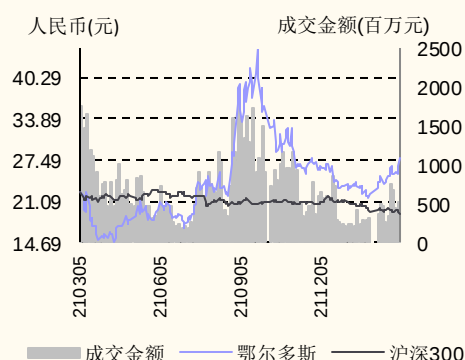


鄂尔多斯 (600295.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 27.78 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)	396.68
年内股价最高最低(元)	44.77/14.69
沪深 300 指数	4496
上证指数	3448

**硅铁业绩弹性显现，关注俄转单潜在需求增量****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	36,415	36,455	36,495
营业收入增长率	-4.48%	1.54%	57.36%	0.11%	0.11%
归母净利润(百万元)	1,341	1,528	6,107	6,198	6,295
归母净利润增长率	45.22%	13.97%	299.67%	1.48%	1.56%
摊薄每股收益(元)	0.939	1.070	4.277	4.340	4.408
每股经营性现金流净额	1.58	2.93	9.42	7.38	7.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.61%	11.20%	34.60%	29.00%	25.03%
P/E	9.61	9.74	4.66	4.59	4.52
P/B	1.02	1.09	1.61	1.33	1.13

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 3 月 4 日晚发布 2021 年业绩快报，2021 年预计实现营收 364.11 亿元，同比增长 57.34%；实现归母净利润 61.08 亿元，同比增长 299.73%；实现扣非归母净利润 60.56 亿元，同比增长 316.04%；实现 EPS 为 4.28 元，同比增长 300%。

评论

- **受益产品价格上涨，Q4 业绩略超预期。**21 年 Q1-Q3 归母净利润 37.12 亿元，Q4 归母净利润 23.96 亿元，环比增加 11.86%。公司 21 年业绩主要受益于核心产品硅铁、PVC 等价格同比大幅上涨，其中，21 年硅铁（75 硅，内蒙地区）均价 9623 元/吨，同比上涨 67%；PVC 均价 9171 元/吨，同比上涨 38%。同时，公司收购联营企业永煤矿业 25% 股权后，投资收益增加，整体盈利能力增强。
- **关注俄罗斯硅铁转单带来的潜在需求边际增量。**作为国际上硅铁最主要的出口国家之一，俄罗斯 21 年硅铁出口量 56 万吨左右，仅次于中国，紧随其后的是乌克兰，出口地集中在东亚日韩等地。根据 mysteel 统计，日韩地区硅铁月需求量 5.5 万吨左右，一半来自俄罗斯。随着俄乌冲突升级，判断这部分需求或转单至中国、马来西亚等地厂商，考虑马来地区产能规模不大，中国硅铁企业有望受益。考虑国内月均产量 48-50 万吨，或带来每月 4% 左右需求增量，影响较大。
- **硅铁涨价带来业绩弹性大。**公司拥有硅铁年产能 160 万吨，硅铁产销占比 30%，为全国第一。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。公司煤炭自供、和自备电厂所具有运行成本优势显著。硅铁产品经测算价格每上涨 100 元对应盈利 1.06 亿元，业绩弹性大。

盈利预测&投资建议

- 根据 21 年业绩快报，略上调盈利预测，预计公司 21-23 年的归母净利润分别为 61.07 亿元、61.98 亿元、62.95 亿元，对应 EPS 分别为 4.28 元、4.34 元、4.41 元，对应 PE 分别为 5 倍、5 倍、5 倍，维持“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；大股东质押率偏高。

相关报告

- 1.《Q4 业绩略超预期-鄂尔多斯业绩点评》，2022.1.28
- 2.《受益硅铁 PVC 涨价，上半年业绩符合预期-鄂尔多斯 2021 半年...》，2021.8.31
- 3.《碳中和下钢铁产业链优质弹性标的-鄂尔多斯公司深度》，2021.5.10

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

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	36,415	36,455	36,495
增长率		-4.5%	1.5%	57.4%	0.1%	0.1%
主营业务成本	-16,766	-16,128	-15,823	-22,977	-23,011	-23,045
%销售收入	70.3%	70.8%	68.4%	63.1%	63.1%	63.1%
毛利	7,093	6,662	7,318	13,438	13,444	13,450
%销售收入	29.7%	29.2%	31.6%	36.9%	36.9%	36.9%
营业税金及附加	-691	-490	-460	-728	-729	-730
%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	-1,329	-1,331	-1,332
%销售收入	6.6%	7.5%	7.4%	3.7%	3.7%	3.7%
管理费用	-1,163	-1,170	-1,204	-1,708	-1,710	-1,712
%销售收入	4.9%	5.1%	5.2%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用	-35	-258	-530	-692	-693	-693
%销售收入	0.1%	1.1%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	3,637	3,037	3,401	8,981	8,982	8,983
%销售收入	15.2%	13.3%	14.7%	24.7%	24.6%	24.6%
财务费用	-1,449	-1,051	-952	-759	-709	-597
%销售收入	6.1%	4.6%	4.1%	2.1%	1.9%	1.6%
资产减值损失	-612	677	513	-389	-16	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	330	519	426	817	500	500
%税前利润	16.4%	27.0%	16.8%	9.4%	5.7%	5.6%
营业利润	2,044	1,987	2,609	8,735	8,842	8,956
营业利润率	8.6%	8.7%	11.3%	24.0%	24.3%	24.5%
营业外收支	-33	-63	-77	-42	-42	-42
税前利润	2,011	1,924	2,532	8,693	8,800	8,914
利润率	8.4%	8.4%	10.9%	23.9%	24.1%	24.4%
所得税	-461	-412	-533	-1,304	-1,320	-1,337
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	7,389	7,480	7,577
少数股东损益	627	171	471	1,282	1,282	1,282
归属于母公司的净利润	923	1,341	1,528	6,107	6,198	6,295
净利率	3.9%	5.9%	6.6%	16.8%	17.0%	17.2%

