



纺织服装业/可选消费品

鄂尔多斯 (600295)

## 受益节能减排，增长值得期待



桑永亮

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

S0880109054282

蔡鼎尧

021-38674743

caidingyao008733@gtjas.com

S0880110090104

### 本报告导读：

受益于节能减排及非晶硅价格上涨，公司 2011 年合理股价 20.6 元，还有 26% 的空间，对应 2010-2012 年 PE 分别为 29、21、18 倍，给予增持评级

### 投资要点：

鄂尔多斯是我国羊绒及铁合金行业的龙头企业。公司羊绒产业发展已经日臻成熟，品牌正在向高端领域进发。高耗能产业是鄂尔多斯公司事业的新起点。

**得天独厚的资源优势。**鄂尔多斯电冶公司所在的乌海棋盘井地区有丰富的煤、铁、硅等储量，非常适宜实施煤—电—高载能联产项目。

**生产成本低廉是公司最大的竞争优势。**依托内蒙古地区丰富的煤矿资源，公司建立起完整的煤-电-铁合金产业链，能源成本低廉。大电炉及余热回收系统保证公司能耗水平行业领先。

**国家限制高耗能产业更有利于稳固公司龙头地位，稳定硅铁价格。**由于“十一五”节能减排目标，铁合金做为高耗能行业，一直受到政策的压力。由于公司(1)具有煤炭-电力-铁合金完整的产业链，(2)由于电炉先进及余热回收完备，业内公司耗能水平低，因此国家限电、提高电价、甚至停产，对公司的影响都是微乎其微。相反，国家对铁合金产能限制越严，越有利于稳固公司龙头地位，稳定硅铁价格。

**公司产能扩张还在继续。**煤炭、电力、铁合金、多晶硅产业链每个环节都正在扩产或有进一步扩产的计划。

**集团支持有利于公司长远发展。**集团目前还有 40 亿吨煤矿探矿权并有向煤化工业务发展的计划。此块业务未来的发展状况值得期待。

通过对公司各项业务的盈利测算，我们认为公司 2011 年合理股价 20.6 元，还有 26% 的空间，对应 2010-2012 年 PE 分别为 29、21、18 倍，给予增持评级。

| 财务摘要 (百万元)  | 2008A | 2009A | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 9,520 | 8,117 | 10,600 | 12,107 | 14,540 |
| (+/-)%      | 41%   | -15%  | 31%    | 14%    | 20%    |
| 经营利润 (EBIT) | 1,599 | 1,034 | 1,613  | 2,191  | 2,636  |
| (+/-)%      | 52%   | -35%  | 56%    | 36%    | 20%    |
| 净利润         | 416   | 393   | 748    | 1,013  | 1,199  |
| (+/-)%      | -20%  | -5%   | 90%    | 35%    | 18%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.40  | 0.38  | 0.72   | 0.98   | 1.16   |
| 每股股利 (元)    | 0.20  | 0.20  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |

| 利润率和估值指标    | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 16.8% | 12.7% | 15.2% | 18.1% | 18.1% |
| 净资产收益率 (%)  | 11.4% | 10.0% | 15.9% | 17.8% | 17.4% |
| 投入资本回报率 (%) | 14.2% | 6.8%  | 7.6%  | 9.9%  | 9.2%  |
| EV/EBITDA   | 14.1  | 16.7  | 13.5  | 9.9   | 9.3   |
| 市盈率         | 41.0  | 43.4  | 22.8  | 16.9  | 14.2  |
| 股息率 (%)     | 1.2%  | 1.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**20.90**

上次预测：**20.60**

当前价格：**16.54**

2010.09.20

### 交易数据

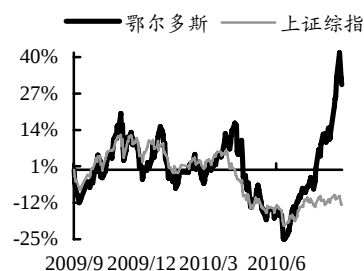
|                  |            |
|------------------|------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 9.14-18.32 |
| 总市值 (百万元)        | 17,069     |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 1,032/192  |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 420/0      |
| 流通股比例            | 59%        |
| 日均成交量 (百万股)      | 11         |
| 日均成交值 (百万元)      | 141        |

### 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 4,210 |
| 每股净资产      | 4.08  |
| 市净率        | 4.1   |
| 净负债率       | 291%  |

| EPS (元) | 2009A | 2010E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.03  | 0.13  |
| Q2      | -0.01 | 0.18  |
| Q3      | 0.10  | 0.18  |
| Q4      | 0.26  | 0.23  |
| 全年      | 0.38  | 0.72  |

### 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 22% | 52% | 28% |
| 相对指数   | 24% | 51% | 40% |

### 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 《鄂尔多斯公司 2010-07-22 调研提纲》 | 2010.07.21 |
| 《下游需求拉动电冶产品价格上行》         | 2009.07.22 |
| 《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》           | 2006.07.10 |

模型更新时间: 2010.09.18

## 股票研究

可选消费品

纺织服装业

## 鄂尔多斯 (600295)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.90

上次预测: 20.60

当前价格: 16.54

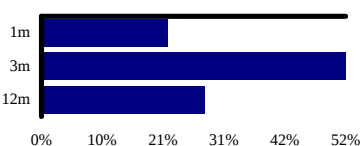
公司网址

www.chinaerdos.com

### 公司简介

公司是目前全世界最大的羊绒制品联合加工企业,是全球羊绒原料最大的拥有者,全国 500 家大型企业和 500 家重点出口创汇企业之一。公司主要产品有无毛线、羊绒纱、羊绒衫、羊绒大衣呢系列、丝绒混纺系列和羊绒时装系列等 50 多个品类,形成了完整的产品系列。旗下品牌“鄂尔多斯”是中国羊绒纺织业第一个获得中国驰名商标称号的品牌,已连续六年位列中国最有价值品牌前二十名之列。公司目前还积极发展硅铁业务,依托拥有的 3 亿吨煤田,构筑煤-电-硅合金及其废物循环利用的产业

