

# 鄂尔多斯 (600295)

## 硅铁硬缺口，以及被忽视的资源属性

买入 (首次)

2022年04月09日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,141	36,411	40,000	36,500
同比 (%)	1%	57%	10%	-9%
归母净利润 (百万元)	1528	6120	6770	6042
同比 (%)	14%	300%	11%	-11%
每股收益 (元/股)	1.07	4.29	4.74	4.23
P/E (倍)	28.06	7.01	6.33	7.10

### 投资要点

- 优质铁合金龙头。**鄂尔多斯创立于 1979 年，是世界最大的硅铁产销商。1) 铁合金业务：具备 160 万吨/年硅铁产能与 40 万吨/年硅锰合金产能，是国内最大的硅铁供应商；2020 年公司硅铁产量为 147 万吨，硅锰合金产量为 37 万吨。2) PVC 业务：公司 PVC 产能 80 万吨，规模不可小觑；3) 羊绒业务：公司深耕羊绒产业四十年，是全球知名品牌。
- 硅铁行业：硬缺口，持续看涨。**截至 2022 年 4 月 2 日，硅铁期现价恢复性上涨至 10000 元/吨的较高水平；与此同时也伴随着库存的大幅下降，2022 年 3 月末硅铁社会库存仅为 4.3 万吨，同比下滑 50%，我们认为其背后是行业供需在快速改善：1) 俄乌冲突导致过去一个月来全球硅铁供需缺口，进而拉动中国硅铁出口增长，1-2 月硅铁出口增长超过 100%；2) 需求端钢厂产量逐步复产，2 月份回到 267 万吨/日。基于全年钢产量平控，以及硅铁月产量回到 50 万吨以上面临瓶颈，我们判断后续供需缺口依然明显甚至进一步扩大，硅铁价格将进一步走强。
- 煤炭可自供，资源属性彰显。**公司 2020 年原煤产量 460 万吨，储量约 2 亿吨。公司于 2021 年新增永煤矿业公司 25% 股权，经此收购公司合计控制煤炭权益产能近 1100 万吨，可基本实现煤炭自供。考虑煤炭价格大概率维持高位，公司可通过煤炭完全自供来降低燃料成本，或者有望通过外销自产高热值、购入低热值煤炭来提高盈利能力。
- 强业绩、高分红，优质蓝筹。**公司业绩已经实现 6 年连续增长，归母净利润年复合增长率达到 45%，其中 2021 年预计同比增长 300%。自上市以来公司每年都会进行现金分红，累计分红金额 38 亿；分红比例和股息率较高，2020 年分红比例 70% 左右，股息率 4.58%，在板块中领先，公司高分红已经成为特色，具备持续性。
- 盈利预测与投资评级：**考虑公司主营产品价格上行，我们预计公司 2021-2023 年收入为 364/400/365 亿元，同比增速为 57%/10%/-9%；归母净利润为 61/68/60 亿元，同比增速为 300%/11%/-11%；对应 PE 分别为 7.0/6.3/7.1x。按业务板块，铁合金板块我们选取河钢资源、方大炭素，氯碱化工板块选取中泰化学、天原股份，服装板块选取同样属于服装驰名商标的海澜之家、太平鸟，得出 2022-2023 年 PE 均值为 9.1/7.2x；公司估值低于可比公司，考虑公司电冶金板块和服装板块稳步发展，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**硅铁价格波动；成本波动；公司自身经营风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.03
一年最低/最高价	14.60/45.57
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	32208.38

### 基础数据

每股净资产(元)	11.52
资本负债率(%)	54.46
总股本(百万股)	1427.95
流通 A 股(百万股)	1072.54

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 鄂尔多斯：优质铁合金龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1. 铁合金与电力冶金龙头 .....	4
1.2. 铁合金业务：全球最大硅铁产销商，盈利弹性大 .....	7
1.3. PVC 业务：PVC 二期达产，紧抓行业机遇 .....	9
1.4. 服装业务：羊绒服装界龙头 .....	10
<b>2. 铁合金行业：硅铁硬缺口，价格看涨</b> .....	<b>11</b>
2.1. 库存低位，有望启动补库 .....	11
2.2. 价格端：触底回升 .....	12
2.3. 出口旺盛带来需求增量 .....	13
2.4. 需求端：稳增长下，上行可期 .....	14
2.5. 供给端：开工率达到前高，产量面临瓶颈 .....	16
<b>3. 煤炭可自供，资源属性彰显</b> .....	<b>16</b>
3.1. 煤炭行业：价格中枢仍有望维持高位 .....	16
3.2. 收购实现煤炭自给，资源属性彰显 .....	17
<b>4. 强业绩、高分红，优质蓝筹</b> .....	<b>18</b>
4.1. 强业绩穿越周期 .....	18
4.2. 高分红彰显投资价值 .....	18
<b>5. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

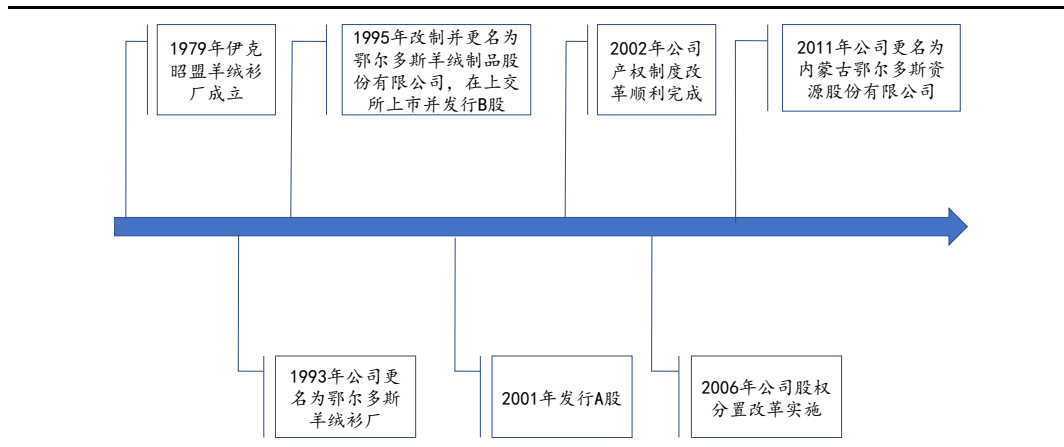
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构图 (2022 年 4 月 8 日) .....	5
图 3: 近五年营收及同比变化情况.....	5
图 4: 公司各项业务营收占比.....	5
图 5: 公司产品营收占比.....	6
图 6: 国内外市场营收占比.....	6
图 7: 各项业务毛利率情况.....	6
图 8: 归母净利润和资产负债率变化情况.....	6
图 9: 公司硅铁生产工艺流程图.....	7
图 10: 公司铁合金产量.....	8
图 11: 公司铁合金业务毛利率.....	8
图 12: 公司一体化产业链图.....	8
图 13: PVC 生产流程图.....	9
图 14: 近五年服装板块营业收入及同比增速.....	10
图 15: 近五年公司服装板块毛利率.....	10
图 16: 铁合金产业链图.....	11
图 17: 硅铁库存.....	12
图 18: 钢厂硅铁库存天数 (单位: 天) .....	12
图 19: 硅铁期现价格底部回升.....	12
图 20: 硅锰价格探底回升.....	13
图 21: 硅铁出口情况.....	13
图 22: 硅铁需求结构 (2019 年) .....	14
图 23: 近年我国粗钢月产量及其同比增长情况.....	15
图 24: 近年我国镁月产量累计及其同比增长情况.....	15
图 25: 硅铁硅锰产量.....	16
图 26: 铁合金开工率回升.....	16
图 27: 煤炭价格指数.....	17
图 28: 煤炭价格指数季度均值.....	17
图 29: 永煤矿业公司股权结构 (2022 年 4 月 8 日) .....	17
图 30: 公司归母净利润持续六年增长.....	18
图 31: 公司 2010-2020 年分红比例 .....	19
图 32: 公司历年股息率.....	19
图 33: 公司 2020 年每股股利居于行业前列.....	20
表 1: 2021 年硅铁业务净利润对价格弹性表.....	9
表 2: 国内上市硅铁公司产能产量 (2020 年) .....	16
表 3: 公司分业务拆分.....	20
表 4: 可比公司估值 (2022 年 4 月 8 日) .....	21

