仅供内部参考，请勿外传

鄂尔多斯（600295.SH）

双碳政策受益，多业务构建盈利护城河

核心看点。公司为硅铁及羊绒服装龙头企业，地处内蒙古硅石煤炭资源、绿电以及羊绒资源聚集区，依托资源优势持续降本，随着国家“双碳”政策推进，铁合金行业有望迎来盈利回升与集中度提升，服饰板块公司掌控产业核心资源与品牌，利润规模持续增厚；2026 年上半年公司盈利显著增长，当前公司市值与固定资产原值的比值仍处于偏低状态，具备较强战略投资价值。

硅铁板块受益于双碳政策。公司硅铁产销规模居世界第一，2025 年国内市场市占率接近 30%。硅铁下游需求较为稳定，当前行业产能利用率较低，利润结构分化明显，同时“双碳”政策持续推进，高耗能碳排放的硅铁行业或将有更多落后产能退出，供给调整后行业资本回报有望逐步回升。公司具备高端技术与绿电优势，在能源供给端，公司电力机组以低热值煤为主要燃料，具备天然的煤价成本优势；在周期底部公司市场份额有望持续扩大。

服装与氯碱化工等多业务构建盈利护城河。服装方面，鄂尔多斯为国内羊绒行业民族品牌，国民根基深厚、行业地位稳固，品牌价值连续多年位居国内纺织服装行业首位，**当前羊绒市场资源持续向头部品牌集聚，缺乏差异化优势的中小品牌加速出清**，板块盈利贡献稳步提升。氯碱化工方面，**PVC 行业产能持续出清，年初以来受地缘冲突影响价格有所上移，利润贡献边际改善**，烧碱业务有望受益于公司绿色低碳优势，但行业盈利整体不佳，相关盈利预计平稳运行；除铁合金外多项业务长期格局改善，进一步筑牢盈利护城河。

高分红属性突出，估值有回升空间。近几年公司分红比例显著提升，2023 年-2025 年现金分红比例分别达到 77.1%、90.9%、82.9%，现金分红总额持续位于 15 亿元以上，2025 年股息率为 5.5%，处于板块前列，高分红属性突出；从公司市值与固定资产原值的比率来看，当前吨钢估值比例处于历史偏低分位，后续盈利修复趋势有望带动估值持续向上修复。

投资建议。公司依托内蒙古煤炭、硅石、电力及羊绒资源优势，以“低成本是企业核心竞争力”理念构建多元产品体系，利用园区“源网荷储”的独特优势，有效整合资源，行业格局好转的同时，其盈利有望持续改善，我们预计公司 2026 年~2028 年实现归母净利分别为 28 亿元、30.8 亿元、32.1 亿元，按照市值与重置成本的比对来看，目前公司仍具备较好的战略配置价值，给予“增持”评级。

风险提示：上游原料价格大幅上涨，钢材价格不及预期，业务发展存在不确定性。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,403	25,741	26,488	26,981	27,608
增长率 yoy（%）	-7.0	-9.4	2.9	1.9	2.3
归母净利润（百万元）	1,847	2,363	2,803	3,082	3,206
增长率 yoy（%）	-36.4	27.9	18.6	10.0	4.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.66	0.84	1.00	1.10	1.15
净资产收益率（%）	8.8	10.8	12.6	13.5	13.7
P/E（倍）	19.4	15.2	12.8	11.6	11.2
P/B（倍）	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 24 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	冶钢原料
09 月 24 日收盘价（元）	12.80
总市值（百万元）	35,824.34
总股本（百万股）	2,798.78
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	10.40

股价走势



作者

分析师　笃慧
执业证书编号：S0680523090003
邮箱：duhui1@gszq.com
分析师　高亢
执业证书编号：S0680523020001
邮箱：gaokang@gszq.com
分析师　张航
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13609	11938	13009	16111	17988
现金	7259	5430	6971	9962	12057
应收票据及应收账款	1731	1759	1712	1794	1810
其他应收款	120	106	110	112	115
预付账款	348	217	263	241	255
存货	3724	3877	3391	3333	3081
其他流动资产	428	548	561	669	670
非流动资产	34723	33615	32364	30563	28830
长期投资	11346	11322	11141	11038	10896
固定资产	17730	16289	16172	14875	13835
无形资产	1442	1674	1834	1999	2143
其他非流动资产	4206	4329	3218	2650	1956
资产总计	48333	45552	45373	46673	46818
流动负债	19264	15682	14457	14994	14437
短期借款	4160	1590	1019	1219	619
应付票据及应付账款	11441	10306	10255	10332	10405
其他流动负债	3663	3787	3183	3443	3413
非流动负债	3545	3298	3555	3447	3267
长期借款	1443	1483	1234	1130	953
其他非流动负债	2102	1815	2321	2317	2314
负债合计	22809	18980	18012	18441	17705
少数股东权益	4578	4780	5050	5395	5728
股本	2799	2799	2799	2799	2799
资本公积	2368	2359	2359	2359	2359
留存收益	15570	16254	16726	17253	17801
归属母公司股东权益	20945	21792	22311	22838	23385
负债和股东权益	48333	45552	45373	46673	46818

