

# 碳中和概念受益股，硅铁业绩弹性充足

## 鄂尔多斯(600295)

碳中和背景下，内蒙古自治区严格执行“双控”政策，其他省有望跟进

2020年中央经济工作会议明确将做好碳达峰、碳中和工作确定为2021年八大重点任务之一。“十三五”期间，内蒙古多项能耗指标排名倒数，能耗双控形势严峻，乌兰察布与鄂尔多斯的问题最为突出。进入“十四五”之后，内蒙古自治区开始对重点能耗行业铁合金冶炼进行整改。首先取消了工业用电的优惠电价，其次限制类产能加征0.1元的差别电价，单度电的成本增加了0.14-0.16元，对无自备电厂的限制类硅铁产能，相当于成本直接增加了1120-1280元左右。淘汰落后产能方面，25000kVA及以下的矿热炉预计在2022年底前退出，符合条件的可按1.25:1进行产能减量置换。龙头企业由于占据成本优势大概率会进行产能置换，而其他小厂体量小资金更为紧张，且不具备自发电的成本优势，进行产能置换的可能较小。根据限制类企业明细表，预计会有38.8万吨硅铁产能自然退出，占全国硅铁产能的7%以上。

在内蒙古政策出台后，甘肃省也出台了类似政策，在二季度开始对限制类产能征收差别电价，甘肃的硅铁产能占到了全国的10%。根据19年数据，能耗总量和单位能耗的增速排名倒数前三的省份为内蒙、宁夏和辽宁。宁夏是硅铁另一个主产区，如果宁夏后续出台相关双控政策，硅铁的紧缺程度会进一步加剧。

**硅铁在下游成本中占比较低，涨价弹性较大。**

根据Mysteel统计，2020年全国焦炭去产能2500万吨，仅占2019年全国产量的5%，焦炭的价格涨幅就已经达到了50%以上。内蒙此次被列入限制类产能且没有自备电厂的硅铁产能已经达到了7%以上，拥有自备电厂的硅铁厂无论置换或者退出，也都会再损失一部分产能，其他省份后续也可能推出相应政策，实际影响必然大于这一比例。而硅铁在钢铁成本占比不到5%，焦炭占比30%-40%，硅铁涨价弹性必然大于焦炭。

**鄂尔多斯是全国硅铁龙头，受益于硅铁和PVC的涨价。**

鄂尔多斯硅铁年产量为160万吨，占全国产量的30%以上，是毫无疑问的硅铁龙头。我们保守假设硅铁涨价50%达到8500元，则不含税价格增长2500元。硅铁价格每增加1元，公司利润增厚 $1 \times 160$ （产量） $\times 78\%$ （扣除少数股东损益） $\times 85\%$ （扣除所得税） $=106$ 万元，硅铁不含税价格上涨2500元对应的利润增厚可达26.5亿元。本年仅考虑PVC涨价和二期满产，多晶硅子公司扭亏为盈，利润就可达到30亿元以上。在50%的涨价幅度下，2021年业绩预估可达到60亿，对应10倍PE，目标市值600亿。

**维持**
**买入**
**罗兴**

luoxingbj@csc.com.cn

15216710811

SAC 执证编号：S1440520020001

**王晓芳**

wangxiaofang@csc.com.cn

17633135967

SAC 执证编号：S1440520090002

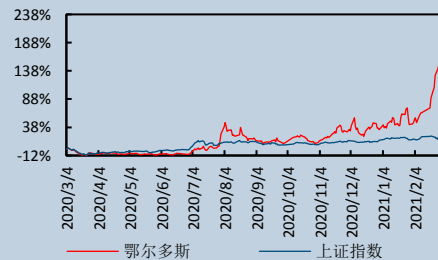
发布日期：2021年03月07日

当前股价：24.45元

目标价格6个月：42元

**主要数据**
**股票价格绝对/相对市场表现 (%)**

1个月	3个月	12个月
108.09/106.39	138.54/134.62	216.1/196.59
12月最高/最低价(元)		24.45/6.86
总股本(万股)		142,794.71
流通A股(万股)		65,254.05
总市值(亿元)		349.13
流通市值(亿元)		159.55
近3月日均成交量(万股)		3,089.89
主要股东		
内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司		54.3%

**股价表现**

**相关研究报告**

21.02.21 【中信建投钢铁Ⅱ】鄂尔多斯(600295): 碳中和背景下又一明星品种, 硅铁龙头蓄势待发

**盈利预测和投资建议：**我们预估公司 2020-2022 年的营业收入分别为 222.31 亿元、302.79 亿元和 310.93 亿元，对应的归母净利润分别为 17.44 亿元、60.22 亿元和 63.47 亿元，对应的 PE 分为为 10/3/2.8。以 2021 年的业绩作为估值基准，对应 10 倍估值，公司合理市值为 600 亿，对应的股价为 42 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策执行力度不达预期

### 重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,858	22,790	22,231	30,279	31,093
增长率(%)	7.8	-4.5	-2.5	36.2	2.7
净利润(百万元)	923	1,341	1,744	6,022	6,347
增长率(%)	77.2	45.2	30.1	245.2	5.4
ROE(%)	10.2	8.9	10.7	28.1	23.1
EPS(元/股，摊薄)	0.89	0.94	1.22	4.22	4.45
P/E(倍)	14.0	13.3	10.2	3.0	2.8
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	0.9	0.7

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	18068	16438	16013	24739	27921
现金	9283	8219	9048	13869	20510
应收票据及应收账款合计	3394	1370	1595	2443	1703
其他应收款	729	186	706	510	739
预付账款	461	223	444	465	468
存货	3789	4039	3527	4493	3747
其他流动资产	412	2400	693	2961	754
<b>非流动资产</b>	29552	31913	33168	33876	34290
长期投资	6253	6579	7421	8262	9104
固定资产	20066	20431	20697	20732	20524
无形资产	1073	1124	1144	1121	1106
其他非流动资产	2160	3779	3907	3762	3556
<b>资产总计</b>	47620	48351	49181	58615	62211
<b>流动负债</b>	27711	23347	23688	24749	25331
短期借款	16677	12214	12214	12214	12214
应付票据及应付账款合计	7049	7326	8119	8722	9668
其他流动负债	3984	3807	3354	3813	3449
<b>非流动负债</b>	4653	8039	5512	4194	2824
长期借款	3093	6413	5183	3865	2495
其他非流动负债	1560	1626	329	329	329
<b>负债合计</b>	32364	31386	29200	28943	28154
少数股东权益	6146	4330	4552	5615	6735
股本	1032	1428	1428	1428	1428
资本公积	1849	3775	3775	3775	3775
留存收益	6177	7308	8790	14036	19451
归属母公司股东权益	9109	12635	15429	24057	27322
<b>负债和股东权益</b>	47620	48351	49181	58615	62211

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	7092	3561	6853	10018	11673
净利润	1551	1512	1967	7085	7468
折旧摊销	2357	2563	2088	2301	2514
财务费用	1449	1051	1212	1140	961
投资损失	-330	-519	-519	-519	-519
经营性应收项目的减少	987	619	1149	-21	-3
经营性应付项目的增加	1160	-2194	529	1062	582
其他经营现金流	1077	-1665	957	32	1252
<b>投资活动现金流</b>	-497	905	-2823	-2489	-2405
资本支出	439	927	414	-134	-427
长期投资	210	5	-842	-842	-842
其他投资现金流	152	1837	-3251	-3464	-3674
<b>筹资活动现金流</b>	-3490	-3418	-3201	-2708	-2626
短期借款	-713	-4463	0	0	0
长期借款	-493	3320	-1229	-1318	-1371
普通股增加	0	396	0	0	0
资本公积增加	446	1927	0	0	0
其他筹资现金流	-2730	-4597	-1972	-1390	-1256
<b>现金净增加额</b>	3102	1058	829	4821	6641

资料来源：公司公告，中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	23858	22790	22231	30279	31093
营业成本	16766	16128	15589	16524	16976
营业税金及附加	691	490	501	700	747
销售费用	1566	1706	1475	1514	1555
管理费用	1163	1170	1202	1363	1399
研发费用	35	258	252	343	352
财务费用	1449	1051	1212	1140	961
资产减值损失	612	-626	-111	-91	-93
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
其他收益	136	148	89	111	121
投资净收益	330	519	519	519	519
<b>营业利润</b>	2044	1987	2728	9434	9860
营业外收入	68	22	22	22	22
营业外支出	100	85	82	92	90
<b>利润总额</b>	2011	1924	2668	9364	9792
所得税	461	412	701	2279	2324
<b>净利润</b>	1551	1512	1967	7085	7468
少数股东损益	627	171	222	1063	1120
<b>归属母公司净利润</b>	923	1341	1744	6022	6347
EBITDA	4876	5009	5101	11897	12334
EPS (元)	0.89	0.94	1.22	4.22	4.45

### 主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.8	-4.5	-2.5	36.2	2.7
营业利润(%)	36.9	-2.8	37.3	245.8	4.5
归属于母公司净利润(%)	77.2	45.2	30.1	245.2	5.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.7	29.2	29.9	45.4	45.4
净利率(%)	3.9	5.9	7.8	19.9	20.4
ROE(%)	10.2	8.9	10.7	28.1	23.1
ROIC(%)	13.8	10.9	14.1	50.1	64.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	68.0	64.9	59.4	49.4	45.3
净负债比率(%)	79.5	70.3	52.7	14.1	-13.8
流动比率	0.7	0.7	0.7	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
应收账款周转率	12.0	15.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.5	3.0	2.7	2.6	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.94	1.22	4.22	4.45
每股经营现金流(最新摊薄)	6.82	1.54	4.80	7.02	8.17
每股净资产(最新摊薄)	8.83	8.68	9.50	13.54	17.78
<b>估值比率</b>					
P/E	14.0	13.3	10.2	3.0	2.8
P/B	1.4	1.4	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	7.4	6.8	6.3	2.3	1.6

## 分析师介绍

**罗兴：**钢铁行业首席分析师，香港科技大学硕士，上海交通大学学士。  
2020年水晶球最佳分析师公募入围。

**王晓芳：**两年黑色研究经验，曾在华创证券担任钢铁行业研究员，覆盖黑色系股票、债券和商品期货。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号  
 南塔 2106 室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务  
 中心 B 座 22 层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk