

钢铁

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

鄂尔多斯

600295

强烈推荐

成本优势逐步加强, 多晶硅进入收获期

6-12个月目标价: 25.50元

当前股价: 20.70元

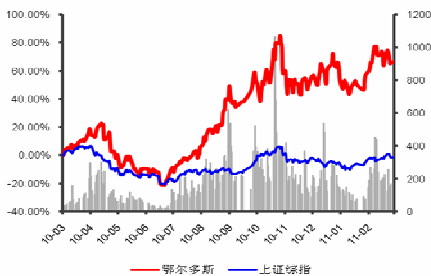
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2896
总股本(百万)	1032
流通股本(百万)	295
流通市值(亿)	61
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	7.97	9.98	15.18
上证综指	-0.10	-1.05	7.73



相关报告

鄂尔多斯 600295-多元化快速发展, 未来想象空间巨大
10/31/2010

日本地震导致的核电站爆炸和核辐射加大了世界各国对核电发展的忧虑, 核电建设将会在一定程度上放缓, 对传统的风电、火电和太阳能发电市场构成利好。

投资要点:

- 公司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。公司业绩快报表示 2010 年公司净利润同比增长 100-150%, 2009 年基本每股收益 0.38 元, 转让两处房地产获得投资收益也增厚公司部分业绩。
- 2011 年公司的主要看点是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, 煤炭资源丰富, 生产成本优势明显。预计 2011 年多晶硅生产量为 1000 吨, 增厚业绩 7 分钱, 已经进入收获期。2012 年产量 2500 吨, 业绩贡献 0.21 元。
- 铁合金业务短期降温: 硅铁产品市场比较混乱, 供过于求造成价格不稳定。单价从 9000 元/吨已经下降到 6500 元/吨, 未来上涨空间不大。
- 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。而且集团股东与上市公司利益一致, 未来不存在障碍, 2012 年可能将是煤炭资产整合的元年。
- 维持对公司强烈推荐的投资评级, 6-12 月目标价为 25.50 元。我们维持之前的盈利预测, 2010 年至 2012 年基本每股收益分别为 0.77、1.02、1.38 元, 目前股价对应 2011 年、2012 年 PE 分别是 20.29 倍、15 倍。
- 风险提示: 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	54.29	26.77	20.27	15.04
P/B	5.38	4.58	3.87	3.20
EV/EBITDA	21	12	10	8

资料来源: 中投证券研究所

公司多晶硅项目具体情况介绍

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。

多晶硅价格判断：我们认为在市场对核电领域担忧的大背景下，太阳能发电将快速发展其优势，需求短期无忧。在多晶硅价格上我们总体判断是高位缓慢向上。

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 1: 多晶硅未来盈利情况分析

项目	2008 年	2009 年	2010E	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

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8067	9899	11653	14696
现金	2593	3160	3265	4366
应收账款	1196	1416	1812	2251
其它应收款	53	174	185	220
预付账款	895	735	986	1237
存货	2712	3871	4668	5687
其他	618	543	737	936
非流动资产	12552	13011	13174	13277
长期投资	874	950	950	950
固定资产	8178	9571	10255	10613
无形资产	429	432	432	432
其他	3071	2058	1537	1282
资产总计	20619	22910	24827	27973
流动负债	9084	9125	8916	9320
短期借款	5774	5500	5000	5000
应付账款	563	673	841	1020
其他	2746	2952	3076	3300
非流动负债	4660	5657	6157	6657
长期借款	4444	5444	5944	6444
其他	216	213	213	213
负债合计	13744	14782	15073	15977
少数股东权益	2906	3465	4236	5322
股本	1032	1032	1032	1032
资本公积	1360	1360	1360	1360
留存收益	1549	2244	3098	4255
归属母公司股东权益	3968	4663	5517	6674
负债和股东权益	20619	22910	24827	27973

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8117	10292	12966	16047
营业成本	5998	6933	8704	10584
营业税金及附加	126	221	285	377
营业费用	486	580	739	923
管理费用	474	562	700	870
财务费用	497	588	614	630
资产减值损失	26	20	50	75
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	40	40	40
营业利润	517	1426	1914	2628
营业外收入	233	55	75	100
营业外支出	9	11	12	12
利润总额	741	1470	1977	2716
所得税	74	113	152	209
净利润	667	1357	1825	2507
少数股东损益	274	558	771	1086
归属母公司净利润	393	798	1054	1420
EBITDA	1471	2549	3157	3956
EPS (元)	0.38	0.77	1.02	1.38

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-14.7%	26.8%	26.0%	23.8%
营业利润	-33.6%	176.0%	34.2%	37.3%
归属于母公司净利润	-3.2%	102.8%	32.0%	34.8%
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	54.29	26.77	20.27	15.04
P/B	5.38	4.58	3.87	3.20
EV/EBITDA	21	12	10	8

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	864	1453	1678	2254
净利润	667	1357	1825	2507
折旧摊销	457	534	629	698
财务费用	497	588	614	630
投资损失	-6	-40	-40	-40
营运资金变动	-809	-720	-1382	-1568
其它	58	-266	32	27
投资活动现金流	-2955	-909	-760	-760
资本支出	2833	900	800	800
长期投资	-182	67	0	0
其他	-303	59	40	40
筹资活动现金流	3382	22	-812	-393
短期借款	764	-274	-500	0
长期借款	2650	1000	500	500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	13	0	0	0
其他	-44	-704	-812	-893
现金净增加额	1295	566	105	1101

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