

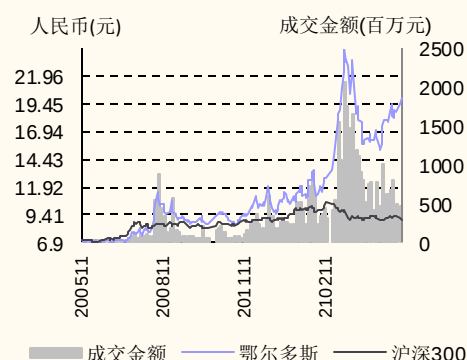
鄂尔多斯 (600295.SH) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 19.93 元

目标价格 (人民币): 23.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.28
已上市流通 A 股(亿股)	6.53
总市值(亿元)	284.59
年内股价最高最低(元)	24.45/6.95
沪深 300 指数	4996
上证指数	3419

**碳中和下钢铁产业链优质弹性标的****公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,790	23,141	29,470	29,720	29,820
营业收入增长率	-4.48%	1.54%	27.35%	0.85%	0.34%
归母净利润(百万元)	1,341	1,528	3,399	3,440	3,446
归母净利润增长率	45.22%	13.97%	122.45%	1.21%	0.16%
摊薄每股收益(元)	0.939	1.070	2.381	2.409	2.413
每股经营性现金流净额	2.46	2.93	4.98	5.16	5.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.61%	11.20%	21.58%	19.20%	17.16%
P/E	9.61	9.74	8.37	8.27	8.26
P/B	1.02	1.09	1.81	1.59	1.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **铁合金、化工、羊绒三大业务齐头并进。**1) 硅铁年产能 160 万吨, 硅锰合金产能 40 万吨, 已形成硅铁产销规模国内、国外第一; 2) PVC 现有产能 80 万吨, 电石产能 160 万吨, 烧碱产能 60 万吨, 氯碱化工产销规模全国第四、内蒙第一; 3) 羊绒业务品牌知名度高, 已建立从原绒采购加工、成衣生产、品牌推广、渠道建设、产品销售全产业链经营模式。
- **硅铁价格弹性大, 碳中和下有望受益。**
 - ✓ 高耗能行业投资机会已在焦炭上上演, 硅铁行业当前政策环境类似, 去产能控能耗逻辑相仿, 且同为高弹性小品种。当前包头、乌兰察布等已关停产能占全国月产量近 8%, 参考 2017 年宁夏关停产能占全国 15%, 价格 3 月内从 6000 涨至 1.2 万元/吨。
 - ✓ 预计 2021 年硅铁价格中枢将整体上移至 7500-8000 元/吨。若内蒙等地淘汰政策落地实施良好, 有望继续推动硅铁价格。
 - ✓ 公司硅铁产销占比 30%, 全国第一; 自备电厂叠加孤网运行成本优势显著, 测算价格每上涨 100 元对应盈利 1.06 亿元, 业绩弹性大。
- **化工业务关注度低、预期差大。**公司扩产后化工业务前期市场关注度较低, 且成本端亦具备较大优势, 特别是 PVC。预计 2021 年国内 PVC 行业仍处于紧平衡状态, 支撑价格继续维持较高水平
- **疫情后羊绒业务存在边际改善。**结合往年业绩情况, 公司羊绒服装板块业务稳定, 2021 年疫情得到控制后有望恢复至往年的 3 亿左右利润规模。

投资建议&盈利预测

- 预计 2021-2023 年公司实现营业收入分别为 294.70 亿元、297.95 亿元、298.80 亿元, 同比增长 27.4%、1.1%、0.3%; 实现归母净利润分别为 33.99 亿元、34.50 亿元、34.98 亿元, 同比增长 122.45%、1.49%、1.38%, 对应 EPS 分别为 2.38 元、2.42 元、2.45 元, 对应 PE 分别为 8.4 倍、8.3 倍、8.3 倍。作为价格弹性品种, 我们给予公司 21 年 10 倍 PE, 对应 330 亿市值, 给予目标价 23 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 硅铁去产能政策不达预期导致价格大幅波动、大股东质押率高。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、铁合金、化工、羊绒三大业务齐头并进	4
二、硅铁价格弹性大，碳中和下有望受益	5
2.1 碳中和背景下，高耗能行业政策频出	5
2.2 硅铁——碳中和下钢铁产业链最佳弹性品种	7
2.3 硅铁涨价带来业绩弹性大	11
三、化工业务关注度低、预期差大	13
四、疫情后羊绒业务边际改善	15
五、盈利预测与投资建议	17
六、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司股权穿透和主要控股情况	4
图表 2：公司三大业务板块收入占比	5
图表 3：电冶业务（铁合金、化工）毛利占比超 84%	5
图表 4：公司各产品毛利率变	5
图表 5：《推进钢铁行业低碳行动倡议书》	5
图表 6：内蒙、甘肃等地对高能耗行业限制政策频出	6
图表 7：硅铁十年价格走势复盘	8
图表 8：硅铁产量统计	9
图表 9：钢铁需求预测	9
图表 10：Mysteel 统计金属镁产量（吨）	9
图表 11：硅铁出口统计	10
图表 12：硅铁进口统计	10
图表 13：硅铁开工率统计	10
图表 14：硅铁主产区开工率统计	10
图表 15：硅铁产能统计	11
图表 16：硅铁、硅锰产量累计同比增速	11
图表 17：公司电冶板块生产流程示意图	11
图表 18：公司硅铁产量（万吨）	12
图表 19：公司硅锰产量（万吨）	12
图表 20：国内硅铁主产区产量占比	12
图表 21：国内主要硅铁企业市占率统计	12
图表 22：硅铁成本占比	13
图表 23：低成本自备电厂成本测算	13
图表 24：盈利弹性测算	13
图表 25：公司化工板块产业链布局	14
图表 26：公司近年电石产量（万吨）	14

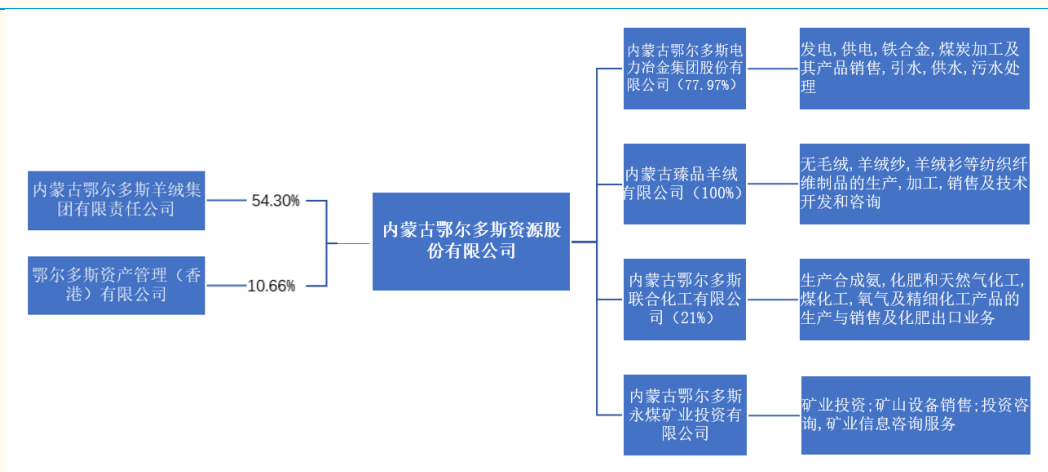
图表 27: 公司近年 PVC 产量 (万吨)	14
图表 28: 全国 PVC(电石法, 元/吨).....	15
图表 29: 公司羊绒服装生产流程示意图.....	16
图表 30: 公司羊绒服装品牌情况.....	16
图表 31: 公司羊绒衫产量.....	17
图表 32: 公司围巾披肩产量.....	17
图表 33: 盈利预测.....	17
图表 34: 电价调整对公司利润影响的敏感性测算.....	18
图表 35: 2016-2018 年硅铁价格波动.....	19
图表 36: 硅铁主产区 2018 年前产能变化趋势.....	20

一、铁合金、化工、羊绒三大业务齐头并进

- 公司前身为鄂尔多斯羊绒衫厂，经过多年发展，形成了羊绒服装、电力冶金化工（硅铁合金、氯碱化工）两大板块，三大业务。
- **铁合金业务。**公司借助煤炭、自备电力优势，形成国内最为完整的“煤—电—硅铁合金”生产线。公司硅铁年产能 160 万吨，硅锰合金产能 40 万吨，已形成硅铁产销规模国内、国外第一。
- **氯碱化工业务。**公司结合铁合金业务，形成国内最为完整的“煤炭等矿产资源—电—氯碱化工”生产线。PVC 现有产能 80 万吨，电石产能 160 万吨，烧碱产能 60 万吨，氯碱化工产销规模全国第四、内蒙第一。
- **羊绒服装业务。**公司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、产品销售全产业链经营模式，已成为全世界产销规模最大、产业体系最完善的羊绒类服装生产企业和销售企业。
- 此外，公司拥有多晶硅产能 1.2 万吨、尿素产能 100 万吨、煤炭产能 150 万吨、水泥产能 100 万吨。公司围绕硅铁合金和氯碱化工产品的生产，综合利用“三废”，进一步发挥公司工业园区循环经济产业链的低成本核心竞争力，提升园区资源的综合利用价值。