## 1. 鄂尔多斯：优质铁合金龙头

### 1.1. 铁合金与电力冶金龙头

鄂尔多斯（600295）全名为内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司。公司创立于 1979 年，前身为伊克昭盟羊绒衫厂，1993 年更名为鄂尔多斯羊绒衫厂，1995 年改制为股份有限公司并在上海证券交易所上市发行 11,000 万股 B 股，更名为鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司。2011 年更名为内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司并沿用至今。鄂尔多斯主营业务分为电力冶金化工和羊绒服装两个部分。电力冶金化工方面，公司业务范围涵盖了煤炭等矿产资源开发、电力（热能）、铁合金冶炼、氯碱化工等环节，其中铁合金冶炼业务与氯碱化工业务是电力冶金的重要收入来源，产品包括精炼硅铁、高纯硅铁、硅锰合金以及电石、PVC 等，硅铁合金产销量位居世界第一。公司是符合国际标准的持续发展清洁循环产业基地，同时也是国家首批资源节约型、环境友好型试点企业。羊绒服装方面，公司是 CCMI（羊绒与驼绒制作商协会）中国唯一成员单位，拥有国家级企业技术中心、国家羊绒制品工程技术研发中心，制定了多项羊绒行业的国际标准和国家标准。公司拥有“ERDOS”、“鄂尔多斯 1980”等品牌，产品包括羊绒原料（无毛绒）、羊绒纱线、以羊绒衫为代表的各类羊绒制品、四季服装等。

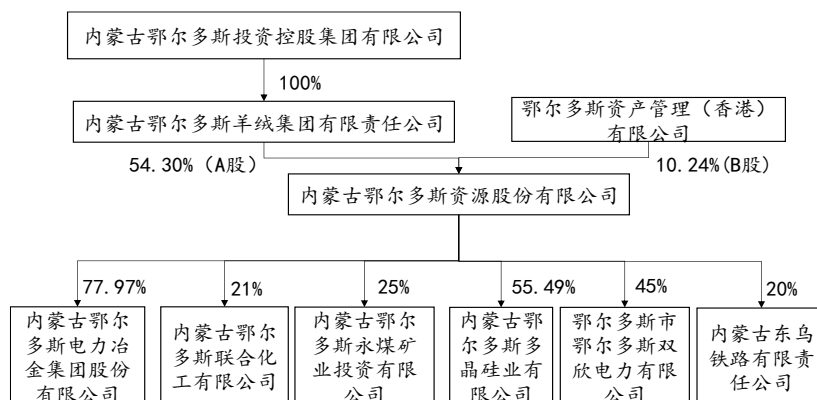
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

据最新半年报披露显示，公司总股本数为 14.28 亿股，其中 A 股占比 70.59%，B 股占比 29.41%。内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司为第一大股东，持股 A 股，持股比例为 54.30%。内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司持有内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司 100% 的股权，因此内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司为公司实际控制人。

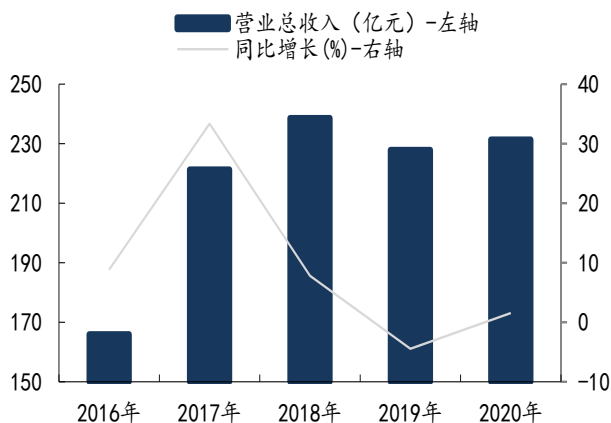
图 2: 公司股权结构图 (2022 年 4 月 8 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

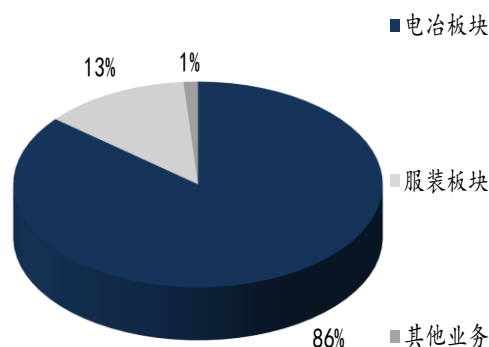
公司主营业务分为羊绒服装、电力冶金化工两大板块。羊绒服装板块为公司所从事的羊绒品类服装及服饰为主的生产加工、品牌建设与市场销售; 电力冶金化工板块为公司下属子公司电冶公司、电冶公司下属公司及联营公司所从事的煤炭等矿产资源采选、电力(热能)、硅系铁合金、氯碱化工、多晶硅、尿素、合成氨等产品的加工及销售。据最新年报披露, 2020 年公司营业总收入达到 231.41 亿元, 同比增长 1.54%。其中电冶板块收入为 198.87 亿元, 占比 86%; 服装板块收入为 29.63 亿元, 占比 13%。

图 3: 近五年营收及同比变化情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 公司各项业务营收占比

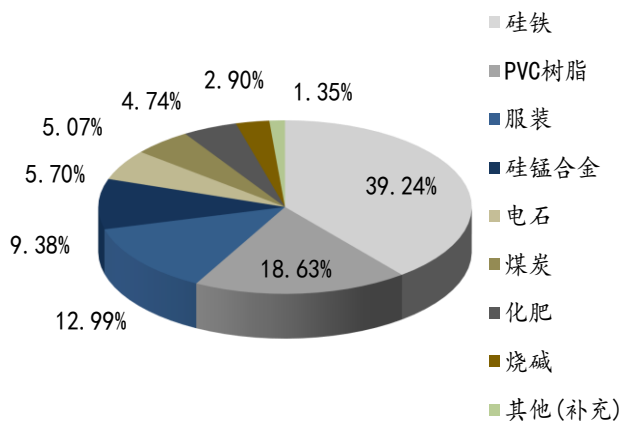


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从产品销售来看, 硅铁、PVC 树脂、服装是公司主要的营业收入来源。据 2020 年年报披露显示, 2020 年公司硅铁产品营收为 84.60 亿元, 营收占比 39.24%; PVC 树脂产品营收为 40.22 亿元, 营收占比 18.63%; 服装产品营收为 28.04 亿元, 营收占比 12.99%。此外公司还销售硅锰合金、电石、煤炭、化肥、烧碱等产品。从分地区销售

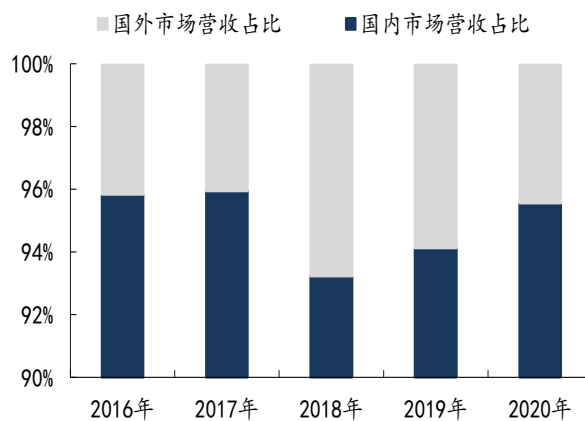
分析，公司主要面向国内市场。据 2020 年年报披露显示，2020 年公司国内市场营收为 221.1 亿元，占比达 96.80%；国外市场营收为 7.36 亿元，占比达 3.20%。

