

16 October 2011 | 4 pages

鄂尔多斯(600295)

电石量价齐升，预计三季度业绩超预期

—— 三季度报前瞻

程艳华 执业证书编号: S1230210030002
021-6471 8888-1119
zsj@stocke.com.cn

本报告导读:

投资要点:

■ 三季度业绩前瞻: 预计同比增长 50-70%

主要业绩推动是: 电石量价齐升; 硅铁、煤炭、发电和服装业务稳定增长。

——硅铁: 预期盈利同比增长 10%左右

下游金属镁、钢市价格持续下滑, 外销出口市场一般。同时硅铁产量居于较高位置。硅铁价格稳中趋降。前三季度硅铁价格均价 6941 元/吨, 较去年同期上涨 6.55%, 三季度价格环比下降 80 元/吨左右, 预期硅铁盈利能力环比略有下滑, 同比增长在 10%左右。预计鄂尔多斯公司硅铁销量平稳。

——电石: 量价齐升, 业绩有望超预期

价格: 2011 年三季度, 电石市场波动频繁、涨跌明显。从统计数据来看, 三季度电石均价 4161 元/吨, 高于去年同期 13%左右, 环比二季度增长 3%左右。销量: 鄂尔多斯去年全年电石产量 58 万吨, 而 2011 年上半年电石生产 57 万吨, 主要是产能大幅增加所致。今年预计产量 100 万吨, 待硅锰改造为电石产能 20 万吨后, 电石产能达到 150 万吨。

——煤炭与发电及其他业务:

公司煤炭和发电业务稳定。由于煤炭产量已经接近满产, 上半年原煤 272 万吨, 预计全年 550 万吨, 接近满产, 同比增长约 10%; 发电业务同比略有增长, 预期增长 20%, 环比稳定。由于三季度为公司的服装业务淡季, 公司尽管开始提供春夏时装类的服装, 并且加大内销的比例, 但是我们预期服装业务仍处于平稳增长期, 预计同比增长 20%。

■ 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, 维持公司买入评级。我们预计同比盈利全年增长有望超过预期, 将在三季度正式出来后调高盈利预测。

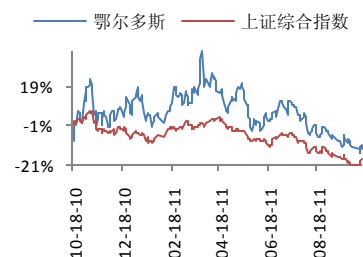
财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	11733	14688	16806	19855
(+/-)	45%	25%	14%	18%
净利润	841	1104	1398	1812
(+/-)	114%	31%	27%	30%
每股收益 (元)	0.81	1.07	1.35	1.76
P/B	19.35	14.73	11.64	8.98

评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: ¥15.77

单季度业绩	元/股
2Q/2011	0.44
1Q/2011	0.40
4Q/2010	0.57
3Q/2010	0.28



公司简介

相关报告

- 1《发电与电石发力, 业绩同比增加超五成》2011.08.15
- 2《鄂尔多斯跟踪调研报告: 不仅仅是多晶硅》2011.07.27
- 3《各项业务景气度高、羊绒业务提价将成常态》2010.10.26
- 4《好业绩如期而至, 下半年服装板块有惊喜》2010.08.25
- 5《鄂尔多斯点评: 多晶硅投产助力中长期业绩》2010.08.18

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 范飞





1. 主营业务回顾与前瞻：电石发力，业绩有望超预期

硅铁：预期盈利同比增长10%左右

下游金属镁、钢市价格持续下滑，外销出口市场一般。同时硅铁产量居于较高位置。硅铁价格稳中趋降。前三季度硅铁价格均价 6941 元/吨，较去年同期上涨 6.55%，三季度价格环比下降 80 元/吨左右，预期硅铁盈利能力环比略有下滑，同比增长在 10%左右。预计鄂尔多斯公司硅铁销量平稳。

