

鄂尔多斯(600295)/其他采掘

钢铁原料重现上涨

评级：买入(首次)

市场价格：14.3

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qizq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email: laify@r.qizq.com.cn

联系人：邓轩

电话：021-20315223

Email: dengke@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,032
流通股本(百万股)	1,032
市价(元)	14.3
市值(百万元)	14,758
流通市值(百万元)	14,758

股价与行业-市场走势对



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,240.09	16,591.21	18,843.58	20,107.83	20,983.48
增长率 yoy%	-2.11%	8.87%	13.58%	6.71%	4.35%
净利润	257.59	265.63	928.45	999.89	1,129.84
增长率 yoy%	-38.80%	3.12%	249.53%	7.69%	13.00%
每股收益(元)	0.25	0.26	0.90	0.97	1.09
每股现金流量	4.85	4.14	3.01	5.49	5.55
净资产收益率	3.64%	3.65%	11.39%	10.93%	10.99%
P/E	39.62	36.87	15.89	14.76	13.06
PEG	-	11.82	0.06	1.92	1.00
P/B	1.44	1.35	1.81	1.61	1.44

备注：

投资要点

- **“时尚+传统”双主业发展：**公司业务可分为羊绒服装和电力冶金化工两大板块，主要产品有羊绒制品、电力、煤炭硅锰合金等。重点关注电力冶金化工板块，板块内硅铁、硅锰、电石及PVC产能分别为109万吨、25万吨、130万吨及40万吨，其中硅铁堪称全球龙头，全球市占率高达30%，产量占国内50%左右，硅锰产品为A股唯一具备成熟硅锰产销链条标的。目前电力冶金化工板块已经形成国内最为完整的“煤-电-硅铁合金”、“煤-电-氯碱化工”生产线；
- **一体化产业链凸显成本优势：**目前公司已经实现电力冶金化工业务全产业链参与终端产品市场竞争和上下游一体化运作的经营格局，煤炭、电力、电石等原材料均拥有较高的自给率，尤其在核心生产环节，电力供应的自给率接近100%，这对电力占成本70%的硅铁及电力成本占比30%的硅锰产品来说节约成本优势明显；
- **硅锰、硅铁需求反弹强劲：**公司的主要产品硅钢及硅铁可用作钢铁冶炼中的还原剂，2016年两者合计收入占比超过50%，为公司的主要收入来源。从需求端来看，硅铁和硅锰的需求和钢铁息息相关，而钢产量今年以来一直居高不下，统计局最新公布6月日均产量数据244万吨为钢铁产业史上最高巅峰值，下半年经济走势接近于稳态，钢铁需求有望维持偏稳格局，而前几年钢铁供给端已得到充分调整，供需偏紧格局之下高盈利有望延续。在高盈利刺激下，各钢厂开工率均开到极限，相应也将带来硅铁及硅锰需求反弹；
- **市场低迷及环保趋严迫使产能出清：**长期以来，中国铁合金生产具有分散且落后的特征，大量中小型企业在耗能、排放及生产效率等方面均不能达到国家现行标准。“十二五”期间国家推行一系列铁合金去产能措施，同时自2013年以来，冶炼行业景气度持续下行，铁合金产品价格持续下跌，部分企业甚至吨钢亏损达千元以上，仅2015年国内硅锰厂家就关停300多家。此外，2016年7月中旬8个中央环境保护督查组对内蒙等8个省市自治区的环保督查工作全面启动，进一步压制相关产能。截止2016年底全国硅铁产能862万吨，硅锰产能2380万吨，产能出清状况良好；
- **质检加强催化业绩释放：**在供需偏紧格局下，铁合金价格有望继续改善。而近期质检总局针对热轧钢筋展开的大规模持续监督检验工作将进一步规范行业生产标准及产品质量，合金工艺有望因此取代穿水工艺，从而提升铁合金应用。公司相关产品业绩有望加速释放，一方面公司硅铁产品堪称全球龙头，而硅锰业务是A股市场上唯一匹配标的，另一方面公司的循环经济可以凸显电力成本优势，两方面双管齐下，业绩有望加速释放；
- **投资建议：**行业供需格局偏紧有望带来铁合金价格上涨，成本优势突出使得公司盈利显著提升。基于此对公司主要产品销量、单价、成本进行假设，预计公司2017-2019年归母净利润为，EPS为0.90元、0.97元及1.1元，对应PE分别为16倍、15倍及13倍，给予“买入”评级；
- **风险提示：**利率上行风险；锰矿等原材料价格波动；羊绒行业季节性波动风险。