公司第一大股东为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团，实控人为王林祥，核心业务所在的控股子公司电冶公司控股比例为 77.97%。

图表 1：公司股权穿透和主要控股情况

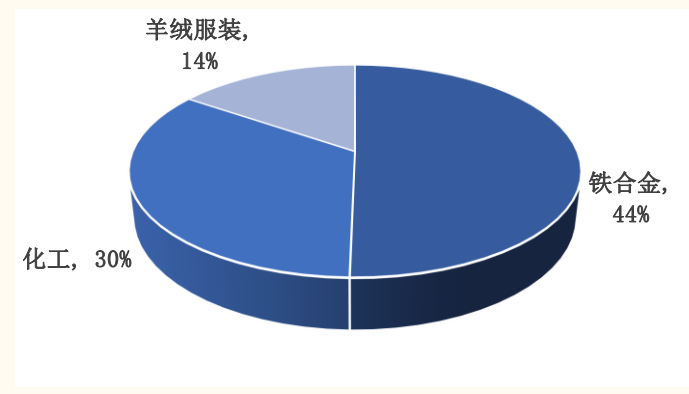


来源：wind、国金证券研究所

铁合金、化工是最主要收入、利润来源，硅铁则占比最高。

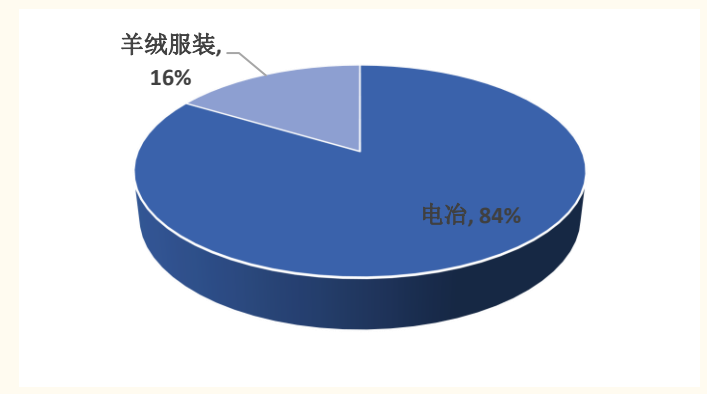
- 从收入结构看，铁合金和化工业务所在的电冶板块在收入中占比 91.5%，羊绒服装占比 8.7%。具体看，以 2019 年年报，铁合金占比 44.4%，其中硅铁占到 36.1%，占比最高；化工业务占比 30.1%。
- 从利润结构看，电冶板块毛利占比 83.6%，羊绒服装占比 16.4%。具体看，以 2019 年年报，铁合金占比 29.5%，其中硅铁占到 29.3%，占比最高；化工业务占比 33.3%。

图表 2：公司三大业务板块收入占比



来源：wind、国金证券研究所

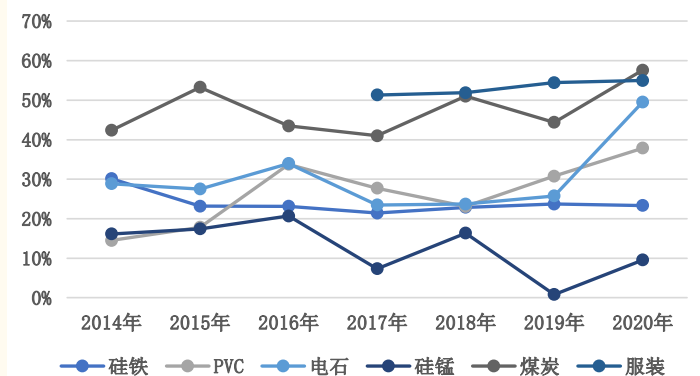
图表 3：电冶业务（铁合金、化工）毛利占比超 84%



来源：wind、国金证券研究所

- 毛利率方面，三大业务板块，羊绒业务毛利率最高，且近年来呈现出逐步抬升态势。电冶板块综合毛利率 26% 左右，硅铁、化工近年来毛利率较为稳定，因公司产能规模及市占率因素，受产品周期价格波动影响在趋缓。

图表 4：公司各产品毛利率变



来源：wind、国金证券研究所

二、硅铁价格弹性大，碳中和下有望受益

2.1 碳中和背景下，高耗能行业政策频出

- 碳中和大背景下，今年 2 月，中钢协发布《钢铁担当，开启低碳新征程——推进钢铁行业低碳行动倡议书》。我们认为，2021 年将是钢铁行业实现低碳元年，将带来几方面影响：
 - 一方面，在碳达峰目标约束下，工信部在全国工业和信息化工作会议上明确表示：坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。供给侧改革后供给端无序增长问题有望得到制约，供需改善，平滑利润波动；
 - 另一方面，高能耗、低效益的中小企业将被淘汰，实力雄厚的大型企业通过低碳创新（改善生产流程、更新生产设备和使用的低碳能源），竞争力和集中度进一步提升。
 - 对应的投资机会，对于行业、产业链上下游与部分企业而言，短期看，供给影响带来产品价格和利润的弹性加大；长期看，将带来行业竞争格局的改善。

图表 5：《推进钢铁行业低碳行动倡议书》

八点倡议	具体
------	----

八点倡议	具体
统一思想认识，主动担当作为	要积极主动，担当作为，努力在“十四五”期间提前实现碳达峰，实现钢铁行业绿色低碳发展，做出应有贡献
优化工艺路径，调整产业结构	进一步优化工艺流程和原料结构，在循环经济理念下，提高各类资源的循环利用率，提高废钢和球团使用比例，有序引导短流程电炉炼钢发展，提高废钢比，降低铁钢比，减少吨钢碳排放强度。
发展清洁能源，优化能源结构	积极利用太阳能、风能、氢能和生物能等清洁能源，协作研发并推广应用非化石能源替代技术、生物质能技术、储能技术等，探索清洁能源与钢铁副产煤气、余热余压自发电机组相衔接的智慧电力供应网络建设，促进能源结构清洁低碳化。
提升系统能效，降低化石能源消耗	推广节能管理和节能技术应用；大力推进节能技术改造，大力推广应用先进节能技术和设备
立足科技进步，创新低碳技术	积极推动氢冶金等低碳冶金技术的突破，加强碳捕集、利用及封存等低碳技术的创新研发应用
打造低碳产品，共建绿色生态圈	基于全生命周期理念开展生态产品设计，开发优质、高强、长寿命、可循环的钢铁产品。加强钢铁产品全生命周期碳足迹研究，加快钢铁生态圈建设，实现全产业链的紧密协作
强化碳管控水平，积极参与碳交易	完善钢铁行业碳配额分配及碳交易方案，推进钢铁行业低碳冶金技术、碳排放监测及计量技术、管控与评估的标准体系的建设。
全员倡导协同，铸就低碳生活	将资源能源节约、环境保护、生态治理修复与碳减排工作相结合，统筹协调增效，加快矿山植被修复、厂区立体绿化等提升碳汇总量

来源：中钢协、国金证券研究所

- **高耗能行业集中区域政策频出。**“十三五”内蒙地区“能耗双控”问题突出，从年初以来，乌兰察布、包头到电价调整，限制高耗能行业政策陆续出台，影响开始显现。除此之外，甘肃等铁合金主产区政策同样在跟进中。
- 2020年8月，内蒙古自治区节能主管部门被国家发改委环资司约谈。公开通报，“十三五”内蒙古“能耗双控”（能源消费总量和强度双控）供需突出、教训深刻，全区单位GDP大幅上升，能耗增量严重超控，两项指标全国倒数第一。内蒙古12个盟市中，无一完成能耗强度下降的目标。以2020年为例，内蒙古新增能耗总量约为8000万吨，超过国家下达指标约4000万吨。
- 2021年1月，内蒙古全区发展和改革工作会议上，提出从明年开始，不再审批铁合金、电石、PVC、水泥熟料、石墨电极材料、兰炭等项目，除国家布局的现代煤化工项目外，内蒙古“十四五”原则上不再审批新的煤化工项目。在削减能耗存量方面，自治区将加快淘汰钢铁、电石、铁合金、焦化、电解铝等限制类以下落后产能。

