



能源产业深耕细作 多项业务协同发展

调研结论

鄂尔多斯目前的主要业务有：羊绒制品、煤炭、铁合金、电石、多晶硅等。

一、羊绒制品：品牌优势推动传统主业持续发展

目前公司羊绒制品产能 400 万件，2010 年产量为 350 万件，其中外销 200 万件，内销 150 万件。内销产品有自主品牌，毛利率高达 50% 左右。外销产品因为没有品牌，毛利率比较低，在 8%~10% 左右，利润刚刚覆盖费用，基本盈亏平衡。

从年 3、4 月份的全国订货会来看，今年订单情况好于去年。2011 年公司计划销量 350 万件，与去年持平，销量没有增加主要是受厂房搬迁的影响。

2010 年公司羊绒业务实现净利润 1 亿元左右，为公司贡献 EPS0.1 元，占比较小，但是公司会继续将这项传统业务做大做强。未来工作重点将放在推广公司品牌，拓展销售渠道上。不仅在国内市场上树立羊绒第一品牌，也立志将品牌影响力推向海外市场。

羊绒产品原料价格上涨迅速，前几年价格 60 万元/吨左右，2010 年原材料价格上涨到 80 万元/吨。原材料成本占比高，在 70%~80% 左右。但是公司存货量大，储备较多，对原材料价格上涨起到了缓冲作用，今年公司还没有开始收购原材料。

公司羊绒制品产量最高一度超过 600 万件/年，随着海外需求的下降、海外市场萎缩，公司产量下降很快。内销市场受销售渠道和品牌推广两道支撑好于海外市场。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	11733	12990	16563	19071
营业收入增长率	44.54%	10.71%	27.50%	15.14%
EBITDA（百万）	2953	3290	4251	4742
EBITDA 增长率	15.22%	11.41%	29.23%	11.55%
净利润（百万）	841	1119	1601	1830
净利润增长率	113.66%	33.06%	43.14%	14.31%
ROE	17.00%	18.76%	20.96%	19.75%
EPS（元）	0.81	1.07	1.53	1.75
P/E	9.37	16.71	11.67	10.21
P/B	1.68	3.17	2.55	2.10
EV/EBITDA	7.65	9.27	7.77	6.19

鄂尔多斯 (600295)

首次评级

增持

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440207030182

联系人：徐荃子

xuquanzi@csc.com.cn

010-85156326

当前股价：17.43 元

目标价格 6 个月：20 元

发布日期：2011 年 6 月 10 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.74/-6.57	-13.35/-6.62	71.61/64.14
12 月最高/最低价（元）			24.75/9.14
总股本（万股）			103200.00
流通 A 股（万股）			29520.00
总市值（亿元）			186.90
流通市值（亿元）			53.46
近 3 月日均成交量（万）			939.54

主要股东

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司	40.70%
-------------------	--------

股价表现



二、煤炭：集团煤矿注入预期，扩大想象空间

公司现有 5 个煤矿山，储量 3 亿吨，2010 年原煤产量 500 万吨，其中三分之一，即 160~170 万吨精煤外销，其余煤炭留公司自用发电。每吨煤采掘成本 50~60 元，原煤成本 90~100 元，吨精煤成本 160~170 元。公司自配电厂 4×33 万千瓦机组，180 多万千瓦发电量，年发电水平 7000 小时。

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，公司下属的煤炭集团也是整合主体之一。整合之后公司煤炭产能将进一步提高。

近期市场对集团煤矿注入的问题关注较多。集团有两大煤矿，一家控股 50%，另外一家参股，总计储量约 60 亿吨。但这两个煤矿目前只拥有探矿权，没有采矿权，我们认为短期内不大可能注入上市公司。

三、铁合金：受益于节能减排，龙头优势进一步显现

依托丰富的煤炭资源，公司形成了“煤炭—发电—铁合金（硅铁、硅锰）”完整产业链。目前硅铁产能 64 万吨，硅锰合金、电石两用生产线正在技改。铁合金属于高耗能产品，公司此产品年用电量 40 多亿度。公司的发电成本是 0.18 元/度，上网费用 0.05~0.06 元，综合起来，用电成本在 0.35 元/度左右。铁合金成本中 70% 是电费，其他成本还有硅石、电极炉、铁屑各占 10%。由于有自配电厂，生产用电 100% 自给，硅铁产品毛利率可保持在 35%-40% 的业内高水平。

