



Research and
Development Center

行业东风正劲，全球硅铁龙头再起航

—— 鄂尔多斯（600295.sh）深度报告

2018年08月31日

范海波	行业分析师
吴漪	行业分析师
丁士涛	行业分析师
王伟	行业分析师
唐伊辰	研究助理
冯孟乾	研究助理

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

鄂尔多斯 (600295.sh)



首次评级

鄂尔多斯相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.8.31)

收盘价(元)	8.65
52周内股价波动区间(元)	19.64-8.10
最近一月涨跌幅(%)	-8.08
总股本(亿股)	10.32
流通 A 股比例(%)	59.30
总市值(亿元)	80.37

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

范海波 行业分析师

执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 83326800
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 83326720
邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 83326718
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号：S1500515070001
联系电话：+86 10 83326719
邮箱：wangwei2@cindasc.com

唐伊辰 研究助理

联系电话：+86 10 83326717
邮箱：tangyichen@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730
邮箱：fengmengqian@cindasc.com

行业东风正劲，全球硅铁龙头再起航

深度报告

2018 年 8 月 31 日

本期内容提要：

- ◆ **环保趋严、产区集中，硅铁价格仍将强势。** 2018 年硅铁下游炼钢需求量稳中偏紧，制镁需求量较为稳定，出口量大增，总量稳中有增；但环保政策趋严、环保督查频繁、产区集中使得供给的不确定性较大，我们预计硅铁价格仍将保持强势。
- ◆ **需求旺盛、锰价高位，共同支撑硅锰价格。** 特钢行业维持高景气度，硅锰下游需求量稳中有升，此外锰矿价格持续高位，对硅锰价格形成支撑。
- ◆ **全球硅铁合金龙头再起航。** 鄂尔多斯是全球最大的硅铁合金生产和销售企业，借助一体化全产业链，成本竞争优势明显，硅锰、硅铁产量逐年提升。羊绒服装及化工板块业绩也在持续改善，处于良性发展通道。公司各项业务经营状况良好，大股东连续增持公司股份，增强了对上市公司的控制力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计，鄂尔多斯 18-20 年摊薄 EPS 分别为 0.72 元、0.76 元和 0.78 元。考虑到铁合金价格持续高位，公司羊绒服装的全产业链竞争力优势以及品牌重塑战略成效显著，我们给予公司电力冶金化工板块 2018 年 13 倍 PE，给予羊绒服装板块 1.3 倍 PS，则 2018 年公司每股价值为 10.87 元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 硅铁、硅锰主要产区环保督查趋严；下游需求超预期；产品价格大幅增长；市场占有率扩大等。
- ◆ **风险因素：** 宏观经济风险；政策风险；原材料价格上涨风险；安全生产风险；行业竞争加剧风险；产品出口不及预期风险；偿债风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,591.21	22,126.93	23,418.18	23,926.46	23,932.69
增长率 YoY %	8.87%	33.37%	5.84%	2.17%	0.03%
归属母公司净利润(百万元)	265.63	520.97	743.99	782.52	805.41
增长率 YoY%	10.25%	96.12%	42.81%	5.18%	2.92%
毛利率%	30.15%	27.14%	29.55%	29.58%	29.68%
净资产收益率 ROE%	3.70%	6.90%	9.12%	8.85%	8.40%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.26	0.50	0.72	0.76	0.78
市盈率 P/E(倍)	34	17	12	11	11
市净率 P/B(倍)	1.23	1.14	1.05	0.97	0.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 31 日

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
全球最大的羊绒服装和单体硅铁生产企业	2
盈利能力持续提升，硅铁业务成主要利润来源	3
环保趋严、产区集中，硅铁价格仍将强势	5
硅铁产业链情况	5
硅铁实际产能远小于统计量，产能已实现部分出清	5
硅铁需求总量稳中有增	7
低成本获取竞争优势，硅铁行业集中度提高	11
环保限产影响开工率，导致短期供给不足	12
供给不确定因素较多，预计硅铁价格仍将强势	12
需求旺盛、锰价高位，共同支撑硅锰价格	13
硅锰产业链情况	13
大厂商有效产能释放充分，中小企业受环保限制	14
特钢产量创新高，硅锰下游需求稳中有升	16
锰价和环保限产共同支撑硅锰价格	17
各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间	19
“产能扩张”+“成本优势”，全球硅铁龙头打开未来增长空间	19
硅锰产量逐年提高，业绩具备高弹性	21
品牌重塑卓有成效，羊绒服装板块业绩持续改善	23
化工板块一体化生产优势凸显，把握未来发展先机	24
大股东连续增持，看好公司发展前景	25
盈利预测与估值	26
盈利预测	26
相对估值与投资评级	27
风险因素	28

表 目 录

表 1: 鄂尔多斯发展历程	2
表 2: 公司电力冶金化工板块产品及主要用途	3
表 3: 2017 年中国千万吨钢企粗钢产量	9
表 4: 硅铁行业前十大企业	11
表 5: 硅锰行业前十大企业	15
表 6: 鄂尔多斯资产管理（香港）公司增持公司股份情况	25
表 7: 鄂尔多斯盈利预测	26
表 8: 电力冶金化工板块可比公司估值	27
表 9: 羊绒服装板块可比公司估值	28

图 目 录

图 1: 鄂尔多斯股权结构(截至 2018 年 6 月 30 日)	3
图 2: 鄂尔多斯历年营业收入及变化情况	4
图 3: 鄂尔多斯历年归母净利润及变化情况	4
图 4: 鄂尔多斯 2017 年各产品营收占比	4
图 5: 鄂尔多斯各产品毛利率变化情况	4
图 6: 硅铁上下游产业链	5
图 7: 2012-2017 年全国硅铁产能(单位:万吨,%)	6
图 8: 2017 年全国硅铁产能分布(单位:%)	6
图 9: 硅铁产量与产能利用率(单位:万吨,%)	7
图 10: 中国原镁产量(单位:吨)	8
图 11: 中国原镁主要产地开工率	8
图 12: 中国粗钢产量(单位:万吨)	9
图 13: 中国硅铁出口量和出口金额(单位:吨,亿美元)	11
图 14: 2013-2018 年主要产区开工率(单位:%)	12
图 15: 硅铁供需关系与价格图(单位:万吨,元/吨)	13
图 16: 硅铁分地区价格图(单位:元/吨)	13
图 17: 硅锰上下游产业链	13
图 18: 2012-2017 年全国硅锰产能(单位:万吨,%)	14
图 19: 2017 年全国硅锰产能分布(单位:%)	14
图 20: 硅锰产量与产能利用率(单位:万吨,%)	16
图 21: 全国主要硅锰产区开工率(单位:%)	16
图 22: 硅锰下游特钢产量(单位:万吨)	17
图 23: 硅锰下游特钢价格(单位:元/吨)	17
图 24: 锰矿月进口量(单位:万吨)	18
图 25: 锰矿进口价格(单位:元/吨度)	18
图 26: 硅锰产量和价格走势(单位:万吨,元/吨)	18
图 27: 公司硅铁产量及变化情况	19
图 28: 公司硅铁业务营收及变化情况	19
图 29: “煤—电—硅铁合金”循环经济产业链	20
图 30: 公司历年研发支出及占营收比例	21
图 31: 公司技术人员数量及占员工总数比例	21
图 32: 公司硅锰产量及变化情况	22
图 33: 公司硅锰业务营收及变化情况	22
图 34: 硅锰生产成本构成	23
图 35: 硅锰价格走势与锰矿价格走势具有趋同性	23
图 36: 羊绒服装板块营收及变化情况	24
图 37: 鄂尔多斯主要羊绒品牌	24
图 38: “煤—电—氯碱化工”循环经济产业链	25

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

2018 年硅铁下游炼钢需求量稳中偏紧，制镁需求量较为稳定，出口量大增，总量稳中有增。但环保治理趋严使得供给的不确定性较大，我们预计硅铁价格仍将保持强势。特钢行业维持高景气度，硅锰下游需求量稳中有升，此外锰矿价格持续高位也对硅锰价格形成支撑，预计硅锰价格将在高位震荡。鄂尔多斯借助一体化全产业链，成本竞争优势明显，硅锰、硅铁产量逐年提升。羊绒服装及化工板块业绩也在持续改善。综合来看，公司各项业务经营状况良好，未来仍有上行空间。

与市场不同之处

- 市场认为目前硅铁产能已超 800 万吨，供给端相对宽松。但我们认为硅铁行业虽为产能过剩行业，然而在统计过程中停产和废弃的产能并未全部排除在外，因此实际有效产能远远低于统计产能，行业过剩程度已经大大缓解。环保政策趋严、环保督查频繁、产区集中导致硅铁供给的不确定性因素较多，我们预计硅铁价格仍会保持强势。
- 随着下游钢铁行业供给侧改革持续推进以及环保限产常态化，市场普遍认为硅锰需求将减少。但硅锰合金主要用于特钢冶炼，受钢铁行业去产能影响很小，2017 年各类特钢无论是产量还是价格均已超过 2013 年水平。我们认为 2018 年特钢行业仍维持高景气度，硅锰需求稳中有升。另一方面，占硅锰生产成本较高的锰矿价格维持高位也对硅锰价格形成支撑，因此 2018 年硅锰价格高位震荡概率较大。
- 国内硅铁、硅锰冶炼企业众多，但产品差异不大，而鄂尔多斯拥有国内最为完整的“煤—电—硅铁合金”生产线，成本控制优势明显，将充分享受供给侧改革带来的行业红利。环保限产加速中小型硅锰生产企业的退出，提升行业集中度。长期来看，公司依靠成本优势以及行业领先的环保治理，将是最终受益者之一。

股价催化剂

硅铁、硅锰主要产区环保督查趋严；下游需求超预期；产品价格大幅增长；市场占有率扩大等。

盈利预测与投资评级

我们预计，鄂尔多斯 18-20 年摊薄 EPS 分别为 0.72 元、0.76 元和 0.78 元。考虑到铁合金价格持续高位，公司羊绒服装的全产业链竞争力优势以及品牌重塑战略成效显著。我们给予公司电力冶金化工板块 2018 年 13 倍 PE，以该板块每股收益 0.56 元为估值基准，则对应价值为 7.28 元；给予羊绒服装板块 1.3 倍 PS，以 2018 年该板块每股收入 2.76 元为估值基准，则对应价值为 3.59 元。综合分析，2018 年公司每股价值为 10.87 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素

宏观经济风险；政策风险；原材料价格上涨风险；安全生产风险；行业竞争加剧风险；产品出口不及预期风险；偿债风险。

公司简介

全球最大的羊绒服装和单体硅铁生产企业

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司是于 1995 年 10 月 15 日，以原鄂尔多斯羊绒衫厂为发起人，采取募集设立方式向境外投资者发行人民币特种股票（B 股）而创立的中外合资股份有限公司。2001 年 4 月，公司发行 A 股 0.8 亿股，并在上海证券交易所正式挂牌上市，股票代码“600295.SH”。2006 年 7 月，公司通过控股内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司，从原来单一的羊绒制品联合加工型企业，转向同时兼有煤、电、硅铁合金生产的资源型企业。2011 年 4 月 20 日，经公司 2010 年度股东大会审议通过，公司全称由“内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司”变更为“内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司”。

表 1: 鄂尔多斯发展历程

时间	事件
1980	鄂尔多斯前身伊克昭盟羊绒衫厂成立
1989	伊克昭盟羊绒衫厂与伊盟纺织工业公司分立，更名为鄂尔多斯羊绒衫厂
1995	鄂尔多斯羊绒衫厂为发起人成立中外合资股份有限公司，鄂尔多斯 B 股在上交所上市
1999	“鄂尔多斯”商标被国家工商总局认定为“中国驰名商标”
2001	鄂尔多斯 A 股在上交所正式挂牌上市，股票代码“600295.SH”
2003	鄂尔多斯集团硅电联产项目在鄂托克旗棋盘井工业园区正式开工
2005	国家发改委核准棋盘井 2*33 万千瓦机组，集团棋盘井工业园区煤炭-电力-冶金产业链条全部打通，投入运行
2006	公司通过控股内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司，转向同时兼有煤、电、硅铁合金生产的资源型企业
2011	公司全称由“内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司”变更为“内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司”
2013	鄂尔多斯羊绒产业整体搬迁至罕台现代羊绒产业园区，园区总投资 35 亿元
2016	公司在《财富》杂志评选的中国 500 强排行榜中排名第 351 位