图表6：内蒙、甘肃等地对高能耗行业限制政策频出

日期	政策	主要内容
21年1月	乌兰察布发布《关于做好重点用能工业企业能耗“双控”》文件	重点用能工业企业月度总用电量不得突破38亿千瓦时，21年1月份重点用能工业企业必须在2020年12月总用电量44亿千瓦时基础上消减用电量6亿千瓦时。主要措施包括：国家限制类25000千伏安及以下普通合金矿热炉（硅锰类）取消用电负荷。（限电）（2020年底前生产低钛铬铁合金、硅钙合金、硅铬、微碳微钛硅铁等特种合金矿热炉除外）；对25000千伏安以上半密闭合金矿热炉（硅锰类），按2020年12月份实际用电量减少47%预算管理；对25000KVA以上全密闭合金矿热炉、特种合金矿热炉、30000KVA以上电石矿热炉按2020年12月份实际用电量下达用电指标，月用电量目标不超35.32亿千瓦时
21年2月	内蒙古自治区发布《调整部分行业电价政策和电力市场交易政策》	对电解铝、铁合金、电石、水泥、钢铁等8个行业实行差别电价。从21年2月10日起，限制类加征0.1元/度，淘汰类加征0.3元/度。同时，要求拥有自备电厂的厂家按自发自用电量缴纳0.01元/千瓦时的政策性交叉补贴。21年二季度起，自治区工信部分根据政策，甄别当年列入落后产能的淘汰、限制类企业（设备）名单，电网根据名单收取加价电费。
21年2月	包头市工信局发布关于核实重点行业淘汰类限制类（生产设备）企业名单的通知	“十四五”化解过剩产能（铁合金）共涉及，15家硅铁企业合计26台设备，涉及产能24450吨/月（实际23595吨/月）；4家硅锰企业合计7台设备，涉及产能16290吨/月（实际10440吨/月）。
21年2月	甘肃印发《甘肃省高耗能行业执行差别电价管理办法》	提高对钢铁、铁合金、电解铝、锌冶炼、电石、烧碱、黄磷、水泥等8个行业差别电价加价标准，其中，限制类产能生产用电加价标准为每千瓦时0.10元，淘汰类产能生产用电加价标准为每千瓦时0.30元。

日期	政策	主要内容
2021 年 3 月	内蒙发布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施（征求意见稿）》	从 2021 年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、PVC、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱、磷酸、黄磷等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。

来源：内蒙发改委、国金证券研究所

- **内蒙地区近期铁合金去产能重点事件梳理。**从乌兰察布到包头到电价调整，限制高耗能行业政策陆续出台，影响开始显现：
 - **2021 年 1 月，乌兰察布发布《关于做好重点用能工业企业能耗“双控”》文件，**由于乌兰察布地区贵为全国硅锰产区最为集中区域，产能、产量以及北方区域影响力为全国首位，本次事件对硅锰短期供需影响较大，也彰显了当地政府对 2021 年控能耗的决心。
 - **2021 年 2 月初，内蒙古自治区发布《调整部分行业电价政策和电力市场交易政策》。**根据文件内容，对电解铝、铁合金、电石、水泥、钢铁等 8 个行业实行差别电价。我们测算：对于有自备电厂的铁合金厂家，锰硅成本抬升在 40 元/吨，硅铁在 80 元/吨；对于不具有自备电厂的企业，硅锰企业分别为 400 元（限制类）和 1200 元（淘汰类）；硅铁企业分别为 800 元（限制类）和 2400 元（淘汰类）。此次事件对于淘汰类企业（设备），未来大概率将不给用电指标，电力能耗指标让渡其他行业，基本相当于变相关停；2）限制类通过电费调整增加成本，倒逼 25000KVA 以下小炉子关停。
 - **2021 年 2 月 7 日，包头市工信局发布关于核实重点行业淘汰类限制类（生产设备）企业名单的通知。**根据文件，“十四五”化解过剩产能（铁合金）共涉及，15 家硅铁企业合计 26 台设备，涉及产能 24450 吨/月（实际 23595 吨/月）；4 家硅锰企业合计 7 台设备，涉及产能 16290 吨/月（实际 10440 吨/月）。其中，此次淘汰的硅铁产能占内蒙地区月产量 13% 左右，占全国 4.4%；硅锰产能占内蒙地区 3%，全国 1.1%。

2.2 硅铁——碳中和下钢铁产业链最佳弹性品种

- **硅铁是历史上的明星品种。**以 2017 年为例，2017 年是硅铁供需矛盾较为突出的一年，其价格一度创出历史新高，主要原因是环保导致短期供需失衡。
 - 供需矛盾主要从下半年开始体现，7 月之后经过连续 3 个月上涨，累计涨幅超 50%，而后引发企业大面积复产，价格再度急转直下；
 - 10 月之后，下游需求好于预期，价格再度反弹，西北大厂在 11 月连续三次上调价格；
 - 12 月，宁夏中卫环保限产力度严格，通过供电局断电形式强制执行，硅铁生产厂家全部关停，价格上涨至历史最高的 1.1-1.2 万元/吨；
 - 根据测算，当时影响月产量 7 万吨左右，占全国月产量的 14%。而当时硅铁价格四季度连续三个月累计涨幅超 80%。

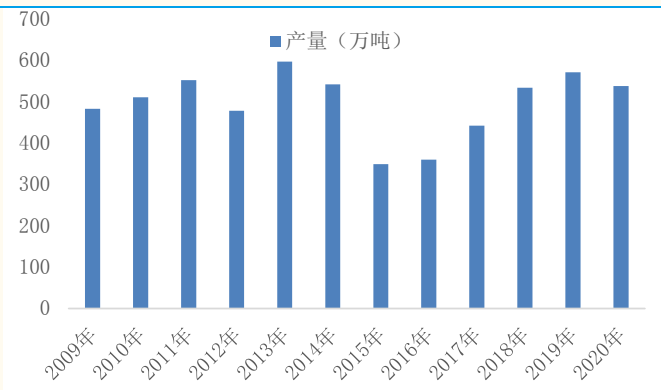
图表 7：硅铁十年价格走势复盘



来源：wind、国金证券研究所

- 我们通过复盘硅铁十年价格走势，发现其走势呈现两个特点：1）行业经历了两轮大的扩产周期，到目前为止，上一轮扩产已基本结束；2）停限产、成本抬升等事件性导致的供需错配，对价格会带来极大弹性。
- 我们认为，在当下碳中和背景下，硅铁有望复制 2017 年行情，成为本轮碳中和钢铁产业链最佳弹性品种。而与上一轮大行情不同的是，我们认为，此次对硅铁供给影响的持续性或更长，价格长期中枢或进一步抬升，价格波动有望变小，几方面原因：
 - 1) 主产区影响大。内蒙地区为国内铁合金主产区，特别是硅铁，2017 年宁夏地区占全国总量的 15%，而此次内蒙地区月产量占全国 36% 左右，限制政策的出台影响较大。
 - 2) 紧迫性。2021 年内蒙地区能耗控制压力巨大，从近期政策出台频率看，限制高能耗行业有一定紧迫性，且后续各市有望陆续出台限制政策，对供给端的影响持续或很长。而 2017 年宁夏在关停小产能后，置换产能在随后的一段时间陆续复产。
 - 3) 与以往“一刀切”政策诸如拉闸限电等方式不同，此次通过增加成本等方式倒逼，避免了短期价格的大幅波动，对行业中长期发展更有利。根据草根调研，此次包头淘汰类设备多为僵尸产能，此类产能的永久性退出，避免了以往价格上涨后僵尸产能复产的可能性，有利于价格的稳定。
- 硅铁需求稳中有增。硅铁作为铁合金的一种，主要是在炼钢工业中用作脱氧剂和合金剂。其需求分为四个部分，分别为钢厂、金属镁、出口、铸造，最大的下游应用即为钢铁行业，占比超过 70%，其次为金属镁和铸造产业，以及出口需求。
- 2020 年我国粗钢产量 10.53 亿吨，同比增长 5.2%，创下历史新高，对应硅铁在钢铁行业中产量略有上升，但疫情影响下，金属镁以及出口均有所下降，导致全年硅铁产量 538 万吨，同比下降 5.9%。

图表 8：硅铁产量统计



来源：铁合金在线、国金证券研究所

- 我们预计 2021 年硅铁需求稳中略升，疫情影响消退，国内外需求恢复，硅铁四大下游需求均有所回暖。全年总需求达到 560-570 万吨左右水平，同比增长在 5% 上下。

1) 钢厂部分。根据我们年度策略中测算，预计 2021 年钢铁总需求在疫情之后恢复，全年产量达到 10.8 亿吨，同比增长 2.2%。因此，对应硅铁需求 430 万吨以上。