内容目录

“时尚+传统”双主业并行，成本优势明显	- 3 -
“时尚+传统”双主业发展	- 3 -
循环经济产业链提高自给率	- 4 -
需求反弹+供给收缩=硅锰、硅铁业绩提振	- 4 -
钢产量持续攀升，需求企稳可期	- 4 -
市场低迷及环保趋严迫使产能淘汰	- 5 -
硅铁、硅锰业绩提振	- 5 -
A 股唯一具备成熟硅锰产销链条标的	- 6 -
质检提升铁合金应用	- 6 -
投资建议	- 7 -
风险提示	- 8 -

图表目录

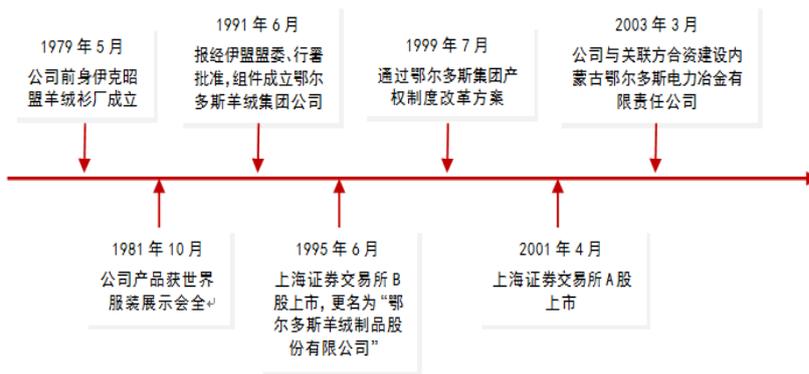
图表 1：历史沿革	- 3 -
图表 2：2016 年分产品收入占比	- 3 -
图表 3：电力冶金化工板块产品及主要用途	- 3 -
图表 4：公司主要产品吨钢所需原料	- 4 -
图表 5：钢产量居高不下	- 5 -
图表 6：硅铁、硅锰产量与钢产量走势趋同	- 5 -
图表 7：内蒙硅锰单月产量及开工率	- 5 -
图表 8：全国硅铁单月产量及开工率	- 5 -
图表 9：硅铁、硅锰价格 2016 年触底反弹	- 6 -
图表 10：主要产品产量、单价、毛利预测	- 7 -
图表 11：财务预测	- 8 -

“时尚+传统”双主业并行，成本优势明显

“时尚+传统”双主业发展

- **历史沉淀优质企业：**鄂尔多斯成立于1979年，为中国民营100强企业，经过将近40年的持续盈利和不断发展，公司已经从一家羊绒制品加工企业发展成为涵盖羊绒服装、资源矿产开发和能源综合利用等多元化经营的大型现代综合产业集团公司；