资料来源：信达证券研发中心整理

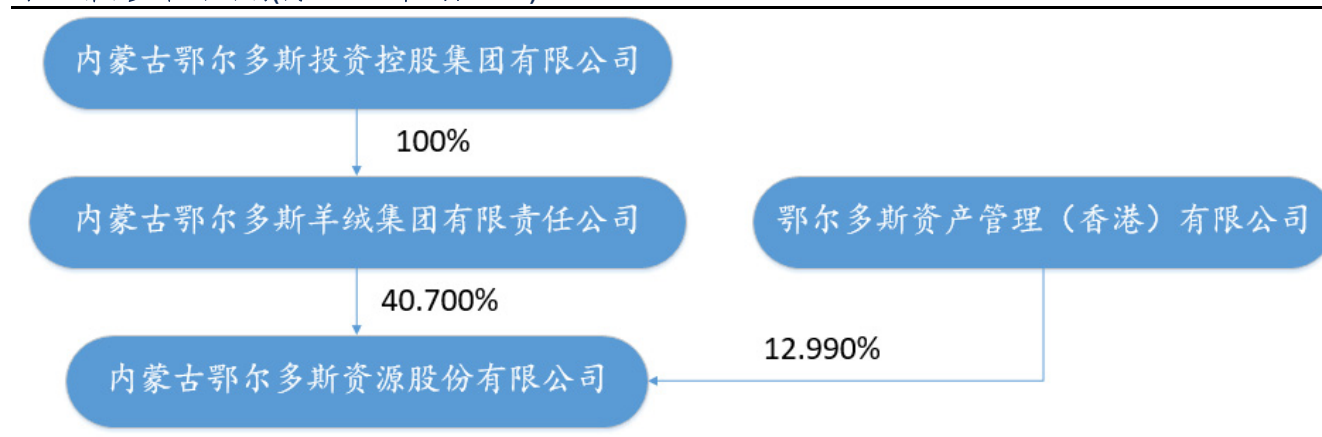
公司是全球最大的羊绒类服装生产销售企业和单体硅铁生产企业，主要业务分为羊绒服装和电力冶金化工两大板块。其中，羊绒服装板块主要为羊绒品类服装及服饰为主的生产加工、品牌建设与市场销售。2017 年，鄂尔多斯品牌以 880.66 亿元的品牌价值连续 20 年位居中国服装行业最具价值品牌第一位。电力冶金化工板块主要为煤炭采选、发电、硅类铁合金、氯碱化工、多晶硅等产品的加工及销售。公司目前正在积极发展硅铁业务，依托拥有的 3 亿吨煤田，构筑煤-电-硅合金及其废物循环利用的产业链条，2017 年公司共生产硅铁 151 万吨、硅锰 48 万吨。

表 2: 公司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，在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、低碳锰铁和电硅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；同时还用于金属切割与焊接、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，主要用于建材、包装、电子电气、家具装饰、日用百货等，PVC 用作生产 PVC 型材、管材、薄膜，日用百货等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

截至 2018 年 6 月 30 日，公司注册资本为 10.32 亿元，其中内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司和鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司（鄂尔多斯集团一致行动人）合计持有公司股份达 55,409.27 万股，持股比例为 53.69%。内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司通过持有鄂尔多斯集团 100% 股权，成为公司的最终控股股东以及实际控制人。

图 1: 鄂尔多斯股权结构(截至 2018 年 6 月 30 日)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

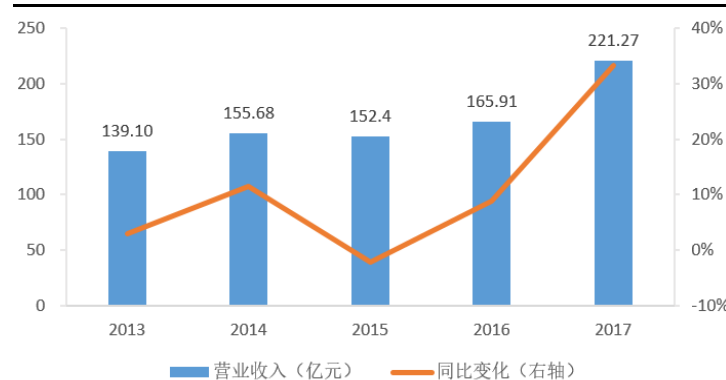
盈利能力持续提升，硅铁业务成主要利润来源

随着公司所在行业形势不断好转，公司经营业绩也在持续改善。2017 年，公司实现营业收入 221.27 亿元，较上年同期增长 33.37%，达到历史峰值；实现归母净利润 5.21 亿元，较上年同期大幅增长 96.12%，连续两年利润回升。2018 年上半年，公司实现营收 104.49 亿元，同比增长 7.36%；实现归母净利润 2.79 亿元，同比增长 65.22%。

公司主要终端产品是羊绒类服装和硅铁合金，这两项产品的生产和销售都位居全球第一，并且相对业内其他企业有着巨大的领先优势。从数据来看，对公司营收贡献最大的是硅铁、硅锰合金和服装业务，占比分别为 40.27%、14.63%和 12.86%。

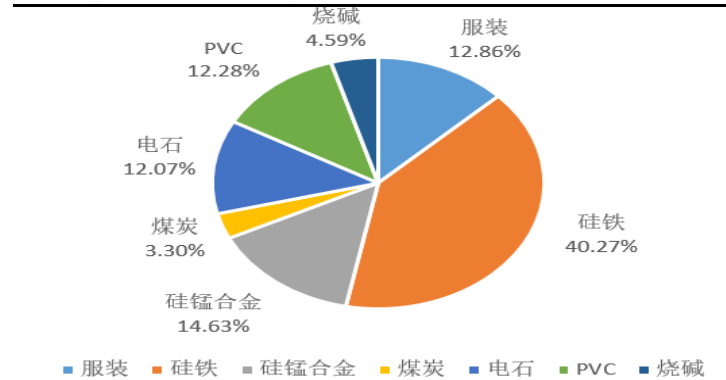
2017 年，公司服装板块毛利率同比增加 9.20 个百分点，增至 49.29%；而电冶板块毛利率则较上年同期下滑 4.10 个百分点，至 23.62%，致使公司主营业务毛利率整体有所回落。受成本上涨的影响，公司硅铁和硅锰合金业务毛利率均有所下滑，其中硅铁业务毛利率为 21.43%，同比减少 1.72 个百分点，但仍维持在 21% 以上。硅锰合金业务毛利率则下滑明显，同比减少 13.36 个百分点，至 7.34%。整体来看，公司总体毛利率达到 27.14%，仍维持在较高水平。

图 2: 鄂尔多斯历年营业收入及变化情况



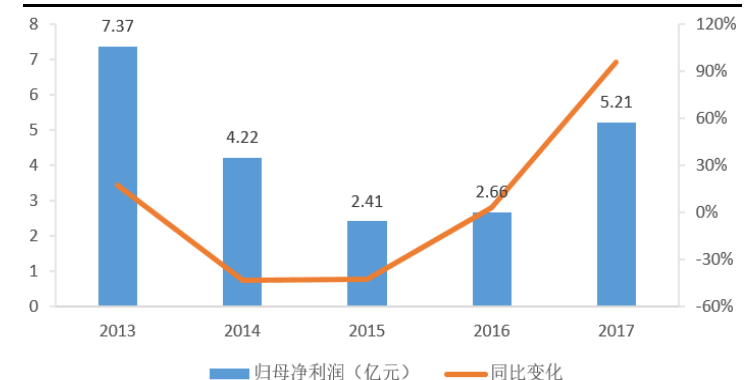
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 鄂尔多斯 2017 年各产品营收占比



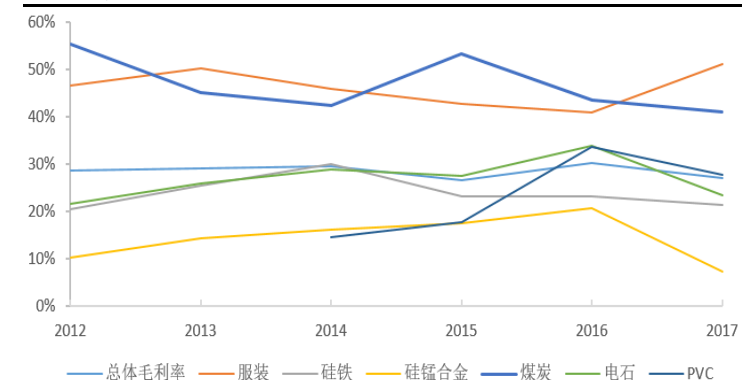
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 鄂尔多斯历年归母净利润及变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 鄂尔多斯各产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

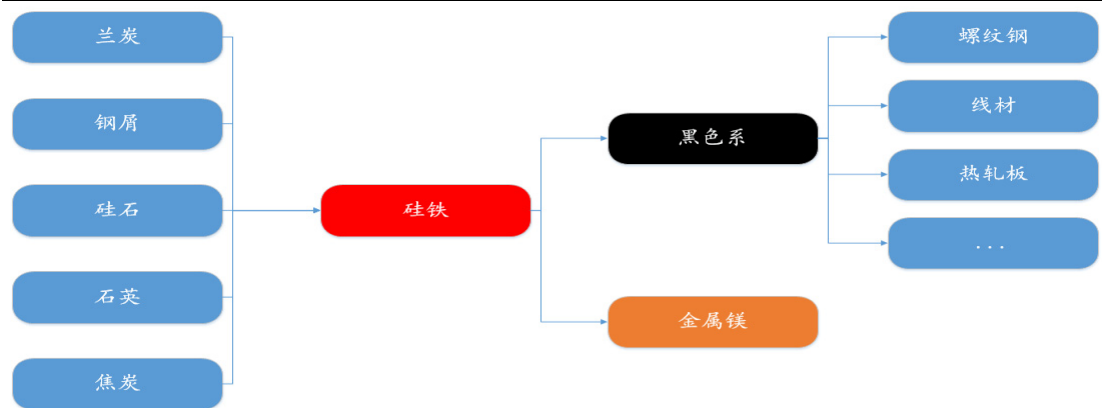
环保趋严、产区集中，硅铁价格仍将强势

硅铁产业链情况

硅铁是以兰炭、硅石、钢屑等产品为原料，在开口式或半封闭式的还原炉内采用连续作业法进行冶炼而成。利用硅石加兰炭和铁屑，置入电炉中，加热到 1,400-1,500 度高温，可以冶炼硅铁。冶炼硅铁等级越高，所需温度越高：硅 45（含硅量 45%）起始还原温度 1,396 度；硅 75（含硅量 75%）起始还原温度 1,488 度。

硅铁的主要用途是炼钢的脱氧剂和合金剂、铸铁的孕育剂和球化剂，此外还广泛的应用于金属镁和化工等行业，是一种在目前相关生产工艺中无可替代的原材料之一。目前，硅铁的主要生产国家是中国、俄罗斯、乌克兰、巴西和挪威，主要消费国是中国、日本、俄罗斯和韩国，还有正在崛起的印度以及一些新兴经济体国家。钢铁铸造消耗了 80%以上的硅铁，尤其是粗钢的冶炼过程中。

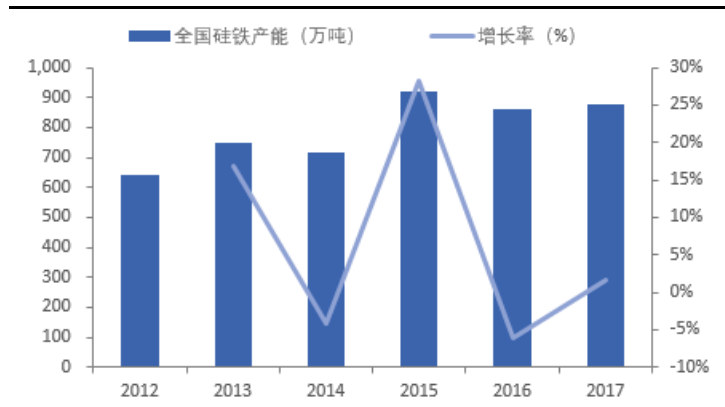
图 6：硅铁上下游产业链



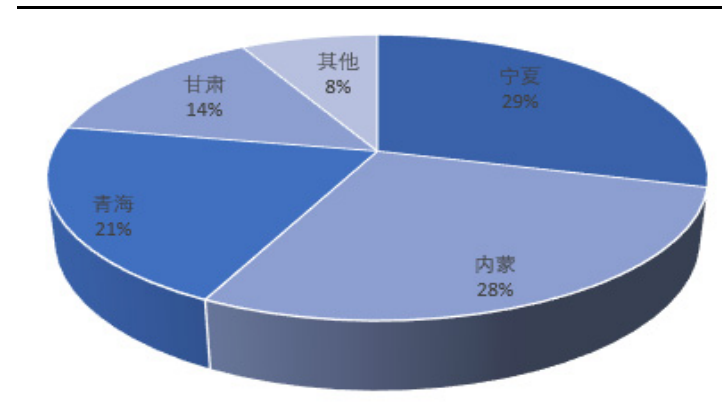
资料来源：中国铁合金网，信达证券研发中心

硅铁实际产能远小于统计量，产能已实现部分出清

作为硅铁的主产区之一，近年来，我国硅铁产能持续增长，2012-2017 年，硅铁产能从 640 万吨增长到 876.84 万吨，增加了 236.84 万吨。国内硅铁主要产区集中在宁夏、内蒙、青海、甘肃四省，2017 年的产量分别为 255 万吨、248 万吨、180 万吨、124 万吨，合计占全国总产能的 90%以上，而 2012 年四省产能合计为 70%。其余的小产区还包括山西、陕西等，以生产兰炭、硅铁、金属镁等产业链形式存在。