图 5：公司产品营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

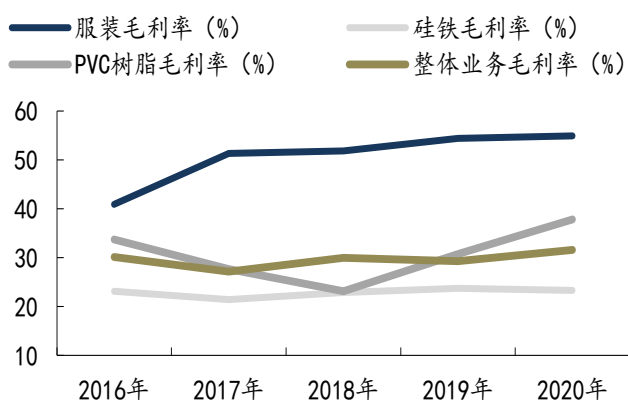
图 6：国内外市场营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

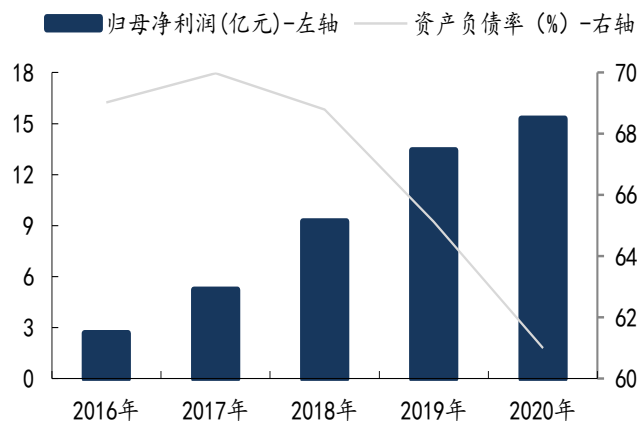
公司整体毛利率较为稳定。据最新年报披露显示，2020 年公司整体毛利率为 31.62%，同比增长 7.95 个百分点。其中服装毛利率为 54.97%，硅铁毛利率为 23.34%，PVC 树脂毛利率为 37.86%。据年报披露显示，2020 年公司归母净利润为 15.28 亿元，同比增长 13.94%；资产负债率为 61%，较去年同期下降约 6.3 个百分点。

图 7：各项业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：归母净利润和资产负债率变化情况

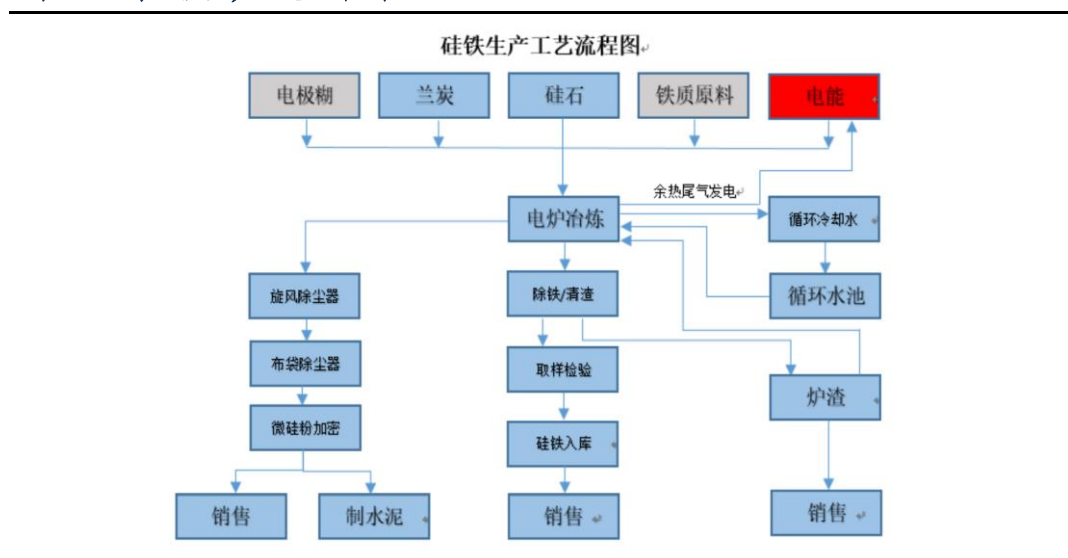


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 铁合金业务：全球最大硅铁产销商，盈利弹性大

公司是全球最大的硅铁合金生产和销售企业，硅铁产销量位居世界第一。铁合金业务是公司重要的营收构成之一，硅铁及硅锰合金业务占比合计达到 48.62%，其中硅铁业务占比 39.24%，硅锰合金业务占比 9.38%。目前公司已具备国内最为完整的“煤炭等矿产资源—电—硅铁合金”的生产线，通过利用硅石、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。

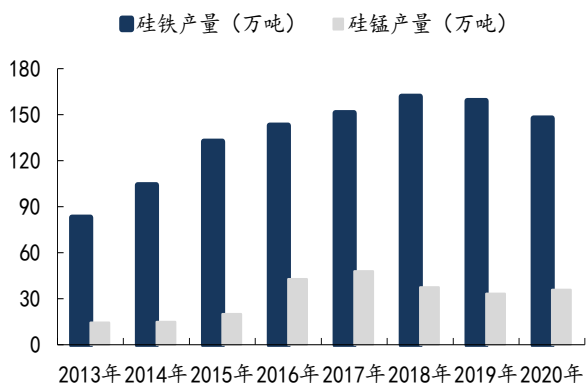
图 9：公司硅铁生产工艺流程图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

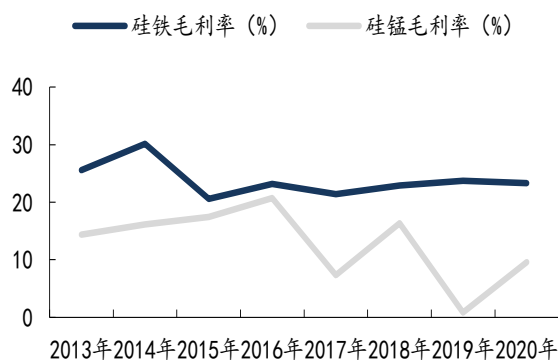
据公司披露，公司硅铁产能近年维持在 160 万吨/年，硅锰合金产能近年维持在 40 万吨/年。产量方面，2020 年公司硅铁产量为 147.48 万吨，同比下降 7.1 个百分点；硅锰产量为 35.86 万吨，同比上涨 7.94 个百分点。

