

27 July 2011 | 9 pages

鄂尔多斯(600295)

鄂尔多斯跟踪调研报告：不仅仅是多晶硅

程艳华 执业证书编号：S1230210030002

021-6471 8888-1119
zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

➤ 硅铁、电石、多晶硅三驾马车

投资要点：

■ 公司主要看点：

——短期业绩来源明确：硅铁、电石、多晶硅三驾马车

铁合金行业：受益于能源价格上涨：硅铁 1 季度均价同比上涨 800 元/吨，2 季度均价同比上涨约 300 元/吨；

电石：预计产量翻倍。2010 年电石产量 58 万吨，2011 年全面释放产能，预计 100 万吨；

多晶硅：进入收获期：2010 年试生产，2011 年预计 1000 吨

——中期业绩增长来源：多晶硅进入收获季节、继续稳固拓展能源产业链

多晶硅业务：公司计划有三期多晶硅投放市场，目前为一期 3000 吨。

氯碱化工项目产能尚未完全释放：60 万吨电石联产 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱、100 万吨水泥项目已于 5 月 18 日开工建设，预计 2012 年 6 月全部建成投产。

煤炭和电力生产规模将根据下游需求进一步扩大

——长期业绩看好：未来关注羊绒业务的增长及大股东煤炭资产注入

羊绒服装业务：做服装行业的“茅台”，定位高端，业绩进入稳步增长长期。公司在服装业务上有较大的雄心，充分利用鄂尔多斯品牌优势，发展高端产业。降低低毛利的外贸出口服装业务，做大国内高端时装，并加大直营比例。

■ 投资建议：

预计公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 1.07 元、1.35 元、1.76 元，按照不同部分我们分别给与不同的估值，羊绒板块给予 30 倍估值、硅铁 25 倍、电力 20 倍、硅锰合金 25 倍、煤炭 20 倍、工业硅 25 倍、电石 25 倍、多晶硅 25 倍、其他 20 倍，综合起来给与 25 倍估值。考虑到公司的能源特性，以及煤电一体化的成本优势，继续维持公司推荐评级。

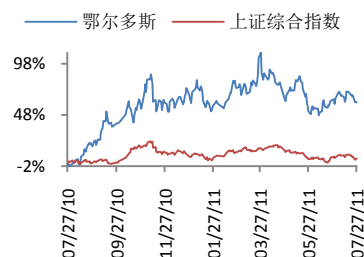
财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	11733	14688	16806	19855
(+/-)	45%	25%	14%	18%
净利润	841	1104	1398	1812
(+/-)	114%	31%	27%	30%
每股收益（元）	0.81	1.07	1.35	1.76
P/E	23.85	18.15	14.34	11.07

评级： 买入

上次评级： 买入

当前价格： ¥18.78

单季度业绩	元/股
1Q/2011	0.40
4Q/2010	0.57
3Q/2010	0.28
2Q/2010	0.33



公司简介

相关报告

- 1《各项业务景气度高、羊绒业务提价将成常态》2010.10.26
- 2《好业绩如期而至，下半年服装板块有惊喜》2010.08.25
- 3《鄂尔多斯点评：多晶硅投产助力中长期业绩》2010.08.18
- 4《鄂尔多斯跟踪调研报告：可复制的模式、维持买入评级》2010.08.02

报告撰写人：程艳华

数据支持人：范飞





一. 投资要点

鄂尔多斯简介

鄂尔多斯自 1979 年母体企业创立以来，现已形成“三大事业板块有序推进，六大主导产业协同发展”的战略格局。进入全国 520 户重点企业和中国企业 500 强之列。以羊绒纺织为龙头的纺织服装板块是集团的事业基础。以煤炭为起点的循环经济为特征的棋盘井工业园区板块是集团二次创业重点打造的核心事业。以煤化工为核心的煤业板块是集团未来发展的重心。