图 7：2012-2017 年全国硅铁产能（单位：万吨，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

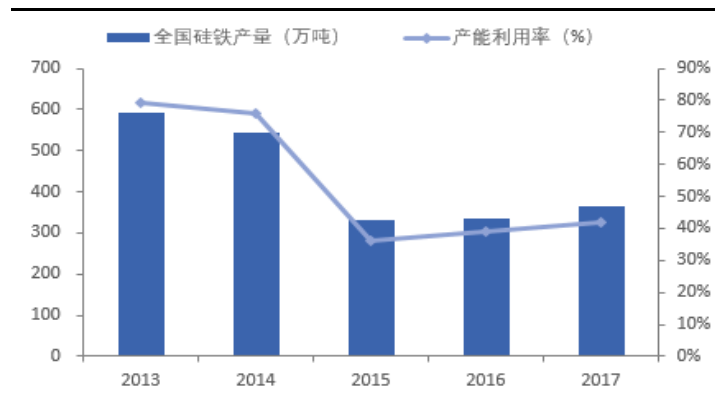
图 8：2017 年全国硅铁产能分布（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

由于原材料产地、运输成本和电力成本等方面的因素，致使其他产区产能逐渐减少和关停，而硅铁这四个主产区由于具备比较优势，反而加大了产能扩张力度，尤其是宁夏地区 25,000KVA 以上大型生产电炉迅速扩张崛起，使得地区产能跃居全国地区产能第一位。2017 年四个主产区的硅铁产能相比 2012 年增加了 367 万吨，这也意味着，其他产区在过去 5 年中产能削减了 130 万吨左右。

虽然统计上硅铁产能超过了 800 万吨，但其中因停产和废弃的产能并未全部排除在外，实际有效产能远远低于统计产能。这一点可以通过产能利用率得到验证。2013-2017 年，产能利用率分别为 79%、76%、36%、39%、42%，2015 年的产量和产能利用率较 2014 年锐减。我们认为，主要的原因有两个方面：1) 硅铁小企业众多，遵循买方市场，2015 年钢铁行业迎来寒冬，钢企普遍回款困难，中小型硅铁企业因面临资金短缺纷纷倒闭；2) 2015 年开始，受钢铁行业供给侧改革影响，钢铁产能和产量开始下降，从而减少了硅铁的产量，硅铁价格一跌再跌，不具备成本优势的小型企业亏损，自动退出市场。

2015 年的硅铁产量比 2014 年降低了 200 万吨，在一定程度上加速了市场出清。因此我们认为，硅铁行业虽为产能过剩行业，但随着 2015-2016 年的产能自动退出，行业过剩程度已经大大缓解。

图 9：硅铁产量与产能利用率（单位：万吨，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

硅铁需求总量稳中有增

中国硅铁的主要品级为 $Si \geq 75$ 硅铁和 $Si \geq 72$ 硅铁。75#硅铁主要用于制备原镁；72#硅铁主要用于炼钢；硅铁也有较大比例用于出口。此外，铸造、稀土以及钨铁行业也要用到硅铁，这些行业的硅铁消耗量难以统计，大约在每年几十万吨的量级。

根据镁锭、粗钢月产量粗略计算，制备金属镁的硅铁月需求量为 7-9 万吨，炼钢硅铁月需求量为 26-30 万吨，硅铁出口月需求量为 2-5 万吨，加上其他下游需求 1-2 万吨，中国硅铁 2017 年的月需求量约在 36-46 万吨。据 Wind 数据，2017 年中国硅铁消耗量为 478 万吨，基本符合上述推论。

我们预计 2018 年硅铁需求总量稳中有增。其中炼钢需求量稳中偏紧，制镁需求量较为稳定，出口量大增。

金属镁：原镁在产产能开工率较高，镁产量保持稳定

2017 年金属镁产量创新高。据中国有色金属工业协会统计数据，2017 年我国生产金属镁 102.2 万吨，同比增加 3.78%。中国金属镁的主要产区为陕西、山西、宁夏、新疆、内蒙，五省产量占到金属镁产量的 99% 以上，其中陕西、山西、宁夏产量占比总产量超过 70%。陕西地区 2017 年累计生产 43.52 万吨，同比增加 3.38%；宁夏地区累计生产 15.97 万吨，同比增加 19.56%；山西地区累计生产 13.21 万吨，同比增加 0.88%。按照制备 1 吨镁消耗 1.2 吨硅铁计算，2017 年制备金属镁对硅铁的需求约为 115 万吨。

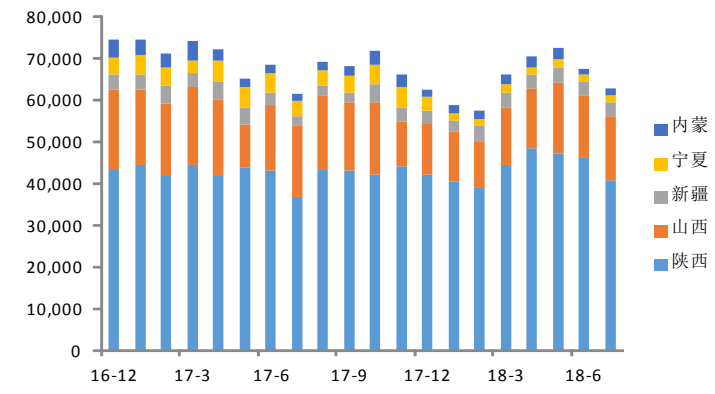
原镁在产产能开工率达到较高水平。百川资讯数据显示，2017 年陕西原镁开工率 50%-60%，宁夏镁开工率 50%-80%，山西镁开工率 20%-30%。以此来看，宁夏、陕西镁开工率已经较高，而山西原镁产能还有较大释放空间。但由于自 2013 年以来原镁行业景气度持续下行，加之环保趋严，大量中小镁厂被淘汰，原镁的无效产能占比较大。据新加坡第 74 届世界镁业大会

数据，截至 2016 年底，中国有 80 多家原镁生产企业，其中有 64 家在产，产能大约在 120 万吨；其中，陕西 36 家；山西 13 家；内蒙古 6 家；新疆 5 家；宁夏 2 家；青海 2 家；安徽 1 家。以 2017 年的原镁产量，原镁在产产能释放率已经达到 80% 左右。

我们认为，虽然相关行业调结构去产能工作以及地方的环保监管等政策的延续，会影响部分国内用镁需求，但随着汽车、轨道、高铁等交通行业用镁的增加，镁产量将保持稳定。

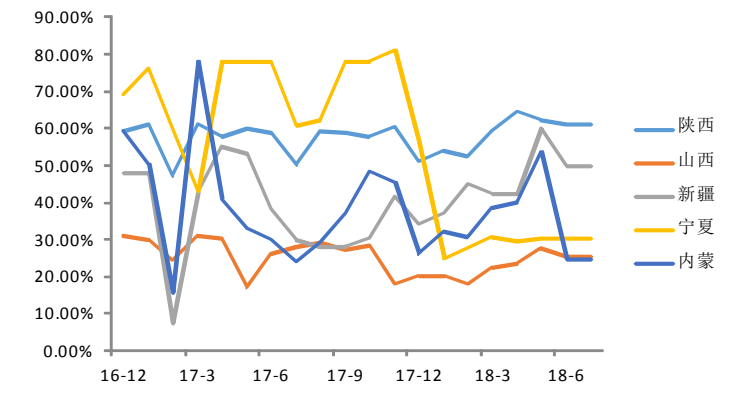
青海盐湖镁业的全面投产将是新增镁产量的重要来源。盐湖股份 2017 年中报公告，2017 年青海盐湖镁业 10 万吨电解法金属镁一体化项目试运行。据青海盐湖工业股份网站信息，金属镁一体化项目 14 套主生产装置全部建成联动试车，金属镁装置顺利打通工艺并实现向下游生产单位输送氯气，单日加料量突破 92.24 吨；原镁单日产量突破 20 吨，单日浇铸镁锭达 1,300 余块，氯气最高突破 60 吨/天，目前已实现稳定运行电解槽 8 台。2018 年是盐湖股份建厂 60 周年，公司目标是金属镁一体化项目达产达标。按照制备 1 吨镁消耗 1.2 吨硅铁计算，盐湖镁业 10 万吨产能预计新增加硅铁需求 12 万吨。

图 10: 中国原镁产量(单位: 吨)



资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

图 11: 中国原镁主要产地开工率

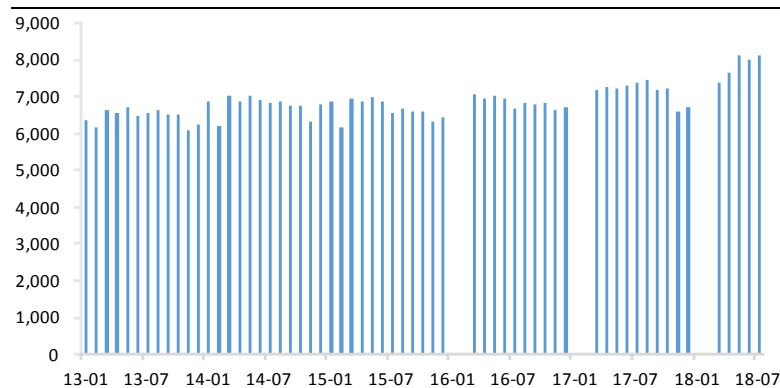


资料来源: 百川资讯, 信达证券研发中心

粗钢产能持续削减，炼钢需求偏紧

据中钢协统计数据显示，2017年中国粗钢产量8.32亿吨。按照生产1吨钢消耗4千克75%硅铁计算，大约需消耗硅铁333万吨。

图 12：中国粗钢产量（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

供给侧改革不断深化，钢铁行业“去产能”效果显著。2016年2月1日，国发6号文件《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》明确指出，2016年后的5年内削减粗钢产能1-1.5亿吨，主要针对400立方米及以下炼铁高炉、30吨及以下炼钢转炉、30吨及以下炼钢电炉及地条钢生产线。2016、2017年钢铁行业已合计削减产能1.15亿吨。尽管2017年去产能力度很大，但受益于全球经济超预期复苏和国内经济稳中向好发展的拉动，中国粗钢产量仍同比2016年增长了5.7%，其中产量排名全国前20位的大型钢厂同比增长7%，反映了下游需求向好、行业集中度增加的态势。

我们预计《意见》中要求的1.5亿吨产能削减目标有望于2018-2019年内全部完成，同时，钢铁行业环保限产将进入常态化，这些因素叠加，将在钢材市场供给端形成缺口，从而在2018年支撑钢材产品价格继续维持2017年的高水准。虽然行业整体产能仍有消减空间，但供给侧改革使得市场有效产能增加，大钢厂产量增长，预计2018年中国粗钢产量将与2017年持平，硅铁在炼钢方面的需求总体维持在当前水平，并在钢铁供给出现短期缺口时呈现偏紧的态势。

表 3：2017年中国千万吨钢企粗钢产量

排名	钢企名称	2017 粗钢产量 (万吨)	同比 2016 年涨幅
1	宝武集团	6539.27	11.81%
2	河钢集团	4406.29	-1.91%
3	沙钢集团	3834.73	15.32%

4	鞍钢集团	3421.98	3.09%
5	首钢集团	2762.9	3.11%
6	山东钢铁集团	2167.88	-5.82%
7	北京建龙重工集团	2026.13	23.14%
8	华菱钢铁集团	2014.64	11.41%
9	马钢集团	1971.4	5.82%
10	本钢集团	1576.94	9.50%
11	方大钢铁集团	1511.1	10.49%
12	日照钢铁集团	1498.23	8.13%
13	包钢集团	1420.01	15.42%
14	河北新武安钢铁集团	1382.45	1.14%
15	柳钢集团	1229.9	11.29%
16	河北津西钢铁集团	1171.93	6.05%
17	福建三钢集团	1119.41	7.75%
18	太原钢铁集团	1050.26	2.15%
19	河北敬业集团	1040.61	-5.51%
20	中天钢铁集团	1035.95	12.16%
21	陕钢集团	1023.8	40.19%
22	安钢集团	1005.74	-4.06%

