



纺织服装业/可选消费品

鄂尔多斯 (600295)

关注公司在新的能源形势下的投资机会

——煤矿整合、电力紧张、支持光伏产业



桑永亮

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

S0880511010034

本报告导读:

新的能源形势下,政府煤矿整合、电力紧张、光伏产业等均有利于公司发展,且公司各生产环节均有扩产,看好公司业绩未来两年30%以上的复合增长率。

投资要点:

关注新的能源形势下的投资标的。福岛核危机对日本是一场灾难,同时也使中国意识到原先的能源产业需要进行重新的评估和定位。首先,政府将会更多的关注和投资其它能源。对煤矿整合力度加大,3月底内蒙古开始煤炭整合(利好公司煤炭产业)。光伏产业的发展会加快,预计2015年中国光伏装机容量可能提前达到20GW(利好公司多晶硅产业)。再次,收紧能源需求。中国政府已制定了降低能源消耗强度的目标,即到2015年能耗强度约减少16%,到2020年约减少40%。过去十年间,中国的能源强度不降反升。钢铁、铝业、铁合金、水泥等高耗能产业一定程度还在享受当地政府和省级政府的能源价格补贴。但未来这个形势将发生变化,对新建的及不达标的高耗能产业管制将更严格(利好公司硅铁产业)。原先为支持工业而被压制的电力价格,也将逐步提升(利好公司全部高耗能产业)。最后补充一点,“十二五”政府重点关注民生,羊绒服装的消费量也在增大(利好公司羊绒产业)。

公司未来两年利润增长点分布较广。公司羊绒、煤炭、电力、硅铁、多晶硅业务均有明显增长。依重要程度依次是:内蒙古4月开始的煤矿整合利于公司煤炭业务产能增长;多晶硅第一期项目进展顺利,第二期的3000吨/年产能预计2012年投产;电力4个新机组在建,1年后建成,而且不需上网,过网费取消;硅铁产能继续扩大,预计年内能达到70万吨/年;我们认为公司股价会延续慢牛行情。通过对其各业务分析,我们计算出2011-2013年EPS依次为1.04、1.40、1.84元,增持评级,12个月目标价30元,对应三年PE分别为29、21、16倍。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,117	11,733	13,171	15,867	18,855
(+/-)%	-15%	45%	12%	20%	19%
经营利润(EBIT)	1,034	2,130	2,877	3,738	4,764
(+/-)%	-35%	106%	35%	30%	27%
净利润	393	841	1,074	1,447	1,897
(+/-)%	-3%	114%	28%	35%	31%
每股净收益(元)	0.38	0.81	1.04	1.40	1.84
每股股利(元)	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	12.7%	18.2%	21.8%	23.6%	25.3%
净资产收益率(%)	10.0%	18.1%	18.8%	20.2%	21.0%
投入资本回报率(%)	6.8%	10.5%	14.0%	15.1%	18.9%
EV/EBITDA	19.9	11.9	8.7	7.0	5.0
市盈率	55.6	26.0	20.4	15.1	11.5
股息率(%)	0.4%	0.0%	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: 30.00

上次预测: 25.00

当前价格: 21.18

2011.04.18

交易数据

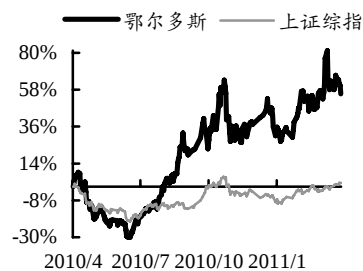
52周内股价区间(元)	9.14-24.75
总市值(百万元)	21,858
总股本/流通A股(百万股)	1,032/295
流通B股/H股(百万股)	420/0
流通股比例	69%
日均成交量(百万股)	10
日均成交值(百万元)	218

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	4,685
每股净资产	4.54
市净率	4.7
净负债率	286%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.13	0.17
Q2	0.19	0.19
Q3	0.16	0.29
Q4	0.34	0.39
全年	0.81	1.04

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	15%	53%
相对指数	-3%	5%	56%

相关报告

《鄂尔多斯公司 2011-04-13 调研提纲》	2011.04.12
《公司基本面有了新变化》	2011.01.19
《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

模型更新时间: 2011.04.16

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: 30.00

上次预测: 25.00

当前价格: 21.18

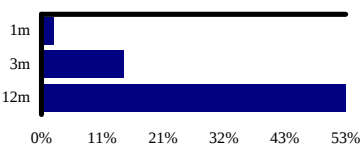
公司网址

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

9.14-24.75

市值 (百万)

