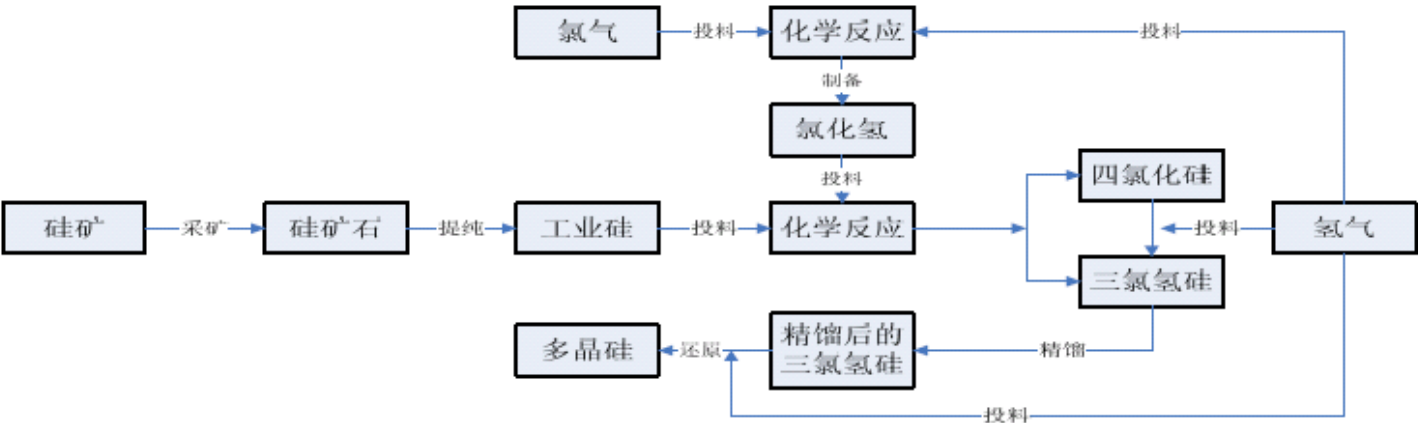
2.4. 多晶硅：工艺先进，成本降低

公司及下属控股子公司电冶公司将共同持有多晶硅业公司 61%的股权，公司通过直接和间接方式占有多晶硅业公司 51%的权益，取得对多晶硅业公司的绝对控制权。

到 2009 年第一季度，我国多晶硅生产企业已经超过 10 家。到 2008 年年底，我国已形成 1 万吨以上的多晶硅生产能力，实现产量达 4500 吨。预计到 2009 年年底，我国将可形成 3 万吨左右的产能，产量突破 1 万吨，到 2010 年，在建项目总规划产能将达到 10 万吨左右。

公司的多晶硅项目优势一方面在于工艺先进。公司多晶硅的生产工艺和技术都来源于世界最大的多晶硅生产厂商之一的德国瓦克公司，准备上马的两条 1250 吨生产线都是德方采用工艺总包的形式进行转让，由德方安装调试完成（改良西门子法是国际上主要多晶硅大厂普遍采用，产量占全球多晶硅产量的 80%以上。多晶硅项目的工程承包单位中国成达工程公司认为该生产技术和设备达到当前世界先进水平，且其生产规模高于目前国内最大多晶硅装置的生产能力；工艺采用德国的可循环利用技术，不会产生废气等污染。目前国内多数工艺采用俄罗斯技术，会产生大量的剧毒废气，引发后续的环保问题）。

图 16 多晶硅生产流程图



资料来源：公司公开披露资料

优势二在于多晶硅正处于公司铁合金产业链的下游，充足而低廉的原料使鄂尔多斯具有其他公司所无法比拟的优势；另外，公司还拥有自己的煤矿和电厂。

2.5. 煤炭：资源拓展拥有巨大空间

公司电力冶金公司控制可采煤炭储量是 4 亿吨，发热值为 5000-6000 大卡/吨。经过设计整合后分为 5 个矿区，设计总产能为 375 万吨（之后陆续扩产至 400 万吨或以上）。

表 3 羊绒业务利润表预测

采矿权人	矿山名称	地址	生产规模	矿区面积	截止日期
内蒙古鄂尔多斯煤炭有限责任公司	阿尔巴斯煤矿	鄂托克旗阿尔巴斯苏木	120.00 万吨/年	15.27 平方公里	2035.11.3
内蒙古鄂尔多斯煤炭有限责任公司	桌子山煤田白云乌素矿区 11-15 线煤矿	鄂托克旗棋盘井镇	60.00 万吨/年	4.77 平方公里	2026.6.28
内蒙古鄂尔多斯煤炭有限责任公司	鄂尔多斯煤炭有限责任公司煤矿	鄂托克旗棋盘井工业园内	60.00 万吨/年	7.10 平方公里	2010.6
内蒙古鄂尔多斯煤炭有限责任公司	鄂尔多斯煤炭有限责任公司二矿	鄂托克旗棋盘井工业园内	60.00 万吨/年	3.68 平方公里	2010.6
内蒙古鄂尔多斯煤炭有限责任公司	鄂托克旗恒邦煤焦化有限责任公司	鄂托克旗棋盘井	60.00 万吨/年	6.72 平方公里	2011.7
鄂托克旗棋盘井都胜煤矿	鄂托克旗棋盘井都胜煤矿	鄂托克旗棋盘井	15.00 万吨/年	0.82 平方公里	2008.7

