

钢铁

署名人: 初学良
S0960210070009
0755-82026820
chuxueliang@cjis.cn

鄂尔多斯

600295

强烈推荐

多元化快速发展, 未来想象空间巨大

6-12个月目标价: 25.50元

当前股价: 18.29元

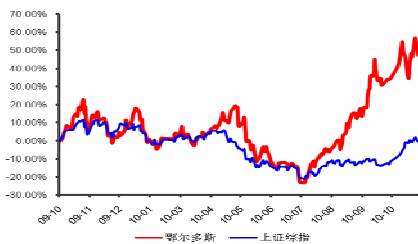
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2978
总股本(百万)	1032
流通股本(百万)	192
流通市值(亿)	35
EPS (10E)	0.77
每股净资产(元)	4.52
净资产收益率%	17.10

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鄂尔多斯	10.05	54.61	24.38
上证综指	14.07	13.11	2.71



相关报告

10月28日我们调研了鄂尔多斯。短期看, 公司4季度明显受益于部分产品价格的大幅上涨; 长远看, 公司未来多元化产业上升空间巨大。

投资要点:

- 公司业务以羊绒、铁合金、煤炭、电力以及电石和多晶硅为主, 是从单一羊绒服装转型为服装、资源、新能源产业的成功典范。随着公司多元化业务的逐步开展, 公司未来业绩增长点不断增多, 而且想象空间非常巨大, 我们看好公司未来的长期发展。
- 公司羊绒业务将逐步转行为大服装业务, 从单一的羊绒服装向一流的综合服装品牌过渡。而且从内外销销售战略上公司也开始调整销售比例, 逐步减少毛利率较低的出口量, 加大盈利较好的国内量。
- 4季度公司业绩将环比大幅提高, 主要原因是受益于铁合金和部分化工产品价格的大幅上涨。我们测算4季度EPS将达到0.29元, 远高于3季度的0.17元。长远看, 我们认为随着硅铁和电石产量的逐步释放以及多晶硅产品规模效益的提高, 未来公司业绩将会有巨大的上升空间。2011年是公司的关键年, 主要看多晶硅项目能否进展顺利。我们认为公司在多晶硅项目上已经具备成功的必要条件: 电力成本低、生产设备好。
- 集团拥有60亿吨煤炭资源, 而公司是集团优质煤炭资源注入的唯一平台。我们认为虽然短期还很难成行, 但随着公司煤炭需求的逐步上升和集团资源的整合, 煤炭资产逐步注入应是大趋势。
- 首次给予公司强烈推荐的投资评级, 6-12月目标价为25.50元, 仍存约40%的上升空间。我们预测2010年至2012年基本每股收益分别为0.76、1.02、1.38元, 目前股价对应2011年、2012年PE分别是17.93倍、13.25倍。
- 风险提示: 节能减排对公司产能造成严重影响和多晶硅项目进展低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8117	10292	12966	16047
同比(%)	-15%	27%	26%	24%
归属母公司净利润(百万元)	393	798	1054	1420
同比(%)	-3%	103%	32%	35%
毛利率(%)	26.1%	32.6%	32.9%	34.0%
ROE(%)	9.9%	17.1%	19.1%	21.3%
每股收益(元)	0.38	0.77	1.02	1.38
P/E	47.97	23.65	17.91	13.29
P/B	4.76	4.05	3.42	2.83
EV/EBITDA	19	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

一、公司业绩预测：4 季度大幅提升，未来空间更大

公司 4 季度业绩增长粗略测算：**保守预计**单季度 0.29 元，环比大幅上涨 0.12 元，主要来自于硅铁 0.029、电石 0.014、硅锰 0.014、羊绒服装 0.05。

1、硅铁价格 8 月初为 6200 元/吨，10 月底已经上涨到 7800 元/吨。价格涨幅接近 30%。4 季度价格的大幅上涨主要原因是国家推行节能减排拉闸限电导致很多中小厂减产或者短期关停，供应量减少所致。