21,858

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	8,117	11,733	13,171	15,867	18,855	20,681
营业成本	5,998	7,876	8,356	9,794	11,316	12,454
税金及附加	126	331	371	447	531	583
销售费用	486	748	840	1,011	1,202	1,318
管理费用	474	648	728	877	1,042	1,143
EBIT	1,034	2,130	2,877	3,738	4,764	5,184
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	141	0	0	0	0
财务费用	497	619	729	660	548	435
营业利润	517	1,532	2,148	3,078	4,216	4,749
所得税	74	157	215	339	506	0
少数股东损益	274	621	859	1,293	1,813	0
净利润	393	841	1,074	1,447	1,897	4,749

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	2,593	2,793	1,080	241	587	2,686
其他流动资产	18	7	0	0	0	0
长期投资	1,023	935	935	935	935	935
固定资产合计	10,747	12,519	12,706	13,371	13,948	14,435
无形资产及其他资产	718	713	828	942	1,057	1,171
资产合计	20,619	25,874	22,509	27,067	26,680	33,112
流动负债	9,084	10,326	5,219	7,035	2,934	4,614
非流动负债	4,660	6,954	6,763	6,765	6,768	6,772
股东权益	3,941	4,634	5,708	7,155	9,052	13,801
投入资本(IC)	13,667	18,255	18,479	22,012	22,173	24,826

现金流量表

NOPLAT	931	1,923	2,589	3,327	4,193	5,184
折旧与摊销	457	605	668	757	847	936
流动资金增量	-414	-2,786	788	-2,753	530	-2,052
资本支出	-2,829	-2,280	-969	-1,537	-1,537	-1,537
自由现金流	-1,855	-2,539	3,076	-206	4,032	2,530
经营现金流	864	2,089	3,599	1,426	5,661	4,102
投资现金流	-2,955	-4,474	-969	-1,537	-1,537	-1,537
融资现金流	3,382	2,782	-4,343	-728	-3,777	-465
现金流净增加额	1,291	398	-1,713	-840	346	2,099

财务指标

成长性

收入增长率	-14.7%	44.5%	12.3%	20.5%	18.8%	9.7%
EBIT 增长率	-34.7%	106.0%	35.1%	30.0%	27.4%	8.8%
净利润增长率	-3.2%	113.7%	27.7%	34.7%	31.1%	150.3%
利润率						
毛利率	26.1%	32.9%	36.6%	38.3%	40.0%	39.8%
EBIT 率	12.7%	18.2%	21.8%	23.6%	25.3%	25.1%
净利润率	4.8%	7.2%	8.2%	9.1%	10.1%	23.0%

收益率

净资产收益率(ROE)	10.0%	18.1%	18.8%	20.2%	21.0%	34.4%
总资产收益率(ROA)	1.9%	3.2%	4.8%	5.3%	7.1%	14.3%
投入资本回报率(ROIC)	6.8%	10.5%	14.0%	15.1%	18.9%	20.9%

运营能力

存货周转天数	176	133	133	133	133	133
应收账款周转天数	55	41	41	41	41	41
总资产周转天数	822	723	670	52	(4)	57
净利润含金量	2.20	2.49	3.35	0.99	2.98	0.86
资本支出/收入	35%	19%	7%	10%	8%	7%

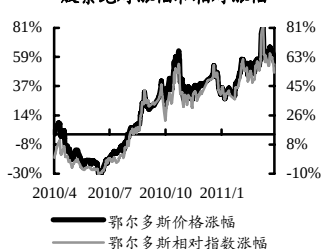
偿债能力

资产负债率	66.7%	66.8%	53.2%	51.0%	36.4%	34.4%
净负债率	198.9%	229.2%	156.6%	136.0%	68.3%	29.6%

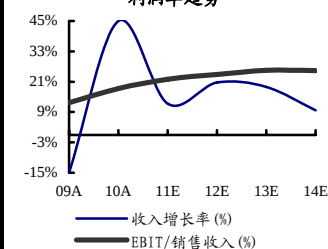
估值比率

PE	55.6	26.0	20.4	15.1	11.5	4.6
PB	5.5	4.7	3.8	3.1	2.4	1.6
EV/EBITDA	19.9	11.9	8.7	7.0	5.0	4.2
P/S	2.7	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
股息率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

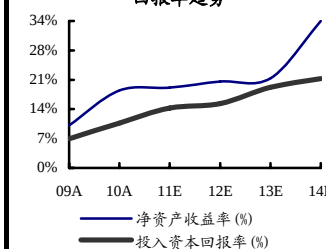
股票绝对涨幅和相对涨幅



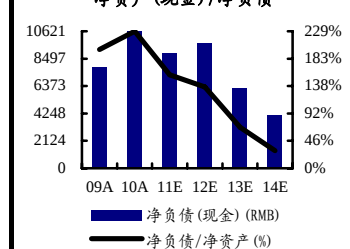
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 新的能源形势下的投资标的