资料来源：国泰君安证券

公司的煤炭资源以焦煤为主，经过洗选后，精煤（洗出率约 37%）销售，主要用于焦炭冶炼；中煤（洗出率约 40%）和煤矸石（约 23%）用于坑口电厂发电。由于先天优势——煤矿煤层浅，开采费用低，因此原煤开采成本低于国内其他地区煤炭企业。电冶公司处于煤炭资源富集区且公司煤炭价格较低，因此电冶公司的发电成本较低，从而使得电冶公司的高耗能产

业具有较大的成本优势。

值得关注的是集团控制了近 60 亿吨的煤炭资源，将来集团和公司的煤炭业务如何并行发展仍值得关注。

3. 盈利预测和投资评级

3.1. 羊绒业务

预计公司 09 年羊绒出口同比下降 40%，内销业务增长 18%，营业收入 26.04 亿元，同比下降 17%；2010 年公司内销业务仍能保持 15%以上的增长，而随着欧美消费的复苏，出口业务也将有 15%左右的恢复性增长，全年羊绒业务收入将达到 29.16 亿元。由于毛利较高的内销业务占比提高，公司 09 年利润下降并不明显。预计 09、10 年公司羊绒业务净利润分别为 2.46 亿元、2.85 亿元；对应每股收益 0.24 元、0.28 元。目前与公司业务相近的中银绒业 09 年市盈率在 30 倍以上。我们认为给予公司羊绒业务 09 年 25 倍市盈率是合理的，对应每股价值 6 元。

表 3 羊绒业务利润表预测

	2009E	2010E
营业收入	260400	291648
营业成本	180067	199633
营业税金及附加	2083	2333
销售费用	26040	29165
管理费用	13020	14582
财务费用	8333	10208
资产减值损失	100	100
投资收益	0	0
营业利润	30757	35627
营业外收入	0	0
营业外支出	0	0
利润总额	30757	35627
所得税	4614	5344
净利润	26144	30283
少数股东损益	1538	1781
母公司所有者净利润	24606	28502
总股本（万股）	103200	103200
每股收益（元）	0.24	0.28

资料来源：国泰君安证券

3.2. 非羊绒业务

根据公司电冶公司的产能规划，以及 2009 年产量目标我们给出业绩预测的假设条件：

表 4 电冶公司产能规划

产能规划		2007	2008	2009E	2010E
原煤开采	万吨	120	135	375	400
原煤洗选	万吨	240	240	360	360
兰炭	万吨	/	30	60	60
硅铁	万吨	55	55	55	55
硅锰	万吨	7.5	15	18.6 ⁽¹⁾	45
金属硅	万吨	3	3.0	3.0	3.0
电石	万吨	/	30	130	130
供水	万吨	/	5000	10000	10000
发电装机容量	万千瓦	30	86	120	120
镁		/	/	1	2-5
多晶硅	吨	/	/	/	1000

资料来源：公司公开信息，(1) 数据增加高中碳锰铁

表 5 主要产品产量和价格预计

产量预计		2008	2009E	2010E
原煤开采	万吨	135	375	400
原煤洗选	万吨	240	360	400
外售精煤	万吨		100	100
硅铁	万吨	43	35	52
电石	万吨		20	50
多晶硅	吨			1000

价格预计			
外售精煤	元/吨	480	480
硅铁	元/吨	5100	5800
电石	元/吨	3100	3500
多晶硅	美元/公斤	含税价格	55

资料来源：国泰君安证券

由此我们得出非羊绒业务的盈利预计：

表 6 非羊绒业务利润表预测

	2009E	2010E
营业收入	362697	648703
营业成本	285526	487464
营业税金及附加	18135	32435
销售费用	9067	16218
管理费用	7254	12974
财务费用	18135	19461
资产减值损失	0	0
投资收益	0	0

营业利润	24580	80152
营业外收入	0	0
营业外支出	0	0
利润总额	24580	80152
所得税	3687	12023
净利润	20893	68129
少数股东损益	6895	22483
母公司所有者净利润	13998	45647
总股本（万股）	103200	103200
每股收益（元）	0.14	0.44

资料来源：国泰君安证券

通过我们盈利模型测算，由于硅铁价格上涨（钢铁行业开工上升刺激）和电石价格上涨（PVC 价格上涨）对公司业绩的明显的正向拉动效应。我们认为目前的硅铁的价格和电石价格处于周期的中低位置，未来价格仍有上升空间。

我们以硅铁业务 2010 年贡献 0.42 元(20x)、电石 0.07(20x)、多晶硅 0.04(50x)，煤炭业务 0.12 元（22x）市盈率测算，公司非羊绒业务的对应股价为 14.6 元。

表 7 硅铁、电石价格对公司 2010 年每股收益测算

	硅铁价格（元/吨）	5000	5500	5800	6000	6500	7000
电石价格（元/吨）							
3000		0.37	0.53	0.62	0.68	0.83	0.99
3500		0.48	0.63	0.72	0.78	0.94	1.09
3800		0.54	0.69	0.78	0.85	1.00	1.15
4000		0.58	0.73	0.83	0.89	1.04	1.19

资料来源：国泰君安证券

按照羊绒业务贡献 0.28 元测算

综合考虑，给予公司目标价格 20.6 元。我们认为如果在未来 6-12 月中硅铁和电石价格受到下游需求的回升推动，公司股价可能出现趋势性的上涨。

免责声明

本报告的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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com