公司的主要看点是：

——短期业绩来源明确：硅铁、电石、多晶硅三驾马车

铁合金行业：受益于能源价格上涨：硅铁 1 季度均价同比上涨 800 元/吨，2 季度均价同比上涨约 300 元/吨；

电石：预计产量翻倍。2010 年电石产量 58 万吨，2011 年全面释放产能，预计 100 万吨；

多晶硅：进入收获期：2010 年试生产，2011 年预计 1000 吨

——中期业绩增长来源：多晶硅进入收获季节、继续稳固拓展能源产业链

多晶硅业务：公司计划有三期多晶硅投放市场，目前为一期 3000 吨。

氯碱化工项目产能尚未完全释放：60 万吨电石联产 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱、100 万吨水泥项目已于 5 月 18 日开工建设，预计 2012 年 6 月全部建成投产。

煤炭和电力生产规模将根据下游需求进一步扩大

——长期业绩看好：未来关注羊绒业务的增长及大股东煤炭资产注入

羊绒服装业务：做服装行业的“茅台”，定位高端，业绩进入稳步增长期。公司在服装业务上有较大的雄心，充分利用鄂尔多斯品牌优势，发展高端产业。降低低毛利的服装业务，做大国内高端时装，并加大直营比例。

大股东煤炭资产注入：需要时间和条件

主要的风险点：

公司未来一段时间内可能的风险是：

——宏观经济环境变差

——下游需求出现骤然下降

——多晶硅业务存在一定的不确定性

——公司债务规模上升较快，债务负担呈加重趋势

投资建议：

预计公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 1.07 元、1.35 元、1.76 元。

按照不同部分我们分别给与不同的估值，羊绒板块给予 30 倍估值、硅铁 25 倍、电力 20 倍、硅锰合金 25 倍、煤炭 20 倍、工业硅 25 倍、电石 25 倍、多晶硅 25 倍、其他 20 倍，综合约 25 倍估值。贡献最大的几个板块分别是硅铁、羊绒业务、电石、煤炭、电力。多晶硅业务暂时由于产量较小的原因而贡献较小。考虑到公司的能源特性，以及煤电一体化的成本优势，继续维持公司推荐评级。





二、受益于能源价格上涨的三驾马车：硅铁、电石、多晶硅

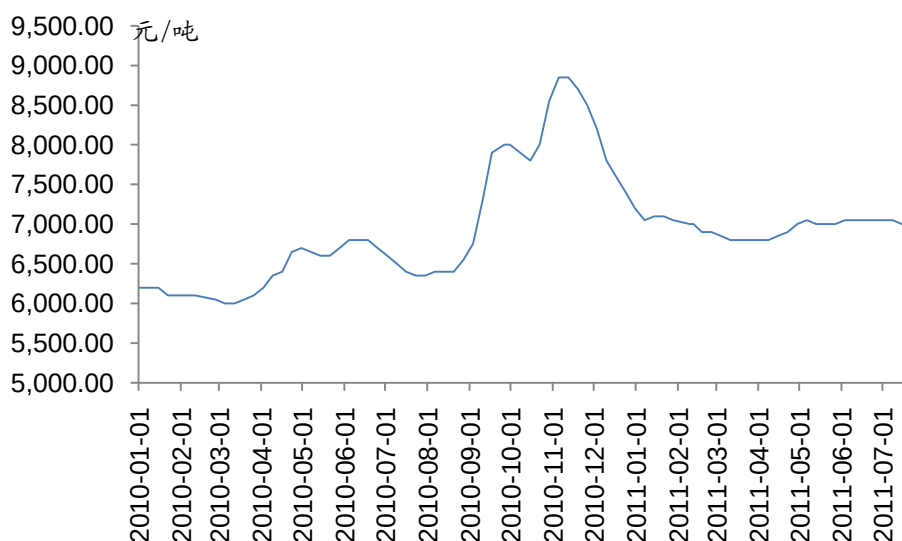
硅铁行业稳定增长

由于国家调控高能耗产业，对铁合金行业用电调高电价，硅铁价格同比盈利状况较好。

硅铁价格 2011 年 2 季度均价 6979 元/吨，比去年同期上涨 367 元/吨，涨幅 6%。1 季度均价 6945 元/吨，同比上涨 845 元/吨，涨幅 14%。