图 10: 公司铁合金产量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

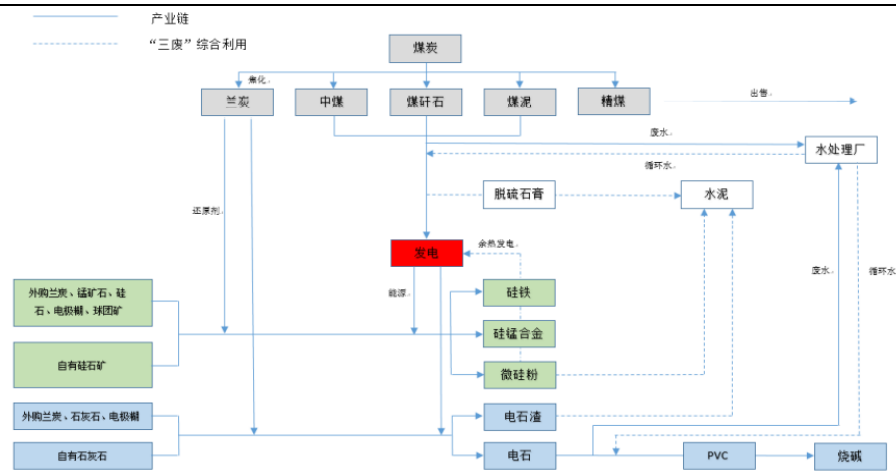
图 11: 公司铁合金业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**一体化产业链提供成本优势。**据公司公告, 鄂尔多斯的电力冶金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, 其中一部分煤炭产品(中煤、煤泥、煤矸石等)用于电力冶金自备电厂发电, 形成了以火力发电为主, 余热资源综合利用发电为补充的局域网模式, 所发电量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。

图 12: 公司一体化产业链图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

据公司披露, 目前电冶集团对于兰炭需求约为 300 万吨/年。目前收购后的内蒙古鄂尔多斯联海化工有限公司 160 万吨/年绿色喷吹料工程 DCS 化工项目(兰炭项目)仍处于建设过程中, 预计完工后将为公司原料提供有力保障。

**硅铁市价走高带来较大业绩增长弹性。**公司在硅铁业务上的盈利受到硅铁价格变



动的较大影响，净利润变动比例要大于交易价格的变动比例。根据硅铁市场均价涨幅，假设2021年销量不变情况下，交易均价上涨30%，则预计当年净利润上涨41.94%，达到9.44亿元；当价格涨幅达到50%时，净利润将增长73.87%，达到11.56亿元；当价格涨幅达到100%，净利润增幅达到153.72%，到16.87亿元。

**表 1：2021 年硅铁业务净利润对价格弹性表**

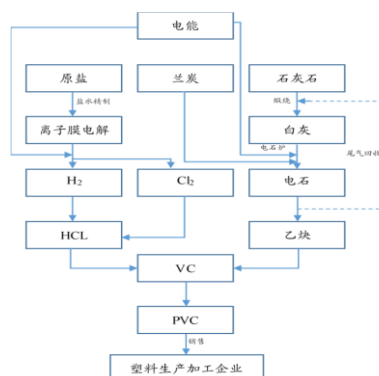
均价（元/吨）	涨幅	净利润（亿元）	净利润涨幅
7283	0%	6.7	0%
8011	10%	7.3	10%
8739	20%	8.4	26%
9467	30%	9.4	42%
10196	40%	10.5	58%
10924	50%	11.6	74%
11652	60%	12.6	90%
12380	70%	13.7	106%
13109	80%	14.8	122%
13837	90%	15.8	138%
14565	100%	16.9	154%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

### 1.3. PVC 业务：PVC 二期达产，紧抓行业机遇

**PVC 扩产，成本低为其“安全垫”。**聚氯乙烯(Polyvinyl Chloride)，简称 PVC，是一种无毒、无臭的白色粉末。化学稳定性很高，具有良好的可塑性。电绝缘性优良，一般不会燃烧。主要用于建筑门窗、排水管道、电线电缆及薄膜包装等领域。

**图 13：PVC 生产流程图**



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司 PVC 产品主要是利用电石、原盐等原材料，由自备电厂提供电力，生产 PVC 等主要产品以及副产品烧碱，产品主要销向塑料生产加工企业。

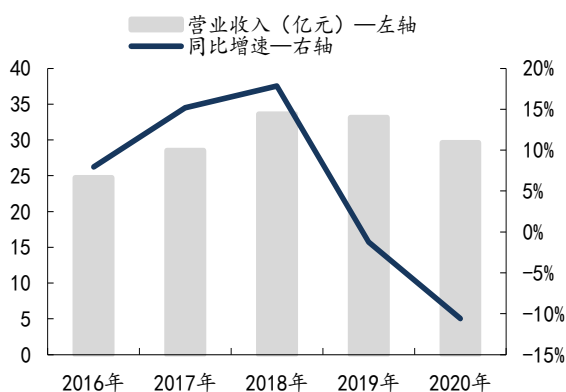
**降本增效，抵御风险能力强。**PVC 的原材料有电石，而电石的生产需要耗费大量的电力（成本占比 60%左右）、兰炭（成本占比 30%左右）和石灰石（成本占比 10%左右），因此电力价格是决定电石成本乃至 PVC 成本的核心因素。鄂尔多斯高原是我国煤炭蕴藏最大、煤质最高的地区之一。公司凭借优越的地理位置和丰富的煤炭资源，组建自己的发电厂，形成了以火力发电为主，余热资源综合利用发电为补充的局域网模式，所发电量全部输送下游产业生产使用，因是独立电网，不受地方电网调峰限制，为下游 PVC 业务提供低成本、稳定的能源供应，是电力冶金一体化产业结构的能源中枢。

公司投入大量资金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，铁合金出炉机器人、硅锰浇铸机、电石炉前作业机器人进入全面使用阶段，使生产呈现高效、循环利用与节能环保的特点。截止 2020 年底，电冶板块申请专利数量增加至 173 件，授权专利数量增加至 121 件。专利数量和科研经费均有明显增加，重点技术研发和应用亦有突破。

#### 1.4. 服装业务：羊绒服装界龙头

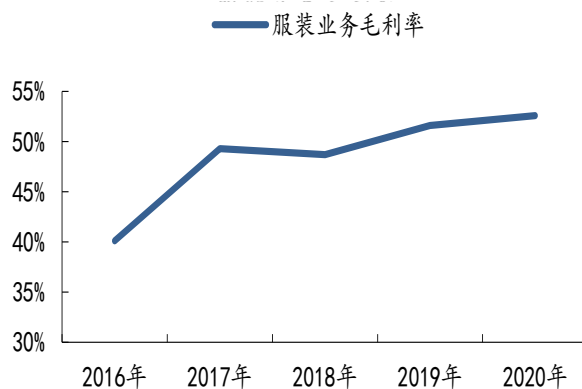
据公司披露年报显示，2020 年公司服装板块营业收入为 29.63 亿元，同比下降 10.6%，主要原因是受到新冠疫情影响，企业减产。毛利率方面，整体保持增长。2020 年毛利率为 52.56%，同比增长 1.88 个百分点。

图 14：近五年服装板块营业收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：近五年公司服装板块毛利率