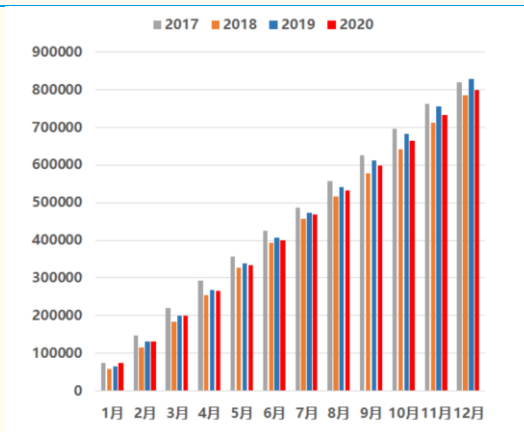
图表 9：钢铁需求预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021E
国内需求	79,455	83,158	85,885	93,026	99,707	101,720
YOY	1.9%	4.7%	3.3%	8.3%	7.2%	2.0%
外部需求	9,416	6,779	6,955	6,538	5,753	6,041
YOY	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	-12.0%	5.0%
总需求	88,871	89,937	92,840	99,564	105,460	107,761
YOY	1.5%	1.2%	3.2%	7.2%	5.9%	2.2%
库存变化	-79	-515	-340	100	500	500
YOY	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	400.0%	0.0%
粗钢总产量 (亿吨)	88,791	89,421	92,500	99,464	104,960	107,261

来源：国金证券研究所

2) 金属镁部分。根据 Mysteel 预测，2020 年全年金属镁产量预计在 79 万吨左右，同比减少 3.5%，估算消耗硅铁产量 86 万吨。预计 2021 年金属镁在海外需求恢复背景下，产量小幅增长。我们预计对应全年硅铁需求在 90 万吨以上。

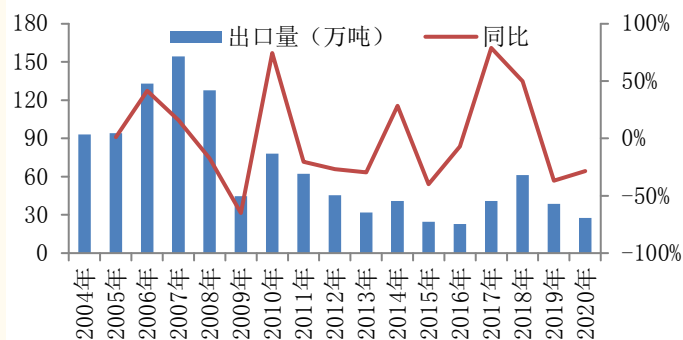
图表 10：Mysteel 统计金属镁产量 (吨)



来源: Mysteel、国金证券研究所

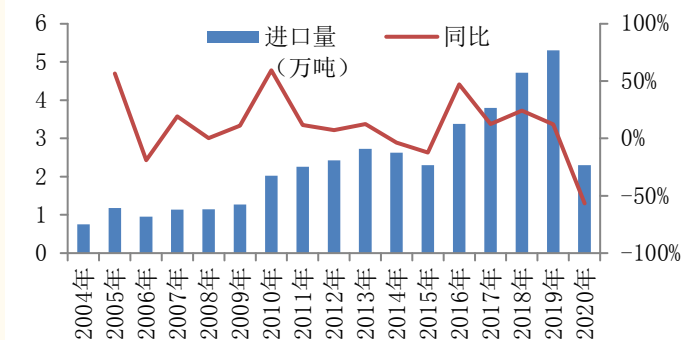
3) 出口部分。截至 2020 年底, 国内硅铁量 27.6 万吨, 同比下降 28.5%; 进口量 2.3 万吨, 同比下降 56.6%, 进出口的下降均由疫情影响导致。我们预计 2021 年硅铁出口将恢复至以往 40-50 万吨左右水平。

图表 11: 硅铁出口统计



来源: wind、国金证券研究所

图表 12: 硅铁进口统计

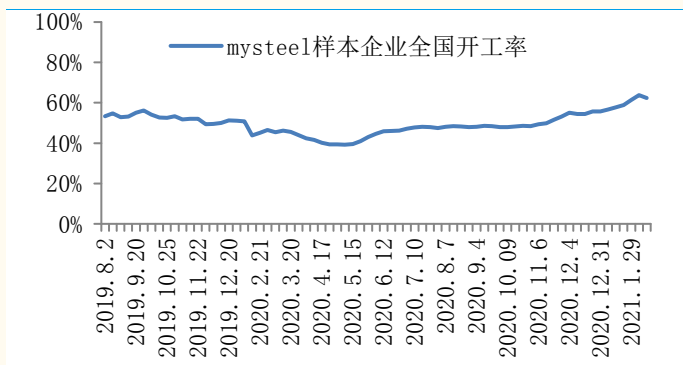


来源: wind、国金证券研究所

■ 产能过剩行业, 产能增速已下降, 剔除僵尸产能后利用率较高。

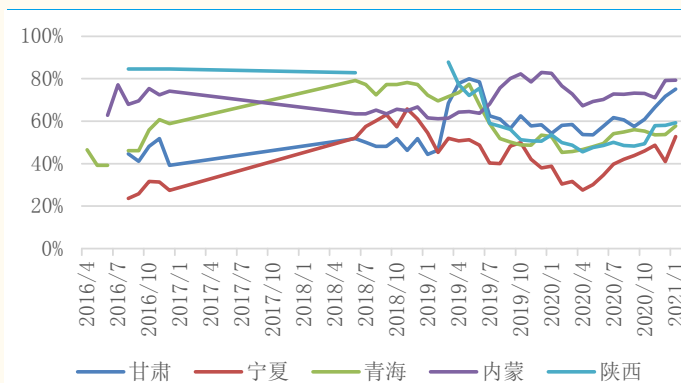
- 硅铁的供给端, 从产能角度看, 属于典型的产能过剩行业, 行业整体产能利用率在 60% 上下。但根据我们草根调研反馈, 其中包括了较多的僵尸产能, 目前在生产的设备中, 利用率基本处于饱和状态。
- 从开工率的角度, 2020 年硅铁行业开工率维持在 50-60% 之间。几大主产区, 内蒙、宁夏、甘肃、陕西等地, 表现相对稳定, 一直维持在 80% 左右高位水平。

图表 13: 硅铁开工率统计



来源: Mysteel、国金证券研究所

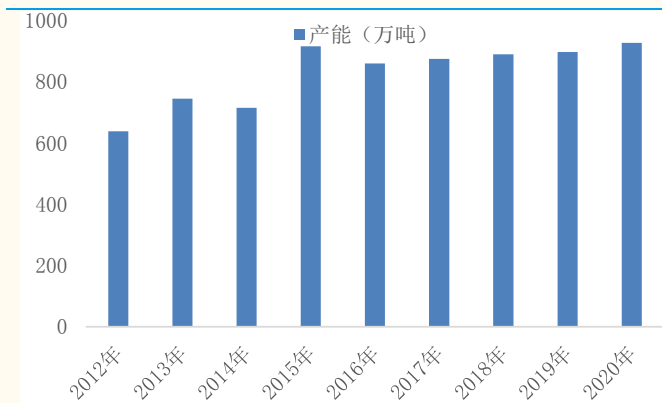
图表 14: 硅铁主产区开工率统计



来源: Mysteel、国金证券研究所

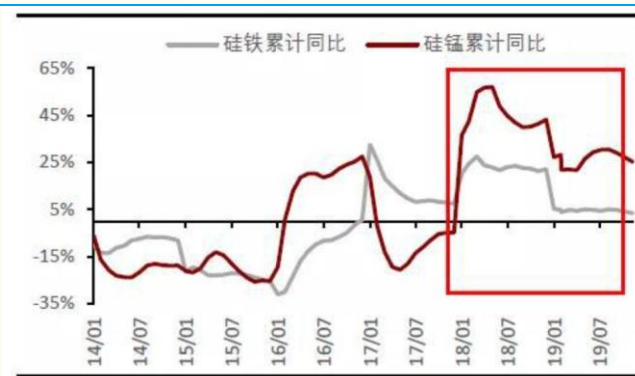
- 根据一德期货数据, 硅铁的产量累计增速在 17 年后一直保持正增长, 近两年增速已在 5% 以下, 并且有逐渐向零轴靠近的情况, 说明硅铁正在走向产能收缩期。
- 从新产能的角度, 根据 Mysteel 统计, 2020 年硅铁新增产能将近 30 万吨, 这部分的量并未释放完毕。近两年新增产能主要包括了新疆、陕西地区部门小产能, 以及宁夏地区的部分复产产能。但考虑宁夏等地区电价水平较高, 以及各企业间生产成本的控制能力差异显著, 新产能释放节奏仍需要观察。