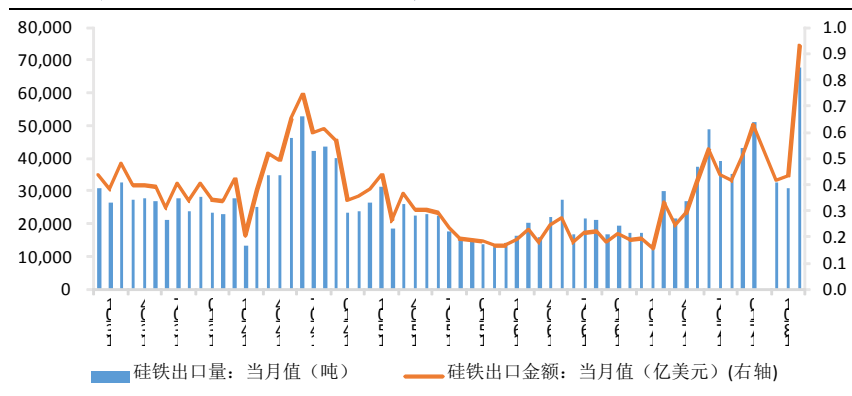
资料来源：我的钢铁网，信达证券研发中心

2018 年一季度中国硅铁出口量大增

2017 年硅铁出口关税由 25% 降到 20%，增强了中国硅铁的国际竞争力。据 Wind 数据，2017 年 1-11 月中国硅铁出口量 36.44 万吨，同比大增 72%。然而，2017 年三季度国内硅铁价格暴涨后，国内硅铁出口优势丧失，2017 年 12 月底国内硅铁出口均价（FOB）达到 1,900 美元/吨，而同期俄罗斯 75% 硅铁卖价为 1,350 美元/吨。

2018 年 1 月后国内硅铁价格回调，出口竞争力相比 2017 年底有所修复。2018 年 8 月 27 日硅铁 75A 出口均价（FOB）为 1,345 美元/吨，而同期伦敦战略金属市场 75% 硅铁以及俄罗斯 75% 硅铁的卖价均为 1,375 美元/吨。

2018 年 1-3 月，中国硅铁出口量为 13.10 万吨，较 2017 年同期大增 116%。

图 13: 中国硅铁出口量和出口金额 (单位: 吨, 亿美元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

低成本获取竞争优势, 硅铁行业集中度提高

以前国内硅铁冶炼企业众多, 但年产 10 万吨以上的大型企业较少, 行业集中度较低。由于产品差异不大、且行业产能过剩, 硅铁生产企业之间的竞争主要体现在成本控制方面。硅铁行业是高耗能企业, 生产 1 吨硅铁耗电量大约在 7,800-8,500 度, 电价成本约占总成本的 70%, 向上游煤电产业链延伸的大型企业, 将受益于低电价而具备竞争优势。

2013 年以来, 冶炼行业景气度持续下行, 硅铁合金产品价格也持续下跌, 行业内绝大部分企业已处于亏损状态, 大量中小型企业被淘汰, 行业集中度有所提升。目前, 国内硅铁生产主要为年产 10 万吨以上的大型企业, 根据中国铁合金在线统计的 2017 年 10 月国内硅铁企业产量前十排名, 鄂尔多斯西金矿冶月产量 10 万吨排名第一, 市场占有率远高于其他企业。

表 4: 硅铁行业前十大企业

排名	企业	地区	产品	产量(吨)
1	西金矿冶	内蒙	72#、75#、高纯	100000
2	乌海君正	内蒙	72#、75#	20000
3	三元中泰	宁夏	72#、75#	15000
4	青海百通	青海	72#、75#、高纯	14000
5	腾达西北	甘肃	72#、75#	11000
6	茂辉冶金	宁夏	72#、75#	10000
7	青海开源	青海	72#、75#	8000
8	青海烨华	青海	72#、75#	7500
9	坤达硅业	内蒙	65#	7000

10 青海华电 青海 72#、75# 7000

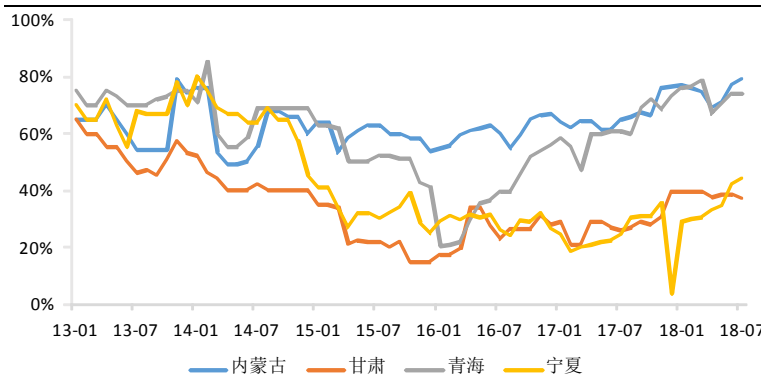
资料来源：中国铁合金在线，信达证券研发中心 注：根据中国铁合金在线 2017 年 10 月产量统计排名

环保限产影响开工率，导致短期供给不足

硅铁行业是高耗能企业，生产 1 吨硅铁耗电量大约在 7,800-8,500 度，电价成本约占总成本的 70%。近年来环保政策、督查限产不断加码，中小型企业极易受到环保限产的影响，而大型企业在能耗和成本方面处于领先水平，具备更广阔的生存空间。

当前国家对于环保的核查越来越严，对硅铁企业的供给造成显著影响，各个产区的开工率差异较大。内蒙的开工率最高，即使在 2016 年初行业处于低谷期也一直维持在 60% 以上，主要由于区域内的两家公司鄂尔多斯和君正集团均为大型生产企业，具备成本优势和环保达标，在环保核查中并未收到影响。而相比之下，宁夏的厂商多为产能 10-20 万吨甚至是 10 万吨以下中小型企业，在环保核查中首当其冲。宁夏是最早受到环保督查的省份，2016 年 7 月中央环保督察组进驻后，宁夏被问责 125 人，其中厅级干部 12 人，处级干部 78 人。2017 年，宁夏中卫环保限产持续进行，导致宁夏一整年的开工率均处于较低水平，尤其在 12 月份供给大幅降低，导致硅石市场出现短时间的供给短缺，加之市场情绪的推动导致硅石价格大幅上涨。

图 14：2013-2018 年主要产区开工率（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

供给不确定因素较多，预计硅铁价格仍将强势

Wind、百川资讯数据显示，2013-2016 年上半年，随着行业景气度下行，硅铁市场含税均价从 6,400 元/吨持续下滑到 4,500 元/吨，大量中小生产商关停，中国硅铁产量从 40-50 万吨/月下滑到 30 万吨/月以下。

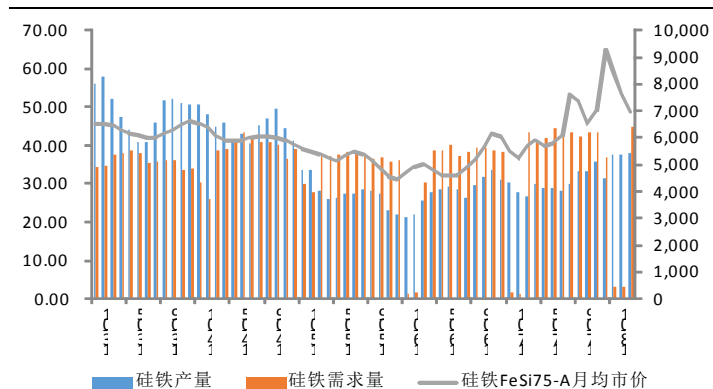
2016 年下半年开始，随着下游钢铁行业复苏，兰炭、硅石等原材料价格走高，硅铁价格进入上行通道，但由于在产产能不足、产地环保督查严格等因素，2017 年前三季度硅铁月产量并没有大幅度提高，直到 2017 年 9 月才恢复到 30 万吨/月以上。同期硅铁炼钢、制镁、出口的三大需求总量约在 35-40 万吨/月。供给短缺导致了 2017 年 7-8 月硅铁价格短期内由 5,700 元/吨

大幅增至 7,500 元/吨。

随着 2017 年 9 月硅铁产量回升，并且采暖季钢铁限产带来需求减少的预期，9-10 月硅铁价格下滑。但 12 月宁夏中卫的停产使得短期内硅铁现货短缺，加之市场炒作，硅铁价格飙升到 9,000 元/吨，之后在供给增加、需求不足的影响下逐渐降低到 2018 年 5 月的 6,100 元/吨。

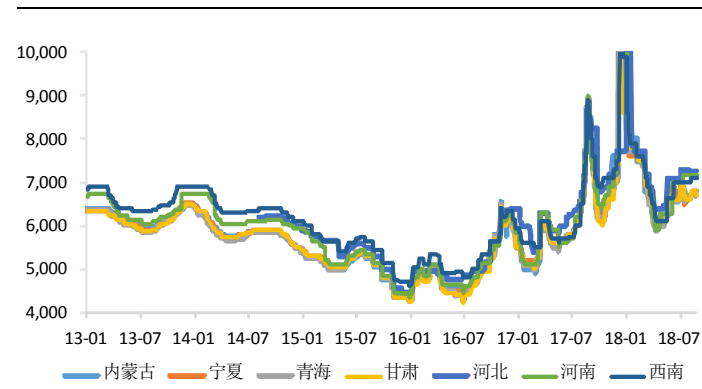
硅铁价格 2017 年波动剧烈主要还是受供需关系影响。我们认为，2018 年硅铁供给量不达预期的风险因素较多，尤其是宁夏地区的复产还存在不确定性，而需求总量基本保持稳定，预计硅铁价格仍会保持强势。

图 15: 硅铁供需关系与价格图 (单位: 万吨, 元/吨)



资料来源: Wind, 百川资讯, 信达证券研发中心。注: 炼钢、制镁需求量依据吨产品消耗硅铁的经验公式粗略推断。硅铁价格为各地区含税市场价格的月均值。

图 16: 硅铁分地区价格图 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 硅铁价格为各地区含税市场价格的月均值。

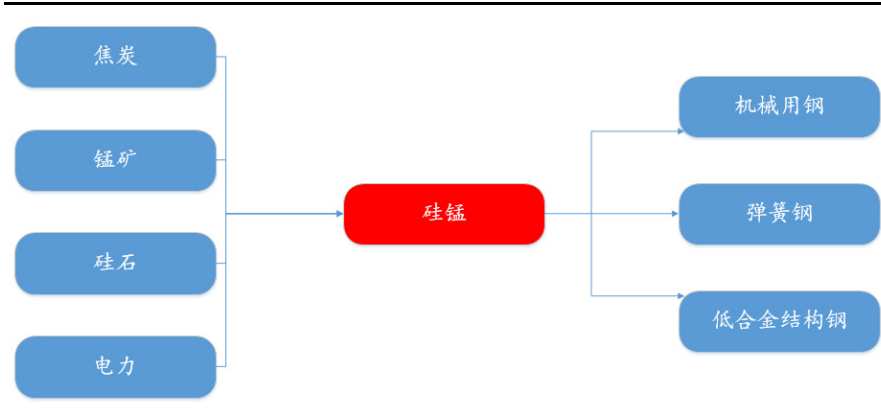
需求旺盛、锰价高位，共同支撑硅锰价格

硅锰产业链情况

硅锰是以锰矿、富锰渣、焦炭、硅石、石灰等产品为原料，在矿热炉内采用连续作业法冶炼而成。硅锰合金是铁合金中最主要的品种，也是用途最广、消耗最多的品种，其需求量占铁合金总产量的 50% 左右。

硅锰的主要用途是作为钢铁生产的脱氧脱硫剂以及制造合金，此外还用作生产中低碳锰铁和电硅热法生产金属锰的还原剂。

图 17: 硅锰上下游产业链

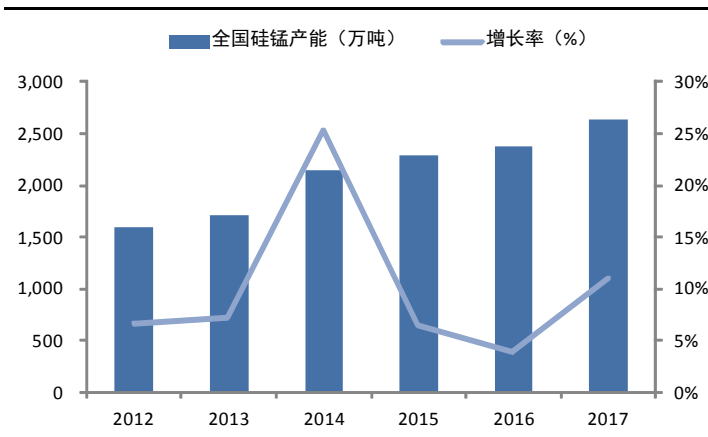


资料来源：中国铁合金网，信达证券研发中心

大厂商有效产能释放充分，中小企业受环保限制

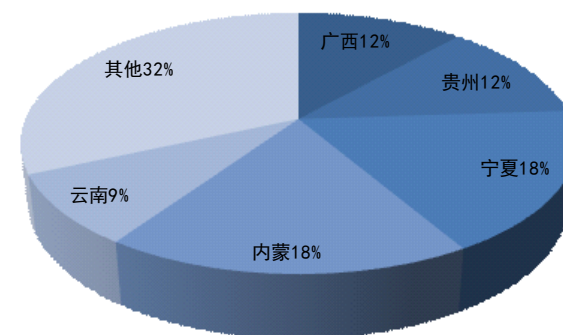
2012-2017年，中国硅锰产能从1,600万吨增长到2,641万吨。国内硅锰主要产区集中在内蒙、宁夏、贵州、广西、云南五省，2017年的产能分别为476万吨、464万吨、326万吨、306万吨、231万吨，合计占全国总产能的70%左右。其余产区还包括湖南、甘肃、重庆、东北、山西。