4 季度和 2011 年判断：我们假设 4 季度平均价格将会相对 10 月份有所回落，平均税前价格 7500 元/吨，对应 EPS 增加量为 0.029 元。如果 4 季度均价维持在 10 月份水平，那 EPS 增加量为 0.062 元。

表 1：硅铁 4 季度业绩贡献测算

时间	平均含税价 (元/吨)	不含税价	产量假设 (万吨)	净利增加 (万元)	权益 EPS 增加 (元)
2010:8-9	6,936.07	5,928.26			
2010 年 10 月份	7,945.45	6,790.99			
2010Q4 乐观预计	7,945.45	6,790.99	15.00	10,690.88	0.062
2010Q4	7,500.00	6,410.26	15.00	4,979.93	0.029

资料来源：中投证券研究所

2、电石：电石价格 3 季度平均税前价为 3684 元/吨，10 月份已经上涨到 4103 元/吨。（上涨原因同硅铁）

4 季度和 2011 年判断：我们假设 4 季度均价有所回落为 4000 元/吨，对应 EPS 增加量为 0.014 元。如果 4 季度均价维持在 10 月份水平，那 EPS 增加量为 0.025 元。

表 2：电石 4 季度业绩贡献测算

时间	平均含税价 (元/吨)	不含税价	产量假设 (万吨)	净利增加 (万元)	权益 EPS 增加 (元)
2010Q1	3,551.06	3,035.09	13.75		
2010Q2	3,574.69	3,055.29	13.75		
2010Q3	3,684.20	3,148.89	13.75		
2010 年 10 月份	4,102.94	3,506.79			
2010Q4 乐观预计	4,102.94	3,506.79	13.75	4,233.57	0.025
2010Q4	4,000.00	3,418.80	13.75	2,336.29	0.014

资料来源：中投证券研究所（产品属电冶公司旗下，公司控股 60%）

3、硅锰：8 月初硅锰价格每吨含税价 7675 元/吨，10 月底已经最高上涨到 9300 元/吨，价格涨幅明显。（上涨原因同硅铁）

4 季度和 2011 年判断：我们假设 4 季度均价有所回落为 8900 元/吨，对应 EPS 增加量为 0.014 元。如果 4 季度均价维持在 10 月份水平，那 EPS 增加量为 0.020 元。

表 3：硅锰 4 季度业绩贡献测算

时间	平均含税价 (元/吨)	不含税价	产量假设 (万吨)	净利增加 (万元)	权益 EPS 增加 (元)
----	-------------	------	-----------	-----------	---------------

2010:8-9	7,964.00	6,806.84			
2010年10月份	9,200.00	7,863.25			
2010Q4 乐观预计	9,200.00	7,863.25	3.75	3,399.04	0.020
2010Q4	8,900.00	7,606.84	3.75	2,437.50	0.014

资料来源：中投证券研究所（产品属电冶公司旗下，公司控股60%）

4、羊绒：4季度预计业绩确认增加5000万，对应EPS增加0.05元。

因此我们保守粗算4季度公司业绩环比增加0.11元。乐观预计增加0.16元，主要来自于硅铁0.062、电石0.025、硅锰0.020、羊绒服装0.05。因此全年业绩保守测算0.77元，乐观测算0.82元。

二、公司长期看点：羊绒、产量扩张、多晶硅、煤炭

公司4季度业绩环比大幅提高，未来能否持续和看点在哪里？我们认为节能减排带来产品短期价格上涨只是公司股价阶段性上涨的催化剂，长期看点我们认为在于公司羊绒服装业务毛利率的逐步提升、硅铁和电石产量的扩张、多晶硅项目的顺利实施以及未来煤炭资产的注入。

未来看点分析：

1、羊绒服装业务毛利率的逐步提升：公司羊绒业务将逐步转行为大服装业务，从单一的羊绒服装向一流的综合服装品牌过渡。而且从内外销销售战略上公司也开始调整销售比例，逐步减少毛利率较低的出口量，加大盈利较好的国内量。公司外销产品毛利率较低，约为10%左右。内销产品毛利率较高，达到50%以上。公司认为内销每年的增长率将会保持在20-30%水平，未来内销将是发展的重点。（2010年毛利率的大幅提高主要原因是内外销比例的调整和国内提价）