图表 15：硅铁产能统计



来源：铁合金在线、国金证券研究所

图表 16：硅铁、硅锰产量累计同比增速



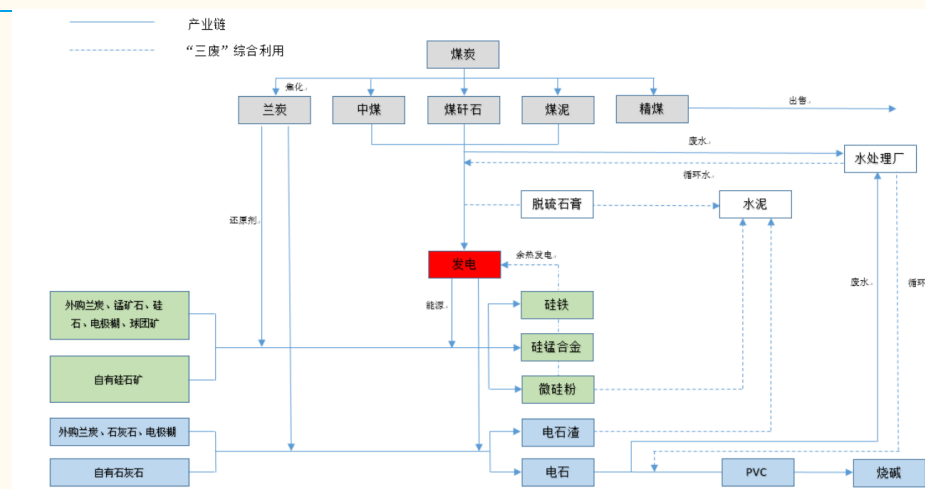
来源：一德期货、国金证券研究所

- 政策推动僵尸、高耗能产能退出，环保搅局也有可能性，关注政策落地，淘汰有望带来行业利润率上升。
- 政策方面，碳中和背景下，内蒙地区新一轮对高耗能行业整治已在路上。就包头政策而言，考虑到内蒙地区有将近 20% 多的僵尸产能，包头地区政策事实上对行业供给出清将带来很大帮助。我们判断，后续内蒙各市政政策有望陆续出台。
- 预计 2021 年硅铁价格中枢将整体上移至 7500-8000 元/吨之间。若内蒙古等地淘汰政策落地实施良好，有望继续推动硅铁价格。

2.3 硅铁涨价带来业绩弹性大

- 公司电力冶金化工板块业务是依托当地丰富的煤炭、硅石、石灰石资源，以资源深加工转化提升价值为主线，按照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的生产，综合利用“三废”（废气、废渣、废水），形成国内最为完整的“煤—电—硅铁合金”、“煤—电—氯碱化工”生产线。
- 目前公司已实现了电力冶金化工业务上下游产品有序链接、多层次利用、转化增值的模式，打造了一个以资源转换升级为主导的配套完善、结构合理、链条丰富的重化工产业集群，形成了以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。

图表 17：公司电冶板块生产流程示意图

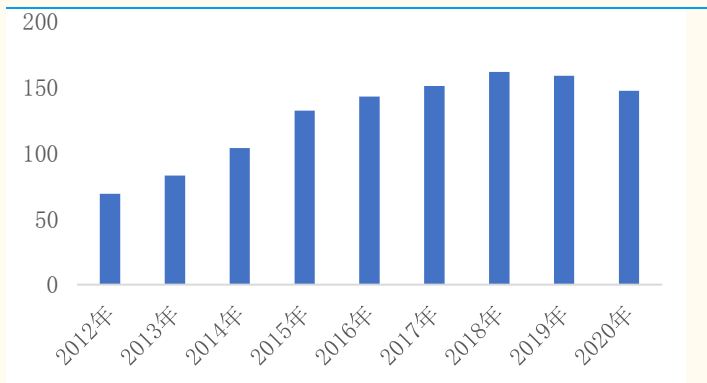


来源：公司公告、国金证券研究所

- 硅铁产销量全国第一，占比 30%，绝对龙头地位。

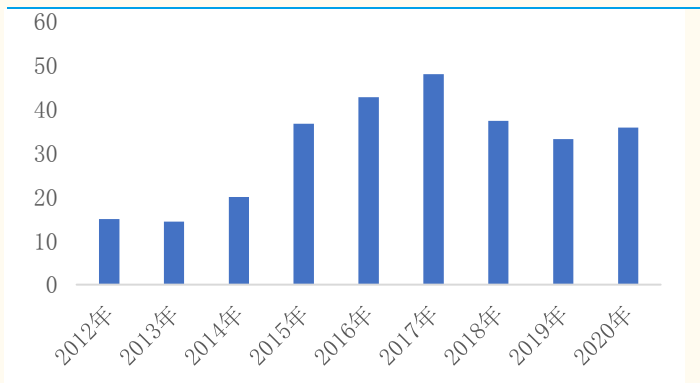
- 公司铁合金冶炼业务利用硅石、锰矿石、兰炭、球团矿、白云石和电极糊等原材料，由自备电厂提供电力，进行精炼硅铁、高纯硅铁、硅锰合金等铁合金产品的冶炼。
- 其中，硅铁产能 160 万吨，按 2019 年产量数据，其产量占全国总产量的近 30%。公司硅铁产量为 147.48 万吨，同比下降 7%左右，疫情导致停工使得产量同比有所下降。

图表 18：公司硅铁产量（万吨）



来源：wind、国金证券研究所

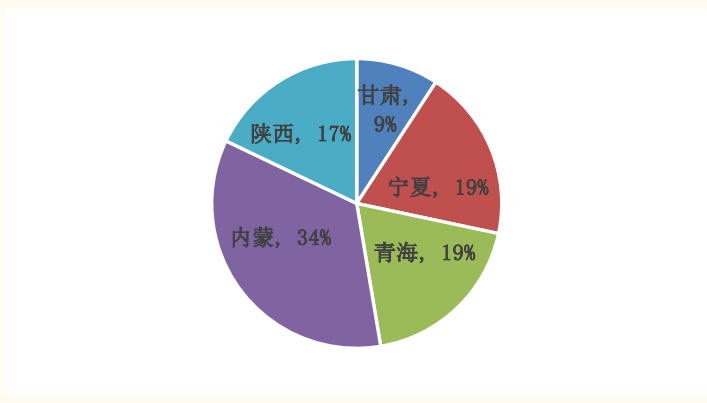
图表 19：公司硅锰产量（万吨）



来源：wind、国金证券研究所

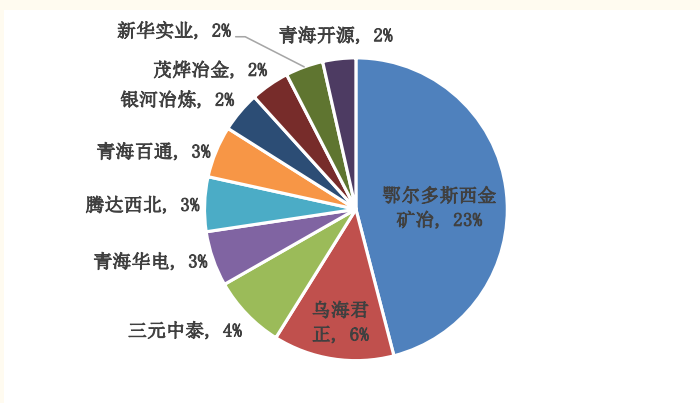
- 行业集中度高，政策倒逼成本高的小企业淘汰利于大企业。
 - 硅铁主产区分布在内蒙古、宁夏、青海、陕西、甘肃等地，基本上占到全国每月产量的 95%以上。
 - 从行业集中度角度看，CR10 市占率 50%上下，CR5 市占率 39%上下，CR5 市占率 32%上下。其中，鄂尔多斯、内蒙君正为国内最大的两家企业。

图表 20：国内硅铁主产区产量占比



来源：wind、国金证券研究所

图表 21：国内主要硅铁企业市占率统计

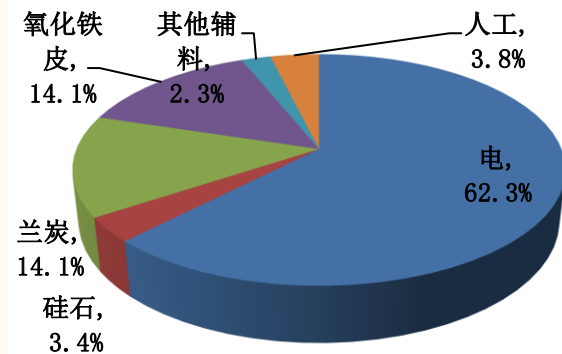


来源：铁合金在线、国金证券研究所

- 低成本稳定能源自供，成本优势领先行业。
 - 煤炭自供。公司电冶及其控股子公司拥有棋盘井地区 5 个矿井的采矿权，原煤经过洗选后，一部分煤炭产品（中煤、煤泥、煤矸石等）用于电力冶金自备电厂发电，另一部分煤炭产品（精煤）对外销售。
 - 自备电厂。利用自备电厂，以煤炭作为主要能源进行发电，所发电力主要输送下游产业生产使用，不受地方电网调峰限制，为下游冶金及化工业务提供低成本、稳定的能源供应。
 - 此外，公司引进国内外先进生产设备、先进工艺，并不断进行技术研发和改良，在低压补偿技术、电炉尾气利用技术、水冷却旋转加料系统、自动化操作技术方面取得突破并加以运用，使生产呈现高效、循环利用与节能环保的特点。