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4515	4518	6226	6850	7120
净利润	1968	2666	3072	3427	3539
折旧摊销	2825	2957	3466	3642	3767
财务费用	99	68	57	50	42
投资损失	-1157	-772	-960	-905	-963
营运资金变动	-266	-1101	-67	73	48
其他经营现金流	1046	701	658	564	687
投资活动现金流	76	-269	-1787	-1346	-1545
资本支出	-920	-867	-2568	-1939	-2253
长期投资	-411	-212	14	-111	-48
其他投资现金流	1408	811	767	704	757
筹资活动现金流	-5049	-4245	-2892	-2514	-3480
短期借款	1428	-2570	-571	200	-600
长期借款	-538	40	-249	-104	-177
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	43	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-5982	-1707	-2072	-2609	-2703
现金净增加额	-467	7	1541	2990	2096

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	28403	25741	26488	26981	27608
营业成本	22538	19227	19654	19535	19806
营业税金及附加	756	727	726	751	763
营业费用	1477	1516	1469	1542	1555
管理费用	1009	1108	1040	1110	1110
研发费用	179	198	185	198	198
财务费用	89	53	225	291	433
资产减值损失	-998	-642	-507	-473	-490
其他收益	327	279	296	297	306
公允价值变动收益	-51	-38	59	61	0
投资净收益	1185	793	960	905	963
资产处置收益	9	10	9	10	10
营业利润	2834	3333	4005	4352	4532
营业外收入	19	37	28	33	30
营业外支出	455	107	281	194	237
利润总额	2398	3264	3752	4191	4325
所得税	430	598	680	764	786
净利润	1968	2666	3072	3427	3539
少数股东损益	121	303	269	345	333
归属母公司净利润	1847	2363	2803	3082	3206
EBITDA	5152	5895	7444	8124	8525
EPS（元/股）	0.66	0.84	1.00	1.10	1.15

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-7.0	-9.4	2.9	1.9	2.3
营业利润(%)	-38.2	17.6	20.2	8.7	4.1
归属母公司净利润(%)	-36.4	27.9	18.6	10.0	4.0
获利能力					
毛利率(%)	20.6	25.3	25.8	27.6	28.3
净利率(%)	6.5	9.2	10.6	11.4	11.6
ROE(%)	8.8	10.8	12.6	13.5	13.7
ROIC(%)	6.0	7.9	10.9	11.8	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.2	41.7	39.7	39.5	37.8
净负债比率(%)	-2.8	-6.4	-15.9	-25.6	-34.7
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	22.5	21.0	22.2	22.2	22.2
应付账款周转率	2.8	2.3	2.5	2.5	2.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.84	1.00	1.10	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.61	2.22	2.45	2.54
每股净资产(最新摊薄)	7.48	7.79	7.97	8.16	8.36
估值比率					
P/E	19.4	15.2	12.8	11.6	11.2
P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.2	5.6	4.2	3.5	3.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 24 日收盘价

内容目录

1.公司概况与产品结构 5
1.1.公司发展历程 5
1.2.公司股权结构 5
1.3.公司产品结构与经营情况 6
1.3.1.产销量视角 7
1.3.2.营收、毛利率与净利率视角 8
1.3.3.吨钢盈利视角 10
1.3.4.ROE 视角 11
2.双碳政策核心受益标的 12
2.1.公司为铁合金行业龙头 12
2.2.公司铁合金业务显著受益于双碳政策 13
2.2.1.成本竞争白热化与产能加速出清 14
2.2.2. 需求结构深度分化 16
2.2.3.“双碳”目标重塑竞争力逻辑 17
小结 20
3.多业务构建盈利护城河 22
3.1.服装业务龙头效应逐步显著 22
3.2.氯碱化工迎来盈利改善阶段 23
4.公司高分红属性突出 26
5.投资建议 28
5.1.核心假设 28
5.2.盈利预测 30
5.3.投资建议 31
风险提示 32

