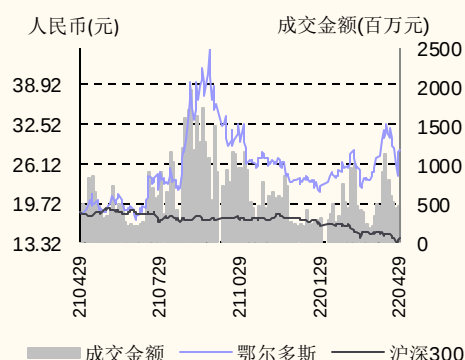


鄂尔多斯 (600295.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 28.40 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)	405.54
年内股价最高最低(元)	44.77/17.10
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047

**Q1 业绩符合硅铁价格波动, 关注出口逻辑兑现****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	23,141	36,473	39,529	39,589	39,649
营业收入增长率	1.54%	57.61%	8.38%	0.15%	0.15%
归母净利润(百万元)	1,528	6,091	6,166	6,274	6,336
归母净利润增长率	13.97%	298.58%	1.24%	1.74%	0.99%
摊薄每股收益(元)	1.070	4.265	4.318	4.393	4.437
每股经营性现金流净额	3.65	8.72	7.66	8.02	8.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.20%	32.81%	27.70%	24.11%	21.24%
P/E	9.74	5.53	6.58	6.46	6.40
P/B	1.09	1.81	1.82	1.56	1.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 29 日发布 2022 年一季报, 2022 年一季度公司实现营收 95.64 亿元, 同比增长 41.47%; 实现归母净利润 13.43 亿元, 同比增长 94.45%; 实现扣非归母净利润 13.13 亿元, 同比增长 92.75%; 实现 EPS 为 0.94 元。

评论

- **Q1 业绩跟随产品价格波动。**Q1 公司归母净利润环比减少 43.55%; 综合毛利率 26.6%, 环比减少 5.95pcts; 净利率 19.21%, 环比减少 6.9pcts。Q1 市场 PVC 均价 8849.14 元/吨, 环比 Q4 下降 11.46%。Q1 硅铁 (75 硅, 内蒙地区) 均价 9238 元/吨, 环比 Q4 下降 23.9%, 4 月开始随着钢厂复产硅铁价格小幅上行, 考虑到年内俄乌冲突带来的硅铁出口需求增量, 预计价格维持高位, 硅铁业绩弹性有望显现。
- **关注俄罗斯硅铁转单带来的出口逻辑兑现。**俄罗斯硅铁出口主要集中在东亚日韩等地, 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, 判断这部分需求大部分转单至中国, 将带来每月 4% 左右需求增量。3 月我国硅铁出口 7.65 万吨, 环比增长 72.35%; 出口均价 2161.09 美元/吨, 环比增长 12.5%, 硅铁出口逻辑开始逐步兑现。
- **拟投建电冶化工产业园区产能置换项目。**公司子公司电冶集团拟出资 25 亿元以其全资孙公司西金矿冶现有的 48 台硅铁矿热炉, 总产能 61.5 万吨/年, 遵循上大压小原则, 按 1.25:1 的比例进行产能置换: 拟置换为建设 10 台 45000KVA 硅铁矿热炉并配套 2*25MW 余热发电以及 2 台 40500KVA 硅铁矿热炉, 产能 46.12 万吨/年, 打造硅合金创新工厂项目。电冶集团持股 46% 公司同源化工以现有的 6 台密闭电石炉, 年产能为 29.59 万吨, 计划通过技改升级为 2 台 60000KVA 密闭电石炉, 年产能为 23.21 万吨。