图 1：硅铁价格平稳

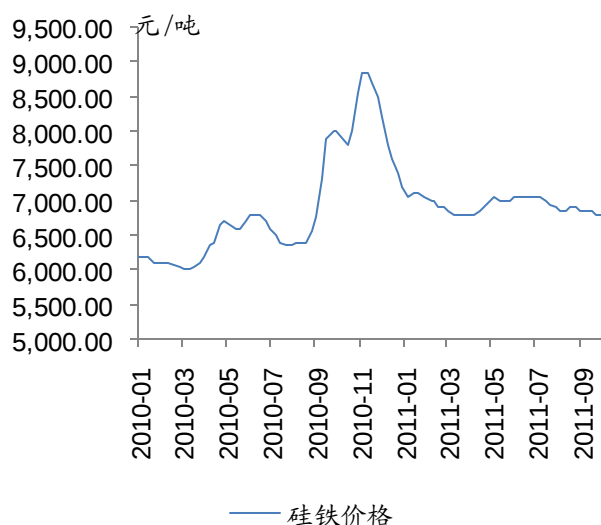
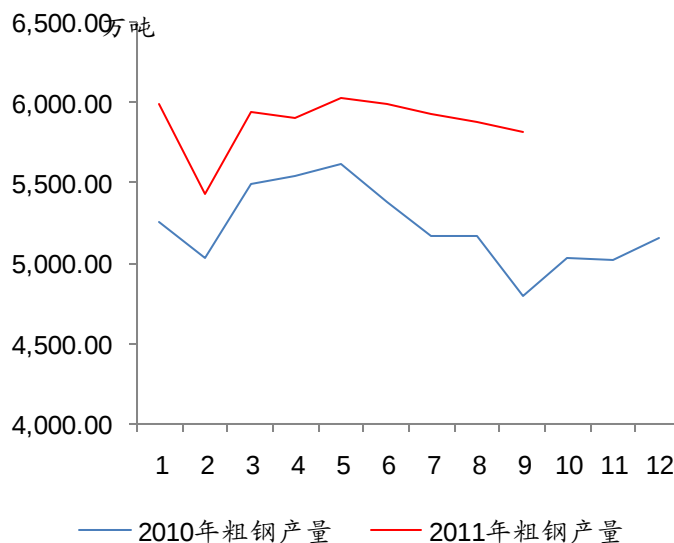


图 2：下游粗钢产量增长乏力



资料来源：浙商证券研究所、Wind

资料来源：浙商证券研究所、wind

前瞻：硅铁盈利能力稳定

从需求方看，由于地产受到调控，硅铁的下端钢铁和金属镁需求不容乐观；

从供给方面看，四季度后南方进入枯水期，冬季北方电力紧张，存在限电致硅铁价格上升的可能；
从成本上看，硅铁价格大幅深跌的可能性较小。

电石：量价齐升，业绩有望超预期

价格：2011 年三季度，电石市场波动频繁、涨跌明显。从统计数据来看，三季度电石均价 4161 元/吨，高于去年同期 13%左右，环比二季度增长 3%左右。

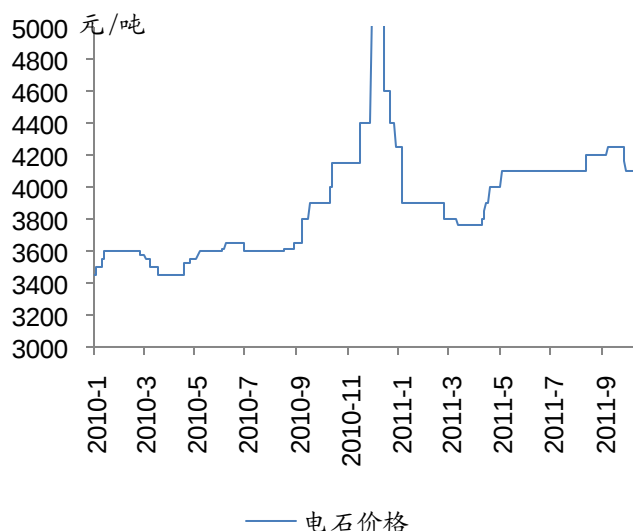
销量：鄂尔多斯去年全年电石产量 58 万吨，而 2011 年上半年电石生产 57 万吨，主要是产能大幅增加所致。今年预计产量 100 万吨，待硅锰改造为电石产能 20 万吨后，电石产能达到 150 万吨。因此，公司电石仍有一定的增长空间。

