

**鄂尔多斯(600295)/其他采掘**
**中长期看好铁合金龙头**
**评级：增持(下调)**

市场价格：15.19

**分析师：葛慧**
**执业证书编号：S0740510120023**

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

**联系人：赖福洋**

电话：021-20315128

Email: laify@r.qlzq.com.cn

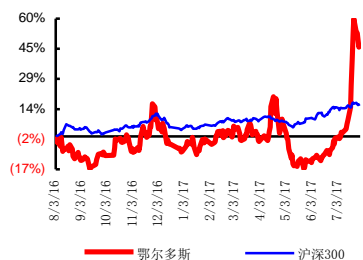
**联系人：邓轩**

电话：021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.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)	15.19
市值(百万元)	15,676
流通市值(百万元)	15,676

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;关注三季度螺纹钢质检对供给端扰动&gt;&gt;2017.07.16

&lt;&lt;钢铁原料重现上涨&gt;&gt;2017.07.20

**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	19,094.82	20,139.73	20,791.89
增长率 yoy%	-2.11%	8.87%	15.09%	5.47%	3.24%
净利润	257.59	265.63	743.39	776.79	802.18
增长率 yoy%	-38.80%	3.12%	179.86%	4.49%	3.27%
每股收益(元)	0.25	0.26	0.72	0.75	0.78
每股现金流量	4.85	4.14	2.63	5.06	4.94
净资产收益率	3.64%	3.65%	9.34%	8.89%	8.41%
P/E	39.62	36.87	21.09	20.18	19.54
PEG	-	11.82	0.12	4.49	5.98
P/B	1.44	1.35	1.97	1.79	1.64

备注：

**投资要点**

- 羊绒、电冶并驾齐驱：**公司业务主要分为羊绒板块和电冶板块，其中电冶板块主要围绕铁合金和氯碱化工产品。以2016年年报统计口径，电冶板块收入占比高达83.87%，其中铁合金收入占比55.85%，相关铁合金产能具体为硅铁180万吨、硅锰40万吨。由于公司硅铁、硅锰生产线之间可相互转换，今年年初公司将4台硅铁矿热炉转为硅锰产线，预计今年硅锰满产可达到60万吨水平，目前公司铁合金产能利用率接近百分之百；
- 电力优势所向披靡：**电力冶金公司所在的棋盘井地区煤炭、硅石及石灰石等资源丰富且集中，仅棋盘井厂区周边就有5座煤矿，可采储量1.8亿吨，目前产能550万吨，2016年煤炭产量为340万吨；相关电力也略有富余，每年发电约220亿度，可满足棋盘井地区所有生产用电。同时公司充分利用资源，将循环经济发挥至极致。目前已形成“煤-电-铁合金”及“煤-电-氯碱化工”两条循环产线，且公司内部孤网电价相对内蒙工业用电的价格优势已达到0.14元/度，吨钢硅铁及硅锰电力成本可获得1161元和554元的成本优势；
- 近期铁合金价格上涨逻辑：**近期铁合金价格出现不同程度上涨，主要源于需求增加和供给改善。从需求端来看，铁合金下游主要对应钢铁和金属镁，今年以来钢厂及金属镁厂开工率均处于高位，从而拉动铁合金需求。同时硅铁正规出口量增加，2016年全年硅铁出口22万吨，平均每个月出口不到2万吨，而今年6月硅铁出口3.7万吨，相比去年平均水平增加将近1.7万吨；从供给端来看，自2013年以来冶炼行业景气度持续下行，铁合金价格连续下跌导致部分企业吨钢亏损千元以上，加之环保趋严，大量中小生产厂商被自然淘汰。随着近期铁合金价格上涨及中游制造业资产负债表修复状况良好，预计今年硅锰新增产能80万吨，而硅铁由于电力成本高昂及环保趋严，新产能难以释放；
- 硅铁下半年行情好于硅锰：**下半年铁合金供需偏紧格局依旧维持，具体而言硅铁行情将好于硅锰。一方面，硅铁开工率依旧维持低位，宁夏地区硅铁企业的直购电优惠在三季度不会实施，且随着环保持续加压，硅铁开工将受到进一步抑制；另一方面，硅铁出口优势将继续保持，印尼、越南、印度等国新建大型钢厂相继投产，拉动正规渠道的硅铁出口量；同时国内钢厂、金属镁厂开工率仍处于高位。而硅锰今年预计新增产能80万吨，占2016年产量的10%左右，相对硅铁供需偏紧格局而言硅锰供需基本平衡；
- 投资建议：**供需格局偏紧促使铁合金价格持续上涨，公司的电力成本优势将在这一过程中获得更直接的利润。此外，公司羊绒品牌拆分为1436、ERDOS、鄂尔多斯1980、BLUE ERDOS，定位精准有望为公司增加10%+的收入。预计公司2017-2019年EPS为0.72元、0.75元及0.78元，给予“增持”评级；
- 风险提示：**利率上行过快；锰矿等原材料价格波动风险；羊绒行业季节性波动风险。