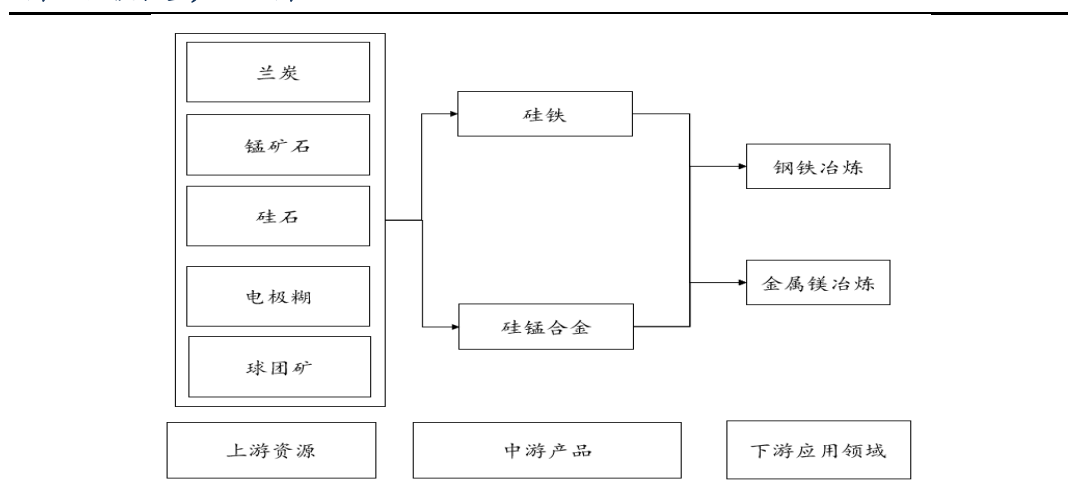


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 铁合金行业：硅铁硬缺口，价格看涨

铁合金主要分为硅铁合金及硅锰合金两种合金材料。其中硅铁是以焦炭、钢屑、石英（或硅石）为原料，用电炉冶炼制成的铁硅合金。由于硅和氧很容易化合生成二氧化硅，所以硅铁常用于炼钢时作脱氧剂，同时由于 SiO<sub>2</sub> 生成时放出大量的热，在脱氧的同时，对提高钢水温度也是有利的。同时，硅铁还可作为合金元素加入剂，广泛应用于低合金结构钢、弹簧钢、轴承钢、耐热钢及电工硅钢之中，硅铁在铁合金生产及化学工业中，常用作还原剂。硅锰合金是由锰、硅、铁及少量碳和其它元素组成的合金，是一种用途较广、产量较大的铁合金。锰硅合金是炼钢常用的复合脱氧剂，又是生产中低碳锰铁和电硅热法生产金属锰的还原剂。

图 16: 铁合金产业链图

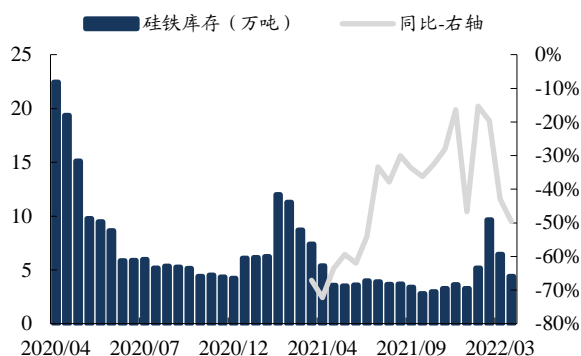


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1. 库存低位，有望启动补库

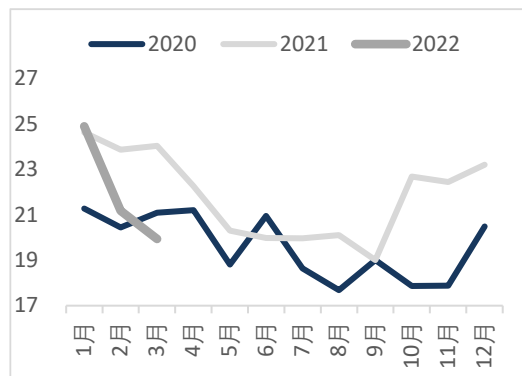
据 Mysteel，硅铁企业高库存情况得到较好缓解，去库速度持续加快。截至 3 月 25 日 63 家独立硅铁企业库存为 4.38 万吨，处于 3 个月低位，较 3 月 11 日统计下降 2.05 万吨。市场对疫情后需求修复存在预期，3 月底钢厂或将集中开展 4 月硅铁招标，近期硅铁需求预期将有较大幅度增量。硅铁库存长期低位。截至 2022 年 3 月，全国硅铁社会库存为 4.4 万吨，同比下滑 50%；钢厂硅铁库存天数降至 20 天以下，处于历史较低水平。

图 17: 硅铁库存



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

图 18: 钢厂硅铁库存天数 (单位: 天)



数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所

## 2.2. 价格端: 触底回升

**硅铁期现价格底部回升。**截至 2022 年 4 月 2 日，硅铁期现价格均恢复到近 10000 元/吨的位置。2021 年 10 月硅铁现货价格一度逼近两万大关，后续在保供稳价政策下以及由旺季到淡季切换，价格出现超过 50% 的回调，现货价格一度跌破 9000 元/吨。随着春节后下游开工逐步恢复，硅铁价格亦出现一定程度回升。

图 19: 硅铁期现价格底部回升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**硅锰期现价格持续上涨。**现货方面，截至 2022 年 4 月 6 日，内蒙产地硅锰报价 8400 元/吨，较底部上涨近 9%。

图 20: 硅锰价格探底回升

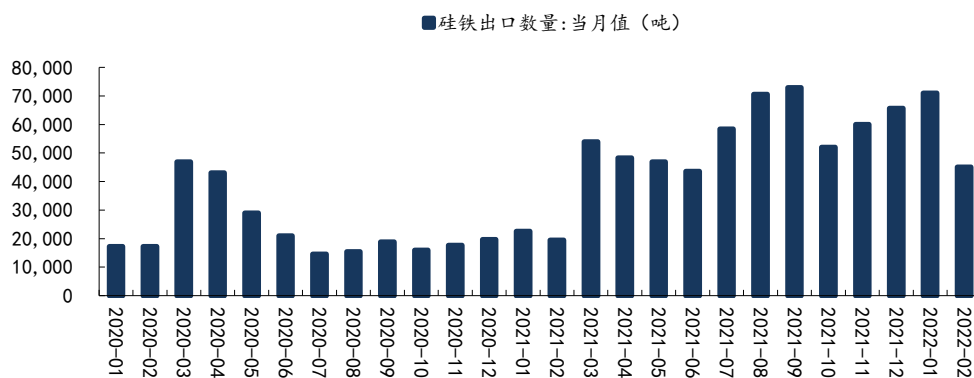


数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 出口旺盛带来需求增量

**海外硅铁需求持续增长。**随着海外生产逐步恢复, 粗钢等其他硅铁需求持续回暖。硅铁月出口数量显著增长, 2022 年 2 月我国硅铁出口量为 4.5 万吨, 同比增长 132%。

图 21: 硅铁出口情况



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

根据日本以及韩国的进口数据来看, 其主要的硅铁来源是中国和俄罗斯, 其中中国占比将近 34.45%, 俄罗斯占比约 30.69%, 剩下 20% 多来自其他国家, 韩国硅铁进口量中中国占比将近 47%, 俄罗斯占比将近 34.61%。

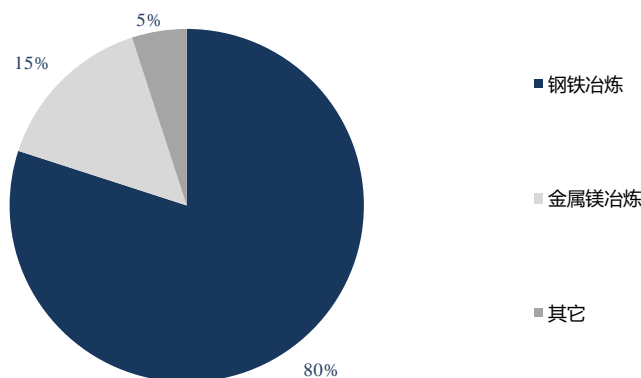
国际市场上硅铁最主要的出口国家即中国、俄罗斯、乌克兰, 挪威, 巴西、马来西亚, 其中乌克兰、挪威、巴西的出口目的地主要集中在欧美国家, 而马来西亚、俄罗斯、中国的目标市场基本一致, 集中在亚洲, 尤其是东亚地区。