但是从下游 PVC 来看，同样受地产调控影响，PVC 价格不断走低，因此电石走势不容乐观。



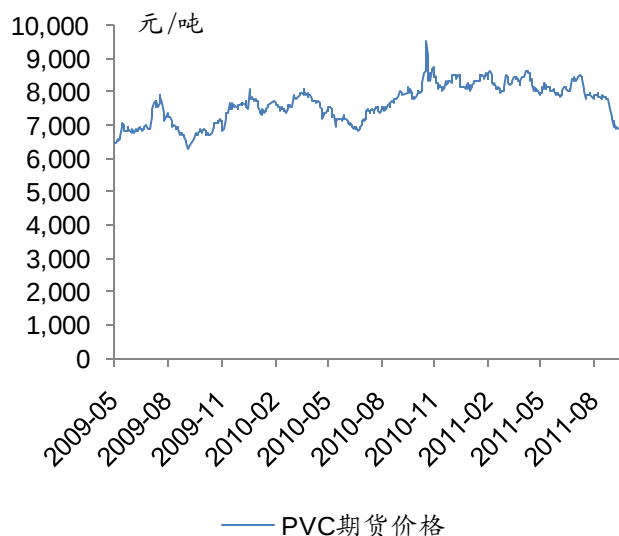


图 3: 电石价格同比上升



资料来源：浙商证券研究所、Wind

图 4: PVC 期货价格



资料来源：浙商证券研究所、wind

多晶硅及其他业务：煤炭、电力、服装平稳增长、多晶硅有待发力

煤炭与发电：公司煤炭和发电业务稳定。由于煤炭产量已经接近满产，上半年原煤 272 万吨，预计全年 550 万吨，接近满产，同比增长约 10%，短期内增长空间不大；由于电石等高耗电业务增长，因此发电业务同比略有增长，预期增长 20%，环比稳定。2012 年余热发电等机组投产略有增长。

多晶硅业务：上半年多晶硅产量 336 吨，三季度预期仍然难以满负荷运转。

公司拟出资 10000 万元投资设立鄂尔多斯东晶光伏材料有限公司。主要经营多晶硅铸锭、单晶硅拉伸及切片生产销售；太阳能电池及组件生产销售；光伏产品生产销售；光伏发电系统组建、安装及服务。公司总体规划 500MW 多晶铸锭切片及组件生产销售、500MW 单晶拉伸及组件生产销售。

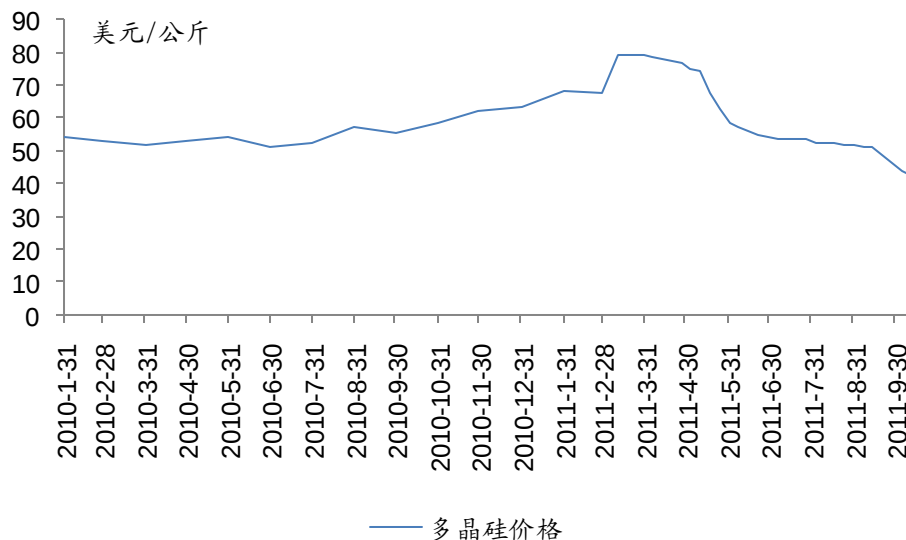
通过设立该公司，继续深化了公司多晶硅产品加工，延伸了公司原有产业链，有利于提升公司的经济效益。