未来公司将会重点发展“设计和销售”两端，注重品牌设计和销售渠道的管理。

设计：公司已经聘请法国著名奢侈品牌“香奈儿”原设计总监杜福尔先生担任“鄂尔多斯”品牌的艺术总监，已经推出与国际一流品牌看齐的“杜福尔”时尚系列。公司表示将会在男装品牌上继续聘请大牌服装设计师加盟，进一步打造男装品牌。从公司一系列动作可以看出公司向一流品牌看齐的决心。

渠道：公司目前总共拥有销售店面4000多家，其中羊绒1600多家，其他2400家。未来在店面标准将向一流品牌看齐，以销售金额和单店面积为店面的主要考核指标。

表 4：羊绒服装业务盈利情况假设

项目	2008年	2009年	2010 E	2011E	2012E
羊绒服装业务收入(百万)	3,131.46	2,060.00	1,400.00	1,550.00	1,710.00
羊绒服装业务成本(百万)	2,324.00	1,556.00	840.00	899.00	940.50
羊绒服装业务毛利率	25.79%	24.47%	40.00%	42.00%	45.00%

资料来源：中投证券研究所

2、硅铁和电石产量的扩张：1) 硅铁产能2011年达到100万吨，未来两年产量均有所扩张；2) 电石权益总产能115万吨，2011年有望达到80万吨。硅

铁的毛利率 35%左右, 电石的毛利率 25%左右, 因此产量扩张必然带来业绩的提升。

表 5: 硅铁和电石产量情况分析 (万吨)

项目	2008 年	2009 年	2010 E	2011E	2012E
硅铁产量	47	50	60	80	100
硅铁总毛利 (百万)	1,409.78	724.61	1,308.00	1,760.00	2,300.00
电石产量	26.98	40.6	56	80	115
电石总毛利 (百万)	5.40	60.78	436.80	640.00	977.50

资料来源: 中投证券研究所

3、多晶硅业务的顺利实施: 公司投入 29 亿建设 3000 吨的多晶硅线, 2010 年 8 月下旬已经试生产。2011 年是多晶硅项目的关键年, 如果进展顺利公司迅速启动二期项目, 那未来公司在此领域发展空间巨大。

2010 年公司多晶硅产品开始逐步投产, 我们预计产量将在 1000 吨以内。多晶硅订单已经非常饱满, 需求无忧。毕竟国内产量仅有 3-4 万吨水平, 严重供不应求。项目顺利关键看产品的质量和成本的高低, 也就是要看良品率的高低, 因此工艺水平和成本成为关键因素。

公司具备成功的必要条件: 1) 生产设备领先: 公司 2 条生产线从德国瓦克引进, 其工艺包属国内领先; 2) 电力成本低: 公司拥有自备电厂: 2 台装机容量 33 万千瓦的发电机组, 租赁集团 2 台装机容量 33 万千瓦的发电机组, 1 台装机容量 20 万千瓦的发电机组。

假设 2012 年公司多晶硅全部投产, 达到 2500 吨。按照届时公司成本 30 美元/公斤、售价 63 美元/吨计算, 公司毛利增加 5.51 亿元, 权益净利润增加 2 亿元, EPS 增加 2 毛钱左右。

未来规划: 公司未来规划总产能 1 万吨, 目前已经投入部分资金做完 2 期部分的工建项目。公司表示 2011 年可能不会启动 2 期, 我们认为关键还要看进展, 如果顺利, 2011 年启动 2 期项目也符合公司发展路径。

表 6: 多晶硅未来盈利情况分析

项目	2008 年	2009 年	2010 E	2011E	2012E
多晶硅产量 (吨)	0.00	0.00	50.00	1,000.00	2,500.00
多晶硅售价 (元/吨)	0.00	0.00	465,000.00	435,000.00	420,000.00
折合 (美元/吨)	0.00	0.00	69.92	65.41	63.16
多晶硅毛利 (百万)	0.00	0.00	9.95	202.25	551.25
毛利率	0.00%	0.00%	42.80%	46.49%	52.50%
EPS 贡献 (元)	0	0	0.004	0.07	0.21