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.14-18.32

市值 (百万)

17,069

财务预测 (单位: 百万元)

### 损益表

#### 营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

### 资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

### 现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

### 财务指标

#### 成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

#### 收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

#### 运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

#### 偿债能力

资产负债率

净负债率

#### 估值比率

PE

PB

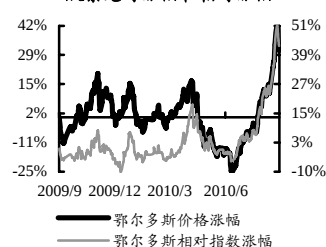
EV/EBITDA

P/S

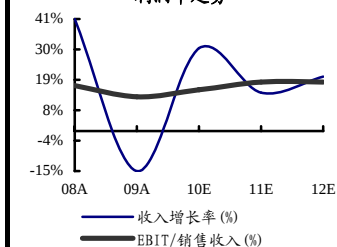
股息率

|               | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入         | 9,520  | 8,117  | 10,600 | 12,107 | 14,540 |
| 营业成本          | 6,337  | 5,998  | 7,742  | 8,530  | 10,312 |
| 税金及附加         | 595    | 126    | 164    | 187    | 225    |
| 销售费用          | 540    | 486    | 551    | 593    | 683    |
| 管理费用          | 449    | 474    | 530    | 605    | 683    |
| EBIT          | 1,599  | 1,034  | 1,613  | 2,191  | 2,636  |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 16     | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 财务费用          | 505    | 497    | 435    | 513    | 608    |
| 营业利润          | 794    | 517    | 1,184  | 1,684  | 2,034  |
| 所得税           | 21     | 74     | 141    | 190    | 225    |
| 少数股东损益        | 398    | 274    | 521    | 705    | 835    |
| 净利润           | 416    | 393    | 748    | 1,013  | 1,199  |
| 货币资金、交易性金融资产  | 1,253  | 2,593  | 967    | 967    | 967    |
| 其他流动资产        | 130    | 18     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资          | 868    | 1,023  | 1,023  | 1,023  | 1,023  |
| 固定资产合计        | 7,512  | 10,747 | 12,999 | 15,346 | 17,571 |
| 无形及其他资产       | 618    | 718    | 608    | 622    | 636    |
| 资产合计          | 15,725 | 20,619 | 24,592 | 25,350 | 32,399 |
| 流动负债          | 7,841  | 9,084  | 12,004 | 11,042 | 16,055 |
| 非流动负债         | 1,874  | 4,660  | 4,445  | 4,447  | 4,450  |
| 股东权益          | 3,652  | 3,941  | 4,689  | 5,702  | 6,900  |
| 投入资本(IC)      | 10,955 | 13,667 | 19,167 | 19,934 | 25,817 |
| NOPLAT        | 1,560  | 931    | 1,452  | 1,973  | 2,373  |
| 折旧与摊销         | 28     | 457    | 548    | 670    | 793    |
| 流动资金增量        | -464   | -276   | -2,589 | 1,595  | -3,644 |
| 资本支出          | -1,821 | -2,829 | -2,465 | -2,807 | -2,807 |
| 自由现金流         | -697   | -1,717 | -3,054 | 1,431  | -3,285 |
| 经营现金流         | 1,480  | 864    | -1,078 | 4,286  | -420   |
| 投资现金流         | -2,024 | -2,955 | -2,459 | -2,801 | -2,801 |
| 融资现金流         | 183    | 3,382  | 1,911  | -1,485 | 3,221  |
| 现金流净增加额       | -361   | 1,291  | -1,626 | 0      | 0      |
| 收入增长率         | 41.3%  | -14.7% | 30.6%  | 14.2%  | 20.1%  |
| EBIT 增长率      | 51.9%  | -35.3% | 56.0%  | 35.8%  | 20.3%  |
| 净利润增长率        | -20.0% | -5.4%  | 90.0%  | 35.5%  | 18.3%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 33.4%  | 26.1%  | 27.0%  | 29.5%  | 29.1%  |
| EBIT 率        | 16.8%  | 12.7%  | 15.2%  | 18.1%  | 18.1%  |
| 净利率           | 4.4%   | 4.8%   | 7.1%   | 8.4%   | 8.2%   |
| 净资产收益率(ROE)   | 11.4%  | 10.0%  | 15.9%  | 17.8%  | 17.4%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 2.6%   | 1.9%   | 3.0%   | 4.0%   | 3.7%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 14.2%  | 6.8%   | 7.6%   | 9.9%   | 9.2%   |
| 存货周转天数        | 185    | 176    | 176    | 176    | 176    |
| 应收账款周转天数      | 40     | 55     | 55     | 55     | 55     |
| 总资产周转天数       | 562    | 817    | 778    | 11     | 88     |
| 净利润现金含量       | 3.56   | 2.20   | -1.44  | 4.23   | -0.35  |
| 资本支出/收入       | 19%    | 35%    | 23%    | 23%    | 19%    |
| 资产负债率         | 61.8%  | 66.7%  | 66.9%  | 61.1%  | 63.3%  |
| 净负债率          | 159.2% | 198.9% | 257.5% | 195.1% | 217.0% |
| PE            | 41.0   | 43.4   | 22.8   | 16.9   | 14.2   |
| PB            | 4.7    | 4.3    | 3.6    | 3.0    | 2.5    |
| EV/EBITDA     | 14.1   | 16.7   | 13.5   | 9.9    | 9.3    |
| P/S           | 1.8    | 2.1    | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| 股息率           | 1.2%   | 1.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |

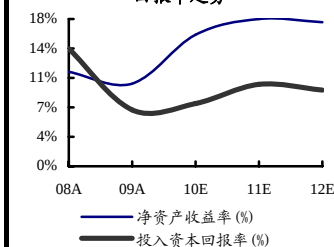
股票绝对涨幅和相对涨幅



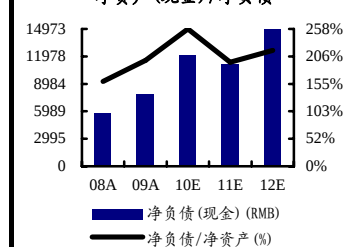
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



## 目 录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1.铁合金与羊绒构成公司的两大主业 .....            | 4  |
| 2.得天独厚的资源优势 .....                  | 5  |
| 3.生产成本低廉是公司最大的竞争优势 .....           | 5  |
| 3.1. 自有煤矿+自备电厂：保证能源成本低廉 .....      | 5  |
| 3.2. 大电炉+余热回收：保证能耗水平行业领先 .....     | 6  |
| 3.3. 成本大幅低于行业平均水平 .....            | 7  |
| 4.限制高耗能产业：更有利于稳固公司龙头地位，稳定硅铁价格..... | 7  |
| 5.公司产能的扩张还在继续 .....                | 8  |
| 6.集团支持有利于公司长远发展 .....              | 9  |
| 6.1. 集团公司煤炭 .....                  | 9  |
| 6.2. 不排除有可能对电冶公司股权的增持 .....        | 10 |
| 7.盈利预测与估值 .....                    | 10 |
| <br>                               |    |
| 图 1 最新版鄂尔多斯产业结构图 .....             | 4  |
| 图 2 乌海地区煤炭储量分布图 .....              | 5  |
| 图 3 公司产业链简图 .....                  | 5  |
| 图 4 硅铁产量稳定下降 .....                 | 8  |
| 图 5 硅铁价格大幅上涨 .....                 | 8  |
| 图 6 硅锰产量稳步下滑 .....                 | 8  |
| 图 7 硅锰价格小幅上涨 .....                 | 8  |
| 图 8 煤化工产业链 .....                   | 9  |
| 图 9 鄂尔多斯持有电冶公司 60%股权.....          | 10 |
| <br>                               |    |
| 表 1 乌海地区资源储量列示.....                | 5  |
| 表 2 公司煤炭矿产情况 .....                 | 6  |
| 表 3 不同规模电炉的优缺点.....                | 6  |
| 表 4 鄂尔多斯在电炉规模上具有绝对优势.....          | 6  |
| 表 5 鄂尔多斯三种主要产品成本.....              | 7  |
| 表 6 国家对铁合金产业的政策.....               | 7  |
| 表 7 公司产能扩建计划 .....                 | 9  |
| 表 8 产品价格及成本(不含税).....              | 10 |
| 表 9 各产品贡献的 EPS .....               | 11 |
| 表 10 各产品对股价的贡献 .....               | 11 |