图 18：2012-2017 年全国硅锰产能（单位：万吨，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：2017 年全国硅锰产能分布（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

发改委及工信部已批准的符合中国《铁合金行业准入条件》的铁合金企业总数为 1,187 家，其中生产硅锰合金厂家有 414 家(第一批 20 家、第二批 67 家、第三批 113 家、第四批 208 家、第五批 6 家)。2014-2015 年硅锰价格持续下跌，中小企业陆续关停、转产，根据我的钢铁网统计，2015 年 8 月硅锰价格跌到谷底时，全国开工硅锰企业不足百家。由于北方产区的供电稳定优势，2015 年宁夏、内蒙的硅锰产量扩张，广西、贵州、湖南等南方产区的硅锰产量下降。

2016 年下半年，随着下游钢铁行业的转暖，硅锰行业景气度回升，各主要产区开工率提升，其中宁夏、内蒙产区产量急速增加。2017 年下游持续回暖，硅锰行业继续维持高景气度，但由于全国环保督查限产严格，加之 2014-2015 年中小企业产能出清力度大，除去广西产量增加 23 万吨、内蒙产量持平，其他主要产区硅锰产量不升反降。Wind 数据显示，2017 年全年中国硅锰总产量 660.68 万吨，比 2016 年下降了 34.13 万吨。受影响最大的宁夏地区硅锰产量下降了 30.44 万吨。

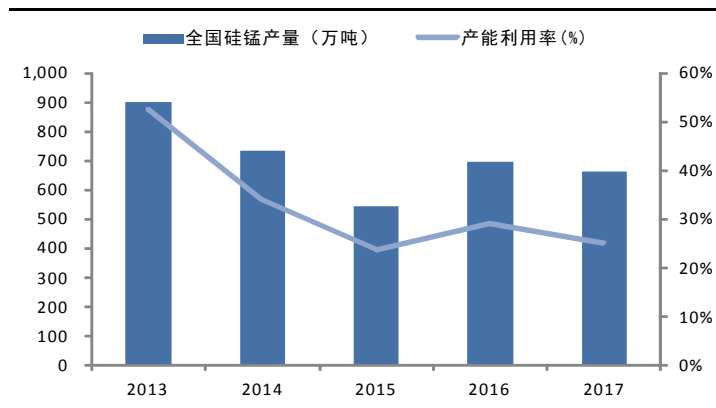
2017 年硅锰合金前十大生产企业都分布在内蒙、宁夏，前三大生产商为宁夏晟晏实业集团福华公司、鄂尔多斯西金矿冶公司、内蒙古普源铁合金公司。这些北方硅锰企业生产连续性强，月均产量稳定，有效产能释放已比较充分。

表 5：硅锰行业前十大企业

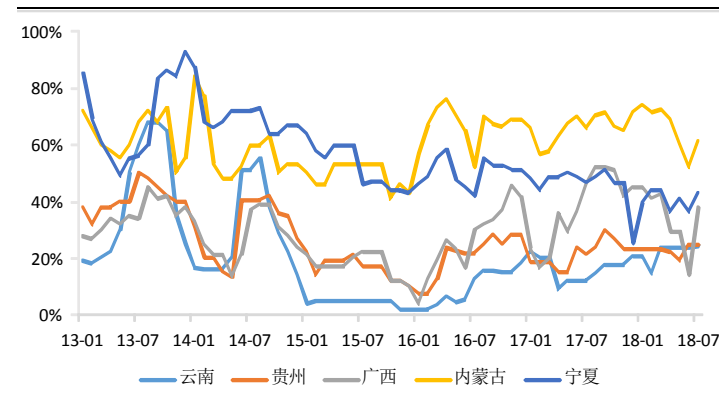
排名	企业	地区	产品	产量(万吨)
1	宁夏晟晏实业集团福华公司	宁夏	硅锰 6517#	26.3
2	鄂尔多斯西金矿冶	内蒙	硅锰 6517#	25.2
3	内蒙古普源铁合金	内蒙	硅锰 6517#	22
4	宁夏吉元冶金	宁夏	硅锰 6517#	20.7
5	乌兰察布旭峰冶炼	内蒙	硅锰 6517#、高硅硅锰	18.4
6	宁夏吉鑫合金	宁夏	硅锰 6517#	16.9
7	宁夏大地循环	宁夏	硅锰 6517#	16.8
8	内蒙古瑞濠公司	内蒙	硅锰 6517#	16.1
9	宁夏参进宁宇达冶金	宁夏	硅锰 6517#	8.3
10	鄂尔多斯 EJM	内蒙	硅锰 6517#	8.2

资料来源：中国锰业技术协会，信达证券研发中心。

目前国内硅锰有效产能已经基本释放完毕。2017 年下半年，随着南方丰水期来临、电费稳定，钢厂需求稳步提升，南方广西、云南等产区厂家开工陆续增加。由于硅锰价格迅速上涨，不少老牌南方企业重新投入正常生产，南方产量出现相对明显的增加，并在 2017 年 9 月份达到产能利用率高点。2018 年 4 月，内蒙、宁夏、贵州、广西、云南的硅锰开工率分别为 69%、36%、22%、20%、24%，基本处于 2017 年各地区的产能利用率高位水平，远高于 2016 年同期的产能利用率。

图 20: 硅锰产量与产能利用率 (单位: 万吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

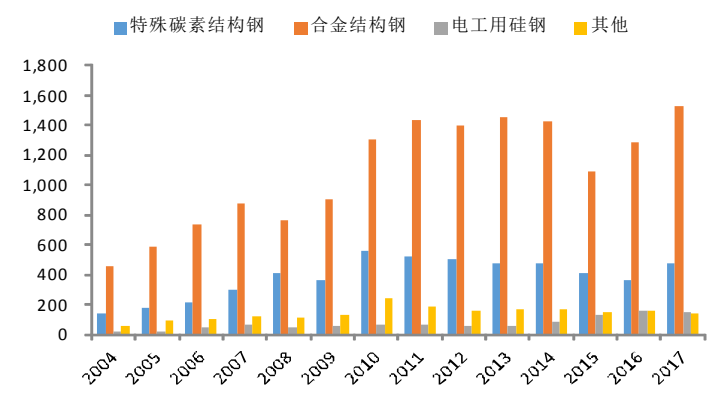
图 21: 全国主要硅锰产区开工率 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

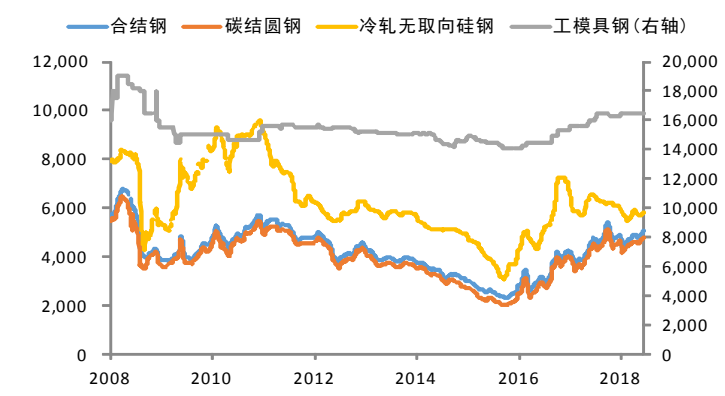
特钢产量创新高, 硅锰下游需求稳中有升

炼钢过程中应用最多的铁合金是硅铁、锰铁、锰硅合金及铬铁。其中硅铁、锰铁主要用于普钢冶炼, 锰硅合金和铬铁主要用于特钢冶炼生产。硅锰用作合金剂可以改善钢的性能。硅能够显著的提高钢的弹性和导磁性, 锰能够降低钢的脆性, 改善钢的热加工性能, 提高钢的强度、硬度和抗磨损度。在冶炼结构钢、工具钢、弹簧钢和电工用硅钢等特钢时, 都要使用硅锰合金。

由于各种特钢生产添加锰硅合金比例不一, 国内锰硅需求量难以统计。从下游来看, 结构钢等特钢产量受钢铁行业去产能影响很小, 2017 年各类特钢无论是产量还是价格已经超过 2013 年水平。我们认为, 受供给侧改革深化影响, 2018 年特钢行业仍维持高景气度, 硅锰需求量或稳中有升。

图 22: 硅锰下游特钢产量 (单位: 万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心。注: 仅统计重点优特钢企业。

图 23: 硅锰下游特钢价格 (单位: 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

Wind 数据显示, 2017 年中国全年共出口硅锰合金钢钢丝 25.17 万吨、热轧硅锰合金钢板条 37.39 万吨、热轧硅锰合金钢条杆 0.31 万吨, 分别较 2016 年下降 3.78 万吨、上升 2.10 万吨、下降 0.42 万吨。受高耗能高污染行业关税政策、出口限额影响, 我们预计 2018 年硅锰出口方面依旧清淡。

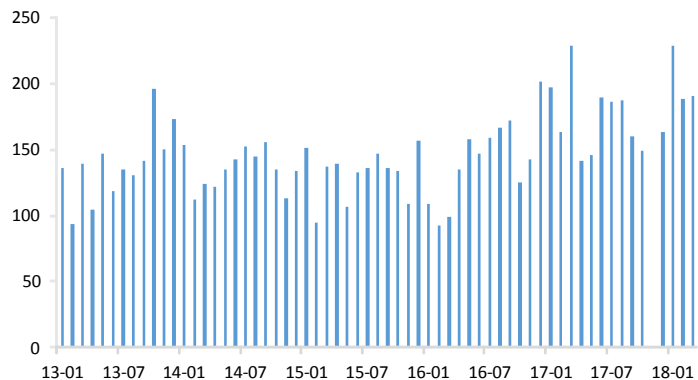
锰价和环保限产共同支撑硅锰价格

Wind 数据显示, 2013-2015 年, 硅锰市场含税均价从 7,000 元/吨下滑到 4,000 元/吨。2016 年开始, 随着下游钢铁行业复苏, 锰矿、焦炭、硅石等原材料价格走高, 硅锰价格开始迅速上涨, 2016 年 12 月达到大约 8,300 元/吨的高点, 之后又回落到 2017 年初的 6,300 元/吨左右。

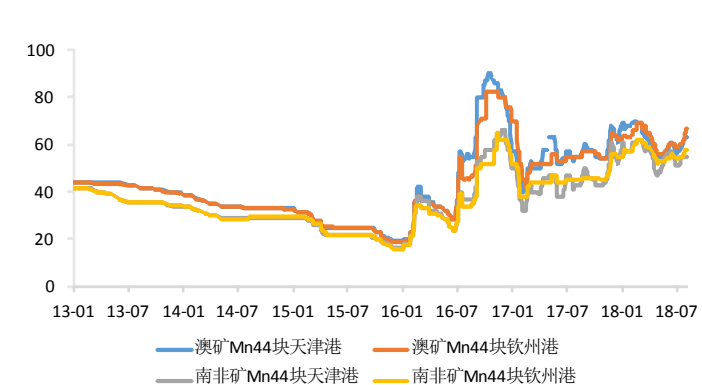
和硅铁相比, 硅锰的产能规模较大、集中度较低, 价格波动较小。2017 年前三季度硅锰价格稳中有升, 11 月的价格约为 6,700 元/吨。2017 年 12 月硅锰价格大幅拉升至 8,700 元/吨, 主要原因是: 1) 需求端, 钢材尤其是螺纹钢从 2017 年 11 月开始一轮显著反弹, 原材料也水涨船高, 各地钢厂硅锰报价普遍上涨; 2) 供给端, 2017 年 12 月硅锰主要产区宁夏中卫环保停产力度超出预期, 影响到了市场 1/5 的产能。

锰矿石是硅锰的重要原料。生产硅锰的炉锰矿石品位应在 30% 以上, 而国内都是贫锰矿, 因此中国每年需要从巴西、加蓬、澳大利亚等国家进口大量锰。2017 年中国共进口锰矿石 1,910 万吨, 较 2016 年增加 205 万吨。2018 年 2 月中国锰矿进口量 188 万吨, 较 17 年 2 月同比增长 16%。

锰矿价格维持高位对硅锰价格起到支撑作用。电价对硅铁成本有着绝对影响, 占到硅铁成本的 70%~80%, 而影响硅锰成本的因素较多, 锰矿、富锰渣等原材料价格能够占到硅锰成本的 50%~60%, 电力占到 20%~30%。2017 年天津港进口澳矿 Mn44 块价格从 3 月的 44 元/吨度涨到 12 月的 60 元/吨度以上; 2018 年继续维持高位, 截至 2018 年 5 月 7 日, 价格为 58 元/吨度。