图表目录

图表 1: 公司发展历程 5
图表 2: 公司股权结构（截至 2026 年中报） 6
图表 3: 2025 年主要参股控股公司业务、净资产、营业收入及净利润（亿元） 6
图表 4: 公司主要产品系列 6
图表 5: 2021-2026H1 分产品产量 7
图表 6: 硅铁产量与同比变动（万吨） 7
图表 7: 羊绒衫产量与同比变动（万件） 7
图表 8: 公司总营收与同比增速（亿元） 8
图表 9: 公司归母净利与同比增速（亿元） 8
图表 10: 公司总毛利率与电冶产品利率（%） 8
图表 11: 分类别毛利率（%） 8
图表 12: 分产品营收占比 9
图表 13: 分地区营收占比 9
图表 14: 分产品毛利占比 9
图表 15: 分地区毛利占比 9
图表 16: 2017-2026H1 四费及占比变动情况（亿元） 9
图表 17: 2021 年-2026H1 主营产品吨数据（元/吨，元/件） 10
图表 18: 硅铁及服装毛利（元/吨，元/件） 11
图表 19: 2010 年-2025 年公司 ROE 变动情况（%） 11
图表 20: 铁合金分类 12
图表 21: 铁合金产业链 12
图表 22: 公司硅铁生产流程 13
图表 23: 公司铁合金产量（万吨） 13

图表 24：2023 年全国硅铁产区产量占比 13
图表 25：2023 年全国硅铁产量前十企业 13
图表 26：公司电力冶金集团循环经济产业链 14
图表 27：硅铁月度产量及同比（万吨） 14
图表 28：硅铁主要产区行业产能利用率（%） 14
图表 29：硅铁现货价格（元/吨） 15
图表 30：硅铁主要产区行业吨利润（元/吨） 15
图表 31：各主产区电价对照（代理购电，元/度） 15
图表 32：各主产区生产成本（元/吨） 16
图表 33：各省硅铁产量累计增速（%） 16
图表 34：鄂尔多斯多元煤源结构 16
图表 35：高纯硅铁牌号与化学成分 17
图表 36：高纯硅铁对应的主要产品与应用领域 17
图表 37：2022-2024 年行业能耗及双碳政策导向 17
图表 38：能耗双控与碳排放双控的指标对比分析 18
图表 39：重点行业 2020 年-2025 年能耗累计降幅 18
图表 40：“十四五”期间我国能源消费总量及结构 18
图表 41：硅铁生产成本构成 19
图表 42：地方政府考核迎来显著变化 19
图表 43：两轮“双碳”政策对比 19
图表 44：钢铁相关行业影响方向 19
图表 45：碳市场交易价格（元/吨） 20
图表 46：硅铁年度产量稳中有降（万吨） 21
图表 47：粗钢产量保持基本稳定（万吨） 21
图表 48：硅铁月度产能利用率（%） 21
图表 49：硅铁行业年度产能利用率预估 21
图表 50：硅铁业务利润弹性较大（万吨、元/吨，亿元） 21
图表 51：鄂尔多斯品牌 22
图表 52：羊绒生产车间 22
图表 53：羊绒服装产业链 22
图表 54：羊绒产业区域集中度提升（吨，以内蒙古占比为例） 23
图表 55：公司氯碱化工板块生产工艺流程 24
图表 56：PVC 价格（元/吨） 24
图表 57：PVC 产量及产能利用率（万吨） 24
图表 58：PVC 行业新增产能（万吨） 25
图表 59：烧碱年度产能持续增长（万吨） 25
图表 60：烧碱月度产量及产能利用率（万吨，%） 25
图表 61：氯碱毛利率处于低位（%） 26
图表 62：氧化铝行业产能利用率震荡走弱（%） 26
图表 63：经营现金流与资本性支出（亿元） 26
图表 64：现金分红总额与分红比例（亿元，%） 26
图表 65：公司 2017 年-2025 年股息率（%） 27
图表 66：钢铁板块 2025 年股息率排名（%） 27
图表 67：鄂尔多斯主要业务数据假设 29
图表 68：鄂尔多斯费用端假设 30
图表 69：鄂尔多斯主要业务板块盈利预测（百万元） 30
图表 70：投资标的与可比公司市值与估值水平（亿元，2026-9-22） 31