- 硅铁成本中电力成本占比超 60%，拥有自备电厂成本优势突出。同时在钢材成本中占比较小，下游能够承受价格上涨。
- 生产一吨硅铁时电耗大约在 8400-9000 度，电价成本占总成本的 80%。随着技术进步，目前生产一吨硅铁耗电量大约在 7800-8200 度（各企业电耗及电价差异，成本占比各不相同）。其次为兰炭、硅石、氧化铁皮以及一些辅料。

图表 22：硅铁成本占比



来源：铁合金在线、国金证券研究所

- 生产一吨粗钢使用 4 公斤硅铁，按当前现货价格 6700 元/吨，相当于 27 元/吨。我们测算当前的钢坯成本 4050 元/吨，硅铁在炼钢中成本占比仅为 0.6-0.7%。因此，历史上看，即使硅铁价格出现大幅飙升，下游也可接受。

图表 23：低成本自备电厂成本测算

	吨/消耗量	单价	合计（元/吨）
电	8000	0.25	2000
硅石	1.8	100	180
兰炭	1.2	833	999.6
氧化铁皮	0.225	2800	630
其他辅料			120
人工			200
合计			4129.6

来源：国金证券研究所

- 公司业绩弹性测算，当前完全成本预计在 4600-4700 元/吨，价格每上涨 100 元对应盈利 1.06 亿元。

图表 24：盈利弹性测算

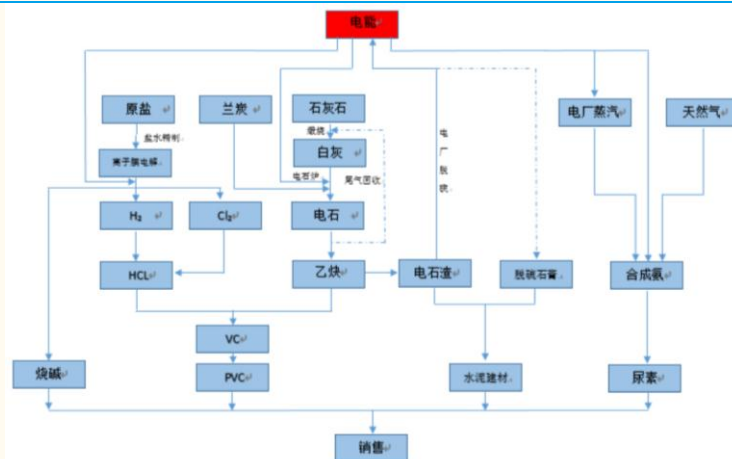
项目	测算
测算硅铁完全成本（含税，元/吨）	4666
当前售价（元/吨）	7000
单吨盈利（元/吨）	2334
产量（万吨）	160
价格每上涨 100 元对应盈利测算	1.06 亿

来源：国金证券研究所

三、化工业务关注度低、预期差大

- 公司化工业务主要利用石灰石、兰炭和电极糊等原材料，由自备电厂提供电力，生产电石和 PVC 等主要产品以及副产品烧碱。产品主要销向 PVC 生产厂商、塑料制品生产厂商、氧化铝产品生产厂商等。
- 化工业务成本端亦具备较大优势。公司化工板块布局包含电石、PVC、尿素化肥、多晶硅等多种产品。我国西北地区电力价格较内陆地区低，且煤矿、石灰石矿、盐矿等资源丰富，与同行业相比，公司具备天然的成本优势。

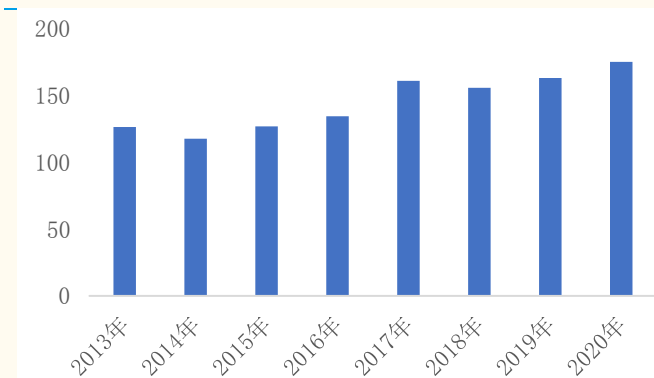
图表 25：公司化工板块产业链布局



来源：公司公告、国金证券研究所

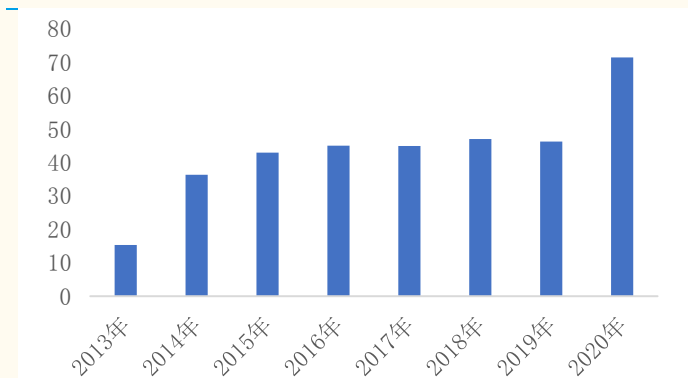
- 扩产后的化工板块前期市场关注度低，预期差大。
- 公司 PVC 续建项目第一条生产线于 2019 年 12 月 20 日送电开车进入试生产，二线于 2020 年 3 月 10 日送电开车进入试生产。截至目前产量、质量及各项工艺指标等均稳步提升，生产运行安全稳定顺畅，并于 2020 年 8 月 1 日达标生产。
- 化工板块中，目前 PVC 产能为 80 万吨，电石产能 160 万吨，烧碱产能 60 万吨，多晶硅产能 1.2 万吨。其中 PVC、电石为公司化工板块主要营业产品。2020 年上半年，PVC 产量 22.26 万吨，同比增加 1.83%；电石产量 83.94 万吨，同比增加 7.9%。

图表 26：公司近年电石产量（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：公司近年 PVC 产量（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **PVC 价格高位维持，利润弹性同样较大。**
 - 截至 2021 年 2 月底，电石法 PVC 报价处于 2010 年以来的最高位，乙烯法 PVC 报价同样处于 2010 年以来的最高位。国内 PVC 价格在 2020 年 12 月底达到近十年以来的最高点，随后经历了一段时间的价格回落调整，目前仍维持高位相对强势状态。

图表 28：全国 PVC(电石法，元/吨)



来源：wind、国金证券研究所

- 自 2020 年下半年以来，PVC 价格震荡上涨，包括海外装置停车致出口形势较好、国内秋季检修持续、社会库存去化良好等原因，支撑 PVC 价格持续走高。
- 根据生意社预测，预计 2021 年国内 PVC 行业仍处于紧平衡状态。供给端新增装置增速在 5% 以内，同时考虑成本端影响以及小型产能开工率下降，整体供给有所收缩。需求端，国内需求稳健，出口呈现上升趋势。总体支撑价格继续维持较高水平。
- 同时，近期美国遭受寒潮冲击，美国德州是全美能源重镇，受此天气影响导致德州和路易斯安多家工厂设备出现故障、关闭等，影响了部分 PVC 装置，也推动了全球 PVC 价格易涨难跌。
- 此外，内蒙地区作为众多高耗能化工产品的主要生产基地，在内蒙古发布《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》后。根据国金化工组观点，结合意见稿内明确的产品，内蒙古在 PVC、电石、烧碱、甲醇、尿素等产品产能占比位居全国各省份的前三位，在电石、PVC、甲醇、尿素等产品的全国产能占比超过 10%。通过行业管控预期将对以上化工的行业供给形成长期影响，产能利用率不足的行业将获得更大的优化空间，带动行业盈利能力的逐步改善。

四、疫情后羊绒业务边际改善

- 公司羊绒服装板块主要产品包括四季服装、围巾披肩等。公司凭借享誉市场的品牌知名度与美誉度、深耕羊绒产业四十年的丰富经验，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。品牌方面，公司目前拥有“ERDOS”、“鄂尔多斯 1980”、“BLUE ERDOS”、“ERDOS Kids”等四个品牌。