福岛核危机对日本是一场灾难。同时，这场灾难也使其它国家，尤其是中国意识到原先的能源产业需要进行重新的评估和定位。

- 首先，中国的核能建设计划会被推迟。在建的 26 个项目延缓，新建项目暂停审批。
- 其次，政府将会更多的关注和投资其它能源。对煤矿整合力度加大，3 月底开始内蒙古进行煤炭整合（利好公司煤炭产业）。光伏产业的发展会加快，预计 2015 年中国光伏装机容量可能提前达到 20GW。（利好公司多晶硅产业）
- 再次，缩紧能源需求。中国政府已制定了降低能源消耗强度的目标，即到 2015 年能耗强度约减少 16%，到 2020 年约减少 40%。过去十年间，中国的能源强度不降反升。钢铁、铝业、铁合金、水泥等高耗能产业一定程度还在享受当地政府和省级政府的能源价格补贴。但未来这个形势将发生变化，对新建的及不达标的高耗能产业管制将更严格（利好公司硅铁产业）。原先为支持工业而被压制的电力价格，也将逐步提升（利好公司全部高耗能产业）。
- 最后补充一点的就是，十二五政府重点关注民生，羊绒服装的消费量也在增大（利好公司羊绒产业）。

2. 公司利润增长点分布较广

鄂绒集团“十二五”增长目标宏大。集团 2011 年的经营目标是实现销售收入 280 亿，利润确保 28 亿元；到 2015 年销售收入达到 800 亿，利润达到 80 亿元，复合增长率 30%。

我们认为集团对上市公司的利润增长要求也不会低。就对电冶公司各产业的调研发现，几乎各个环节都有扩产和增长。

表 1：鄂绒集团的盈利计划增长很快

	2011	2015	复合增长率
销售收入	280	800	30%
利润	28	80	30%

资料来源：公司信息

表 2：2011 年鄂绒集团给电冶公司的利润指标

	煤炭集团	电力集团	冶金集团	化工集团	总计
确保	4.2	5.0	5.0	4.5	18.7
力争	4.5	5.3	5.5	5.0	20.3

资料来源：公司信息

表 3：鄂尔多斯几乎每块业务均有增长

业务	情况简介	增长强度
羊绒	2010 年的羊绒服装内销 200 万件，外销 150 万件，内销毛利率 50%，外销 8%-10%，平均毛利率 30%。公司主要以销定产，全年销量主要看上半年的订货会，2011 年订货会基本结束，订单比去年有较好增长。	★
内蒙古煤矿整合将大幅增加公司煤矿产能	3 月底，内蒙古政府下发文件整合区内煤矿，其中鄂托克旗准备将辖区内煤矿整合到 5-6 个，电冶公司下属的煤炭集团也是整合主体之一。根据对鄂托克旗煤矿的统计分析，我们判断到 2012 年底整合完成后总产能可能达到 2000 万吨/年。我们做个简单粗糙的计算，蒙东的煤种为焦煤，假如吨煤净利 50 元，那么整合后煤矿集团增加净利 7.5 亿。	★★★★
电厂还在扩建	电厂目前共有 8 个机组，分别为 4*33 万千瓦，2*6 万千瓦，2*13.5 万千瓦。在建的电厂为 2*5 万千瓦和 2*13.5 万千瓦，预计 1 年后建成。	★★
电力紧张可	全国性电力紧张可能会持续到 2012 年，电价上涨的可能性很大，推高硅铁价格。	★★

能推升硅铁 铁合金产业有 18 个车间，其中 13 个硅铁车间，5 个硅锰车间。目前有 2 个硅锰
价格，公司 厂在改造成为硅铁车间。内蒙的小硅铁厂春节以来复产不少，但未来电价有长涨
电炉改造增 预期，估计他们会有成本压力，认为硅铁价格未来会上涨。
加硅铁产量

多晶硅产业 多晶硅生产顺利，预计 2011 年 7 月开始正式生产，今年全年产量预计 1300 吨， ★★★
即将开始释 下游客户对公司产品评价都很高。多晶硅目前还原电耗 82-86 度/千克，完全成本
放业绩 40 万元/吨，随产量逐步增加，预计成本会降到 30 万元/吨左右。目前多晶硅价格
70 万元/吨。按此价格，全年多晶硅盈利 5.6 亿。第二期多晶硅项目 3000 吨/年 2011
年 7 月开建，预计 2012 年底达产。第三期 4000 万吨/年的产能要看到时的市场行
情看。

资料来源：公司信息

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		