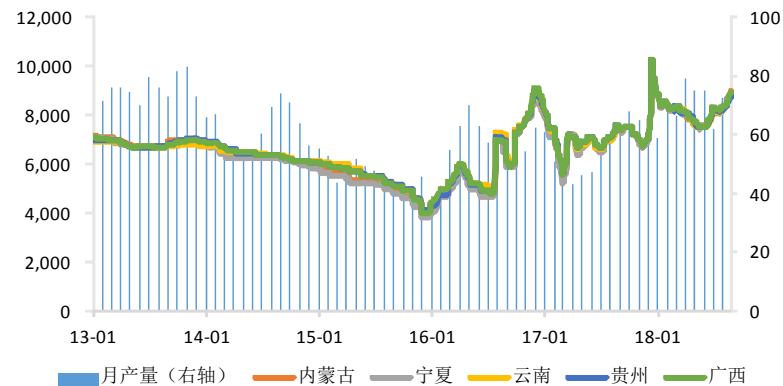
图 24: 锰矿月进口量 (单位: 万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心。

图 25: 锰矿进口价格 (单位: 元/吨度)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心。

2018 年 5 月硅锰主要产区内蒙、宁夏、贵州、广西、云南的产品报价较 2017 年底有所回落, 但仍处于高位。我们认为, 在锰矿价格支撑和下游景气度高的双重影响下, 2018 年硅锰价格将在高位震荡。

图 26: 硅锰产量和价格走势 (单位: 万吨, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心。

各业务板块经营状况良好，业绩仍有上行空间

“产能扩张”+“成本优势”，全球硅铁龙头打开未来增长空间

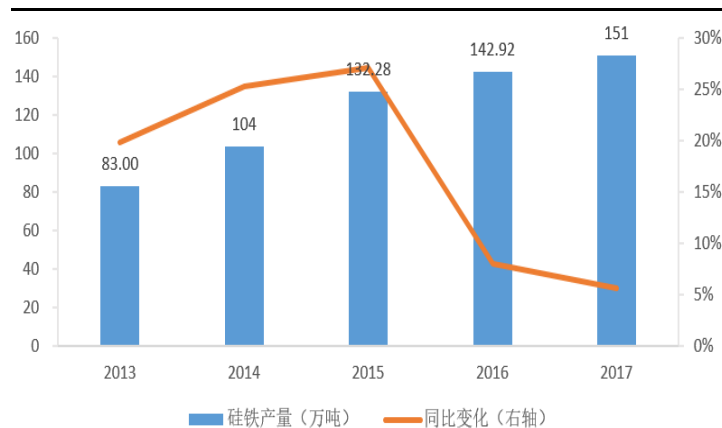
硅铁产量逐年走高，板块未来盈利依旧可期

前些年在硅铁合金产品价格持续下跌的背景下，作为全球最大的硅铁合金生产和销售企业，公司硅铁产量不降反增，呈逐年上涨态势，这主要得益于公司一体化全产业链所带来的成本优势。公司通过压缩各项成本费用，实现产品满销满产，成为行业中极少数能够在行业低点上仍实现盈利的企业。

2017年，公司硅铁产能达到180万吨，继续稳居世界第一。公司通过优化管理和技术改造，硅铁产量进一步提升至151万吨，较上年同期增长5.65%，不断刷新自身的历史记录。国家统计局和铁合金网的数据显示，公司硅铁产品的市场占有率逐年提升，目前占据国内硅铁合金市场1/3左右的份额，保持着较高的市场地位。

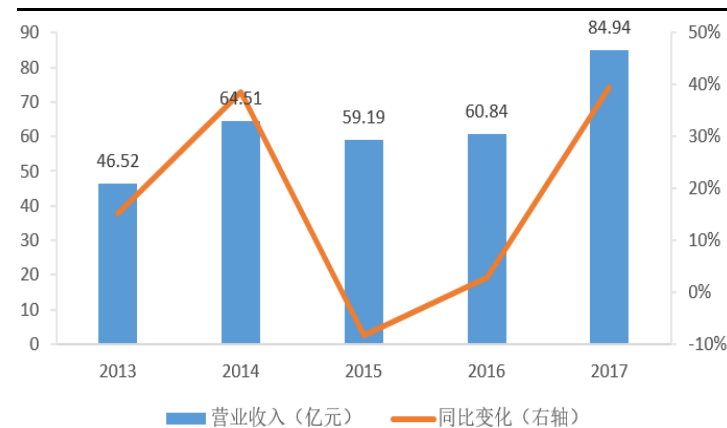
在公司硅铁产销量均创新高的同时，硅铁价格也于2016年下半年开始步入上行通道，2017年全年整体高位上行。受益于产品量价齐升，公司硅铁业务板块2017年实现营业收入84.94亿元，同比大幅增长39.61%。2018年一季度硅铁价格虽有所回调，但仍维持在7,600元/吨左右。根据我们前文研判，未来在需求稳定而供给不确定的背景下，硅铁价格有望继续保持强势，公司硅铁板块盈利的持续性依旧可期。

图 27：公司硅铁产量及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：公司硅铁业务营收及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

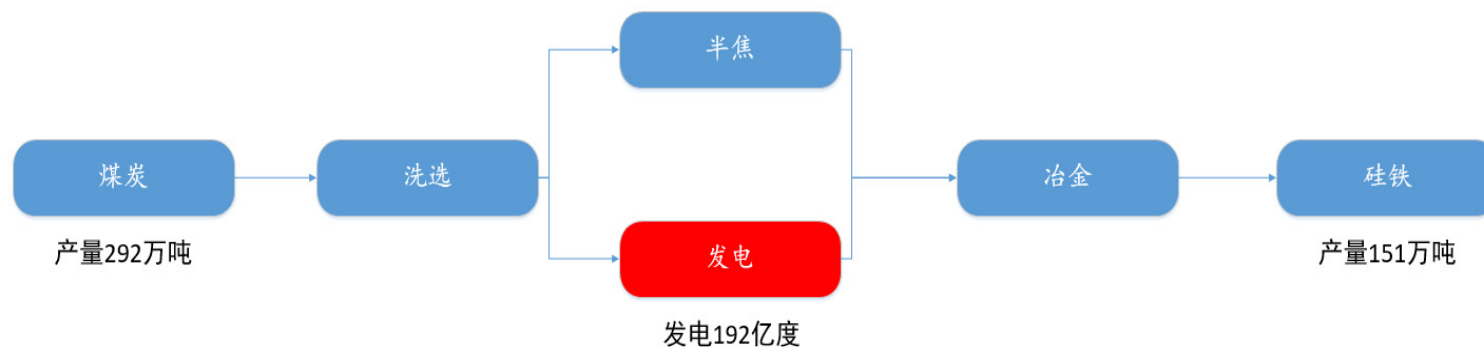
依托一体化产业链，成本竞争优势明显

公司现已在鄂尔多斯市西部棋盘井镇建成了煤炭、电力、冶金、化工循环经济工业园区，依托当地丰富的煤炭、硅石资源，以煤炭产业为基础，电力产业为能源中枢，围绕硅铁合金的生产，向上游煤、电领域延伸产业链，形成国内最为完整的“煤—电—硅铁合金”生产线。这种依托上游丰富资源构筑的循环经济产业链，不仅可以大大提高资源的利用率，将当地的资源优势有效地转化为成本优势和竞争优势，而且能充分发挥协同效应，使企业具有较强的抵御风险能力。

国内硅铁冶炼企业众多，由于产品差异不大，因此硅铁生产企业之间的竞争主要体现在成本控制方面。根据公司公告披露，硅铁行业是高耗能企业，电价成本约占总成本的 60%，因此电力成本很大程度上决定了硅铁合金的生产成本。目前公司拥有 500 万吨/年的优质焦煤产能，以及总装机容量达 302 万千瓦电力系统。2017 年公司原煤产量达到 292 万吨，发电 192 亿度，在电力供应上已经基本实现了自给自足，自给率接近 100%。

据中国电力知识库统计，35 千伏电压等级下，全国平均工业电价约为 0.5584 元/千瓦时，其中硅铁主产区甘肃、宁夏、蒙东、蒙西、青海电价分别为 0.4532 元/千瓦时、0.4390 元/千瓦时、0.443 元/千瓦时、0.4328 元/千瓦时、0.3572 元/千瓦时。根据中研网数据，鄂尔多斯自备电厂电价约为 0.32 元/吨，其成本较外购电硅铁企业低 15% 左右。公司依托自备电厂带来的成本竞争优势，将充分享受硅铁价格持续维持高位带来的行业红利。

图 29：“煤—电—硅铁合金”循环经济产业链



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

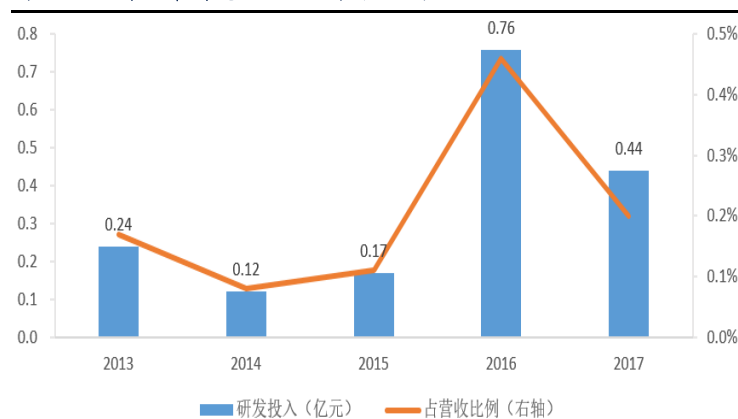
技术研发投入加大，受益未来行业集中度提升

与国内其他硅铁生产企业相比，公司进入该业务领域时间较晚，但通过对国外先进设备和工艺的引进，同时不断进行技术研发和改良，形成了对同行业其他企业后发的设备与技术优势，使公司硅铁合金单位电耗和原材料吨耗均低于行业平均水平。2014-2016 年，公司不断加大研发投入力度，2016 年达到 0.76 亿元，占全年营收的 0.76%。由于电力冶金板块研发进展良

好，2017 年公司研发投入降至 0.44 亿元，但仍要远高于 2015 年水平。此外，2017 年公司技术人员数量增长至 1,245 人，同比增长 23.76%，占员工总数的 4.85%。这均体现了公司对技术研发工作的重视，未来投入有望继续扩大。目前公司在电力冶金化工板块，已推动和在研项目 42 项，其中一部分已经获得良好效益，在能耗、环保等方面处于行业绝对领先地位。

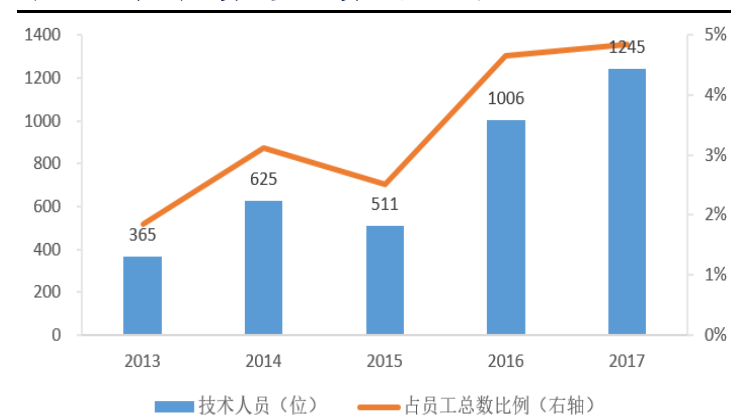
长期以来，我国硅铁合金生产具有分散和落后的特征，年产 10 万吨以上的大型硅铁生产企业较少，行业集中度较低，大量中小型企业无论从耗能、排放、生产效率等方面，远不能达到国家现行的标准。在当前新时代美丽中国的政策指引下，政府环保治理力度将不断加大，对节能减排的要求也将趋严。对于硅铁合金产业，国家未来会进一步加速淘汰落后产能，同时保护先进生产能力，从而使行业集中度进一步提升。公司拥有煤电冶金化工一体化产业链和全球最大的生产规模，成本优势巨大，同时具有高效环保的生产特点，优势企业竞争力凸显，将会是硅铁合金行业整合的最大受益者。