服装业务：由于三季度为公司的服装业务淡季，公司尽管开始提供春夏时装类的服装，并且加大内销的比例，但是我们预期服装业务仍处于平稳增长期，预计同比增长 20%。





图 5: 多晶硅价格不断下滑



资料来源: 浙商证券研究所、PVinsights

2. 三季度业绩前瞻: 预计 50%-70%的增长

根据前述的分析,按照业绩增长的贡献分析,电石由于产能翻倍,同时价格增长 13%,或者 485 元/吨,按照全年 100 万吨产量测算,业绩增长贡献 4.85 亿元;同时硅铁价格同比增长 6.5%,或者是 454 元/吨,按照全年 65 万吨测算,业绩贡献增长 2.95 亿元,其他电力、煤炭和服装业务平稳增长,预计带来 20%的增长。预计三季度业绩同比增长将超过 50%。

考虑到去年第四季度硅铁价格与毛利处于高位,而当前由于外部经济环境较差,因此全年增速大幅超越预期仍然有待于四季度的观察。但是全年来看,保持较高的利润增幅疑问不大,我们暂不调高全年盈利预测。

表 1: 盈利增长分拆

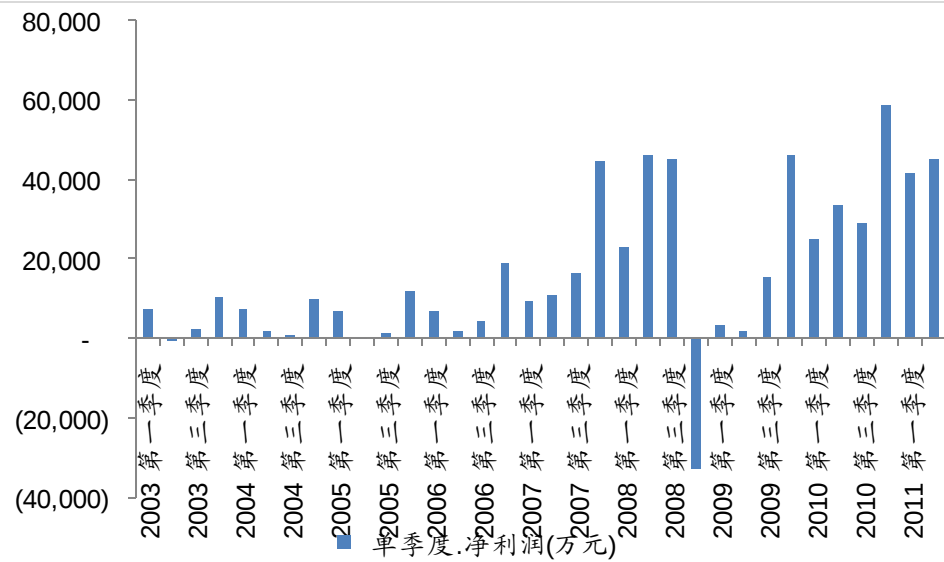
	产能 (万吨)	产量增长	毛利率增长	收入占比
原煤开采	500-520	10.00%	10.00%	10.00%
硅铁	65	0.00%	6.50%	33.00%
硅锰	25	-10.00%	5.00%	7.80%
金属硅	5	0.00%	0.00%	1.44%
电石	150	100.00%	13.00%	30.34%
发电装机容量 (万千瓦时)	172	20.00%	0.00%	1.14%
多晶硅 (吨)	10000			
服装业务		15.00%	5.00%	13.00%
其他				2.34%