盈利预测&投资建议

- 根据公司 22 年一季度业绩, 上调 22-23 年营收 8%、8%, 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 61.66 亿元、62.74 亿元、63.36 亿元, 对应 EPS 分别为 4.32 元、4.39 元、4.44 元, 对应 PE 分别为 7 倍、6 倍、6 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. 《硅铁业绩弹性显现, 关注俄转单潜在需求增量-鄂尔多斯业绩点评》, 2022.3.5
2. 《Q4 业绩略超预期-鄂尔多斯业绩点评》, 2022.1.28
3. 《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
4. 《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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	22,790	23,141	36,473	39,529	39,589	39,649
增长率		1.5%	57.6%	8.4%	0.2%	0.2%
主营业务成本	-16,128	-15,823	-23,467	-25,342	-25,372	-25,401
%销售收入	70.8%	68.4%	64.3%	64.1%	64.1%	64.1%
毛利	6,662	7,318	13,006	14,187	14,217	14,248
%销售收入	29.2%	31.6%	35.7%	35.9%	35.9%	35.9%
营业税金及附加	-490	-460	-805	-872	-874	-875
%销售收入	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
销售费用	-1,706	-1,723	-1,210	-1,581	-1,584	-1,586
%销售收入	7.5%	7.4%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-1,170	-1,204	-1,306	-1,415	-1,418	-1,420
%销售收入	5.1%	5.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用	-258	-530	-539	-585	-585	-586
%销售收入	1.1%	2.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	3,037	3,401	9,146	9,733	9,757	9,781
%销售收入	13.3%	14.7%	25.1%	24.6%	24.6%	24.7%
财务费用	-1,051	-952	-572	-526	-507	-458
%销售收入	4.6%	4.1%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-677	-513	-667	-84	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	519	426	1,563	500	500	500
%税前利润	27.0%	16.8%	16.3%	5.1%	5.1%	5.0%
营业利润	1,987	2,609	9,614	9,774	9,900	9,973
营业利润率	8.7%	11.3%	26.4%	24.7%	25.0%	25.2%
营业外收支	-63	-77	-33	-50	-50	-50
税前利润	1,924	2,532	9,580	9,724	9,850	9,923
利润率	8.4%	10.9%	26.3%	24.6%	24.9%	25.0%
所得税	-412	-533	-1,390	-1,459	-1,478	-1,488
所得税率	21.4%	21.0%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,512	2,000	8,190	8,265	8,373	8,435
少数股东损益	171	471	2,099	2,099	2,099	2,099
归属于母公司的净利润	1,341	1,528	6,091	6,166	6,274	6,336
净利率	5.9%	6.6%	16.7%	15.6%	15.8%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,512	2,000	8,190	8,265	8,373	8,435
少数股东损益	171	471	2,099	2,099	2,099	2,099
非现金支出	3,240	2,979	3,577	2,808	3,051	3,419
非经营收益	587	615	-986	235	9	-106
营运资金变动	-1,778	-386	1,665	-369	17	10
经营活动现金净流	3,561	5,209	12,446	10,939	11,449	11,757
资本开支	-923	-315	-691	-2,953	-3,153	-3,553
投资	-20	0	-4,978	0	0	0
其他	1,848	504	979	500	500	500
投资活动现金净流	905	189	-4,690	-2,453	-2,653	-3,053
股权募资	500	0	0	0	0	0
债权募资	-3,968	-3,328	-5,704	-3,508	-3,449	0
其他	50	-3,036	-2,595	-3,151	-2,968	-2,878
筹资活动现金净流	-3,418	-6,365	-8,298	-6,659	-6,417	-2,878
现金净流量	1,058	-991	-536	1,827	2,380	5,826

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,219	7,992	6,761	8,562	10,923	16,735
应收款项	3,263	4,625	5,100	5,270	5,278	5,286
存货	4,039	3,260	4,490	4,101	4,105	4,110
其他流动资产	917	661	572	570	571	571
流动资产	16,438	16,538	16,924	18,503	20,877	26,702
%总资产	34.0%	35.3%	34.0%	35.9%	38.7%	44.6%
长期投资	7,092	6,986	11,774	11,774	11,774	11,774
固定资产	23,218	21,744	19,302	19,451	19,476	19,536
%总资产	48.0%	46.5%	38.8%	37.7%	36.1%	32.6%
无形资产	1,422	1,384	1,361	1,401	1,437	1,470
非流动资产	31,913	30,262	32,884	33,062	33,113	33,196
%总资产	66.0%	64.7%	66.0%	64.1%	61.3%	55.4%
资产总计	48,351	46,800	49,807	51,565	53,990	59,899
短期借款	13,699	12,399	7,493	3,986	537	537
应付款项	8,235	7,949	8,491	8,884	8,894	8,904
其他流动负债	1,414	2,216	4,390	3,491	3,510	3,523
固定资本	23,347	22,564	20,374	16,360	12,941	12,964
长期贷款	6,413	5,649	4,921	4,921	4,921	4,921
其他长期负债	1,626	337	572	544	525	511
负债	31,386	28,550	25,867	21,826	18,387	18,396
普通股股东权益	12,635	13,638	18,562	22,261	26,026	29,827
其中：股本	1,428	1,428	1,428	1,428	1,428	1,428
未分配利润	6,409	7,274	11,718	15,418	19,182	22,983
少数股东权益	4,330	4,612	5,379	7,478	9,577	11,676
负债股东权益合计	48,351	46,800	49,807	51,565	53,990	59,899

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.939	1.070	4.265	4.318	4.393	4.437
每股净资产	8.848	9.551	12.999	15.590	18.226	20.888
每股经营现金净流	2.494	3.648	8.716	7.661	8.018	8.234
每股股利	0.400	0.800	2.000	1.727	1.757	1.775
回报率						
净资产收益率	10.61%	11.20%	32.81%	27.70%	24.11%	21.24%
总资产收益率	2.77%	3.27%	12.23%	11.96%	11.62%	10.58%
投入资本收益率	6.21%	7.38%	21.44%	21.34%	20.14%	17.66%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.48%	1.54%	57.61%	8.38%	0.15%	0.15%
EBIT增长率	-16.50%	11.96%	168.95%	6.42%	0.25%	0.25%
净利润增长率	45.22%	13.97%	298.58%	1.24%	1.74%	0.99%
总资产增长率	1.54%	-3.21%	6.42%	3.53%	4.70%	10.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.9	18.5	13.9	13.9	13.9	13.9
存货周转天数	88.6	84.2	60.3	60.3	60.3	60.3
应付账款周转天数	120.9	131.2	95.2	95.2	95.2	95.2
固定资产周转天数	327.2	329.3	184.7	167.2	162.6	158.3
偿债能力						
净负债/股东权益	77.75%	55.10%	23.61%	1.16%	-15.35%	-27.17%
EBIT利息保障倍数	2.9	3.6	16.0	18.5	19.2	21.4
资产负债率	64.91%	61.00%	51.93%	42.33%	34.06%	30.71%

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	4	6	6	8
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.14	1.14	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
4	2022-03-05	买入	27.78	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