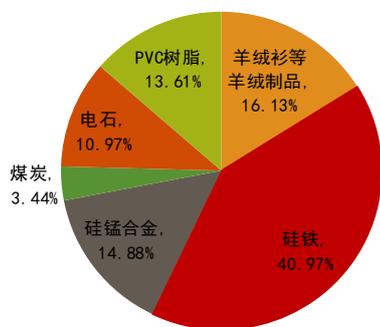
图表1：历史沿革



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **“时尚+传统”双主业并行：**公司业务可分为羊绒服装和电力冶金化工两大板块，主要产品有羊绒制品、电力、煤炭硅锰合金等。其中羊绒服装覆盖了以羊绒类服饰为主的服饰及相关服饰的生产加工、品牌建设与市场销售，公司是世界上最大的羊绒类服装生产和销售企业，2016年鄂尔多斯品牌以808.55亿元的品牌价值连续20年位居中国服装行业最具价值品牌第一位；电力冶金化工主要依托当地丰富的煤炭、硅石、石灰石资源，按循环经济产业链模式，以煤炭产业为基础，电力产业为能源中枢，围绕硅铁合金和氯碱化工产品生产，综合利用“三废”，形成国内最为完整的“煤-电-硅铁合金”、“煤-电-氯碱化工”生产线。

图表2：2016年分产品收入占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表3：电力冶金化工板块产品及主要用途

产品名称	产品用途及应用领域
硅铁	作为脱氧剂和脱硫剂，再炼钢过程中脱除钢水中的氧和硫；作为合金添加剂改善钢的性能；作为孕育剂改善铸件的结晶组织；作为冶炼金属镁的还原剂
硅锰	作为炼钢中的复合脱氧剂，还可作为生产中、低碳锰铁和电炉热法生产金属锰的还原剂。
电石	化学名称为碳化钙（CaC ₂ ），作为基础能源化工原料被应用于有机合成领域，是电石法PVC的主要原料；同时还可用于金属切割于焊接、钢铁脱硫等。
PVC	即聚氯乙烯，是重要的有机合成材料，具有良好的物理特性和化学特性，主要用于建筑、包装、电子电气、家居装饰、日用百货等，PVC用作生产PVC型材、管材、薄膜，日用百货等。

来源：中泰证券研究所

循环经济产业链提高自给率

- 电力成本优势明显：**电力成本在很大程度上决定了硅铁合金、PVC 的生产成本，如电力在硅铁成本中占比 70%，在硅锰成本中占比 30%左右。而目前公司已经实现电力冶金化工业务全产业链参与终端产品市场竞争和上下游一体化运作的经营格局，煤炭、电力、电石等原材料均拥有较高自给率，尤其在核心环节，电力供应的自给率接近 100%，可节约大量电力成本；

图表 4：公司主要产品吨钢所需原料

产品类别	生产方法	生产1吨所需原材料
硅铁合金	熔炼法	8000度电、1吨兰炭1吨、230kg钢屑、1.8吨硅石
硅锰合金	熔炼法	4500度电、2吨锰矿2000kg、0.8吨富锰渣（含Mn33.6%）硅石250~280kg，焦炭550~650kg
PVC	乙烯法	8000度电、1,5吨电石
电石	电热法	3500度电、0.6吨的焦炭和0.9吨的石灰石
烧碱	隔膜电解法	2400度电、原盐（NaCl）约1.5吨、水0.5吨

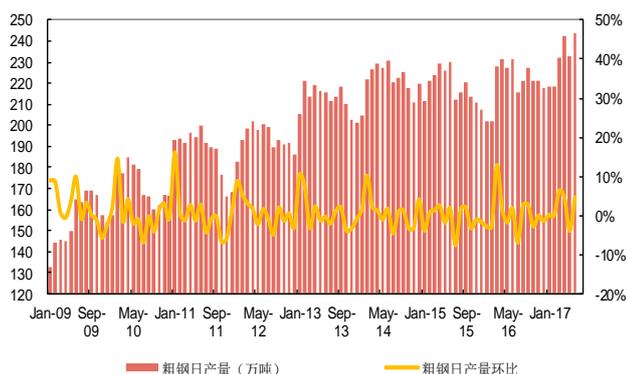
来源：公司公告，中泰证券研究所

需求反弹+供给收缩=硅锰、硅铁业绩提振

钢产量持续攀升，需求企稳可期

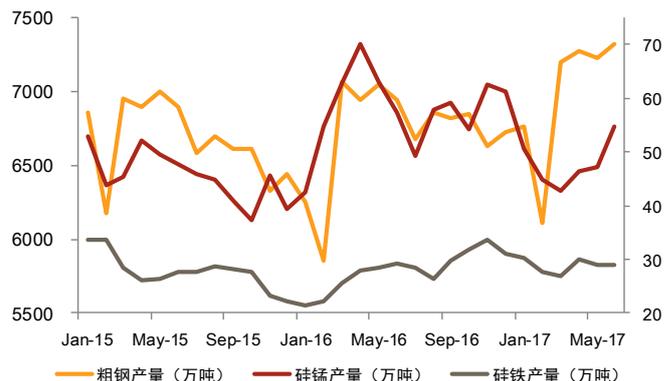
- 钢产量居高不下：**公司的主要产品硅铁和硅锰可作为钢铁冶炼中的还原剂，其相关需求受到钢铁产量的影响。而钢产量今年以来一直居高不下，统计局最新公布的 6 月钢产量数据高达 7323 万吨，日均粗钢产量 244 万吨，为中国钢铁产业史上最高巅峰值。同时全社会库存已连续第 21 周持续下降，最高单周去化 63.47 万吨，钢产量居高不下而库存只减不增，表明钢铁产品均直接被下游终端消化。目前钢企高盈利水平已维持两月有余，随着螺纹平均吨钢毛利维持 800 元高位，板材吨钢毛利近期也已突破 700 元高位，超过今年一季度的历史阶段性高位，后期经济走势接近于稳态，需求有望维持偏稳格局，而前几年钢铁供给端得到充分调整，供需偏紧格局之下高盈利有望延续。在高盈利刺激下，各钢厂开工率均开到极限，相应也将带来硅铁及硅锰需求反弹；

图表 5: 钢产量居高不下



来源: mysteel, 中泰证券研究所

图表 6: 硅铁、硅锰产量与钢产量走势趋同

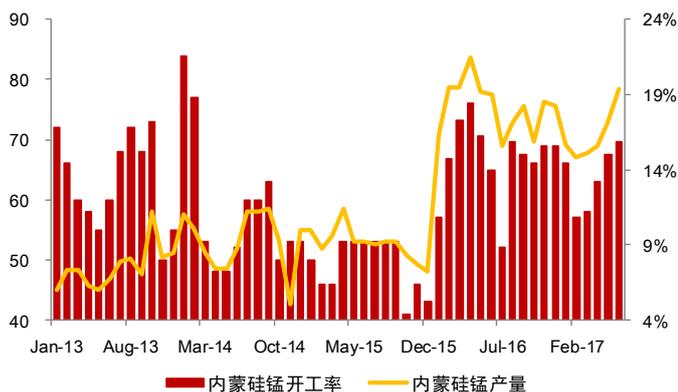


来源: wind, 中泰证券研究所

市场低迷及环保趋严迫使产能淘汰

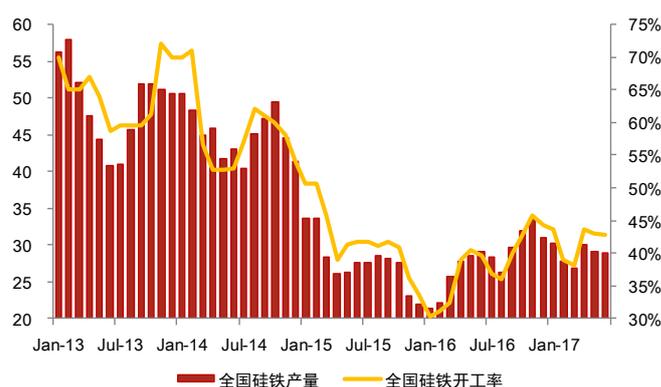
- 产能出清:** 长期以来, 包括硅铁合金在内的中国铁合金生产具有分散且落后的特征, 大量中小型企业无论从耗能、排放抑或生产效率等方面均不能达到国家现行标准。在此背景下, 自 2011 年起国家推行一系列铁合金去产能措施, “十二五” 期间淘汰铁合金落后产能目标 740 万吨。同时自 2013 年以来, 冶炼行业景气度持续下行, 铁合金产品价格持续下跌, 部分企业甚至吨钢亏损达千元以上, 大量中小型企业在这几年中被淘汰, 仅 2015 年国内硅锰厂家就从年初的 400 家关停至年底的不到 70 家。此外, 2016 年 7 月中旬 8 个中央环境保护督查组对内蒙等 8 个省市自治区的环保督查工作全面启动, 进一步压制相关产能。截止 2016 年底全国硅铁产能 862 万吨, 硅锰产能 2380 万吨, 产能出清状况良好。

图表 7: 内蒙硅锰单月产量及开工率 (万吨, %)



来源: 中泰证券研究所

图表 8: 全国硅铁单月产量及开工率 (万吨, %)



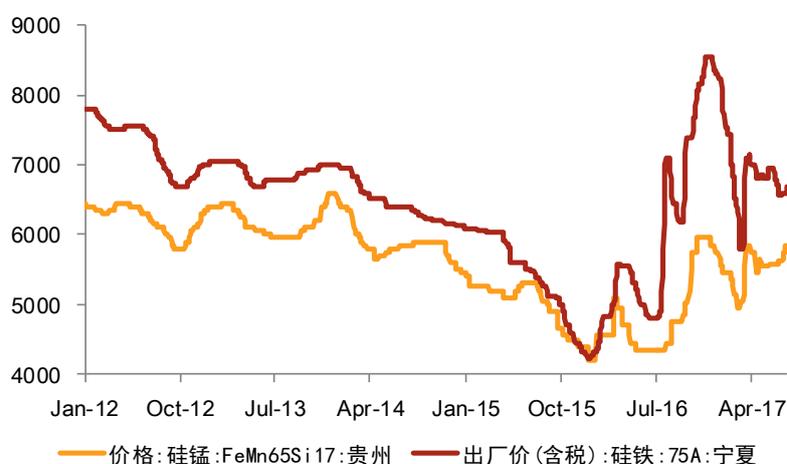
来源: 中泰证券研究所

硅铁、硅锰业绩提振

- 供需对接:** 铁合金供给在前几年已经得到充分调整, 后期随着环保继续趋严, 相关产能将继续出清, 而需求反弹紧随下游钢铁行业, 供需配合偏紧格局之下铁合金价格有望继续改善。2016 年钢铁行业整体复苏, 硅铁及硅锰价格也触底反弹, 之后随着钢铁下游预期改善及库存扰动盈利

间断性冲高回落，铁合金价格也作出相应反应，而下半年经济偏稳态运行，钢铁需求相对 2016 年企稳之下将继续拉升硅铁和硅锰价格；

图表 9：硅铁、硅锰价格 2016 年触底反弹



来源：中泰证券研究所

- 公司 2016 年硅铁、硅锰收入合计占比 55.85%，价格上涨拉动收入的同时成本优势突出，不仅生产所需的煤炭、电力、电石等原材料拥有较高的自给率，硅锰的主要原料锰矿还倾向于采取签订长期协议采购，锰矿成本远低于行业平均价格，盈利空间进一步提升。