为完成“十一五”节能减排的目标，各地纷纷实施停电、限电的政策。内蒙境内几乎所有硅铁生产厂家都受到影响，先后关停，只有鄂尔多斯和内蒙君正照常生产。供给急剧减少导致 2010 年下半年硅铁价格大幅提高，由于鄂尔多斯硅铁厂没有停产，生产正常，因此将完全受益于硅铁涨价。2011 年节能减排风暴之后，硅铁价格回落，但下游钢厂复产拉动硅铁需求，目前硅铁价格从年初 6700~6800 元/吨回升到 6900 元/吨。长期来看，国家限制高耗能产业将淘汰其他环保、节能措施落后的中小企业，公司龙头优势更加明显。

公司铁合金产品面向国内外两大市场，内销和出口比例已从 5:5 扩大到 6:4。在国内市场，公司与 15 家大型钢铁企业签订了铁合金供货长单，出口方面主要依靠日本三井物产对外销售。销售环节顺畅，各项费用较低。

图 1：国内硅铁价格走势（元/吨）

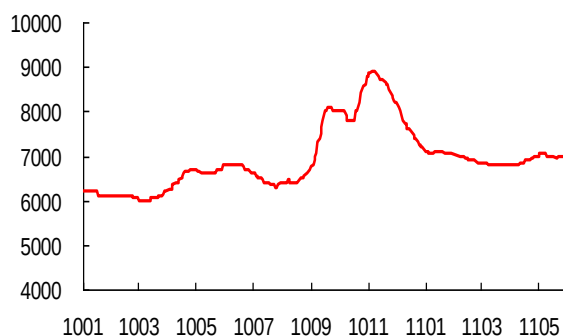
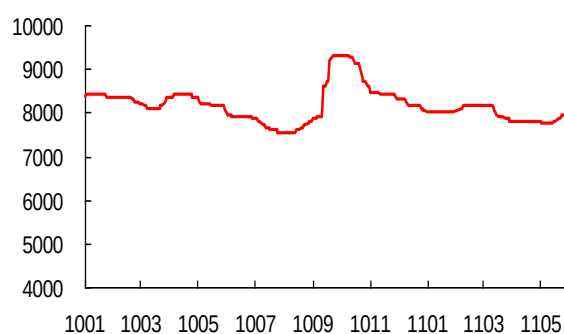


图 2：国内硅锰价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

四、电石和 PVC 项目：电石产能恢复，PVC 潜力巨大

公司构建的第二大产业链是“煤炭—兰炭—电石”。电石产品目前产能是 125 万吨（其中 30 万吨是参股项目，实际权益产能 115 万吨），主要在内蒙古自治区内销售。2010 年受 4 季度限电影响，公司电石产量 58 万吨，预计 2011 年产量可达到 120 万吨，增长 1 倍。产品价格稳定，毛利率 30%。

目前公司筹划继续延伸产业链，采用电石法生产 PVC。PVC 项目正在建设，计划总产能 120 万吨，一期产能 40 万吨，预计 2012 年 7 月建成。PVC 行业步入高成本支撑时代已经毋庸置疑，行业利润被极大压缩。PVC 生产工艺有两种，电石法和乙烯法，其中电石法 PVC 制备工艺的生产成本较低。

从世界范围来讲，PVC 的生产仍以乙烯法为主。乙烯法的原料是原油、乙烯、氯乙烯和二氯乙烷，四种原料的价格高低直接影响 PVC 的价格走势。油价一直高位运行，提高了乙烯法制 PVC 的价格。但是乙烯法 PVC 中杂质少，耐热性好，因此适合做高档的产品。

我国 PVC 主要以电石法为主，受益于电石法的低成本，原料投入以电石、煤炭、原盐为主。电石法中，吨聚氯乙烯折合电力消耗约为 7000 度左右，折合煤炭消耗量 3 吨左右，能源成本占生产成本比重超过 50%，因此，煤炭、电力等能源的价格波动将直接影响 PVC 的市场价格。目前，我国煤炭行业实行限产保价，这不但对我国电石法 PVC 的生产成本是一个有力支撑，而且部分企业可能转而直接出售煤炭原材料，从而影响电石法 PVC 的供应，进一步提升 PVC 价格，直至能达到一个合理的价格。

PVC 已经进入成熟期，具有明显的买方市场特征，下游需求对 PVC 价格的影响较大。PVC 的最大消费领域是型材、异型材和管材，主要用于建筑领域，所以，未来国内房地产市场的发展态势对 PVC 的需求起决定性的作用。我们预计在国家保障房政策的支持下，PVC 价格近期仍能保持平稳态势。

图 3：国内电石价格走势（元/吨）

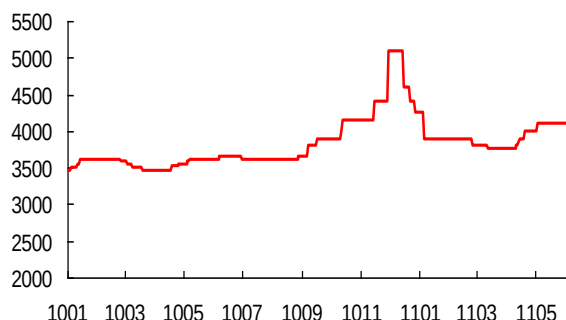
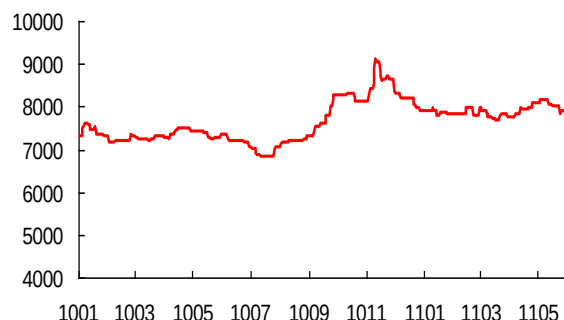


图 4：国内 PVC 价格走势（元/吨）

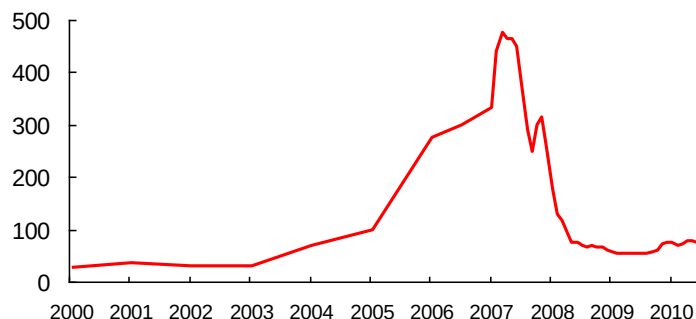


资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

五、多晶硅：成本、技术优势支撑产能扩张

多晶硅是最主要的太阳能光伏发电材料，欧洲是最主要的太阳能市场，我国目前对太阳能发电需求较小，国内多晶硅生产主要是面对国外市场，多晶硅价格受海外市场影响较大。2008 年，多晶硅价格一度超过 400 美元/公斤，之后受经济危机和需求萎缩的影响，多晶硅一路狂跌，2010 年初跌至 35 美元/公斤。2010 年 9 月欧洲各国相继削减光伏电站财政补贴，刺激了系统安装商在补贴调整大限前“抢装”，多晶硅稍有起色，之后长时间维持在 50 美元/公斤，2011 年以来多晶硅长期协议价格在 70 美元/公斤以上。

图 5：国际市场多晶硅价格走势（美元/公斤）



资料来源: Bloomberg, 中信建投证券研究发展部

多晶硅也属于高耗能产品，用电成本占总成本的 50%。公司地处内蒙古鄂尔多斯市具有丰富的煤炭、电力、硅石等，资源禀赋好，适宜发展多晶硅产业。目前国内大多数企业多晶硅生产成本在 40 美元/kg 以上，公司生产成本略低于行业平均成本。除了成本之外，多晶硅企业的竞争优势还体现在生产技术方面。公司生产线引自德国，污染物排放符合欧洲标准，比国内普遍使用的俄罗斯技术的生产线产出率更高。

多晶硅原料是工业硅，公司也生产工业硅，但目前原料来源基本为外购。公司多晶硅产能计划 6000 吨，分两期建设，2010 年 8 月底建成的一期产能 3000 吨，已经于 2011 年 6 月投产，今年计划产量 1000 吨。二期年内开始建设，预计建设周期 1~2 年，达产需要 1 年左右时间。公司目前已经取得多个意向订单。远期来看公司多晶硅产能会进一步扩张。

六、业绩预测和评级

我们判断，煤价上涨、公司硅锰项目技改完成以及电石产能进一步释放，将推动公司 2011 年毛利率上升和业绩增长。多晶硅项目的投产，也为公司增加新的业务亮点。

我们对公司 2011-2013 年每股收益预测是 1.07 元、1.53 元和 1.75 元，对应市盈率是 16.71、11.67 和 10.21 倍，给予“增持”评级，目标价 20 元。



报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11621	12579	16856	16067	营业收入	11733	12990	16563	19071
现金	2793	5669	5340	6864	营业成本	7876	8495	10840	12454
应收账款	1427	1716	2451	2097	营业税金及附加	331	390	407	526
其它应收款	2516	0	1007	500	营业费用	748	781	1014	1176
预付账款	1268	263	2200	572	管理费用	648	696	923	1046
存货	3013	4475	4686	5429	财务费用	619	444	361	320
其他	603	456	1172	604	资产减值损失	120	130	129	178
非流动资产	14254	14343	14909	14958	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	802	817	826	835	投资净收益	141	54	67	88
固定资产	9548	9974	10748	11056	营业利润	1532	2110	2955	3457
无形资产	544	584	732	821	营业外收入	111	135	160	135
其他	3360	2968	2602	2245	营业外支出	24	18	17	20
资产总计	25874	26921	31765	31025	利润总额	1619	2227	3098	3573
流动负债	10326	10659	14190	11841	所得税	157	223	310	357
短期借款	5855	5546	7883	5709	净利润	1461	2004	2788	3215
应付账款	1892	1823	2532	545	少数股东损益	621	886	1187	1385
					归属母公司				
其他	2579	5113	3775	5588	净利润	841	1119	1601	1830
非流动负债	6954	5578	4269	2903	EBITDA	2953	3290	4251	4742
长期借款	6762	5415	4079	2721	EPS (摊薄)	0.81	1.07	1.53	1.75
其他	192	163	191	182					
负债合计	17280	16236	18459	14744	主要财务比率				
少数股东权益	3909	4795	5982	7368	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
母公司股东权益	4685	5890	7323	8913	成长能力				
负债和股东权益	25874	26921	31765	31025	营业收入增长	44.54%	10.71%	27.50%	15.14%
					营业利润增长	196.47%	37.71%	40.06%	16.99%
					母公司净利增长	113.66%	33.06%	43.14%	14.31%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	32.87%	34.61%	34.55%	34.70%
单位:百万元					净利率	12.45%	15.43%	16.83%	16.86%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	17.00%	18.76%	20.96%	19.75%
经营活动	-233	4978	329	6307	ROIC	11.60%	13.28%	15.51%	19.18%
净利润	1461	2004	2788	3215	偿债能力				
折旧摊销	605	580	663	721	资产负债率	66.79%	60.31%	58.11%	47.52%
财务费用	619	444	361	320	净负债比率	156.11%	115.25%	100.11%	60.12%
投资损失	-141	-54	-67	-88	流动比率	1.13	1.18	1.19	1.36
营运资金变动	-2776	2005	-3416	2138	速动比率	0.83	0.76	0.86	0.90
其它	-1	-1	1	0	每股指标 (元)				
投资活动	-2143	-629	-1160	-678	每股收益	0.81	1.07	1.53	1.75
资本支出	1915	39	533	67	每股经营现金流	-0.23	4.82	0.32	6.11
长期投资	72	-15	-9	-9	每股净资产	8.33	10.24	12.75	15.60
其他	-156	-604	-636	-620	估值比率				
筹资活动	2194	-1474	-1656	-1947	P/E	9.37	16.71	11.67	10.21
短期借款	81	-308	179	-16	P/B	1.68	3.17	2.55	2.10
长期借款	2318	-1347	-1336	-1358	EV/EBITDA	7.65	9.27	7.77	6.19
其他	-205	182	-499	-572					
现金净增加额	-183	2876	-2487	3682					



分析师介绍

研究服务

张芳：中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。