

鄂尔多斯 (600295)

公司研究/简评报告

硅铁、硅锰、PVC 全面大涨，业绩大幅改善可期

—鄂尔多斯 (600295) 公司点评

简评报告/钢铁

2016年10月13日

一、事件概述

截止10月12日，硅铁、硅锰和PVC期货主力合约分别收5476元/吨、7078元/吨和6335元/吨，三季度以来分别累计上涨980元/吨(+21.8%)、1518元/吨(+27.3%)和865元/吨(+15.8%)，二季度以来分别累计上涨1398元/吨(+34.3%)、2380元/吨(+50.7%)和1365元/吨(+27.5%)，均创近2年新高。

二、分析与判断

➤ 电冶主营重化工产品价格全面大涨，四季度仍有支撑或继续上涨

公司控股子公司电力冶金主营产品硅铁、硅锰和PVC近期价格大涨。需求上，铁合金及PVC下游主要应用于房地产和基建，2016年1-8月份房屋新开工面积累计同比增长11.7%，基础设施建设投资累计同比增长18.32%；供给上，内蒙古、宁夏等生产铁合金和PVC的西部主要产区由于环保审查而现货供应紧缺，生产企业在排单生产，现货库存极低；成本上，动力煤、兰炭、锰矿价格大幅上涨，宁夏电价上调0.03元/度左右，青海电价最晚在10月底将上调0.09元/度，再加上运输政策改革运费上涨等因素，成本提高将获得有力支撑产品价格。我们认为在需求复苏+环保趋严+成本支撑下铁合金及PVC价格有望维持高位或存进一步上涨空间。

➤ 公司一体化产业链成本优势明显，业绩弹性巨大

公司具备完整的“煤-电-硅铁合金”、“煤-电-氯碱化工”循环经济产业链。电力成本决定PVC、硅铁合金的生产成本，而公司煤炭、电力、电石都拥有较高自给率，尤其关键核心环节电力供应上的自给率接近100%；锰矿石决定硅锰合金的生产成本，公司锰矿库存充足。因此公司能够充分对冲近期动力煤、工业电价和锰矿价格上调带来的成本上升，行业内成本端优势巨大。公司硅铁、硅锰和PVC产能分别为135万吨、30万吨和40万吨，开工率在行业产能过剩、整体亏损、开工较低的情况下依然能够分别达到98%、167%和120%并实现盈利。

三、盈利预测与投资建议

假设Q4硅铁、硅锰和PVC现货均价维持现价，则Q3-Q2均价差(不含增值税)分别为227元/吨、939元/吨、444元/吨，Q4-Q2均价差分别为694元/吨、2118元/吨、1376元/吨，H2开工参考H1，我们测算在假设其他业务维持、一体化产业链下成本变化不大、扣除少数股东损益及所得税下，Q3 Q4相对Q2分别新增净利1.12亿、2.99亿，业绩有望大幅改善。预计16-18年EPS分别为0.42、0.59和0.77元，首次覆盖给予公司“**强烈推荐**”评级。

四、风险提示：主营产品价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15,240	14,522	16,184	17,906
增长率(%)	-2.1%	-4.7%	11.4%	10.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	241	437	608	793
增长率(%)	-42.8%	81.3%	39.2%	30.5%
每股收益(元)	0.23	0.42	0.59	0.77
PE(现价)	44.1	24.0	17.2	13.2
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

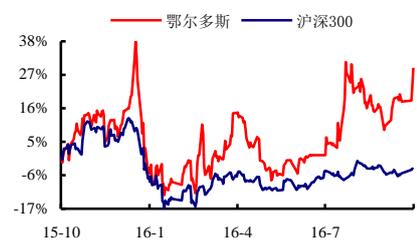
强烈推荐 首次评级

合理估值：11.80—14.75元

交易数据 2016-10-12

收盘价(元)	10.14
近12个月最高/最低	10.89/6.91
总股本(百万股)	1,032
流通股本(百万股)	612
流通股比例(%)	59.30
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	62