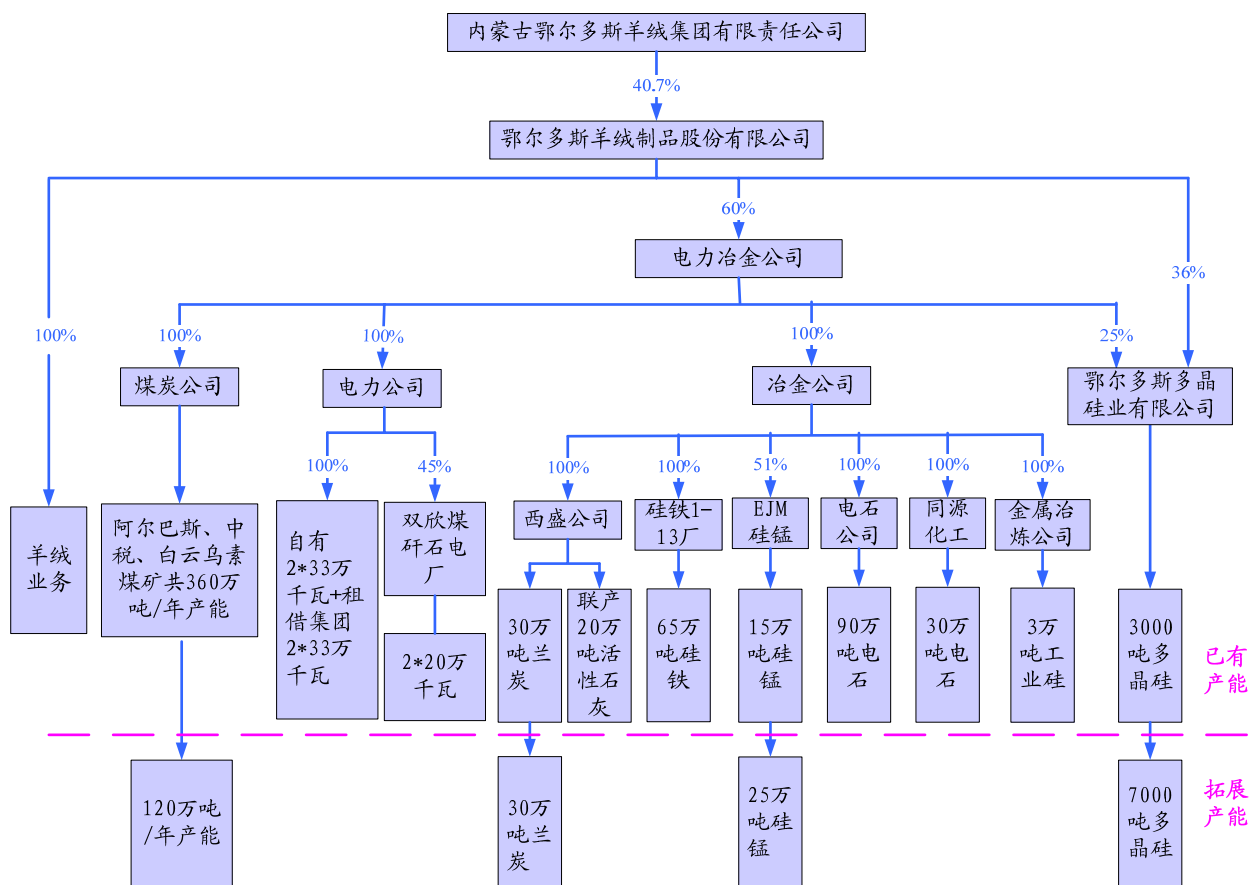
## 1. 铁合金与羊绒构成公司的两大主业

内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司是于 1995 年 10 月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。2003 年鄂尔多斯电冶公司成立，从此铁合金及羊绒成为公司两大主业。

公司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，目前公司正在着力于加强产品的设计，达到由量变向质变的转换。

棋盘井工业园区是鄂尔多斯公司事业的新起点。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。

图 1 最新版鄂尔多斯产业结构图

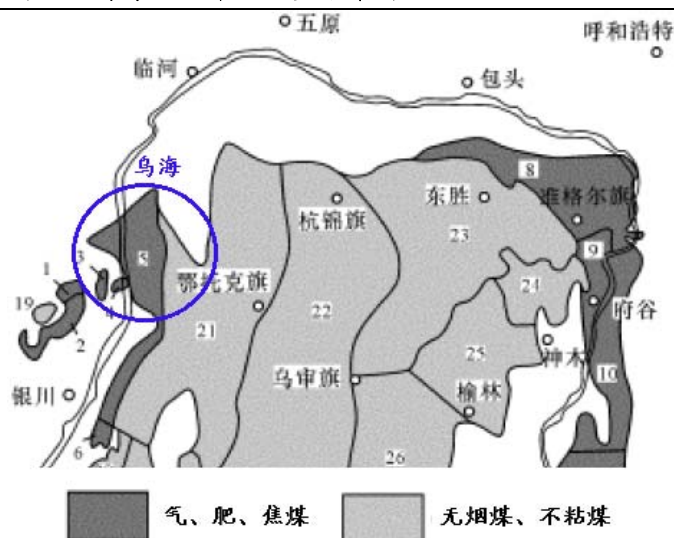


资料来源：国泰君安证券

## 2. 得天独厚的资源优势

鄂尔多斯电冶公司所在的乌海棋盘井地区隶属卓子山煤田，蕴藏着丰富的煤炭资源和铁矿石、硅石资源，现已探明煤炭储量 37.89 亿吨，铁矿石 3 亿吨，硅石 5 亿吨，高岭土 4 亿吨，石灰石 100 亿吨。因此，在棋盘井实施煤—电—高载能联产项目具有得天独厚的资源优势。

图 2 乌海地区煤炭储量分布图



资料来源：国泰君安证券

表 1 乌海地区资源储量列示

| 品种      | 储量                    |
|---------|-----------------------|
| 煤炭      | 30 多亿吨(已探明储量), 优质焦煤为主 |
| 铁矿石     | 600 多万吨               |
| 煤系高岭土   | 11 亿吨以上               |
| 石灰石远    | 200 亿吨以上(远景储量)        |
| 石英砂、石英岩 | 50 亿吨                 |
| 硅石      | 42 亿吨                 |

资料来源：国泰君安证券

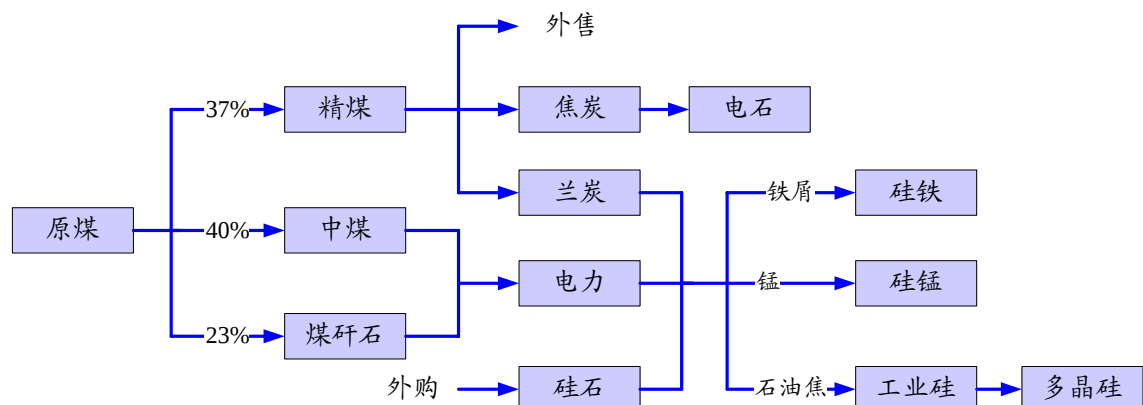
## 3. 生产成本低廉是公司最大的竞争优势

### 3.1. 自有煤矿+自备电厂：保证能源成本低廉

依托内蒙古地区丰富廉价的煤矿资源，公司建立起完整的煤-电-铁合金产业链，能源成本大幅低于行业平均水平。

- 公司煤矿煤层浅，开采费用低，原煤开采成本仅有 50 元/吨，低于国内其他地区煤炭企业。
- 电冶公司目前已投产运行 2×33MKW 中煤发电机组，参股双欣电厂 2×20MKW 发电机组。燃煤来源为自有煤矿的中煤和煤矸石，成本低廉。电厂独立核算，销售给铁合金厂的电价为 0.35 元/度（含税）。低于国内其他地区 0.4-0.6 元/度的电价。