资料来源: 中投证券研究所

4、煤炭资源注入: 我们认为此因素应放长远来看, 是长期利好。集团煤炭资源储量 60 亿吨, 而上市公司是唯一平台。我们认为当 2 个因素都具备才是资源注入的最好时机: 1) 要注入的煤炭资源两证 (探矿权证和采矿权证) 齐全且质量优质 (详勘、矿井建设、环保核查均做完); 2) 公司煤炭产量已不能满足自给, 需外购。

投资建议：股价仍存 40% 上升空间，建议长期持有。

风险点：

- 1) 估值水平：我们按照 2011 年业绩 25 倍 PE 水平测算，可能市场会认为偏高。但我们认为明年 25.5 的股价，对应 2012 年 PE 也仅有 18.48 倍，属于合理水平。
- 2) 多晶硅业务不达预期：成本降不下来和良品率较低。
- 3) 硅铁、电石、硅锰价格大幅下滑。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8067	9899	11653	14696	营业收入	8117	10292	12966	16047
现金	2593	3160	3265	4366	营业成本	5998	6933	8704	10584
应收账款	1196	1416	1812	2251	营业税金及附加	126	221	285	377
其它应收款	53	174	185	220	营业费用	486	580	739	923
预付账款	895	735	986	1237	管理费用	474	562	700	870
存货	2712	3871	4668	5687	财务费用	497	588	614	630
其他	618	543	737	936	资产减值损失	26	20	50	75
非流动资产	12552	13011	13174	13277	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	874	950	950	950	投资净收益	6	40	40	40
固定资产	8178	9571	10255	10613	营业利润	517	1426	1914	2628
无形资产	429	432	432	432	营业外收入	233	55	75	100
其他	3071	2058	1537	1282	营业外支出	9	11	12	12
资产总计	20619	22910	24827	27973	利润总额	741	1470	1977	2716
流动负债	9084	9125	8916	9320	所得税	74	113	152	209
短期借款	5774	5500	5000	5000	净利润	667	1357	1825	2507
应付账款	563	673	841	1020	少数股东损益	274	558	771	1086
其他	2746	2952	3076	3300	归属母公司净利润	393	798	1054	1420
非流动负债	4660	5657	6157	6657	EBITDA	1471	2549	3157	3956
长期借款	4444	5444	5944	6444	EPS (元)	0.38	0.77	1.02	1.38
其他	216	213	213	213					
负债合计	13744	14782	15073	15977	主要财务比率				
少数股东权益	2906	3465	4236	5322	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1032	1032	1032	1032	成长能力				
资本公积	1360	1360	1360	1360	营业收入	-14.7%	26.8%	26.0%	23.8%
留存收益	1549	2244	3098	4255	营业利润	-33.6%	176.0%	34.2%	37.3%
归属母公司股东权益	3968	4663	5517	6674	归属于母公司净利润	-3.2%	102.8%	32.0%	34.8%
负债和股东权益	20619	22910	24827	27973	获利能力				
					毛利率	26.1%	32.6%	32.9%	34.0%
					净利率	4.8%	7.8%	8.1%	8.9%
					ROE	9.9%	17.1%	19.1%	21.3%
					ROIC	6.7%	12.4%	14.1%	16.5%
					偿债能力				
					资产负债率	66.7%	64.5%	60.7%	57.1%
					净负债比率	75.92%	75.50%	74.04%	72.98%
					流动比率	0.89	1.08	1.31	1.58
					速动比率	0.56	0.66	0.78	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.47	0.54	0.61
					应收账款周转率	6	8	8	8
					应付账款周转率	9.98	11.21	11.50	11.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.77	1.02	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.41	1.63	2.18
					每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.52	5.35	6.47
					估值比率				
					P/E	47.97	23.65	17.91	13.29
					P/B	4.76	4.05	3.42	2.83
					EV/EBITDA	19	11	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、河北钢铁、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁、莱钢股份、新钢股份、华菱钢铁、酒钢宏兴

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434