该股与沪深300走势比较



分析师：范劲松

执业证号：S0100513080006
电话：0755-22662087
邮箱：fanjinsong@mszq.com

研究助理：沈晓源

执业证号：S0100115030007
电话：021-60876715
邮箱：shenxiaoyuan@mszq.com

研究助理：张明烨

执业证号：S0100116080011
电话：0755-22662077
邮箱：zhangmingye@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	15,240	14,522	16,184	17,906
营业成本	11,179	10,131	10,989	11,848
营业税金及附加	293	325	352	388
销售费用	929	866	964	1,072
管理费用	1,069	1,012	1,138	1,261
EBIT	1,770	2,187	2,741	3,337
财务费用	1,315	943	781	603
资产减值损失	190	0	0	0
投资收益	65	109	109	106
营业利润	330	1,353	2,069	2,840
营业外收支	343	321	322	325
利润总额	673	1,674	2,391	3,165
所得税	185	390	573	770
净利润	488	1,284	1,818	2,395
归属于母公司净利润	241	437	608	793
EBITDA	3,708	4,113	4,681	5,286

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2032	1452	1618	1791
应收账款及票据	3962	3462	3858	4268
预付款项	156	142	154	166
存货	3421	3313	3593	3874
其他流动资产	346	346	346	346
流动资产合计	13042	11946	13171	14429
长期股权投资	5909	5909	5909	5909
固定资产	21441	21441	21441	21441
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	31440	29541	27726	25911
资产合计	44482	41487	40897	40340
短期借款	12657	8915	5865	2268
应付账款及票据	5355	4960	5380	5800
其他流动负债	168	168	168	168
流动负债合计	23666	19256	16847	13895
长期借款	3203	3203	3203	3203
其他长期负债	4177	4308	4308	4308
非流动负债合计	7379	7510	7510	7510
负债合计	31046	26766	24357	21405
股本	1032	1032	1032	1032
少数股东权益	6366	7214	8424	10026
股东权益合计	13437	14721	16539	18935
负债和股东权益合计	44482	41487	40897	40340

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-2.1%	-4.7%	11.4%	10.6%
EBIT 增长率	-18.6%	23.5%	25.3%	21.8%
净利润增长率	-42.8%	81.3%	39.2%	30.5%
盈利能力				
毛利率	26.6%	30.2%	32.1%	33.8%
净利润率	1.6%	3.0%	3.8%	4.4%
总资产收益率 ROA	0.5%	1.1%	1.5%	2.0%
净资产收益率 ROE	3.4%	5.8%	7.5%	8.9%
偿债能力				
流动比率	0.6	0.6	0.8	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
资产负债率	0.7	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	43.8	43.8	43.8	43.8
存货周转天数	119.4	119.4	119.4	119.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.4	0.6	0.8
每股净资产	6.9	7.3	7.9	8.6
每股经营现金流	4.9	3.6	3.6	4.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	44.1	24.0	17.2	13.2
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.4	6.9	5.3	4.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	488	1,284	1,818	2,395
折旧和摊销	2,128	1,926	1,940	1,949
营运资金变动	1,113	(81)	(417)	(441)
经营活动现金流	5,006	3,688	3,724	4,112
资本开支	1,578	(294)	(197)	(192)
投资	(1,800)	0	0	0
投资活动现金流	(3,411)	402	307	297
股权募资	0	0	0	0
债务募资	198	131	0	0
筹资活动现金流	(1,579)	(4,670)	(3,864)	(4,237)
现金净流量	16	(580)	166	172

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

沈晓源，浙江大学高分子材料与工程学士、材料科学与工程学博士，5年有机光电领域研究经验，2013-2014年就职于中国电子科技集团公司，2015年加入民生证券。

张明烨，清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，从事煤制烯烃、煤制油研发与工程设计工作，2015年10月起从事基础化工行业分析，2016年5月加入民生证券研究院化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。