图 3 公司产业链简图



资料来源：国泰君安证券

表 2 公司煤炭矿产情况

| 矿山名称                  | 地址          | 生产规模<br>万吨/年 | 矿区面积<br>平方公里 | 截止<br>日期 |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|----------|
| 阿尔巴斯煤矿                | 鄂托克旗阿尔巴斯苏木  | 120          | 15.27        | 2035.11  |
| 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           | 4.77         | 2026.6   |
| 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           | 7.10         | 2010.6   |
| 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           | 3.68         | 2010.6   |
| 鄂托克旗恒邦煤焦化有限责任公司       | 鄂托克旗棋盘井     | 60           | 6.72         | 2011.7   |
| 鄂托克旗棋盘井都胜煤矿           | 鄂托克旗棋盘井     | 15           | 0.82         | 2008.7   |

资料来源：国泰君安证券

### 3.2. 大电炉+余热回收：保证能耗水平行业领先

利用先进的设备和完善的回收系统，公司同样可以产生成本优势。公司的技术水平体现在：

- 电炉功率大，全国 25000KVA 的电炉一半以上在鄂尔多斯。由于大功率电炉技术装备先进，都是半封闭或全封闭电炉，配备有自动化配料、加料系统和先进的除尘装置，因此冶炼电耗低，生产效率高，环境污染小。
- 公司余热回收系统完备，利用余热发电等可以进一步降低生产成本。

表 3 不同规模电炉的优缺点

|                         | 主要炉型                                             | 优缺点                                                                     |
|-------------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 小型电炉<br>(5000KVA 及以下)   | 1800KVA、2400KVA、<br>3000KVA、3600KVA              | 绝大部分是高烟罩敞口电炉，装备落后，一般采用人工加料，劳动条件差，冶炼电耗较高，环境污染较严峻                         |
| 中型电炉<br>(6000—10000KVA) | 6000KVA、6300KVA、<br>8000KVA、9000KVA、<br>10000KVA | 大多采用矮烟罩半封闭炉型，一般采用机械化配料、加料装置，劳动条件较好，冶炼电耗较低，只要配备合适的干法布袋除尘设施，能够达标排放，对环境污染小 |
| 大型电炉<br>(12500KVA 及以上)  | 12500KVA、16500KVA、<br>25000KVA                   | 技术装备先进，都是半封闭或全封闭电炉，配备有自动化配料、加料系统和先进的除尘装置、余热或煤气回收利用设施，冶炼电耗低，生产效率高，环境污染小  |

资料来源：国泰君安证券

表 4 鄂尔多斯在电炉规模上具有绝对优势

| 序号 | 企业         | 产能 (万吨) | 电炉型号                                           |
|----|------------|---------|------------------------------------------------|
| 1  | 鄂尔多斯电冶集团   | 55      | 25000KVA×26, 12500KVA×20                       |
| 2  | 内蒙古三维资源集团  | 18      | 12500KVA×4, 6300 KVA×12                        |
| 3  | 阿拉善盟瑞钢联实业  | 15      | 12500KVA×10                                    |
| 4  | 青海华新冶炼     | 15      | 8000 KVA×6, 4000 KVA×4                         |
| 5  | 腾达西北铁合金    | 15      | 25000 KVA×2, 12500 KVA×4, 6000 KVA×7           |
| 6  | 宁夏东方企业     | 13      | 17500KVA×8, 12500KVA×2                         |
| 7  | 宁夏荣盛铁合金集团  | 13      | 12500 KVA×6, 6300 KVA×4                        |
| 8  | 青海华电铁合金    | 12      | 8000 KVA×5, 6300 KVA×2, 6000 KVA×1, 5000 KVA×4 |
| 9  | 宁夏天净电能开发集团 | 10      | 12500 KVA×6, 8300 KVA×3, 6300 KVA×3            |
| 10 | 乌海市君正实业    | 10      | 12500 KVA×10                                   |

资料来源：国泰君安证券

### 3.3. 成本大幅低于行业平均水平

由于能源价格以及能耗水平低，鄂尔多斯产品成本显著低于行业平均（表 5）。对于铁合金这种没有技术壁垒的产品，成本低廉无疑是最大的竞争优势。

表 5 鄂尔多斯三种主要产品成本

| 吨硅铁成本    |      |      | 吨硅锰成本 |      |      | 吨多晶硅成本    |        |       |
|----------|------|------|-------|------|------|-----------|--------|-------|
|          | 吨耗   | 单价   |       | 吨耗   | 价格   |           | 吨耗     | 价格    |
| 电力       | 8500 | 0.3  | 电力    | 4000 | 0.3  | 工业硅粉      | 2      | 12400 |
| 硅石       | 1.8  | 50   | 锰矿    | 2    | 1600 | 液氯        | 0.85   | 1300  |
| 铁屑       | 0.25 | 2300 | 兰碳    | 2.5  | 700  | 氢气        | 200    | 0.5   |
| 兰炭       | 1.1  | 700  | 硅石    | 2.1  | 50   | 水         | 600    | 3.6   |
| 电极糊( 千克) | 44   | 2.6  | 人工折旧  |      | 300  | 电         | 200000 | 0.3   |
| 人工及折旧    |      | 300  | 总计    |      | 6555 | 人工        |        | 5500  |
| 总计       |      | 4399 | 行业平均  |      | 7000 | 折旧( 万元)   |        | 10    |
| 行业平均     |      | 5000 |       |      |      | 总计( 万元/吨) |        | 19.37 |
|          |      |      |       |      |      | 行业平均      |        | 25    |