公司硅铁 2010 年产能 65 万吨，产量 64 万吨。测算贡献增加约 2 亿的利润，按照 60%股权，及 25%的所得税计算，上半年增加 EPS 约 0.085 元。

图表 1 硅铁价格同比稳中有升



资料来源：Wind，浙商证券研究所。

公司作为全球最大的硅铁生产企业，根本优势在于煤电一体化，当前的价格下，其他企业盈利状况一般，而公司则是取得 40% 的毛利率。去年三季度硅铁价格处于高位，部分原因是限电导致。因此，如果电荒进一步蔓延的话，硅铁价格不排除进一步升高。

电石业务贡献翻番：

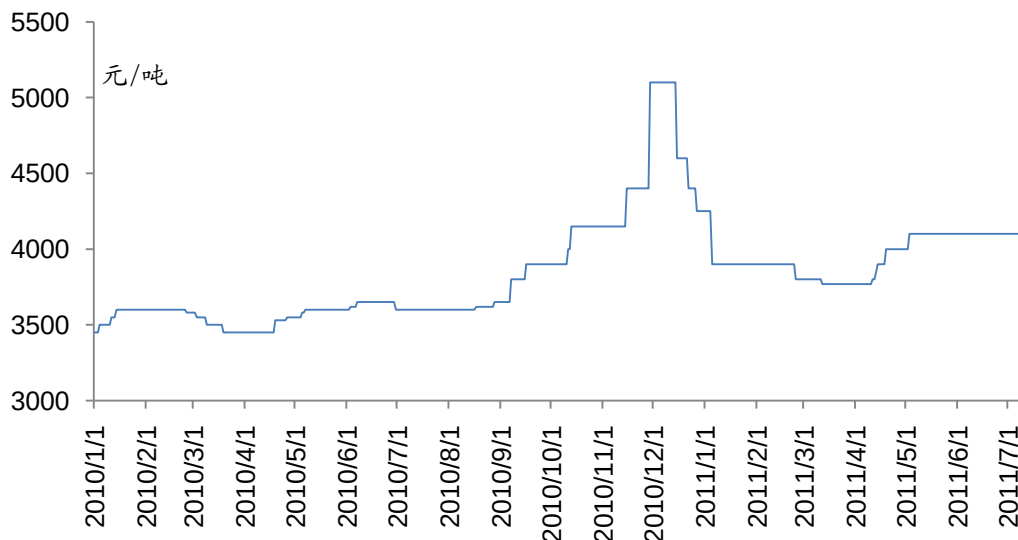
公司去年产能产量 48 万吨，预计今年产量 100 万吨。同时在进行硅锰设备改造，改造完成后，为电石硅锰两用炉。电石产能达到 150 万吨。同时今年上半年电石需求旺盛，价格同比上涨约 500 元/吨。预计上半年对 EPS 贡献增加为 0.109 元。除了电石本身的贡献增加外，由于电石拉动了上游电力和煤炭的使用，因此实际对盈利的贡献远超过这部分。

随着公司 2012 年 6 月氯碱化工项目产能释放，60 万吨电石联产 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱、100 万吨水泥项目。对公司业绩将有明显促进作用。在国内尽管 PVC 属于过剩产能行业，但是国内的趋势是电石法 PVC 项目逐渐往西北转移，以充分发挥西北地区，包括内蒙在内的煤炭资源优势。