图表 29：公司羊绒服装生产流程示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

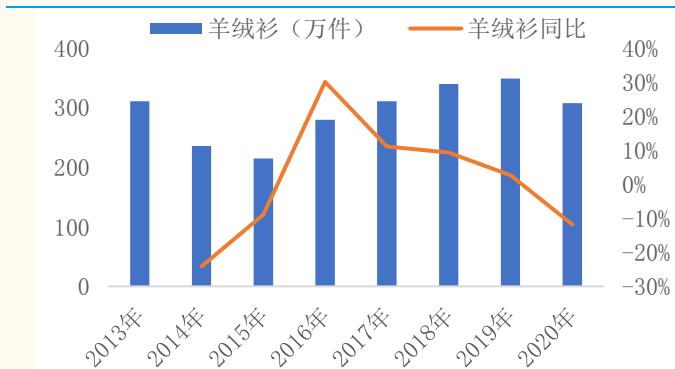
图表 30：公司羊绒服装品牌情况



来源：公司公告、国金证券研究所

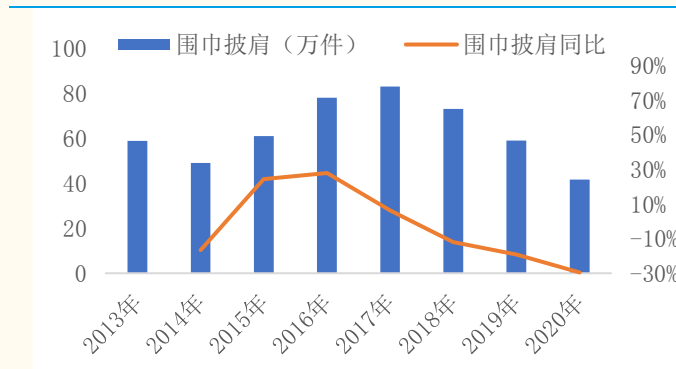
- 2020 年上半年公司羊绒衫产量为 106 万件，同比下降 24.0%，围巾披肩产量为 14 万件，同比下降 13.6%。由于受新冠疫情影响，2020 年上半年业绩贡献一般。结合往年业绩情况，公司羊绒服装板块业务稳定，2021 年疫情得到控制后会逐渐复苏以往正常的 3 亿左右利润水平。

图表 31：公司羊绒衫产量



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 32：公司围巾披肩产量



来源：公司公告、国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- 硅铁：产量方面，按以往生产基本满负荷，预计 21-23 年产量分别为 160 万吨、160 万吨、160 万吨。价格方面，20 年全年均价 6000 元/吨，预计 21-23 年均价 7200 元/吨、7300 元/吨、7300 元/吨。毛利率方面，考虑成本相对固定，价格提升后单吨盈利也有所提升，预计 21-23 年毛利率分别为 33%、34%、33%。
- 硅锰：产量方面，同样按以往生产基本满负荷，预计 21-23 年产量分别为 40 万吨、40 万吨、40 万吨。价格方面，20 年全年均价 5800 元/吨，预计 21-23 年均价 6500 元/吨、6500 元/吨、6500 元/吨。毛利率方面，考虑成本相对固定，价格提升后单吨盈利也有所提升，预计 21-23 年毛利率分别为 10%、12%、12%。
- PVC：考虑烧碱、电石为 PVC 原料以及副产品，其他多晶硅等盈利能力有限，化工业务我们主要对 PVC 做相关预测。产量方面，按扩产后 80 万吨产能满负荷，预计 21-23 年产量分别为 78 万吨、80 万吨、80 万吨。价格方面，预计 21 年均价高位维持，按当前 8500 元/吨，预计 21-23 年均价 8500 元/吨、8500 元/吨、8400 元/吨。毛利率方面，由于电价成本相对固定，价格提升后单吨盈利也有所提升，预计 20-22 年毛利率分别为 38%、36%、36%。
- 羊绒：预计该业务疫情后恢复，产量方面，预计 21-23 年产量分别为 340 万吨、350 万吨、350 万吨。价格方面，按 800 元/件均价不变。毛利率方面，参考历史 15%左右不变。

图表 33：盈利预测

		单位	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
	总收入	亿元	227.08	229.70	294.70	297.95	298.80
	总成本	亿元	160.78	159.83	194.81	197.94	199.66
	毛利率		29.2%	30.4%	33.9%	33.6%	33.2%
硅铁	销量	万吨	158	158	160	160	160
	产能	万吨	160	160	160	160	160
	售价	万元/吨	0.57	0.6	0.72	0.73	0.73
	毛利率		25%	28%	33%	34%	33%
	收入	亿元	90.06	94.80	115.20	115.20	115.20
	成本	亿元	67.55	68.26	77.18	76.03	77.18
	毛利	亿元	22.52	26.54	38.02	39.17	38.02
硅锰	销量	万吨	33	40	40	40	40

	产能	万吨	40	40	40	40	40
	售价	万元/吨	0.54	0.58	0.65	0.65	0.65
	毛利率		10%	10%	10%	12%	12%
	收入	亿元	17.82	23.20	26.00	26.00	26.00
	成本	亿元	16.04	20.88	23.40	23.40	23.40
	毛利润	亿元	1.78	2.32	2.60	2.60	2.60
化工（PVC）	销量	万吨	46	50	78	80	80
	产能	万吨	50	80	80	80	80
	售价	万元/吨	0.68	0.65	0.85	0.85	0.84
	毛利率		25.0%	25.0%	38.0%	36.0%	36.0%
	收入	亿元	31.28	32.50	66.30	68.00	68.00
	成本	亿元	23.46	24.38	41.11	44.20	44.88
	毛利润	亿元	7.82	8.13	25.19	23.80	23.12
羊绒	销量	万吨	349	240	340	350	350
	售价	万元/件	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
	毛利率		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	收入	亿元	27.92	19.20	27.20	28.00	28.00
	成本	亿元	23.73	16.32	23.12	23.80	23.80
	毛利润	亿元	4.19	2.88	4.08	4.20	4.20
其他（水泥、多晶硅、煤炭、尿素等）	毛利率		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	收入	亿元	27.92	19.20	27.20	28.00	28.00
	成本	亿元	23.73	16.32	23.12	23.80	23.80
	毛利润	亿元	4.19	2.88	4.08	4.20	4.20

来源：国金证券研究所

- 考虑市场对公司会不会也受到内蒙地区高能耗行业产能限制影响有所担心，我们做了相关敏感性测算，总体认为，上述影响总体较小可控。
- 一方面，公司具备煤炭资源和自备电，且孤网运行，受到此次政策影响可能并不大。根据前期内蒙地区电价调整文件，针对自备电企业，每度电价上调 0.01 元/度。即使公司后续电价有所调整，我们也对相关电价调整对公司利润影响做了敏感性测算，总体影响不大。
- 另一方面，公司也在积极响应国家号召，逐步开始置换小炉型，并进一步进行技术效率改造。
- 我们已按公司产能 40%受到电价调整影响，计入公司盈利预测，预计影响在 5100 万左右利润。

图表 34：电价调整对公司利润影响的敏感性测算

项目	具体
单吨用电	8000 度
自备电企业电价增加	0.01 元/度
单吨成本影响	80 元/吨
总产能（万吨）	160
产能影响	利润影响（万元）
20%	2560
30%	3840
40%	5120
50%	6400
60%	7680
70%	8960
80%	10240
90%	11520

项目	具体
100%	12800

来源：国金证券研究所

- 预计 2021-2023 年公司实现营业收入分别为 294.70 亿元、297.95 亿元、298.80 亿元，同比增长 27.4%、1.1%、0.3%；实现归母净利润分别为 33.99 亿元、34.50 亿元、34.98 亿元，同比增长 122.45%、1.49%、1.38%，对应 EPS 分别为 2.38 元、2.42 元、2.45 元，对应 PE 分别为 8.4 倍、8.3 倍、8.3 倍。作为价格弹性品种，我们给予公司 21 年 10 倍 PE，对应 330 亿市值，给予目标价 23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

- **硅铁去产能政策不达预期导致价格大幅波动。**硅铁作为小品种，其波动一直较为剧烈，我们回顾下 2017 年宁夏事件对硅铁价格带来的影响，提示政策不达预期对价格所带来的风险。
- **2017 年宁夏事件回顾：**2017 年整体硅铁的供需矛盾从下半年就开始体现，价格连续上涨至 7 月，这此前为需求推动；随后后引发企业大面积复产，两个月内价格从 8000 元/吨下跌 2000 元/吨；而后随着宁夏三季度宁夏中卫事件，价格再次从 6000 多元/吨上涨至 11000 元/吨。12 月后随着宁夏部分置换产能的投产，价格在后续的 2-3 年回落至 5500 元/吨以下。
- **分析当时宁夏中卫事件影响力度，**其环保限产力度严格，通过供电局断电形式强制执行，硅铁生产厂家全部关停。根据测算，当时影响月产量 7 万吨左右，占全国月产量的 14%。短时间巨大的供需缺口也导致了价格暴涨。