资料来源：国泰君安证券

单位：电力-度-元/度，硅石-吨-元/吨，锰矿-吨-元/吨，工业硅粉-吨-元/吨，液氯-吨-元/吨，铁屑-吨-元/吨，兰炭-吨-元/吨，电极糊-千克-元/千克，氢气-立方米-元/立方米，水-吨-元/吨，人工及折旧-元/吨

## 4. 限制高耗能产业：更有利于稳固公司龙头地位，稳定硅铁价格

在“十一五”节能减排目标（到 2010 年，单位 GDP 能耗在 2005 年基础上降低 20%，主要污染物下降 10%）的压力下，铁合金做为高耗能行业，一直受到政策的严格约束和控制（表 6）。

对此我们的观点是，由于公司（1）具有煤炭-电力-铁合金完整的产业链，（2）由于电炉先进及余热回收完备，业内公司耗能水平低，因此国家限电、提高电价、甚至停产，对公司的影响都是微乎其微。相反，国家对铁合金产能限制越严，越有利于稳固公司龙头地位，稳定硅铁价格。

表 6 国家对铁合金产业的政策

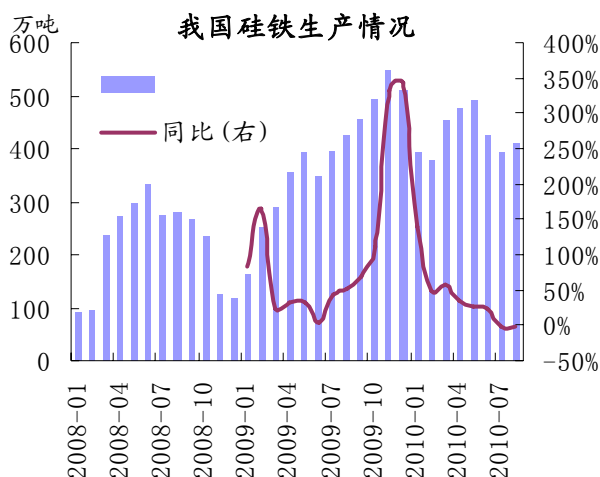
| 时间        | 政策                                | 内容                                                                                                                   |
|-----------|-----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007      | 国家对硅铁行业采取了大量调控措施，包括淘汰落后产能、提高准入门槛等 | 2007 年内蒙古关闭 19 家铁合金企业 33 台矿热炉，产能约 40 万吨；宁夏全部关闭淘汰了 5000KVA 以下矿热炉；甘肃关闭了 39 家共 30 万吨产能；贵州淘汰了 15 家硅铁企业 24 台矿热炉共 14 万吨产能。 |
| 2008.02   | 发改委修订《铁合金行业准入条件》，再次提高了行业门槛        | 新建和改扩建铁合金项目必须新的准入条件，现有铁合金生产企业也要限期整改达到环保、能耗准入条件，对未达到条件企业应限电、实行差别电价等方式逐步淘汰。                                            |
| 2008.11.3 | 工信部公布铁合金行业淘汰落后生产能力企业名单            | 涉及企业 183 家，涉及产能 117.7 万吨，淘汰产能占 2007 年铁合金产能 1746.7 万吨的 6.74%。                                                         |

|            |                                   |                                                                 |
|------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2009.11.25 | 工信部发布关于分解落实 2009 年淘汰落后产能任务的通知     | 淘汰落后产能 162 万吨                                                   |
| 2010.01.01 | 国家发展改革委等六部门《关于立即组织开展全国电力价格大检查的通知》 | 甘肃、青海、宁夏取消高耗能优惠电价<br>全国对高耗能企业实行优惠电价的 22 个省市已全部发文取消了地方实施的优惠电价措施。 |
| 2010.06.01 | 工信部公布铁合金行业淘汰落后生产能力企业名单            | 涉及企业 143 家，淘汰落后产能 171.9 万吨。                                     |

资料来源：国泰君安证券

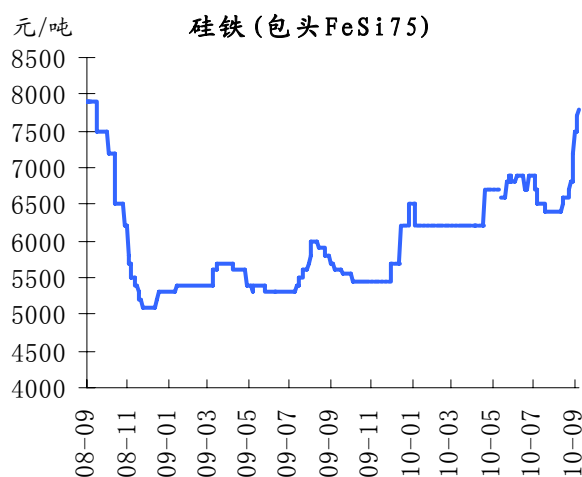
随政府对高耗能产业的控制，铁合金产量平稳回落。而价格则稳步上涨。尤其到了“十一五”最后一个季度，各省区对高耗能产业的控制更是大幅推高铁合金产品价格。