图 30：公司历年研发支出及占营收比例



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：公司技术人员数量及占员工总数比例

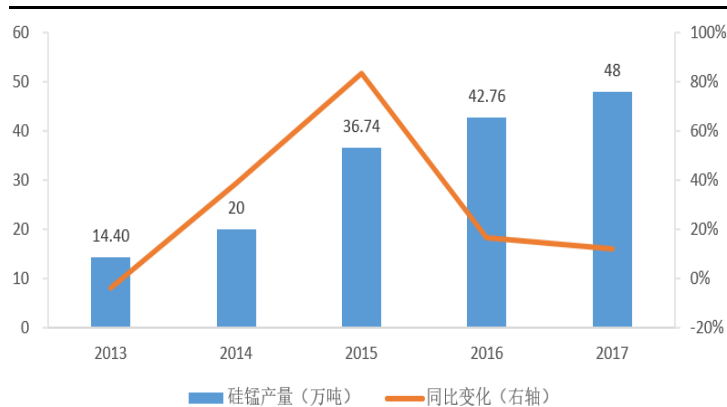


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

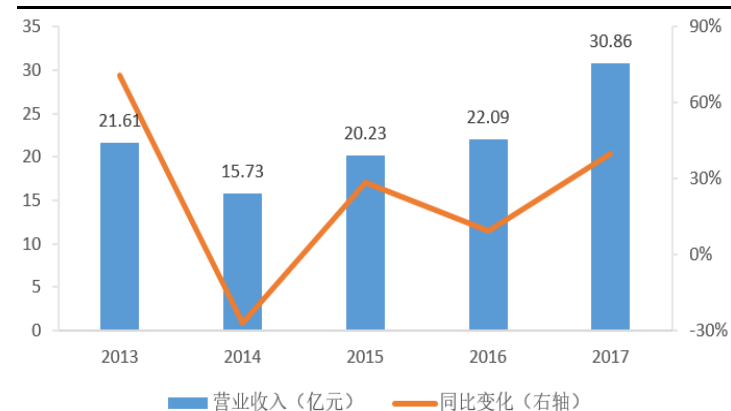
硅锰产量逐年提高，业绩具备高弹性

拥有 A 股唯一成熟产销链，硅锰产量逐年提升

硅锰合金的生产和销售是公司另一项主营业务，同时公司也是 A 股上市公司中唯一拥有成熟硅锰产销链的企业。近年来公司大力发展硅锰合金业务，并于 2016 年新投入硅锰生产线 10 万吨，使得硅锰产能增加至 40 万吨/年。公司硅锰产量逐年提升，2017 年高达 48 万吨，基本处于满负荷生产状态。随着产量的增长，硅锰业务营收规模也在稳步提升，2017 年硅锰板块收入为 30.86 亿元，同比增长 39.70%，占到公司总营收的 14.63%。

图 32: 公司硅锰产量及变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 公司硅锰业务营收及变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

成本优势依旧明显, 未来业绩具备高弹性

根据中国经济网数据, 生产 1 吨硅锰, 需要 2.2 吨锰矿、4000 度电、350 千克焦炭和 35 千克电极糊。按当前各产品价格测算, 在硅锰合金成本构成中, 锰矿占比最大为 60%左右, 其次是电力成本约为 30%。我们选取近年来内蒙古硅锰价格和澳洲锰矿价格进行对比, 发现二者走势具有趋同性, 这也侧面说明硅锰价格受锰矿价格调整影响较大。因此, 若硅锰生产企业的锰矿采购价格低于市场平均水平, 将在竞争中占据优势。

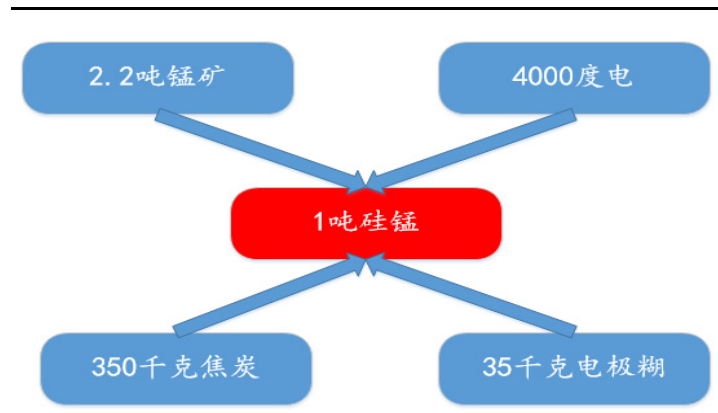
我国锰矿资源较少且开发成本较高, 因此严重依赖进口。而世界上最大的综合商社日本三井物产握有公司旗下硅锰生产商——电冶公司 25%的股权, 从而公司在锰矿采购方面拥有一定优势: 一是能保证供给的充足; 二是锰矿采购价格会略低于行业平均水平。另一方面公司作为大型硅锰生产企业, 一般情况下以签订长期协议方式采购锰矿为主, 且锰矿库存充足, 因此受锰矿价格波动影响较小。此外公司硅锰生产与硅铁类似, 电力供应自给率也接近 100%, 电力成本优势明显。因此公司在硅锰生产成本上要低于行业整体平均成本, 从而充分享受硅锰价格上涨带来的红利。

自 2016 年开始, 硅锰价格呈震荡上行态势, 并于 2018 年 1 月达到峰值。截至 2018 年 8 月 29 日, 内蒙古硅锰出厂均价为 9,075 元/吨, 与 2016 年初价格相比, 上涨幅度接近 126.88%。在硅锰价格上涨的同时, 锰矿的价格也在持续攀升, 澳洲锰矿由 2016 年初的 19.5 元/吨度, 涨至如今的 63 元/吨度。由于国内下游需求不减, 而原材料价格持续高位以及环保限产成为常态, 硅锰价格将获一定支撑。

2017 年锰矿等原材料价格上涨幅度高于硅锰价格涨幅, 致使公司硅锰合金板块毛利率同比下跌 13.36 个百分点, 仅为 7.34%。然而中小型硅锰生产企业对原材料价格上涨更为敏感, 锰矿价格进入 2018 年后仍在高位徘徊, 将进一步压缩其生存空间。长

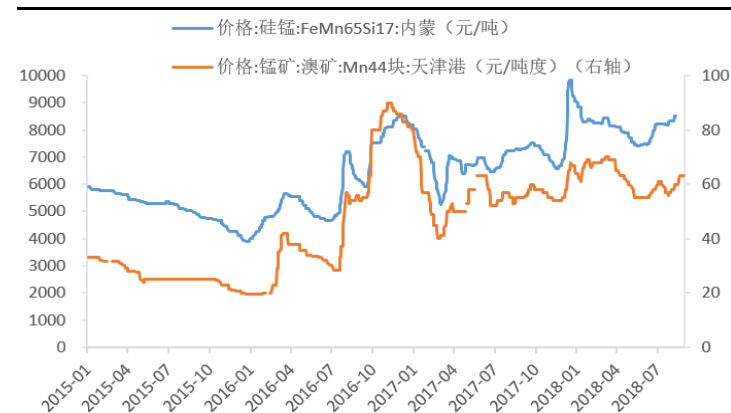
期来看包括公司在内的大型硅锰生产企业将最终受益。此外，环保治理的趋严将会迫使部分硅锰生产企业限产甚至停产，而公司已先后对环保设备投入了大量资金，是行业里第一个完成超低排放的企业，因环保停产可能性较小。综上所述，我们认为面对硅锰价格持续高位的大好形势，公司硅锰业绩仍具备高弹性。

图 34: 硅锰生产成本构成



资料来源：信达证券研发中心整理

图 35: 硅锰价格走势与锰矿价格走势具有趋同性

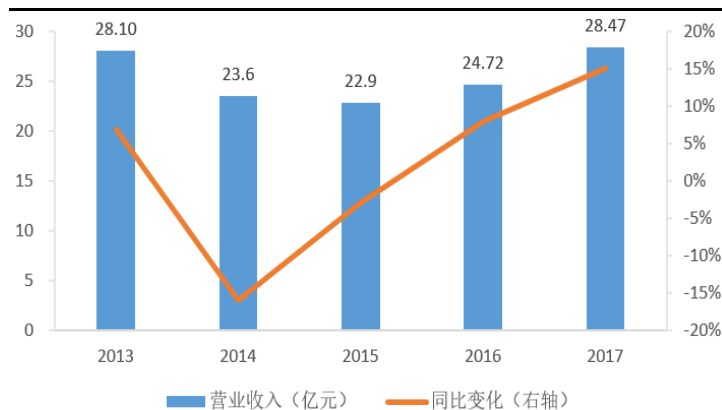


资料来源：万得，信达证券研发中心

品牌重塑卓有成效，羊绒服装板块业绩持续改善

羊绒服装业务一直是公司的传统核心品类，在深耕羊绒产业的 35 年里，公司积累了丰富的生产销售经验，建立了从羊绒原绒采购到初加工、深加工、成衣生产、品牌推广、渠道建设、产品销售的全产业链协同发展的经营模式，成为世界上最大的羊绒类服装生产企业和销售企业，连续多年位列全国十大服装品牌。

近年来，受宏观经济周期性下行以及劳动力成本上升等因素的冲击，公司羊绒板块营收逐年降低。2016 年开始，随着全球经济逐步复苏，国内外羊绒制品业景气度回升带动产品需求进一步增长，使公司羊绒制品内、外销量均有所增加。2017 年，公司在羊绒服装的全产业链竞争力得到进一步加强，品牌重塑战略在渠道影响力方面卓有成效，全年新开渠道 241 家，翻新升级渠道 104 家。得益于此，公司羊绒服装板块营业收入为 28.47 亿，同比增长了 15.17%。凭借公司多年建立的品牌影响力，受众群体愈加广泛，同时在设计、技术方面，公司羊绒制品也处于业内领军地位。随着公司不断优化产品结构，市场占有率有望进一步巩固，推动公司业绩持续走高。

图 36: 羊绒服装板块营收及变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 鄂尔多斯主要羊绒品牌

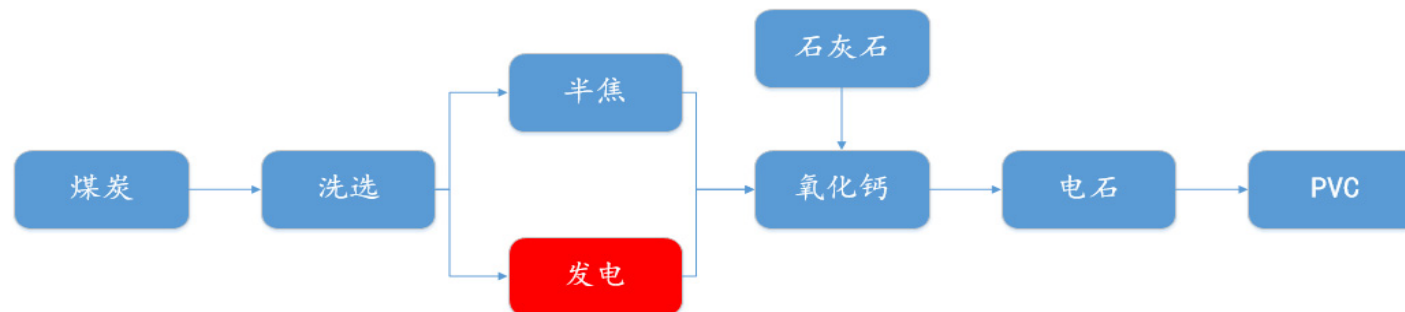

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

化工板块一体化生产优势凸显, 把握未来发展先机

公司化工产业现已形成电石 130 万吨、PVC40 万吨、烧碱 30 万吨、水泥 100 万吨的产业链条和产能规模, 其中电石、PVC 产品质量和运营能力均达到行业领先水平。电石和 PVC 树脂的生产依托当地丰富的煤炭和石灰石资源, 按照循环经济产业链模式, 形成了“煤-电-氯碱化工”生产线。由于电力成本也在很大程度上决定了 PVC 的生产成本, 公司一体化生产优势再次凸显, 且主要生产原料—电石也能做到自给自足。

2017 年, 公司生产电石 161 万吨, 贡献营收 25.45 亿元, 较上年增长 56.31%; 生产 PVC 树脂 45 万吨, 贡献营收 25.91 亿元, 较上年增长 28.17%。受上游原材料价格上涨影响, 公司电石和 PVC 树脂毛利率虽均有所降低, 分别为 23.49%和 27.70%, 但仍高于行业平均水平。

未来随着我国 PVC 产能逐步向中西部资源富集地区转移, 尤其是政府对优惠电价的取消和差别电价的执行, 环保、节能减排力度的加大, 氯碱行业传统价格竞争模式必然会向企业综合竞争模式转变。公司作为产业链一体化的大型综合企业, 同时具备原料、成本、技术、资金等优势, 在未来竞争中处于有利地位。

图 38：“煤-电-氯碱化工”循环经济产业链


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大股东连续增持，对公司控制力增强

基于对公司价值的认可，公司控股股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司其一致行动人鄂尔多斯资产管理（香港）公司计划自 2018 年 2 月 23 日起 12 个月内择机增持公司 B 股股份，增持数量不低于 1,090 万股，且不高于 3,000 万股。本次增持前，集团公司及其一致行动人香港公司持有公司股份合计 525,725,074 股，占公司总股本的比例为 50.942%，其中 A 股 42,000 万股，占公司总股本的 40.698%，B 股 105,725,074 股，占公司总股本的 10.245%。截至 2018 年 3 月 15 日收盘，香港公司按照本次增持计划，通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持了公司 B 股股份 21,234,931 股，增持数量占公司总股本的 2.0576%。

这并非只是鄂尔多斯资产管理（香港）公司首次增持公司股份，在此之前，从 2015 年开始其先后发布了三次增持计划。分别于 2015 年 1 月—12 月，累计增持公司鄂资 B 股 20,633,954 股，占公司总股本的 1.9994%；2016 年 9 月—2017 年 9 月，累计增持公司鄂资 B 股 6,334,439 股，占公司总股本的 0.6138%；2017 年 11 月—2018 年 2 月，累计增持公司 B 股 20,639,986 股，占公司总股本的 2%。大股东通过增持上市公司一定比例的流通股，实现了对上市公司控制能力的提升。

表 6：鄂尔多斯资产管理（香港）公司增持公司股份情况

时间	事件进展
2015.1	累计买入公司鄂资 B 股 451,102 股，占公司总股本的 0.044%，发布增持计划，拟继续增持不超过公司总股本 2% 的 B 股
2015.12	本次增持计划实施完毕，在增持计划期间，累计买入鄂资 B 股 20,633,954 股，占公司总股本的 1.9994%
2016.9	累计买入公司鄂资 B 股 1,727,667 股，占公司总股本的 0.1674%，发布增持计划，拟继续增持不超过公司总股本 2% 的 B 股
2017.9	本次增持计划实施完毕，在增持计划期间，累计买入鄂资 B 股 6,334,439 股，占公司总股本的 0.6138%
2017.11	发布增持计划，拟增持的金额不低于 800 万美元，且不高于 2600 万美元，增持公司 B 股数量不超过

2064 万股（公司总股本的 2%）

2018.2	本次增持计划实施完毕，累计增持公司 B 股 20,639,986 股，占公司总股本的 2%
2018.2	发布增持计划，拟增持公司 B 股股份，增持数量不低于 1090 万股，且不高于 3000 万股
2018.3	截至 2018 年 3 月 15 日收盘，通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计增持了公司 B 股股份 21,234,931 股，增持数量占公司总股本的 2.0576%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

盈利预测与估值

盈利预测

根据鄂尔多斯目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 18-20 年营业收入分别为 234.18、239.26 和 239.33 亿元，同比增长 5.84%、2.17%和 0.03%；毛利率为 29.55%、29.58%和 29.68%，分别提升 2.41、0.03 和 0.09 个百分点。根据公司当前股本计算，我们预计鄂尔多斯 18-20 年摊薄 EPS 分别为 0.72 元、0.76 元和 0.78 元。以 2018-08-31 收盘价 8.65 元，对应的 18-20 年 PE 分别为 12X、11X 和 11X。

表 7：鄂尔多斯盈利预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
硅铁产量（万吨）	151	171	180	180
同比（%）	5.59%	13.25%	5.26%	0.00%
硅锰产量（万吨）	48	48	48	48
同比（%）	12.25%	0%	0%	0%
营业收入（百万元）	22,126.93	23,418.18	23,926.46	23,932.69
同比（%）	33.37%	5.84%	2.17%	0.03%
其中：电力冶金化工板块（百万元）	17,411.19	18,463.30	18,715.30	18,446.75
同比（%）	39.81%	6.04%	1.36%	-1.43%
其中：羊绒服装板块（百万元）	2,712.40	2,848.02	2,990.42	3,139.94
同比（%）	13.26%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本（百万元）	16,122.50	16,498.76	16,848.91	16,830.65
同比（%）	39.12%	2.33%	2.12%	-0.11%
毛利率（%）	27.14%	29.55%	29.58%	29.68%

资料来源：万得，信达证券研发中心。

相对估值与投资评级

由于公司业务板块主要分为电力冶金化工和羊绒服装两大板块，因此我们采用分部估值法对公司进行估值。

电力冶金化工板块：该板块产品结构复杂，但硅铁、硅锰合金收入占比较高，是主要利润来源。由于公司铁合金业务利润与下游钢铁企业关联度较高，因此我们选取部分合金钢铁企业以及业务较为多元的钢铁企业作为对比公司。参考万得一致盈利预测，可比公司 PE (TTM) 中值为 13 倍。考虑到铁合金价格持续高位，以及该板块其他业务毛利率较高，因此给予电力冶金化工板块行业平均水平的 13 倍 PE。以 2018 年该板块每股收益 0.56 元为估值基准，则对应价值为 7.28 元。

表 8: 电力冶金化工板块可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2018E	2019E	2020E	TTM	2018E	2019E	2020E
000708.SZ	大冶特钢	9.75	1.20	1.33	1.45	10	8	7	7
000709.SZ	河钢股份	2.87	0.21	0.22	0.23	13	9	8	7
002756.SZ	永兴特钢	14.90	1.42	1.74	2.03	13	10	9	7
600019.SH	宝钢股份	7.88	1.03	1.12	1.14	8	8	7	7
600117.SH	西宁特钢	4.66	0.06	0.08	0.09	79	74	61	51
000959.SZ	首钢股份	4.23	0.53	0.60	0.66	8	8	7	6
中值			0.78	0.86	0.9	13	9	8	7

资料来源：万得，股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价

注：EPS 取自万得一致预期

羊绒服装板块：羊绒服装属于较高端服装产品，我们选取 A 股部分中高端服装公司做对比，可比公司 PS 均值为 1.5 倍。考虑到公司在羊绒服装的全产业链竞争力优势以及品牌重塑战略成效显著，给予该板块行业平均水平的 1.3 倍 PS。以 2018 年该板块每股收入 2.76 元为估值基准，则对应价值为 3.59 元。

表 9：羊绒服装板块可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	SPS				PS		
			2018E	2019E	2020E	TTM	2018E	2019E	2020E
002042.SZ	华孚时尚	6.90	10.92	13.96	17.07	0.78	0.6	0.5	0.4
002612.SZ	朗姿股份	10.36	6.82	7.71	8.78	1.6	1.5	1.3	1.2
603518.SH	维格娜丝	16.30	18.00	20.57	23.30	1.0	0.9	0.8	0.7
002029.SZ	七匹狼	6.40	4.61	5.18	5.89	1.5	1.4	1.2	1.1
均值			8.87	10.84	12.93	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源：万得，股价为 2018 年 8 月 31 日收盘价

注：EPS 取自万得一致预期

综合以上分析，我们认为 2018 年公司对每股合理价值为 10.87 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险因素

- 1、宏观经济风险。1) 公司主营产品硅铁、硅锰以及其他化工产品主要用于钢铁冶炼及建材工业，与国内外宏观经济形势关联度较高；2) 羊绒服装属于中、高端消费品，需求弹性较大，易受经济景气度影响。若宏观经济走势不及预期将对公司产品产销造成不利影响。
- 2、政策风险。1) 政府仍在坚定不移推进钢铁行业供给侧改革，若去产能力度大超预期，公司铁合金下游市场需求将萎缩，导致公司盈利能力有所波动；2) 公司羊绒服装业务以及电冶化工业务均会在生产过程中会产生污染物，随着环保治理趋严，若环保要求超出公司目前环保排放水平，将对公司生产成本以及开工情况产生影响。
- 3、原材料价格上涨风险。上游锰矿等原材料价格上涨，将导致公司生产成本增加，盈利空间进一步压缩。
- 4、安全生产风险。公司涉及的煤炭、铁合金、电石等行业，在生产过程中面临人员、机器设备、物料、环境等复杂因素，一旦出现安全事故，将直接影响公司生产销售情况，并造成较大负面社会影响。
- 5、行业竞争加剧风险。中国羊绒加工业具有市场化程度高、进入壁垒低、行业自律性差等特点，产能严重过剩，羊绒加工企

业数量众多，行业内部竞争激烈，将给公司带来一定市场压力。

6、产品出口不及预期风险。公司羊绒衫外销量较高，铁合金产品也有一定比例用以出口，但目前国外市场的政治、经济环境存在一定的不稳定性，贸易形势不容乐观，可能会给公司海外业务带来不确定性因素。

7、偿债风险。公司负债水平仍属较高，债务负担较重，短期偿债压力大，筹资现金流持续表现为净流出。

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,486.36	15,619.74	16,803.12	18,052.99	19,182.57
货币资金	4,213.22	4,682.38	5,440.38	6,477.34	7,609.39
应收票据	2,005.99	3,650.11	3,863.12	3,946.96	3,947.99
应收账款	1,781.75	2,188.45	2,316.16	2,366.43	2,367.05
预付账款	798.93	518.67	530.77	542.04	541.45
存货	3,491.44	3,109.00	3,181.56	3,249.08	3,245.56
其他	1,195.02	1,471.14	1,471.14	1,471.14	1,471.14
非流动资产	31,778.09	30,441.25	30,828.62	31,231.60	31,642.64
长期投资	5,914.59	5,985.99	5,985.99	5,985.99	5,985.99
固定资产	22,994.15	22,186.97	22,627.81	23,082.96	23,443.85
无形资产	1,039.25	1,063.01	1,073.24	1,082.07	1,089.51
其他	1,830.10	1,205.28	1,141.58	1,080.58	1,123.29
资产总计	45,264.44	46,061.00	47,631.74	49,284.59	50,825.21
流动负债	27,839.99	27,111.30	27,308.56	27,459.85	27,453.48
短期借款	15,217.58	17,389.93	17,389.93	17,389.93	17,389.93
应付账款	4,123.97	4,463.02	4,567.18	4,664.11	4,659.05
其他	8,498.44	5,258.35	5,351.45	5,405.81	5,404.50
非流动负债	3,407.66	5,121.84	5,121.84	5,121.84	5,121.84
长期借款	3,189.75	3,586.09	3,586.09	3,586.09	3,586.09
其他	217.91	1,535.75	1,535.75	1,535.75	1,535.75
负债合计	31,247.65	32,233.14	32,430.40	32,581.69	32,575.32
少数股东权益	6,745.49	5,991.83	6,724.53	7,495.17	8,288.36
归属母公司股东权益	7,271.30	7,836.02	8,476.81	9,207.73	9,961.53
负债和股东权益	45,264.44	46,061.00	47,631.74	49,284.59	50,825.21

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,591.21	22,126.93	23,418.18	23,926.46	23,932.69
同比(%)	8.87%	33.37%	5.84%	2.17%	0.03%
归属母公司净利润	265.63	520.97	743.99	782.52	805.41
同比(%)	10.25%	96.12%	42.81%	5.18%	2.92%
毛利率(%)	30.15%	27.14%	29.55%	29.58%	29.68%
ROE(%)	3.70%	6.90%	9.12%	8.85%	8.40%
每股收益(元)	0.26	0.50	0.72	0.76	0.78
P/E	34	17	12	11	11
P/B	1.23	1.14	1.05	0.97	0.90
EV/EBITDA	7.42	6.48	7.47	7.25	7.06

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,591.21	22,126.93	23,418.18	23,926.46	23,932.69
营业成本	11,589.13	16,122.50	16,498.76	16,848.91	16,830.65
营业税金及附加	336.90	430.03	460.20	470.19	470.31
营业费用	1,061.06	1,349.99	1,428.77	1,459.78	1,460.16
管理费用	1,108.13	1,094.59	1,454.91	1,486.48	1,486.87
财务费用	1,484.84	1,373.07	1,351.50	1,321.29	1,322.07
资产减值损失	361.76	353.04	207.13	211.59	183.26
公允价值变动收益	1.04	1.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.41	28.60	35.20	31.82	44.89
营业利润	662.83	1,493.46	2,123.67	2,231.59	2,295.81
营业外收入	260.28	16.83	20.58	20.58	20.58
营业外支出	46.24	98.52	51.97	51.54	51.39
利润总额	876.87	1,411.78	2,092.28	2,200.63	2,265.00
所得税	298.32	377.75	615.59	647.47	666.41
净利润	578.55	1,034.03	1,476.69	1,553.16	1,598.59
少数股东损益	312.92	513.06	732.70	770.64	793.18
归属母公司净利润	265.63	520.97	743.99	782.52	805.41
EBITDA	4,479.52	5,086.44	4,414.45	4,546.33	4,669.16
EPS (摊薄)	0.26	0.50	0.72	0.76	0.78

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	4,273.05	4,343.44	3,474.59	3,743.17	3,900.04
净利润	578.55	1,034.03	1,476.69	1,553.16	1,598.59
折旧摊销	2,227.41	2,275.37	1,135.09	1,181.68	1,228.61
财务费用	1,375.25	1,399.29	1,187.08	1,164.02	1,175.55
投资损失	-14.17	-28.10	-35.20	-31.82	-44.89
营运资金变动	-276.98	-761.26	-435.25	-273.21	-187.16
其它	382.99	424.11	146.19	149.33	129.34
投资活动现金流	-1,124.45	-514.13	-1,426.31	-1,490.59	-1,540.84
资本支出	-735.22	-598.54	-1,461.51	-1,522.40	-1,585.73
长期投资	-343.40	179.36	35.20	31.82	44.89
其他	-45.83	-94.95	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,444.20	-4,474.23	-1,290.28	-1,215.62	-1,227.15
吸收投资	0.00	16.45	0.00	0.00	0.00
借款	1,448.49	-1,746.51	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1,571.44	2,675.78	1,290.28	1,215.62	1,227.15
现金净增加额	1609.10	-588.34	758.00	1036.96	1132.05

有色金属与钢铁小组简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

唐伊辰，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

冯孟乾，建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。