图表 2 电石价格同比上涨



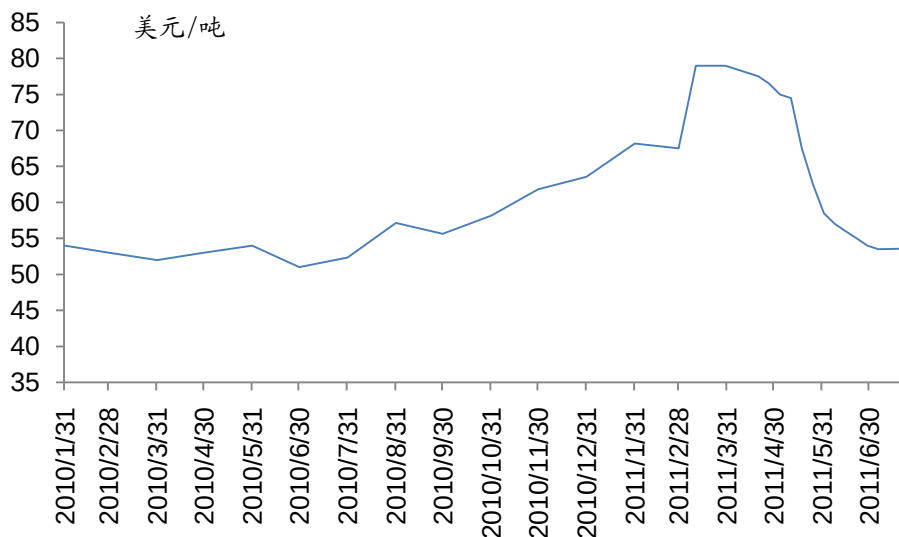
资料来源：浙商证券研究所、百川资讯

多晶硅业务:

公司 1 期多晶硅 3000 吨，去年底投产，预计今年贡献 1000 吨的产量。

多晶硅价格经过一轮洗涤之后，目前已经止跌，上周价格略有上涨 0.1 美元/公斤到 53.6 美元/公斤。由于公司拥有能源优势，未来在竞争中仍然是立于不败之地。

图表 3 多晶硅价格止跌



资料来源：浙商证券研究所、百川资讯

2011 年 5 月 27 日，工业和信息化部关于印发《多晶硅行业准入申请报告》的通知，意味着《多晶硅行业准入条件》进一步落实，已关闭多时的多晶硅项目审批大门也将开闸。公司在内蒙地区，拥有煤电一体化的成本优势，未来将进一步扩充多晶硅产能，预计形成 10000 吨产能。





三、长期业绩看好：未来关注羊绒业务的增长及大股东煤炭资产注入

羊绒服装业务：打造奢侈时装品牌，改造渠道

公司的羊绒业务全面转型为高端时尚品牌。公司对于服装的重新定位：时装；奢侈品；定位高端，主要在设计渠道。从功能性服装的市场上转向时装市场，市场空间大幅提高。

从效果来看，2010 年，服装业务毛利提升约 7%。主要是：1、大幅减少低毛利的出口业务；2、提升品牌价值，打造高端时装品牌。2010 年公司第一年推出春夏装，极大的提振了公司未来在羊绒业务转型为高端时尚品牌的信心。未来公司将会完全主打国内品牌市场，逐步退出低利润的出口贴牌市场。

我们预计公司在经过 2-3 年的渠道建设后，将迎来服装业务的快速增长期。未来公司预计服装业务稳定 20%增速，增长来自于两个部分：1.单品价格的提高、2.直营比例的提高；现在 80%加盟店，面积小，销售额地；未来直营比例大幅提高，同时打造大的旗舰店，进入核心商圈。

大股东煤炭资产注入：需要时间

集团公司拥有几十亿吨的煤炭储量的探矿权，目前的计划是集团公司与大同煤业、浙江省能源集团合作，复制类似于棋盘井的循环工业园区。等待集团的项目进入可交易状态后，为避免同业竞争，集团资产迟早会注入上市公司，但是这一过程势必会需要较长的时间。

大股东增持鄂尔多斯资源 B 股：彰显信心

公司于 2011 年 6 月 21 日公告，自首次增持之日起，鄂尔多斯集团及其一致行动人拟在未来 12 个月内根据中国证监会和上海证券交易所的有关规定以及市场情况，继续增持不超过公司总股本 2% 的 B 股（含已增持部分的股份）。即本次增持计划下，鄂尔多斯集团及其一致行动人继续增持的数量与本次已增持部分合计不超过 20,640,000 股，未设定其他实施条件。