图 4 硅铁产量稳定下降



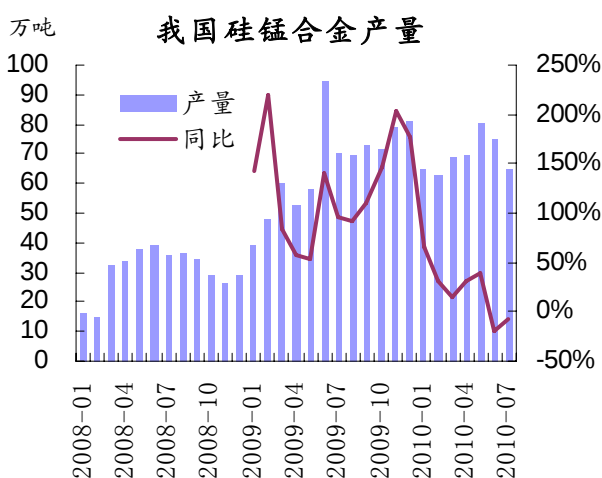
资料来源：CEIC

图 5 硅铁价格大幅上涨



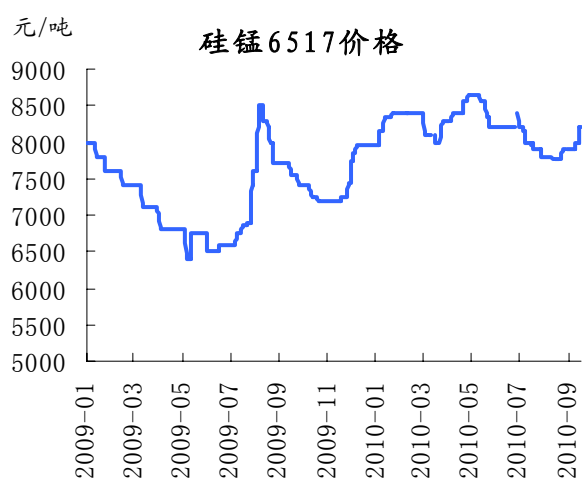
资料来源：百川咨询

图 6 硅锰产量稳步下滑



资料来源：CEIC

图 7 硅锰价格小幅上涨



资料来源：百川咨询

## 5. 公司产能的扩张还在继续

公司的产能还在继续扩张，目前公司的扩产进度为

- 煤炭扩建产能刚完成,由原来的 360 万吨/年的产能扩建到 480 万吨/年。
- 电厂在租借集团  $2 \times 33$  万千瓦的机组。
- 硅铁原来产能 55 万吨/年,通过技改扩建到 65 万吨/年。
- 硅锰现有产能 15 万吨/年,在建产能 25 万吨/年。
- 多晶硅目前 3000 吨/年的产能已进入试生产阶段,预计 2012 年可以完全达产,远期目标达到 10000 吨/年。

表 7 公司产能扩建计划

|           | 目前产能                       | 目前在建产能        | 预计建成时间 | 远期规划总产能 |
|-----------|----------------------------|---------------|--------|---------|
| 煤炭 (万吨/年) | 360                        | 120           | 2010   | 480     |
| 电厂 (万千瓦)  | $2 \times 33, 2 \times 20$ | $2 \times 20$ | 2011   | 146     |
| 硅铁        | 65                         | 0             | —      | 65      |
| 硅锰        | 15                         | 25            | 2012   | 40      |
| 电石        | 120                        | 0             | —      | 120     |
| 多晶硅(吨/年)  | 0                          | 3000          | 2011   | 10000   |

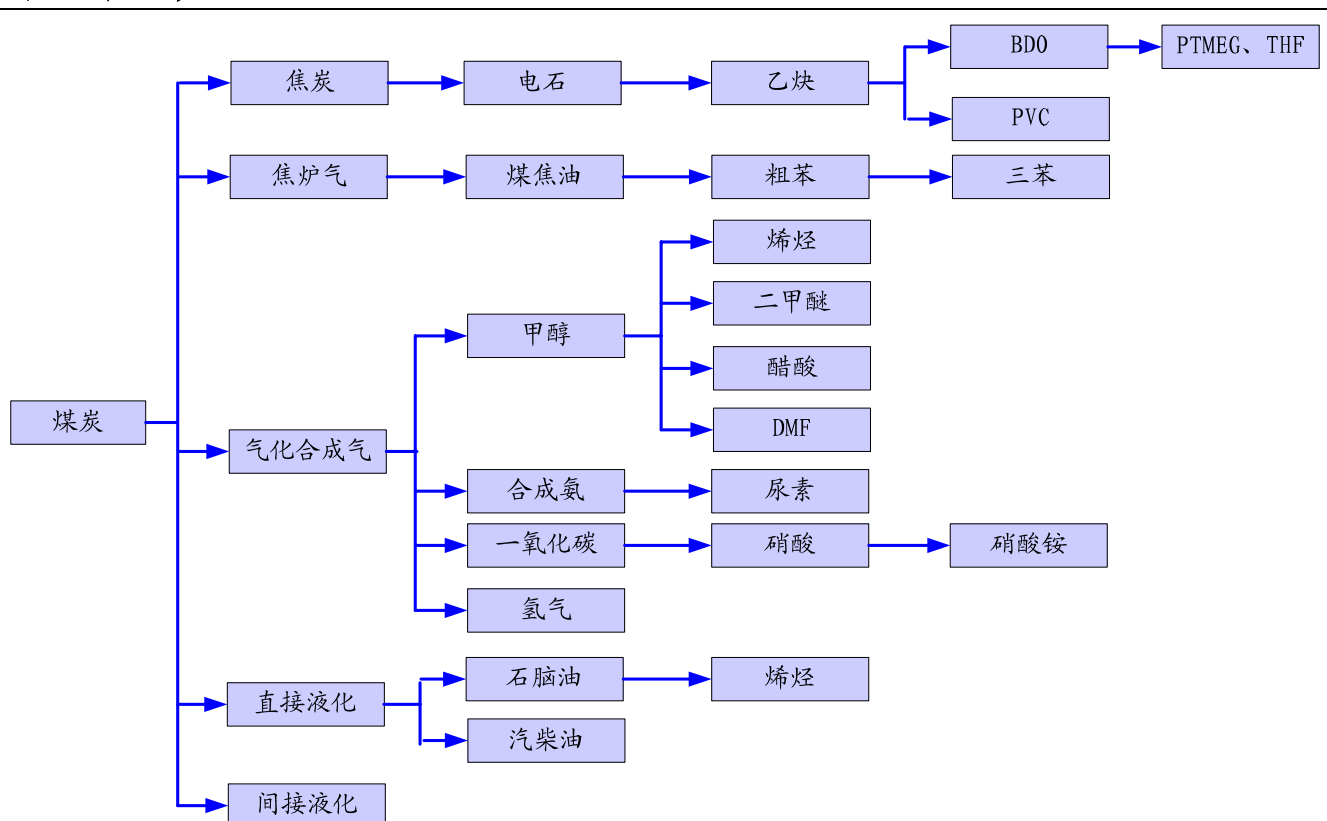
资料来源: 国泰君安证券

## 6. 集团支持有利于公司长远发展

### 6.1. 集团公司煤炭

集团公司还有 40 亿吨煤矿的探矿权,未来这块资源的规划是发展煤化工产业。尽管现在国内煤化工行业处于景气周期低点,但我们认为同样由于煤矿资源成本低廉,集团这块业务依然有相当的竞争力和盈利空间。

图 8 煤化工产业链



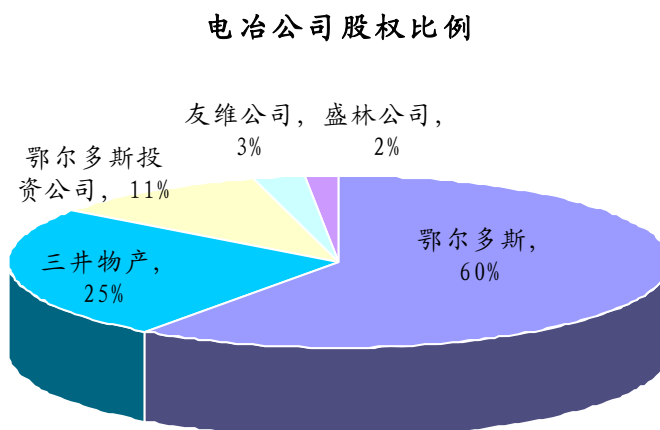
资料来源：国泰君安证券

## 6.2. 不排除有可能对电冶公司股权进行增持

电冶公司新建产能需要大量资金，2008 年鄂尔多斯曾计划融资解决资金缺口同时增持电冶公司股权，但由于多晶硅产能过剩这个产业问题，增发方案未获通过。

但我们不排除未来公司可能通过其它渠道增持股权的可能。

图 9 鄂尔多斯持有电冶公司 60%股权



资料来源：公司公告

## 7. 盈利预测与估值

对公司的盈利预测作如下假设：

- 产品价格、成本及产量如表 8，由于政府对高耗能产业的控制，我们认为铁合金价格是稳步上涨的；煤炭由于全国产量施放，我们假设格稳定；多晶硅在明后年大规模产能投产后，价格将有所回落。
- 三费费用率在 16% 左右。

表 8 产品价格及成本(不含税)

|           |         | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------|---------|------|------|------|
| 硅铁(元/吨)   | 价格      | 6000 | 6250 | 6500 |
|           | 成本      | 4000 | 4100 | 4200 |
|           | 产量 (万吨) | 63.2 | 65   | 65   |
| 硅锰(元/吨)   | 价格      | 7300 | 7500 | 7700 |
|           | 成本      | 6555 | 6600 | 6700 |
|           | 产量 (万吨) | 16.8 | 20   | 40   |
| 电力(元/度)   | 价格      | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
|           | 成本      | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
|           | 产量 (亿度) | 57   | 57   | 57   |
| 外售精煤(元/吨) | 价格      | 580  | 580  | 580  |
|           | 成本      | 387  | 387  | 387  |
|           | 产量 (万吨) | 140  | 180  | 180  |
| 价格(含税)    |         | -    | 70   | 70   |

|            |        |   |      |      |
|------------|--------|---|------|------|
| 多晶硅(美元/千克) | 成本     | - | 35   | 35   |
|            | 产量 (吨) | 0 | 1500 | 3000 |

资料来源: 国泰君安证券

**表 9 各产品贡献的 EPS**

|      | 2010 | 2011 | 2012 |
|------|------|------|------|
| 硅铁   | 0.31 | 0.35 | 0.38 |
| 硅锰   | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 电力   | 0.08 | 0.23 | 0.23 |
| 煤炭   | 0.07 | 0.09 | 0.09 |
| 多晶硅  | 0.00 | 0.05 | 0.20 |
| 羊绒产品 | 0.26 | 0.26 | 0.26 |
| 总计   | 0.72 | 0.98 | 1.16 |

资料来源: 国泰君安证券

根据各产品在 A 股市场上对应板块的平均估值水平, 我们判断 2011 年鄂尔多斯合理价格在 20.9 元 (表 10), 对应 2010-2012 年 PE 分别为 29、21、18 倍。目前价位 16.54 元, 还有 26% 上涨空间。

**表 10 各产品对股价的贡献**

|             | 2010        | 2011        | 2012        |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 硅铁(20PE)    | 6.2         | 7           | 7.6         |
| 电力(20PE)    | 1.6         | 4.6         | 4.6         |
| 外售精煤 (20PE) | 1.4         | 1.8         | 1.8         |
| 多晶硅(20PE)   | 0.0         | 1.0         | 4.0         |
| 羊绒产品 (25PE) | 6.5         | 6.5         | 6.5         |
| <b>总计</b>   | <b>15.7</b> | <b>20.9</b> | <b>24.5</b> |

资料来源: 国泰君安证券

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |