



纺织服装业/可选消费品

鄂尔多斯 (600295)

公司基本面有了新变化

——20110119 鄂尔多斯电话会议纪要

 **桑永亮**
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 S0880210100006

本报告导读:

公司电石、硅铁、多晶硅、羊绒衫等业务出现了向好的变化,另外我们判断在集团对公司支持力度加大和国家节能减排政策下,鄂尔多斯未来发展空间巨大。

事件:

● 公司业绩有了新变化——预计 2010H2 及 2011 业绩将超原预期

- 1, 原来认为不赚钱的电石业务,由于价格 2010 年下半年出现大幅上涨,也给公司带来较好收益,未来随 PVC 产业向西北地区转移,电石发展空间也变大。
- 2, 原来认为硅铁产量受产能限制无法增长。但公司通过技改,部分硅锰炉可以一炉双用,这样可以突破原硅铁产能限制。而且现在公司硅铁订单饱满。
- 3, 多晶硅业务进展顺利。表现在春节后即将达产以及产品质量超预期,目前多晶硅订单已超过公司 2011 年全年产能,预计 2011 年产量 1200-1300 千克。
- 4, 羊绒衫业务的品牌建设及销售增长速度都超预期。

● 集团对公司的支持力度加大。

1. 根据集团新闻,集团在增持 B 股。我们推测随集团对上市公司持股比例增加,对公司的支持力度会加大。
2. 集团“十二五”规划相当宏大,集团资源非常丰富,围绕这些资源总投资可能会达到上千亿;这些资产能否进入上市公司受制于两方面的因素:一是这些资源本身的成熟程度,如果没有达到监管部门的要求,将无法顺利注入上市公司,第二是受制于公司资金状况,如果不进行再融资,以公司目前的负债率,筹集资金进行大规模投资有一定难度。
3. 集团已经确定的和基本确定的煤炭资源大概有 70 亿吨

● 我们对公司的观点:

我们认为鄂尔多斯围绕“能源—高耗能金属”这条主线发展的战略清晰可行,集团的支持、国家节能减排政策逐步收紧都给公司创造了一个巨大的发展空间。但目前这个空间并未反应在股价中,我们测算 2011 年底目标价应该在 25 元,给与增持评级。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 25.00

上次预测: 23.20

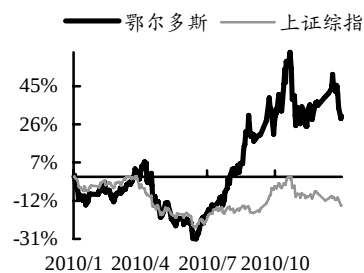
当前价格: 18.47

2011.01.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.14-22.66
总市值 (百万元)	19,061
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,032/295
流通 B 股/H 股 (百万股)	420/0
流通股比例	69%
日均成交量 (百万股)	13
日均成交值 (百万元)	248

52 周内股价走势图



相关报告

《硅铁涨价进一步推升公司业绩》	2010.10.31
《受益节能减排,增长值得期待》	2010.09.18
《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

1. 董事会秘书曾总对公司历史沿革及目前业务的介绍

鄂尔多斯是在上个世纪 80 年代以羊绒出口业务发展起来的, 90 年代进入内销市场。目前已占到全球羊绒市场 30% 的份额、国内 40% 的份额, 份额是市场内前 2-7 名份额的总和。03 年开始进入重化工行业, 内蒙古具有丰富的煤炭和有色资源, 公司与政府合作, 由政府免费提供资源, 公司则进行投资, 承担对资源的利用和开发, 合理开发将其变化为利润。公司 03 年开始陆续投入 200 多亿, 在鄂尔多斯棋盘井镇建立了全国最大的循环工业产业园。产业园的生产流程是: 煤炭采掘、洗选、品质较好的煤炭进行炼焦或者外卖给炼焦厂, 动力煤自用发电, 产生的电供下游高能耗企业消耗。低价的煤炭资源形成了低价电力成本, 是公司的一大竞争力。

目前公司重化工产品的占比已经超过 70%, 由于重化工产品毛利率更高, 利润贡献率也相应更高一些。公司接下来将继续投资于服装及重化工这两个行业, 服装方面目前的生产规模已经足够, 以后如果需要将更多采用外协的方式, 更侧重于渠道与品牌; 重化工方面则侧重于结合目前资源完善循环产业链。

2. Q&A

Q1: 根据 2010 年半年报, 公司的硅锰、电石两块业务盈利情况不是很好, 公司未来是怎么规划的?

曾总: 电石与硅锰产品都具有一定的周期波动性, 据我了解, 10 年第四季度电石价格情况是非常好的, 销售毛利率非常高, 中国目前西北地区 PVC 投资规模很大, 由于西北地区资源丰富, 未来有望东南地区的 PVC 产能逐步向西北地区转移, 但是西北地区与之配套的电池产能还是很缺乏, 从长远来看, 电石的供需面还是很好的, 未来不会有什么问题。

硅锰的确有些问题, 硅锰是我们唯一一个没有完全控制资源的产品, 我们正在做技改, 准备将硅锰的生产设备改造成与硅铁、电石“一炉双用”, 在硅铁和电石价格好的时候生产硅铁和电石, 在硅锰价格好的时候生产硅锰。

Q2: 我们现在多晶硅生产状况怎么样?