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	15,568	15,240	16,591	19,095	20,140	20,792
增长率	11.52%	-2.1%	8.9%	15.1%	5.5%	3.2%
营业成本	-10,978	-11,143	-11,589	-13,045	-13,811	-14,509
%销售收入	70.5%	73.1%	69.9%	68.3%	68.6%	69.8%
毛利	4,590	4,097	5,002	6,050	6,329	6,283
%销售收入	29.5%	26.9%	30.1%	31.7%	31.4%	30.2%
营业税金及附加	-361	-301	-337	-398	-417	-428
%销售收入	2.3%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
营业费用	-932	-929	-1,061	-1,178	-1,250	-1,294
%销售收入	6.0%	6.1%	6.4%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	-1,122	-1,069	-1,108	-1,324	-1,390	-1,430
%销售收入	7.2%	7.0%	6.7%	6.9%	6.9%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	2,175	1,798	2,496	3,149	3,272	3,132
%销售收入	14.0%	11.8%	15.0%	16.5%	16.2%	15.1%
财务费用	-1,423	-1,315	-1,485	-811	-799	-727
%销售收入	9.1%	8.6%	8.9%	4.2%	4.0%	3.5%
资产减值损失	-72	-190	-362	-208	-253	-217
公允价值变动收益	0	0	1	5	1	0
投资收益	107	65	12	65	53	50
%税前利润	10.0%	9.2%	1.4%	2.6%	2.1%	2.0%
营业利润	787	357	663	2,200	2,275	2,237
营业利润率	5.1%	2.3%	4.0%	11.5%	11.3%	10.8%
营业外收支	281	343	214	278	272	269
税前利润	1,068	701	877	2,478	2,547	2,507
利润率	6.9%	4.6%	5.3%	13.0%	12.6%	12.1%
所得税	-202	-185	-298	-619	-637	-627
所得税率	18.9%	26.4%	34.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	866	516	579	1,858	1,910	1,880
少数股东损益	446	258	313	1,115	1,133	1,078
归属于母公司的净利润	421	258	266	743	777	802
净利率	2.7%	1.7%	1.6%	3.9%	3.9%	3.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	866	516	579	1,858	1,910	1,880
少数股东损益	0	0	0	1,115	1,133	1,078
非现金支出	1,761	2,137	2,589	2,470	2,751	2,914
非经营收益	1,312	1,278	1,382	506	516	454
营运资金变动	993	1,077	-277	-2,121	45	-149
经营活动现金净流	4,932	5,007	4,273	3,828	6,356	6,177
资本开支	2,261	1,578	735	2,394	2,214	2,175
投资	-1,277	-1,800	-444	-55	-89	-90
其他	63	-33	55	70	54	50
投资活动现金净流	-3,475	-3,412	-1,124	-2,379	-2,248	-2,216
股权募资	3	0	0	0	0	0
债权募资	1,146	198	1,448	565	-1,795	-2,004
其他	-3,154	-1,794	-2,988	-856	-894	-773
筹资活动现金净流	-2,006	-1,596	-1,539	-291	-2,690	-2,777
现金净流量	-548	-1	1,609	1,157	1,418	1,184

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,812	2,032	4,213	4,255	4,540	4,646
应收款项	6,552	7,087	4,623	7,891	8,168	8,402
存货	3,890	3,421	3,491	4,330	4,477	4,667
其他流动资产	914	502	1,159	979	993	1,053
流动资产	13,169	13,042	13,486	17,456	18,179	18,769
%总资产	29.9%	29.3%	29.8%	35.3%	36.3%	37.4%
长期投资	6,072	6,499	6,480	6,535	6,624	6,714
固定资产	23,718	23,645	24,038	24,193	23,889	23,382
%总资产	53.9%	53.2%	53.1%	48.9%	47.7%	46.5%
无形资产	925	1,194	1,162	1,209	1,248	1,286
非流动资产	30,802	31,440	31,778	32,035	31,860	31,480
%总资产	70.1%	70.7%	70.2%	64.7%	63.7%	62.6%
资产总计	43,972	44,482	45,264	49,491	50,038	50,249
短期借款	13,486	15,541	21,133	21,549	18,054	16,849
应付款项	7,742	7,549	6,098	7,936	8,357	8,677
其他流动负债	536	576	608	626	637	651
流动负债	21,764	23,666	27,840	30,110	27,048	26,178
长期贷款	4,833	3,203	3,190	3,380	3,780	2,980
其他长期负债	4,144	4,177	218	177	1,477	1,477
负债	30,741	31,046	31,248	33,667	32,305	30,635
普通股股东权益	6,940	7,070	7,271	7,963	8,740	9,542
少数股东权益	6,290	6,366	6,745	7,861	8,994	10,072
负债股东权益合计	43,972	44,482	45,264	49,491	50,038	50,249

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.408	0.250	0.257	0.720	0.753	0.777
每股净资产 (元)	6.725	6.851	7.046	7.716	8.469	9.246
每股经营现金净流 (元)	4.779	4.852	4.141	2.629	5.061	4.941
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.07%	3.64%	3.65%	9.34%	8.89%	8.41%
总资产收益率	0.96%	0.58%	0.59%	1.50%	1.55%	1.60%
投入资本收益率	6.35%	4.77%	5.95%	7.88%	8.26%	8.00%
增长率						
营业总收入增长率	11.52%	-2.11%	8.87%	15.09%	5.47%	3.24%
EBIT增长率	11.72%	-17.32%	38.81%	26.18%	3.90%	-4.29%
净利润增长率	-43.26%	-38.80%	3.12%	179.86%	4.49%	3.27%
总资产增长率	10.31%	1.16%	1.76%	9.34%	1.11%	0.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	43.8	43.3	40.3	41.1	41.6
存货周转天数	132.7	119.7	108.8	121.1	118.3	117.4
应付账款周转天数	125.5	139.1	130.0	130.6	131.6	131.7
固定资产周转天数	423.4	485.5	488.8	440.1	414.1	392.2
偿债能力						
净负债/股东权益	155.41%	154.61%	143.44%	130.37%	104.60%	83.81%
EBIT利息保障倍数	1.5	1.4	1.7	3.9	4.1	4.3
资产负债率	69.91%	69.79%	69.03%	68.03%	64.56%	60.97%

来源: 中泰证券研究所

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。