据了解，公司增持主要目的在于看好公司发展，历年以来，公司的分红额较高，B 股市场的分红收入超过定期存款。

三、公司盈利预测

总体上来说，各方面的情况都有利于公司的利润提升，同时由于前期的固定资产投入进入回报期，各个子板块的产能产量会有较大的增加，综合起来公司盈利能力较 2010 年有较大幅度的增加，预计 2011 年上半年季度 EPS 在 0.4-0.5 元之间。





盈利假设条件

图表 5 公司电冶板块产品销量预测

	产能	2009	2010	2011E
原煤开采 (万吨)	500-520	345	500.00	550
硅铁 (万吨)	65	50	64.00	65
硅锰 (万吨)	25	14	12.00	13
金属硅 (万吨)	5	2	4.50	4.5
电石 (万吨)	150	40.6	58.00	100
供水 (万吨)	5000	2864	3150.40	3465
发电装机容量 (万千瓦时)	172	490000	1080000.00	1188000
高中碳锰铁 (万吨)	18.6		0.50	8
多晶硅 (吨)	3000		2	1000

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：电石产能 150 万吨，含硅锰改造产能 20 万吨；发电装机容量 172 万千瓦时，等价权益容量 103.8 万千瓦时，其中 3、4 号机组按照 30%权益量计。

图表 6 公司各子板块毛利预测

	2008	2009	2010	2011E
羊绒板块	25.79%	24.46%	34.13%	39.62%
硅铁	40.50%	28.67%	40.74%	40.74%
电力	35.22%	34.15%	26.00%	26.00%
硅锰合金	33.88%	2.10%	11.72%	11.72%
煤炭	28.16%	44.49%	52.46%	54.72%
工业硅	11.85%	1.41%	7.16%	7.16%
电石		15.13%	29.21%	32.58%
多晶硅				40.00%
其他	4.61%	1.63%	2.72%	6.46%
合计	32.79%	26.49%	32.74%	34.71%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

四、估值与投资建议

相对估值

维持公司 2011 年至 2013 年 EPS 分别为 1.07 元、1.35 元、1.76 元。

按照不同部分我们分别给与不同的估值，羊绒板块给予 30 倍估值、硅铁 25 倍、电力 20 倍、硅锰合金 25 倍、煤炭 20 倍、工业硅 25 倍、电石 25 倍、多晶硅 25 倍、其他 20 倍，综合约 25 倍估值。贡献最大的几个板块分别是硅铁、羊绒业务、电石、煤炭、电力。多晶硅业务暂时由于产量较小的原因而贡献较小。考虑到公司的能源特性，以及煤电一体化的成本优势，继续维持公司推荐评级。





图表 7 分板块相对估值

	给与 PE 倍数	2010 年 EPS 贡献	2011 年 EPS 贡献	合理估值
羊绒板块	30	0.196	0.225	6.74
硅铁	25	0.281	0.417	10.42
电力	20	0.183	0.054	1.07
硅锰合金	25	0.006	0.049	1.22
煤炭	20	0.125	0.150	2.99
工业硅	25	0.000	0.005	0.12
电石	25	0.024	0.171	4.28
多晶硅	25	0.000	0.000	0.00
其他	20	0.001	0.001	0.01
合计	25	0.81	1.07	26.86

资料来源: Wind、浙商证券研究所

投资建议

长期来看,我们认为鄂尔多斯充分发挥竞争优势,是资源+国内廉价制造成本的完美结合,同时其以优良的业务管理能力,灵活的经营机制充分保证了企业的中长期盈利,在未来随着资源的紧缺性进一步体现,其价值必将进一步得到重估。