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	7,389	7,480	7,577
少数股东损益	627	171	471	1,282	1,282	1,282
非现金支出	2,969	1,937	1,957	2,856	2,587	2,702
非经营收益	1,231	587	615	283	454	225
营运资金变动	1,340	-1,778	-386	2,919	19	20
经营活动现金净流	7,092	2,258	4,186	13,446	10,540	10,524
资本开支	-397	-923	-315	-1,115	-1,347	-1,147
投资	210	-20	0	-4,420	-420	-420
其他	-310	1,848	504	817	500	500
投资活动现金净流	-497	905	189	-4,718	-1,267	-1,067
股权募资	554	500	0	0	0	0
债权募资	-1,137	-3,968	-3,328	-1,872	-3,484	-3,367
其他	-2,909	60	-3,060	-3,527	-3,397	-3,206
筹资活动现金净流	-3,492	-3,408	-6,388	-5,399	-6,881	-6,573
现金净流量	3,102	-245	-2,013	3,330	2,392	2,884

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	11,292	13,633	16,479
应收款项	4,123	3,263	4,625	3,889	3,893	3,897
存货	3,789	4,039	3,260	4,532	4,539	4,546
其他流动资产	873	917	661	808	809	810
流动资产	18,068	16,438	16,538	20,522	22,874	25,732
%总资产	37.9%	34.0%	35.3%	38.0%	41.2%	45.0%
长期投资	6,810	7,092	6,986	11,406	11,826	12,246
固定资产	20,936	23,218	21,744	20,298	18,983	17,355
%总资产	44.0%	48.0%	46.5%	37.6%	34.2%	30.3%
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	33,491	32,634	31,462
%总资产	62.1%	66.0%	64.7%	62.0%	58.8%	55.0%
资产总计	47,620	48,351	46,800	54,013	55,508	57,195
短期借款	18,275	13,699	12,399	11,005	7,821	4,654
应付款项	7,936	8,235	7,949	9,738	9,752	9,767
其他流动负债	1,499	1,414	2,216	4,029	4,046	4,063
流动负债	27,711	23,347	22,564	24,772	21,618	18,483
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	548	496	459
负债	32,364	31,386	28,550	30,469	26,964	23,591
普通股股东权益	9,109	12,635	13,638	17,650	21,368	25,145
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	10,938	14,657	18,434
少数股东权益	6,146	4,330	4,612	5,894	7,176	8,458
负债股东权益合计	47,620	48,351	46,800	54,013	55,508	57,195

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.895	0.939	1.070	4.277	4.340	4.408
每股净资产	8.827	8.848	9.551	12.360	14.964	17.609
每股经营现金净流	6.872	1.581	2.932	9.417	7.381	7.370
每股股利	0.100	0.150	0.400	1.711	1.736	1.763
回报率						
净资产收益率	10.14%	10.61%	11.20%	34.60%	29.00%	25.03%
总资产收益率	1.94%	2.77%	3.27%	11.31%	11.17%	11.01%
投入资本收益率	7.39%	6.21%	7.38%	19.20%	18.50%	17.77%
增长率						
主营业务收入增长率	7.82%	-4.48%	1.54%	57.36%	0.11%	0.11%
EBIT增长率	16.22%	-16.50%	11.96%	164.11%	0.01%	0.01%
净利润增长率	77.24%	45.22%	13.97%	299.67%	1.48%	1.56%
总资产增长率	3.38%	1.54%	-3.21%	15.41%	2.77%	3.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.3	23.9	18.5	13.0	13.0	13.0
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	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	307.0	327.2	329.0	191.9	176.5	160.0
偿债能力						
净负债/股东权益	87.72%	77.75%	55.10%	20.65%	-3.37%	-21.36%
EBIT利息保障倍数	2.5	2.9	3.6	11.8	12.7	15.1
资产负债率	67.96%	64.91%	61.00%	56.41%	48.58%	41.25%

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	0	1	1	2
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	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-10	买入	19.93	23.00 ~ 23.00
2	2021-08-31	买入	32.99	N/A
3	2022-01-28	买入	21.45	N/A

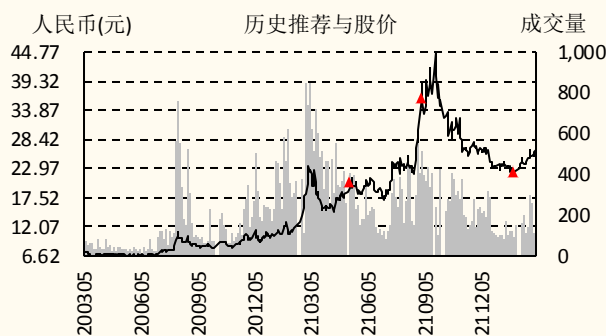
来源：国金证券研究所

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