A 股唯一具备成熟硅锰产销链条标的

质检提升铁合金应用

- **质检概况：**为贯彻落实国务院关于化解钢铁过剩产能有关精神，根据发展改革委、工业和信息化部、质检总局等 23 部委联合印发的《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》和《质检总局办公厅关于加强生产许可证管理淘汰“地条钢”落后产能加快推动钢铁行业化解过剩产能工作的通知》要求，质检总局产品质量监督司决定开展钢铁产品生产许可获证企业产品质量监督检验工作；
- **严格质检将利好螺纹并提升合金应用：**目前市场上民营钢厂、短流程轧材企业普遍采购高碳高锰的钢坯进行穿水工艺生产，而非合金工艺。鉴于穿水工艺具有一定缺陷性，产品质量不稳定，相应的这些短流程调坯轧材企业及其产品恐无法满足此次螺纹钢的质检标准要求而面临市场淘汰。随着质量有隐患的产品淘汰，螺纹钢局部地区供给将面临偏紧格局。此外，随着质检行动不断深入，合金工艺有望取代穿水工艺，从而提升铁合金应用，螺纹钢的生产成本将被抬高，一般 HRB400 合金钢坯比 Q235 普碳钢坯或 Q275 钢坯价格高 120 元-160 元，成材产品价格将随之提升；
- **合金应用加速公司业绩释放：**硅锰主要产量集中于北方地区，尤其是内蒙和宁夏地区，平均每月两地硅锰产量占全国产量逾 60%，鄂尔多斯是目前 A 股唯一具备成熟硅锰产销链条的上市公司，相应硅锰产能约 25 万吨。此外，公司还是全球硅铁龙头，相应硅铁产能 109 万吨，产量占国内 50%，加之

电力成本优势，价格上涨将直接拉动业绩释放。

投资建议

- 行业供需格局偏紧有望带来铁合金价格上涨，成本优势突出使得公司盈利显著提升。基于此对公司主要产品销量、单价、成本进行假设，预计公司 2017-2019 年归母净利润为，EPS 为 0.90 元、0.97 元及 1.1 元，对应 PE 分别为 16 倍、15 倍及 13 倍，给予“买入”评级。

图表 10：主要产品产量、单价、毛利预测

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
硅铁	产量 (万吨)	104	132	143	150	157	162
	单价 (元/吨)	6,202.98	4,467.55	4,256.95	4,959.35	5,256.91	5,414.62
	收入 (百万元)	6,451.10	5,909.68	6,084.04	7,439.03	8,253.35	8,771.69
	成本 (百万元)	4,507.98	4,539.68	4,675.47	4,815.73	5,400.00	5,688.00
	毛利 (百万元)	1,943.12	1,370.00	1,408.57	2,623.29	2,853.35	3,083.69
	毛利率	30.12%	23.18%	23.15%	35.26%	34.57%	35.15%
硅锰	产量 (万吨)	20	37	43	45	48	50
	单价 (元/吨)	7,868.70	5,507.00	5,166.49	6,018.96	6,319.91	6,509.50
	收入 (百万元)	1,573.74	2,023.27	2,209.19	2,708.53	3,033.55	3,254.75
	成本 (百万元)	1,319.43	1,670.41	1,751.81	1,909.47	2,195.89	2,371.57
	毛利 (百万元)	254.31	352.86	457.38	799.06	837.66	883.19
	毛利率	16.16%	17.44%	20.70%	29.50%	27.61%	27.14%
PVC树脂	产量 (万吨)	37	43	45	47	49	51
	单价 (元/吨)	4,719.70	4,532.30	4,487.08	4,621.69	4,714.13	4,761.27
	收入 (百万元)	1,729.77	1,948.89	2,021.43	2,172.20	2,309.92	2,428.25
	成本 (百万元)	1,478.81	1,601.54	1,338.56	1,438.39	1,529.60	1,607.95
	毛利 (百万元)	250.96	347.35	682.87	733.80	780.33	820.30
	毛利率	14.51%	17.82%	33.78%	33.78%	33.78%	33.78%
电石	产量 (万吨)	118	127	135	147	159	166
	单价 (元/吨)	1,400.41	1,137.65	1,210.00	1,234.20	1,258.89	1,271.47
	收入 (百万元)	1,647.58	1,444.81	1,628.42	1,814.28	2,001.63	2,110.65
	成本 (百万元)	1,172.00	1,047.54	1,075.21	1,197.93	1,321.63	1,393.61
	毛利 (百万元)	475.58	397.27	553.21	616.35	680.00	717.03
	毛利率	28.87%	27.50%	33.97%	33.97%	33.97%	33.97%
煤炭	产量 (万吨)	504	500	325	430	450	468
	单价 (元/吨)	168.48	109.49	157.33	160.48	163.69	165.32
	收入 (百万元)	848.81	547.45	510.63	690.05	736.59	773.71
	成本 (百万元)	489.27	255.76	288.57	389.96	410.00	430.66
	毛利 (百万元)	359.54	291.69	222.06	300.08	326.59	343.05
	毛利率	42.36%	53.28%	43.49%	43.49%	44.34%	44.34%
羊绒衫等羊绒制品	收入 (百万元)	2,186.98	2,178.59	2,394.76	2,514.50	2,564.79	2,590.44
	成本 (百万元)	1,182.02	1,246.84	1,414.89	1,485.63	1,499.00	1,487.00
	毛利 (百万元)	1,004.96	931.75	979.87	1,028.86	1,065.79	1,103.44
	毛利率	45.95%	42.77%	40.92%	40.92%	41.55%	42.60%

来源：中泰证券研究所

图表 11: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	15,568	15,240	16,591	18,844	20,108	20,983	货币资金	1,812	2,032	4,213	4,048	4,954	5,749
增长率	11.52%	-2.1%	8.9%	13.6%	6.7%	4.4%	应收款项	6,552	7,087	4,623	7,788	8,155	8,479
营业成本	-10,978	-11,143	-11,589	-12,228	-13,090	-13,704	存货	3,890	3,421	3,491	4,058	4,244	4,408
% 销售收入	70.5%	73.1%	69.9%	64.9%	65.1%	65.3%	其他流动资产	914	502	1,159	940	960	1,015
毛利	4,590	4,097	5,002	6,615	7,018	7,280	流动资产	13,169	13,042	13,486	16,835	18,313	19,652
% 销售收入	29.5%	26.9%	30.1%	35.1%	34.9%	34.7%	% 总资产	29.9%	29.3%	29.8%	34.4%	36.5%	38.4%
营业税金及附加	-361	-301	-337	-393	-416	-432	长期投资	6,072	6,499	6,480	6,535	6,624	6,714
% 销售收入	2.3%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	固定资产	23,718	23,645	24,038	24,193	23,889	23,382
营业费用	-932	-929	-1,061	-1,163	-1,248	-1,306	% 总资产	53.9%	53.2%	53.1%	49.5%	47.6%	45.7%
% 销售收入	6.0%	6.1%	6.4%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	925	1,194	1,162	1,209	1,248	1,286
管理费用	-1,122	-1,069	-1,108	-1,306	-1,388	-1,443	非流动资产	30,802	31,440	31,778	32,035	31,860	31,480
% 销售收入	7.2%	7.0%	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%	% 总资产	70.1%	70.7%	70.2%	65.6%	63.5%	61.6%
息税前利润 (EBIT)	2,175	1,798	2,496	3,753	3,966	4,099	资产总计	43,972	44,482	45,264	48,870	50,173	51,132
% 销售收入	14.0%	11.8%	15.0%	19.9%	19.7%	19.5%	短期借款	13,486	15,541	21,133	20,932	18,777	17,783
财务费用	-1,423	-1,315	-1,485	-798	-761	-671	应付款项	7,742	7,549	6,098	7,480	7,963	8,251
% 销售收入	9.1%	8.6%	8.9%	4.2%	3.8%	3.2%	其他流动负债	536	576	608	615	631	648
资产减值损失	-72	-190	-362	-208	-253	-217	流动负债	21,764	23,666	27,840	29,027	27,371	26,682
公允价值变动收益	0	0	1	5	1	0	长期贷款	4,833	3,203	3,190	3,380	3,780	2,980
投资收益	107	65	12	65	53	50	其他长期负债	4,144	4,177	218	177	277	77
% 税前利润	10.0%	9.2%	1.4%	2.1%	1.6%	1.4%	负债	30,741	31,046	31,248	32,584	31,428	29,739
营业利润	787	357	663	2,817	3,006	3,261	普通股股东权益	6,940	7,070	7,271	8,148	9,148	10,278
营业利润率	5.1%	2.3%	4.0%	14.9%	15.0%	15.5%	少数股东权益	6,290	6,366	6,745	8,138	9,597	11,115
营业外收支	281	343	214	278	272	269	负债股东权益合计	43,972	44,482	45,264	48,870	50,173	51,132
税前利润	1,068	701	877	3,095	3,278	3,531	比率分析						