曾总: 还处在试生产阶段, 多晶硅生产线一般需要进行 12-24 个月的试生产才能达产, 我们的技术比较先进, 我们预计在 2011 年春节后就可以达到完全正常的状况了, 从去年到现在累计已经生产了 100 吨多晶硅, 目前公司订单非常饱满, 2011 年全年产能都不能满足这些订单, 而且产品质量也好于我们预期, 基本一次就达到设计要求。

Q3: 公司的发电成本是多少?

曾总: 电力的生产成本、上网和下网的成本都是商业机密, 但是我可以透露, 我们的发电厂独立核算, 自身可以保持较好盈利, 过网费是 6 分/度, 加上过网费后, 我们的电价还是比没有自有电厂的价格低 20%。

Q4: 公司和集团有没有“十二五”发展的规划?

曾总: 集团“十二五”规划相当宏大, 集团资源非常丰富, 围绕这些资源总投资可能会达到上千亿; 这些资产能否进入上市公司受制于两方面的因素: 一是这些资源本身的成熟程度, 如果没有达到监管部门的要求, 将无法顺利注入上市公司, 第二是受制于公司资金状况, 如果不进行再融资, 以公司目前的负债率, 筹集资金进行大规模投资有一定难度。

Q5: 第一, 是否能够给大家介绍一下公司目前的煤炭资产; 第二, 您估计公司 2010 年和 2011 年电石的产量大概多少; 第三, 公司多晶硅成本多少; 第四, 母公司为什么要回购 B 股, 回购多少?

曾总: 集团已经确定的和基本确定的煤炭资源大概有 70 亿吨, 大规模产出要到 2011 年底或 2012 年; 电石 2011

年产能 130 万吨，其中 30 万吨是联营的，权益产能 115 万吨；2010 年产量估算大概有 60-70 万吨；多晶硅完全成本按照设计包的要求在 30 美元/公斤以内。大股东觉得 B 股价格比较便宜，因为大股东目前持股 40.7%，在与大股东交流中，大股东流露出达到绝对控股的想法。

Q6: 10 年 3 季报中，少数股东权益达到 3.85 亿，净利润只有 4.91 亿，少数股东权益除了电力公司的股权外还有什么吗？另外，羊绒净利率可以达到多少，单店收入有多少？

曾总: 据我了解，少数股东权益就是电力公司的股权；羊绒的净利率大概接近零，几乎没有利润，这是由于上半年集中了大量的生产费用，销售收入会在下半年结算，全年利润是正数；北京市场的销售额比去年翻了一番多，开店方向将向高端发展，单店销售额差距很大，有的店一年有 2000 万，有的三线城市一年 100 万都不到，我们的目标是单店 1000 万以上。

Q7: 公司多晶硅 11 年产量是不是在 1500 吨左右？

曾总: 不会超过 1500 吨，我们估计在 1200-1300 水平

Q8: 我想请教一下 1436 现在的开店情况和销售额的情况，什么时候可以实现盈利；第二个问题是，公司现在在非羊绒产品销售占比是什么情况；公司劳动力成本今年会上升多少？

曾总: 1436 目前由 18 个店，没有为 1436 做盈利目标，单店约有 1000 万销售额，T3 的店单店利润在 150 万/月左右，1436 做我们的一个试验田，目前没有盈利目标；非绒产品占比不会超过 30%，主要还是以羊绒为主，主要是因为非绒类产品价值低，也具有季节性，2011 年 4、5 月份夏装才会大规模上市；劳动力成本方面公司想了两个办法解决，一是外协，目前安徽等地的劳动力成本还比较低；二是提高自动化设备水平，有一些设备已经可以解决高端产品只能用手工做的问题，达到自动化，未来劳动力成本的问题可以很好的解决。

Q9: 外协比例可以达到多少，二是搬迁什么时候完成，三是硅铁价格会有什么变化，四是内蒙节能减排的力度比 10 年底有没有什么减弱？

曾总: 外协的比例无法判断，这取决于生产和销售的规模，如果销售扩大了，外协比例会相应扩大；2012 年工业园开始启用；硅铁价格回落是由于去年 4 季度节能减排非常严厉，供应很少，现在供应逐渐恢复，价格所以出现了回落；未来节能减排的趋势我认为会越来越严，长期看对单位能耗的要求会不断强化，其他的硅铁厂商的成本推算应在 6000-6500 元/吨，硅铁价格不会低于这个水平，长期看硅铁价格会稳步向上。

作者简介:**桑永亮:**

S0880210100006

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

蔡鼎尧:

S0880110090104

021-38674743

caidingyao008733@gtjas.com

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，需在允许的范围内使用，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		