日本月均硅铁进口量在 3.5 万吨左右，韩国月均硅铁进口量在 2 万吨左右，其中来源于俄罗斯的硅铁量将近 2 万吨/月，受俄乌冲突的影响，这部分量需要重新寻找供应地。这将会导致不少原本日本去往俄罗斯的订单转向中国、巴西、马来西亚。仅从运距来考虑，日韩更加倾向于在中国和马来西亚补充这部分订单，而马来西亚的 OM 产量有限，很难满足日韩的需求量，故而大部分订单可能会走向中国，这对中国硅铁出口市场将是一个较大的促进作用。

#### 2.4. 需求端：稳增长下，上行可期

硅铁的主要用途是炼钢的脱氧剂和合金剂、铸铁的孕育剂和球化剂，此外还广泛的应用于金属镁和化工等行业，是一种在目前相关生产工艺中无可替代的原材料之一。硅铁的主要生产国家是中国、俄罗斯、乌克兰、巴西和挪威，主要消费国是中国、日本、俄罗斯和韩国，还有正在崛起的印度以及一些新兴经济体国家。根据终端需求来看，硅铁 80%应用于钢铁行业，15%用于金属镁的冶炼。硅锰合金与硅铁的用途相似，主要用途同样是用于钢铁脱氧剂和金属镁冶炼还原剂。

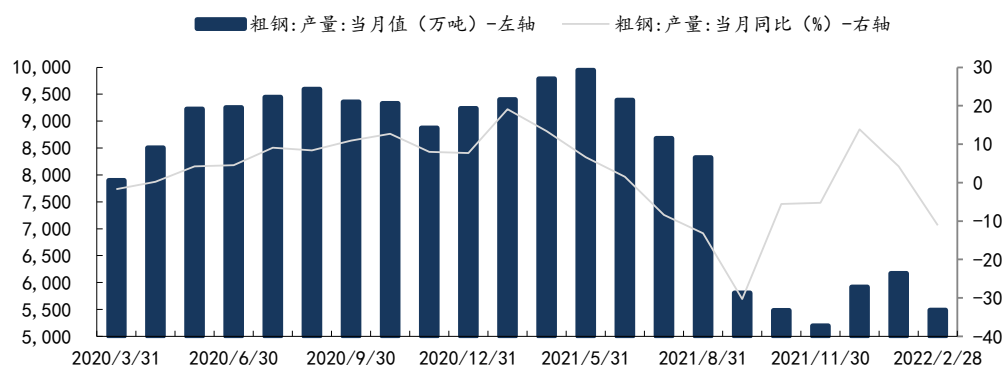
图 22：硅铁需求结构（2019 年）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**2020 年国内粗钢产量有望平控。**由于春节假期、冬奥会环保限产等因素，2022 年 1-2 月产量同比下降 10%。根据 Msteel，继 2022 年 2 月全国粗钢日均产量探底之后，3 月份全国粗钢日均产量回升至 272 万吨，环比增长 13%。

图 23: 近年我国粗钢月产量及其同比增长情况

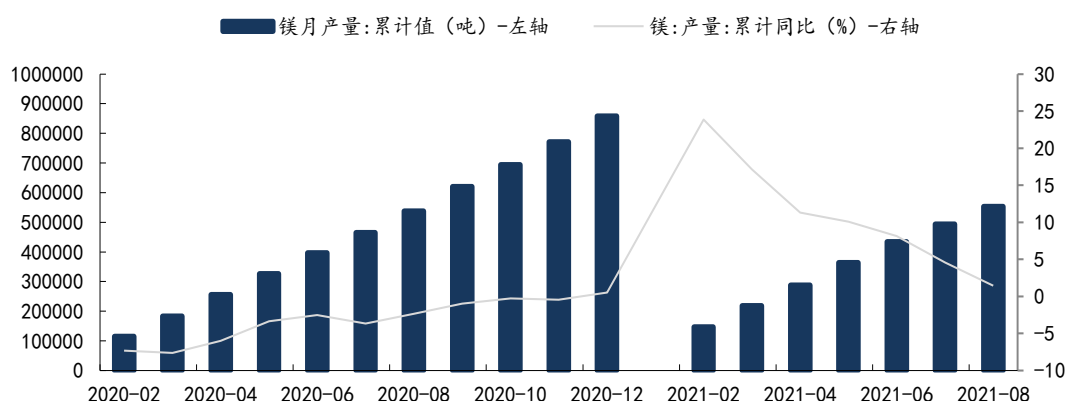


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

今年政府把稳增长放在更加突出的位置, 加大稳健的货币政策实施力度, 积极的财政政策更加注重精准, 全年退税减税约 2.5 万亿元。各项稳增长政策支持下, 今年 1-2 月我国基建和制造业投资加快增长, 新开工项目计划总投资同比增长 62.8%。尽管年初房地产市场延续低迷态势, 随着各地楼市松绑政策, 房地产市场下行态势或渐缓。因此我们认为, 4 月份开始随着基建等领域需求回暖, 钢厂产量有望回升, 仍然维持全年产量较 2021 年持平的判断。

**镁产量稳定增长。**2021 年 1-8 月, 我国镁累计产量为 55.35 万吨, 累计同比增长 1.43%; 累计同比增速持续下降, 较上月下降 3.12%

图 24: 近年我国镁月产量累计及其同比增长情况



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

## 2.5. 供给端：开工率达到前高，产量面临瓶颈

短期看铁合金产量开工率较高。进入 2022 年后，由于地方政策限产限电政策的停止，各地钢厂开始复工。硅铁硅锰企业开工率以及月产量较 2021 年下半年都有显著的上升。2022 年 3 月硅铁月产量已近 50 万吨，直逼前高。

图 25: 硅铁硅锰产量



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

图 26: 铁合金开工率回升



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

**硅铁行业头部聚集效应显著。**据我的钢铁网数据显示，2021 年我国硅铁产量为 586 万吨左右，较 2020 年（538 万吨）同比增长 8.9%。产能主要集中在内蒙古、青海、宁夏等地。鄂尔多斯拥有 160 万吨/年的硅铁产能，2020 年硅铁产量为 147.5 万吨，市占率达 27%，位居首位；君正集团拥有 30 万吨/年的硅铁产能，2020 年硅铁产量为 35.7 万吨，市占率达 7%，位居第二。

表 2: 国内上市硅铁公司产能产量 (2020 年)

公司	硅铁产量 (万吨)	硅铁产能 (万吨)
鄂尔多斯	147.48	160
君正集团	35.74	30

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 3. 煤炭可自供，资源属性彰显

### 3.1. 煤炭行业：价格中枢仍有望维持高位

根据钢之家，2022Q1 煤炭价格指数季度均值为 255，同比上涨 44%。虽然在保供稳价下，煤炭价格自 2021 年 10 月达到峰值后便出现较大回调，但是同比看来，价格均



值让较往年有不同程度上涨。

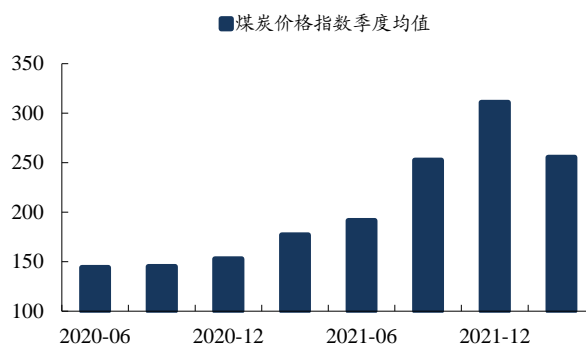
展望 2022 年，供需矛盾虽然有所缓和，在保供政策下 2022 年煤炭供应量将有所提升，但受安监环保等一系列时间影响，供给量难有较大幅度提升，且中长期来看，然能源供应问题缓和却并未缓解，国内产能增量有限，过度挖掘势必透支未来生产增量；海外地缘冲突不断，国际能源贸易体系进一步恶化，供需关系继续失衡。