资料来源: 浙商证券研究所估计





图 6: 鄂尔多斯单季度净利润



资料来源: 浙商证券研究所、wind

3. 潜在风险提示:

- 四季度经济大幅下滑导致硅铁、电石价格回落
- 服装增长低于预期





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11621	14401	19805	25588	营业收入	11733	14688	16806	19855
现金	2793	4479	8013	10904	营业成本	7876	9591	10811	12560
应收账款	1427	1959	2254	2576	营业税金及附加	331	414	474	559
其它应收款	2516	1205	1697	2631	营业费用	748	936	1071	1266
预付账款	1268	1738	2382	3036	管理费用	648	812	929	1097
存货	3013	4224	4449	5350	财务费用	619	850	896	950
其他	603	795	1009	1092	资产减值损失	120	121	105	113
非流动资产	14254	13763	13266	12669	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	802	804	827	811	投资净收益	141	75	86	91
固定资产	9548	10193	10197	9864	营业利润	1532	2040	2605	3401
无形资产	544	587	632	694	营业外收入	111	111	111	111
其他	3360	2179	1609	1300	营业外支出	24	24	24	24
资产总计	25874	28164	33071	38257	利润总额	1619	2127	2692	3488
流动负债	10326	9311	9817	10120	所得税	157	207	262	339
短期借款	5855	5546	5725	5709	净利润	1461	1920	2430	3149
应付账款	1892	1032	1162	1362	少数股东损益	621	815	1032	1337
其他	2579	2733	2930	3049	归属母公司净利润	841	1104	1398	1812
非流动负债	6954	8493	10699	12712	EBITDA	2756	3500	4165	5042
长期借款	6762	8330	10509	12530	EPS（元）	0.81	1.07	1.35	1.76
其他	192	163	191	182	主要财务比率				
负债合计	17280	17804	20516	22832		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	3909	4725	5757	7094	成长能力				
归属母公司股东权益	1032	1032	1032	1032	营业收入	44.5%	25.2%	14.4%	18.1%
负债和股东权益	1316	1316	1316	1316	营业利润	196.5%	33.2%	27.7%	30.6%
	2286	3288	4450	5983	归属母公司净利润	113.7%	31.4%	26.6%	29.6%
	4634	5635	6798	8331	获利能力				
25874	28164	33071	38257		毛利率	32.9%	34.7%	35.7%	36.7%
现金流量表					净利率	7.2%	7.5%	8.3%	9.1%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	18.1%	19.6%	20.6%	21.7%
经营活动现金流	2089	1811	2320	2023	ROIC	10.5%	13.5%	15.5%	17.4%
净利润	1461	1920	2430	3149	偿债能力				
折旧摊销	605	610	664	690	资产负债率	66.8%	63.2%	62.0%	59.7%
财务费用	619	850	896	950	净负债比率	77.64%	80.33%	81.47%	82.37%
投资损失	-141	-75	-86	-91	流动比率	1.13	1.55	2.02	2.53
营运资金变动	-647	-1436	-1588	-2676	速动比率	0.83	1.09	1.56	2.00
其它	192	-57	3	-0	营运能力				
投资活动现金流	-4474	-53	-70	4	总资产周转率	0.50	0.54	0.55	0.56
资本支出	2290	50	50	20	应收帐款周转率	9	9	8	8
长期投资	172	3	27	-19	应付帐款周转率	6.42	6.56	9.85	9.95
其他	-2012	1	7	5	每股指标(元)				
筹资活动现金流	2782	-72	1283	864	每股收益	0.81	1.07	1.35	1.76
短期借款	81	-308	179	-16	每股经营现金	2.02	1.75	2.25	1.96
长期借款	2318	1568	2179	2022	每股净资产	4.49	5.46	6.59	8.07
其他	0	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	-44	0	0	0	P/E	19.35	14.73	11.64	8.98
	428	-1331	-1074	-1141	P/B	3.51	2.89	2.39	1.95
	397	1687	3534	2890	EV/EBITDA	11	9	7	6

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>