从中期来看,目前公司已经进入收获的季节,前期投入的硅铁、电石、煤炭、多晶硅等业务步入稳定的盈利能力增长时期,继续维持买入评级。

从短期来看,电石产量翻倍、硅铁价格稳中趋升、服装业务毛利稳步增加,为公司带来业绩稳定增长。

五、风险提示

公司未来一段时间内可能的风险是:

- 宏观经济环境变差
- 下游需求出现骤然下降
- 多晶硅业务存在一定的不确定性





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11621	14401	19805	25588
现金	2793	4479	8013	10904
应收账款	1427	1959	2254	2576
其它应收款	2516	1205	1697	2631
预付账款	1268	1738	2382	3036
存货	3013	4224	4449	5350
其他	603	795	1009	1092
非流动资产	14254	13763	13266	12669
长期投资	802	804	827	811
固定资产	9548	10193	10197	9864
无形资产	544	587	632	694
其他	3360	2179	1609	1300
资产总计	25874	28164	33071	38257
流动负债	10326	9311	9817	10120
短期借款	5855	5546	5725	5709
应付账款	1892	1032	1162	1362
其他	2579	2733	2930	3049
非流动负债	6954	8493	10699	12712
长期借款	6762	8330	10509	12530
其他	192	163	191	182
负债合计	17280	17804	20516	22832
少数股东权益	3909	4725	5757	7094
归属母公司股东权益	1032	1032	1032	1032
负债和股东权益	1316	1316	1316	1316
	2286	3288	4450	5983
	4634	5635	6798	8331
	25874	28164	33071	38257

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2089	1811	2320	2023
净利润	1461	1920	2430	3149
折旧摊销	605	610	664	690
财务费用	619	850	896	950
投资损失	-141	-75	-86	-91
营运资金变动	-647	-1436	-1588	-2676
其它	192	-57	3	-0
投资活动现金流	-4474	-53	-70	4
资本支出	2290	50	50	20
长期投资	172	3	27	-19
其他	-2012	1	7	5
筹资活动现金流	2782	-72	1283	864
短期借款	81	-308	179	-16
长期借款	2318	1568	2179	2022
其他	0	0	0	0
现金净增加额	-44	0	0	0
	428	-1331	-1074	-1141
	397	1687	3534	2890

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11733	14688	16806	19855
营业成本	7876	9591	10811	12560
营业税金及附加	331	414	474	559
营业费用	748	936	1071	1266
管理费用	648	812	929	1097
财务费用	619	850	896	950
资产减值损失	120	121	105	113
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	141	75	86	91
营业利润	1532	2040	2605	3401
营业外收入	111	111	111	111
营业外支出	24	24	24	24
利润总额	1619	2127	2692	3488
所得税	157	207	262	339
净利润	1461	1920	2430	3149
少数股东损益	621	815	1032	1337
归属母公司净利润	841	1104	1398	1812
EBITDA	2756	3500	4165	5042
EPS（元）	0.81	1.07	1.35	1.76

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.5%	25.2%	14.4%	18.1%
营业利润	196.5%	33.2%	27.7%	30.6%
归属母公司净利润	113.7%	31.4%	26.6%	29.6%
获利能力				
毛利率	32.9%	34.7%	35.7%	36.7%
净利率	7.2%	7.5%	8.3%	9.1%
ROE	18.1%	19.6%	20.6%	21.7%
ROIC	10.5%	13.5%	15.5%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	66.8%	63.2%	62.0%	59.7%
净负债比率	77.64%	80.33%	81.47%	82.37%
流动比率	1.13	1.55	2.02	2.53
速动比率	0.83	1.09	1.56	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.54	0.55	0.56
应收帐款周转率	9	9	8	8
应付帐款周转率	6.42	6.56	9.85	9.95
每股指标(元)				
每股收益	0.81	1.07	1.35	1.76
每股经营现金	2.02	1.75	2.25	1.96
每股净资产	4.49	5.46	6.59	8.07
估值比率				
P/E	23.85	18.15	14.34	11.07
P/B	4.33	3.56	2.95	2.41
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