图 27: 煤炭价格指数



数据来源：钢之家，东吴证券研究所

图 28: 煤炭价格指数季度均值

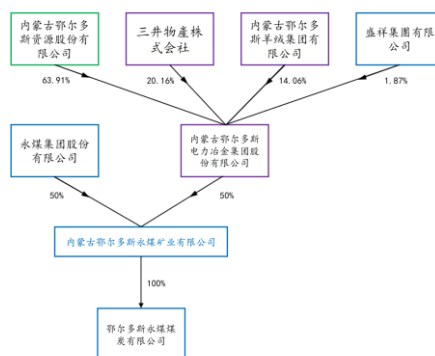


数据来源：钢之家，东吴证券研究所

### 3.2. 收购实现煤炭自给，资源属性彰显

公司控股子公司鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司（以下简称“电冶集团”，本公司持股 78%）于 2021 年 8 月拟出资近 30 亿元收购投资控股集团持有内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司（以下简称“永煤矿业公司”）15%的股权；拟出资近 20 亿元收购羊绒集团持有永煤矿业公司 10%的股权。

图 29: 永煤矿业公司股权结构（2022 年 4 月 8 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所

收购完成后，永煤矿业公司的股权结构为电冶集团和永煤集团股份有限公司各占50%股权。

**公司煤炭可实现自供。**永煤矿业公司拥有的马泰壕煤矿于2017年5月取得采矿权证，自然资源部核准矿区面积79.5789平方公里，保有煤炭资源储量140,879万吨，可采储量84,696.14万吨，年设计产能为1200万吨，年实际生产能力1200万吨，于2018年下半年正式投产，被国家相关部门审定为安全高效矿井、国家首批智能化示范建设矿井和国家安全一级标准化矿井。此番收购后，考虑公司持股比例，公司拥有的权益煤炭产能有望达到近1100万吨（460万吨自有产量+600万吨权益产能）。公司于2021年5月的投资者问答中表示，公司2020年外购煤炭1100万吨左右；因此公司完成收购后，可实现煤炭自给自足。

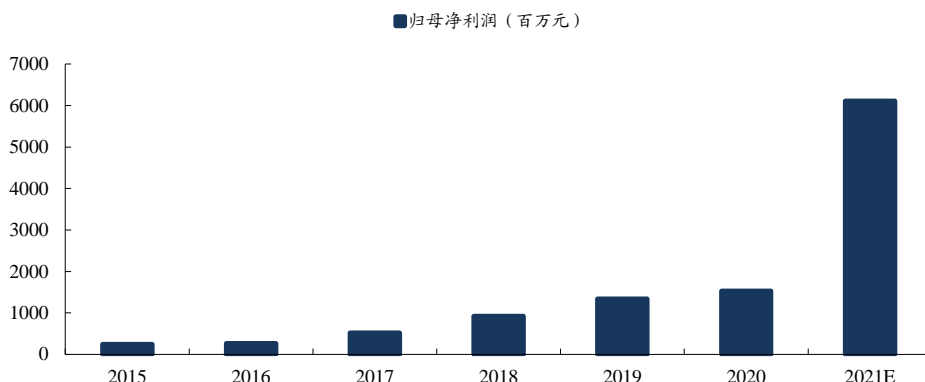
我们认为，在煤炭价格大概率维持高位运行的情况下，公司可实现煤炭自给自足，能够显著降低成本；或者可将自产高热值的煤炭进行外销、购入低热值的煤炭进行自用来增加收入；公司资源属性彰显，盈利能力增强。

## 4. 强业绩、高分红，优质蓝筹

### 4.1. 强业绩穿越周期

自2015年以来，公司归母净利润已实现持续六年增长。2015-2020年公司归母净利润年复合增速为45%；根据公司披露的2021年业绩快报，公司预计2021年实现归母净利润61亿元，同比增长近300%。

图 30：公司归母净利润持续六年增长

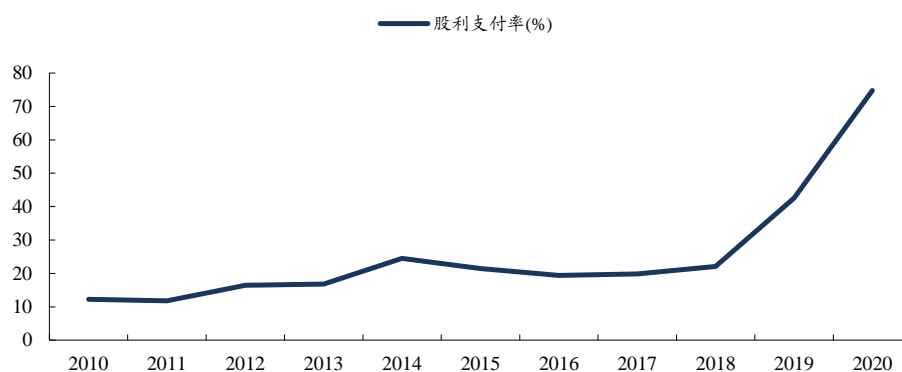


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4.2. 高分红彰显投资价值

从公司上市以来，公司每年都会进行现金分红，累计现金分红金额 32.9 亿，累计派息 21 次，在同板块企业中位列第五。2020 年现金分红数额达到 11.4 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率达到 75%，如此之高的比率在同板块公司中都是遥遥领先的。并且在 2016-2020 这 6 年间，公司的现金分红的数额以及比率都在不断上升。公司的高分红策略以及成为了公司鲜明的特色以及标志。

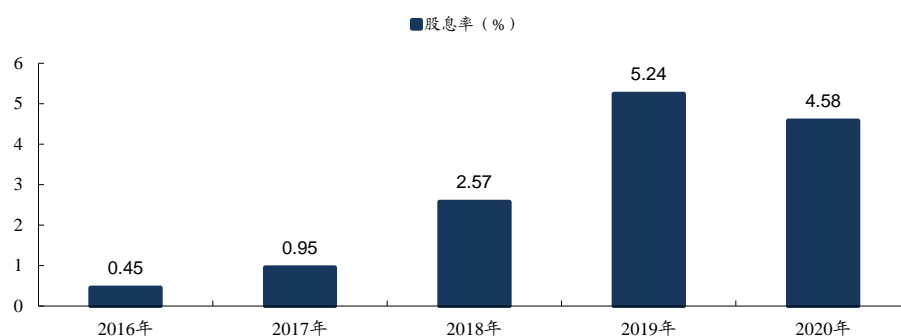
图 31: 公司 2010-2020 年分红比例



数据来源: wind, 东吴证券研究所

股息率作为反映公司投资收益率的主要指标，公司的股息率在 2016-2020 年间都不断地上升，证明公司的投资回报率在不断上升，2020 年公司股息率达到 4.58%，在同板块公司中都处在领先地位。