图表 35：2016-2018 年硅铁价格波动



来源：wind、国金证券研究所

- 纵观上述，产能停限产的持续性不够，新产能或老产能的随意投产、复产，是导致价格出现剧烈波动的主要原因。
- 从过去几年硅铁产能周期看，上一轮硅铁产能集中投放期在 14-15 年，从 15 年后产能有所收缩，部分企业为了降低成本用能耗更低的大炉子更换了能耗较高的小炉子，15 年前后硅铁产能扩张到达顶部区域。16-17 年产能较为平稳，主要是环保限产对供给不时产生影响，特别是宁夏地区通过置换，部分产能在 17 年后逐步投产。因此，总产能虽然没有变化，但短期的停复产对供给生产了较大影响。18 年后，产能总体开始下降趋势，基本无新增。

图表 36：硅铁主产区 2018 年前产能变化趋势



来源：一德期货、国金证券研究所

- 因此，未来在碳中和背景下，作为高能耗的硅铁行业，产能端要出现再次扩张难度较大。而短期，诸如内蒙地区停复产的影响不排除与 17 年宁夏事件类似。当前，包头等地要求当地硅铁企业停产至少 1 个月，1 个月后会继续停产需要跟踪。如继续复产，那此次内蒙能耗双控对硅铁的影响就如 17 年宁夏事件类似，是短期供给冲击带来的价格波动，价格的持续性将降低。我们需要继续跟踪内蒙以及其他主产区注入甘肃、青海等地的政策推进情况。
- 此外，如我们正文第二部中提出的，与以往“一刀切”的拉闸限电等政策方式不同，此次通过增加成本等方式倒逼，有助于避免短期价格的大幅波动，对行业中长期发展更有利。又比如，此次包头淘汰类设备多为僵尸产能，且要求收回其电力指标让渡给其他行业，也就意味着此类产能的永久性退出，避免了再次出现以往价格上涨后僵尸产能复产的可能性，有利于价格的稳定。因此，此次内蒙地区的系列政策较以往更市场化，这点也是需要格外重视。
- 总结上述，通过复盘过去硅铁供给事件，我们认为，需要继续跟踪此次内蒙政策的持续性，虽然政策实施出现了“这次不一样”的情况，但也要防止政策端的反复导致价格再次回落的风险。
- **疫情反复影响羊绒业务。**公司羊绒服装业务涉及全国较多门店，2020 年受到疫情影响，公司门店销售影响较大。2021 年随着疫苗普及，疫情有所缓解，但不排除其继续反复，进而影响羊绒业务销售。
- **大股东质押率高。**大股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司目前未解押股权质押数量 5.34 亿股，占总股本的 37.4%，占持有股数的 68.9%，质押率较高。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	23,858	22,790	23,141	29,470	29,720	29,820
增长率		-4.5%	1.5%	27.3%	0.8%	0.3%
主营业务成本	-16,766	-16,128	-15,823	-19,481	-19,743	-19,976
%销售收入	70.3%	70.8%	68.4%	66.1%	66.4%	67.0%
毛利	7,093	6,662	7,318	9,989	9,977	9,844
%销售收入	29.7%	29.2%	31.6%	33.9%	33.6%	33.0%
营业税金及附加	-691	-490	-460	-589	-594	-596
%销售收入	2.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用	-1,566	-1,706	-1,723	-2,198	-2,217	-2,225
%销售收入	6.6%	7.5%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-1,163	-1,170	-1,204	-1,532	-1,545	-1,551
%销售收入	4.9%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-35	-258	-530	-678	-684	-686
%销售收入	0.1%	1.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	3,637	3,037	3,401	4,991	4,936	4,786
%销售收入	15.2%	13.3%	14.7%	16.9%	16.6%	16.1%
财务费用	-1,449	-1,051	-952	-898	-795	-639
%销售收入	6.1%	4.6%	4.1%	3.0%	2.7%	2.1%
资产减值损失	-612	-677	513	-100	-100	-100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	330	519	426	430	430	430
%税前利润	16.4%	27.0%	16.8%	9.4%	9.3%	9.3%
营业利润	2,044	1,987	2,609	4,628	4,676	4,683
营业利润率	8.6%	8.7%	11.3%	15.7%	15.7%	15.7%
营业外收支	-33	-63	-77	-70	-70	-70
税前利润	2,011	1,924	2,532	4,558	4,606	4,613
利润率	8.4%	8.4%	10.9%	15.5%	15.5%	15.5%
所得税	-461	-412	-533	-684	-691	-692
所得税率	22.9%	21.4%	21.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,551	1,512	2,000	3,874	3,915	3,921
少数股东损益	627	171	471	475	475	475
归属于母公司的净利润	923	1,341	1,528	3,399	3,440	3,446
净利率	3.9%	5.9%	6.6%	11.5%	11.6%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,551	1,512	2,000	3,874	3,915	3,921
少数股东损益	627	171	471	475	475	475
非现金支出	2,969	3,188	1,957	2,694	2,762	2,842
非经营收益	1,231	587	615	803	653	546
营运资金变动	1,340	-1,778	-386	-255	40	45
经营活动现金净流	7,092	3,509	4,186	7,117	7,370	7,354
资本开支	-397	-923	-315	-916	-1,075	-1,175
投资	210	-20	0	-520	-320	-320
其他	-310	1,848	504	430	430	430
投资活动现金净流	-497	905	189	-1,006	-965	-1,065
股权募资	554	500	0	0	0	0
债权募资	-1,137	-3,968	-3,328	-1,932	-1,853	-1,382
其他	-2,909	60	-3,060	-2,467	-2,394	-2,289
筹资活动现金净流	-3,492	-3,408	-6,388	-4,399	-4,247	-3,672
现金净流量	3,102	1,006	-2,013	1,712	2,158	2,617

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,283	8,219	7,992	9,704	11,862	14,480
应收账款	4,123	3,263	4,625	4,998	5,040	5,057
存货	3,789	4,039	3,260	3,843	3,895	3,941
其他流动资产	873	917	661	990	995	1,000
流动资产	18,068	16,438	16,538	19,535	21,792	24,477
%总资产	37.9%	34.0%	35.3%	40.5%	44.3%	48.4%
长期投资	6,810	7,092	6,986	7,306	7,626	7,946
固定资产	20,936	23,218	21,744	20,009	18,308	16,629
%总资产	44.0%	48.0%	46.5%	41.4%	37.2%	32.9%
无形资产	1,325	1,422	1,384	1,435	1,484	1,531
非流动资产	29,552	31,913	30,262	28,750	27,418	26,106
%总资产	62.1%	66.0%	64.7%	59.5%	55.7%	51.6%
资产总计	47,620	48,351	46,800	48,285	49,210	50,583
短期借款	18,275	13,699	12,399	11,003	9,451	8,268
应付款项	7,936	8,235	7,949	8,839	8,957	9,062
其他流动负债	1,499	1,414	2,216	2,154	2,175	2,183
流动负债	27,711	23,347	22,564	21,997	20,583	19,513
长期贷款	3,093	6,413	5,649	5,149	4,849	4,649
其他长期负债	1,560	1,626	337	300	300	300
负债	32,364	31,386	28,550	27,446	25,732	24,462
普通股股东权益	9,109	12,635	13,638	15,752	17,916	20,083
其中：股本	1,032	1,428	1,428	1,428	1,428	1,428
未分配利润	5,364	6,409	7,274	9,313	11,378	13,445
少数股东权益	6,146	4,330	4,612	5,087	5,562	6,037
负债股东权益合计	47,620	48,351	46,800	48,285	49,210	50,583

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.895	0.939	1.070	2.381	2.409	2.413
每股净资产	8.827	8.848	9.551	11.031	12.547	14.064
每股经营现金净流	6.872	2.458	2.932	4.984	5.161	5.150
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.952	0.964	0.965
回报率						
净资产收益率	10.14%	10.61%	11.20%	21.58%	19.20%	17.16%
总资产收益率	1.94%	2.77%	3.27%	7.04%	6.99%	6.81%
投入资本收益率	7.39%	6.21%	7.38%	11.45%	11.09%	10.40%
增长率						
主营业务收入增长率	7.82%	-4.48%	1.54%	27.35%	0.85%	0.34%
EBIT增长率	16.22%	-16.50%	11.96%	46.77%	-1.09%	-3.04%
净利润增长率	77.24%	45.22%	13.97%	122.45%	1.21%	0.16%
总资产增长率	3.38%	1.54%	-3.21%	3.17%	1.92%	2.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.3	23.9	18.5	15.1	15.1	15.1
存货周转天数	75.1	88.6	84.2	72.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	103.1	120.9	131.2	116.0	116.0	116.0
固定资产周转天数	307.0	327.2	329.3	233.3	206.8	181.9
偿债能力						
净负债/股东权益	87.72%	77.75%	55.10%	30.94%	10.38%	-5.98%
EBIT利息保障倍数	2.5	2.9	3.6	5.6	6.2	7.5
资产负债率	67.96%	64.91%	61.00%	56.84%	52.29%	48.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	4	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402