利润率	6.9%	4.6%	5.3%	16.4%	16.3%	16.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-202	-185	-298	-774	-820	-883	每股指标						
所得税率	18.9%	26.4%	34.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益 (元)	0.408	0.250	0.257	0.900	0.969	1.095
净利润	866	516	579	2,321	2,459	2,648	每股净资产 (元)	6.725	6.851	7.046	7.895	8.864	9.959
少数股东损益	446	258	313	1,393	1,459	1,518	每股经营现金净流 (元)	4.779	4.852	4.141	3.013	5.488	5.548
归属于母公司的净利润	421	258	266	928	1,000	1,130	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
净利率	2.7%	1.7%	1.6%	4.9%	5.0%	5.4%	回报率						
							净资产收益率	6.07%	3.64%	3.65%	11.39%	10.93%	10.99%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	0.96%	0.58%	0.59%	1.90%	1.99%	2.21%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	6.35%	4.77%	5.95%	9.38%	9.98%	10.39%
净利润	866	516	579	2,321	2,459	2,648	增长率						
少数股东损益	0	0	0	1,393	1,459	1,518	营业总收入增长率	11.52%	-2.11%	8.87%	13.58%	6.71%	4.35%
非现金支出	1,761	2,137	2,589	2,470	2,751	2,914	EBIT增长率	11.72%	-17.32%	38.81%	50.36%	5.68%	3.36%
非经营收益	1,312	1,278	1,382	492	476	401	净利润增长率	-43.26%	-38.80%	3.12%	249.53%	7.69%	13.00%
营运资金变动	993	1,077	-277	-2,174	-22	-238	总资产增长率	10.31%	1.16%	1.76%	7.97%	2.67%	1.91%
经营活动现金净流	4,932	5,007	4,273	4,502	7,122	7,243	资产管理能力						
资本开支	2,261	1,578	735	2,394	2,214	2,175	应收账款周转天数	32.3	43.8	43.3	40.3	41.1	41.6
投资	-1,277	-1,800	-444	-55	-89	-90	存货周转天数	132.7	119.7	108.8	121.1	118.3	117.4
其他	63	-33	55	70	54	50	应付账款周转天数	125.5	139.1	130.0	130.6	131.6	131.7
投资活动现金净流	-3,475	-3,412	-1,124	-2,379	-2,248	-2,216	固定资产周转天数	423.4	485.5	488.8	445.9	414.7	388.6
股权募资	3	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	1,146	198	1,448	-52	-1,655	-1,994	净负债/股东权益	155.41%	154.61%	143.44%	124.15%	94.20%	69.50%
其他	-3,154	-1,794	-2,988	-843	-855	-720	EBIT利息保障倍数	1.5	1.4	1.7	4.7	5.2	6.1
筹资活动现金净流	-2,006	-1,596	-1,539	-895	-2,510	-2,714	资产负债率	69.91%	69.79%	69.03%	66.67%	62.64%	58.16%
现金净流量	-548	-1	1,609	1,228	2,365	2,313							

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- 1. 利率上行风险; 2. 锰矿等原材料价格波动风险; 3. 羊绒行业季节性波动风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。