图 32: 公司历年股息率

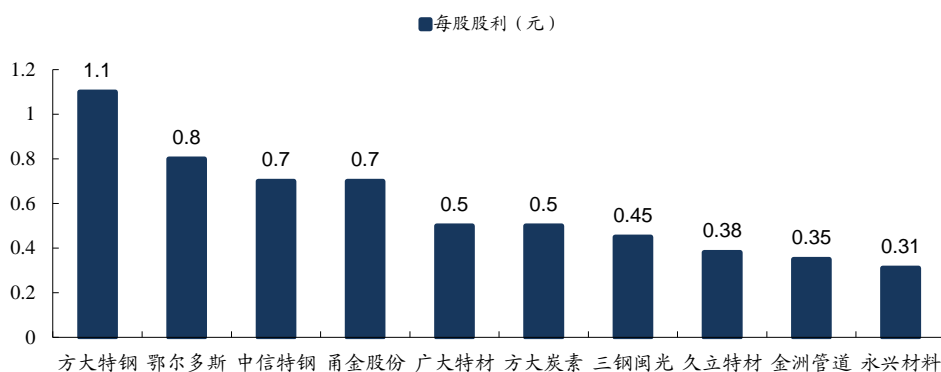


数据来源: wind, 东吴证券研究所

在 2016 年-2020 年间，公司每股股利都在不断上升，每年同比增长 100%，这在同

板块公司中都是比较少见的，在 2020 年公司每股股利达到 0.8 元，在同板块公司中位列第二。

图 33: 公司 2020 年每股股利居于行业前列



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司每年的累计分红数额都在不断上升，2020 年累计分红数额达到 1,142,357,655.2 元，同比增长 100%，在 2016 年至 2020 年间公司累计分红数额同比增长都接近 100%，说明在公司业绩上升的同时，公司的分红政策都同时保持着增长，给投资者带来高额回报。公司在 2020 年度的股利支付率达到 74.75%，在同板块公司中位列第四，在公司连续分红近 25 年。能保持如此高的股利支付率在行业内也是比较少见的。

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

1) 2021-2022 年公司电冶金板块受益主营产品周期向上，涨价带来收入增加，2023 年价格出现波动，因此带来收入下滑；

2) 受益公司资源、能源优势，公司电冶金板块毛利率处于高位震荡，毛利率中枢在 40%左右；

2) 公司服装板块稳步增长，毛利率维持在 30%左右。

表 3: 公司分业务拆分

		2020A	2021E	2022E	2023E
电冶板块	收入 (百万元)	19887	31064	33859	30321
	YOY	4%	56%	9%	-10%
	毛利率	28%	40%	41%	38%

	毛利 (百万元)	5658	12270	13713	11461
	YOY	16%	117%	12%	-16%
	收入 (百万元)	2964	4742	5216	5242
	YOY	-11%	60%	10%	1%
服装板块	毛利率	53%	30%	32%	32%
	毛利 (百万元)	1558	1423	1669	1677
	YOY	-9%	-9%	17%	1%
	收入 (百万元)	291	605	925	937
	YOY	10%	108%	53%	1%
其它	毛利率	35%	36%	34%	39%
	毛利 (百万元)	103	218	318	361
	YOY	10%	112%	46%	14%
	收入 (百万元)	23141	36411	40000	36500
	YOY	1%	57%	10%	-9%
合计	毛利率	32%	38%	39%	37%
	毛利 (百万元)	7318	13911	15700	13500
	YOY	10%	90%	13%	-14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

因此，考虑公司主营产品价格上行，我们预计公司 2021-2023 年收入为 364/400/365 亿元，同比增速为 57%/10%/-9%；归母净利润为 61/68/60 亿元，同比增速为 300%/11%/-11%；对应 PE 分别为 7.0/6.3/7.1x。按业务板块，铁合金板块我们选取同样作为钢铁行业原辅料供应商的河钢资源、方大炭素，氯碱化工板块选取中泰化学、天原股份，服装板块选取同样属于服装驰名商标的海澜之家、太平鸟，得出 2022-2023 年 PE 均值为 9.1/7.3x；因此公司估值低于可比公司，考虑公司电冶金板块和服装板块稳步发展，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 4：可比公司估值（2022 年 4 月 8 日）

	证券代码	股价	P/E			EPS (元)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
河钢资源	000923.SZ	15.45	6.4	8.0	6.4	2.42	1.94	2.41
方大炭素	600516.SH	8.25	29.5	17.2	12.3	0.28	0.48	0.67
中泰化学	002092.SZ	9.51	6.5	5.8	5.6	1.47	1.63	1.71
天原股份	002386.SZ	10.44	12.1	8.2	6.4	0.86	1.27	1.63
太平鸟	603877.SH	19.76	10.5	8.5	7.0	1.88	2.32	2.83
海澜之家	600398.SH	5.28	7.9	6.8	5.9	0.67	0.78	0.89
均值			12.1	9.1	7.3			
鄂尔多斯	600295.SH	30.30	7.0	6.3	7.1	4.29	4.74	4.23

数据来源：非加粗数据来自 wind 一致预测，其余盈利预测来自东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **硅铁产品价格波动**；硅铁业务收入占比较大，如果硅铁价格发生波动将对公司经营情况产生较大影响；
- 2) **成本波动**；电力是公司重要生产成本之一，如果电价发生较大波动，将对公司生产经营成本产生较大影响，从而波及公司利润表现；
- 3) **公司自身经营风险**。公司如若自身经营情况发生较大变化，则经营情况将产生较大变化。

鄂尔多斯三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	16538	22596	31858	37933	<b>营业收入</b>	23,141	36,411	40,000	36,500
现金	7992	11000	18000	25000	减:营业成本	15,823	22,500	24,300	23,000
应收账款	1138	1858	2004	1846	营业税金及附加	460	724	796	726
存货	3260	4932	6658	5671	营业费用	1723	1456	1800	1460
其他流动资产	4148	4806	5196	5416	管理费用	1204	1456	1800	1460
<b>非流动资产</b>	30,262	30,690	32,021	33,051	研发费用	530	834	916	836
长期股权投资	6510	6760	7040	7340	财务费用	952	239	6	-190
固定资产	20,876	20,718	20,515	20,261	资产减值损失	510	458	503	554
在建工程	869	1,169	2,369	3,369	加:投资净收益	426	670	736	672
无形资产	1123	1073	1023	973	其他收益	240	262	420	383
其他非流动资产	884	970	1,074	1,108	资产处置收益	4	7	7	7
<b>资产总计</b>	46,800	53,286	63,879	70,984	<b>营业利润</b>	2609	9682	11043	9716
<b>流动负债</b>	22,564	20,537	21,514	20,063	加:营业外净收支	-77	-265	-240	-250
短期借款	10,517	4,844	4,510	4,283	<b>利润总额</b>	2532	9417	10803	9466
应付账款	5699	8104	8753	8284	减:所得税费用	533	2005	2287	2010
其他流动负债	6,347	7,589	8,251	7,495	少数股东损益	471	1292	1746	1415
<b>非流动负债</b>	5,986	7,086	8,186	9,286	<b>归属母公司净利润</b>	1528	6120	6770	6042
长期借款	5,649	6,749	7,849	8,949	EBIT	3401	9440	10388	9018
其他非流动负债	337	337	337	337	EBITDA	5867	12390	13538	12368
<b>负债合计</b>	28,550	27,623	29,700	29,349	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	4612	5905	7651	9066	每股收益(元)	1.07	4.29	4.74	4.23
归属母公司股东权益	13,638	19,758	26,527	32,569	每股净资产(元)	9.55	13.84	18.58	22.81
<b>负债和股东权益</b>	46,800	53,286	63,879	70,984	发行在外股份(百万股)	1428	1428	1428	1428
					ROIC(%)	7%	20%	17%	13%
					ROE(%)	11%	31%	26%	19%
						32%	38%	39%	37%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)				
经营活动现金流	5,209	13,089	11,228	11,172	销售净利率(%)	7%	17%	17%	17%
投资活动现金流	189	-3,424	-4,480	-4,505	资产负债率(%)	61%	52%	46%	41%
筹资活动现金流	-6,365	-6,657	252	334	收入增长率(%)	1%	57%	10%	-9%
现金净增加额	-991	3,008	7,000	7,000	净利润增长率(%)	14%	300%	11%	-11%
折旧和摊销	2,467	2,950	3,150	3,350	P/E	28.06	7.01	6.33	7.10
资本开支	55	3,500	4,600	4,600	P/B	3.14	2.17	1.62	1.32
营运资本变动	-348	-2,329	722	79	EV/EBITDA	9.02	3.54	2.77	2.54

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>