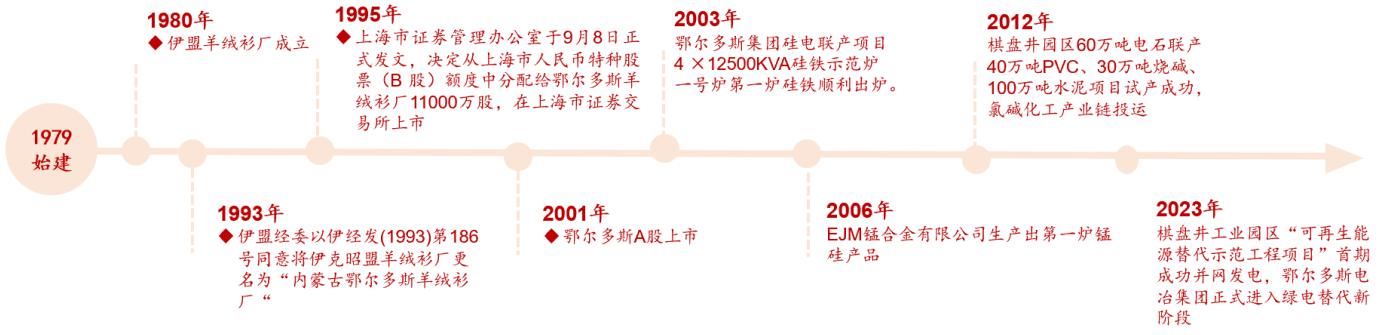
1.公司概况与产品结构

1.1.公司发展历程

公司前身内蒙古伊克昭盟羊绒衫厂成立于 1980 年，1995 年以募集 B 股方式设立本公司，2001 年 A 股上市，历经四十余年深耕，已发展成为羊绒服装与电力冶金化工双主业协同、绿色循环产业链完备的大型综合性企业。

在服装产业领域，公司依托内蒙古得天独厚的优质羊绒资源，构建起从牧场建设、原料采选、分梳染色、纺纱编织、成衣制造到品牌运营、终端零售的全产业链体系，牢牢掌控产业核心环节。2003 年公司响应国家西部大开发战略，依托鄂尔多斯丰富的煤炭、硅石、石灰石等矿产资源，在鄂托克旗棋盘井镇打造循环经济产业园区，以资源就地深加工为核心，形成“矿产资源开发—电—硅系合金”“矿产资源开发－电－氯碱化工”两大完整循环生产线，实现资源高效转化与价值提升，业务覆盖矿产采选、发电、硅铁合金、氯碱化工、化肥、合成氨等多个领域。公司主要发展历程事件如下：

图表1：公司发展历程

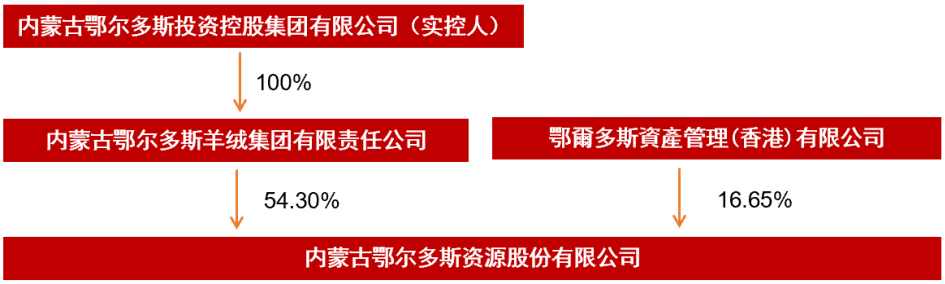


资料来源：公司官网，澎湃新闻，国盛证券研究所

1.2.公司股权结构

公司股权结构简明清晰。截至 2026 年中报，公司股本为 27.99 亿股，其中流通 A 股占比 70.6%，流通 B 股占比 29.4%。公司控股股东为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司，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%股权，为公司实控人。

图表2：公司股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司全资控股服装公司，控股电冶集团（持股比例 77.97%），并通过电冶集团间接持股内蒙古鄂尔多斯永煤矿业 50%股份（穿透比例为 39%），2025 年主要控股参股公司营收与净利润贡献如下所示：

图表3：2025 年主要参股控股公司业务、净资产、营业收入及净利润（亿元）

公司名称	公司类型	主要业务	净资产	营业收入	净利润
电冶集团	子公司	发电、供电、铁合金、煤炭加工及其产品销售，引水、供水、污水处理	204.91	105.71	15.97
服装公司	子公司	生产销售服装服饰、羊绒制品	8.05	17.06	2.72
永煤矿业	参股公司	矿业投资；矿山设备销售；投资咨询、矿业信息咨询服务	187.17	29.57	9.96

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.公司产品结构与经营情况

公司的主要业务为电力冶金及服装两大板块，电力冶金部分立足当地煤炭、石灰石、硅石等矿产资源优势，聚焦硅基合金和氯碱化工产品生产；服装部分依托内蒙古得天独厚的优质羊绒资源，构建起从牧场建设、原料采选、分梳染色、纺纱编织、成衣制造到品牌运营、终端零售的全产业链体系。

图表4：公司主要产品系列

产品系列	产品名称
电力冶金	煤炭等矿产资源开发、多能互补电力、铁合金冶炼、氯碱化工、尿素、甲醇、水泥、精细化工助剂等其他产品，
羊绒服装	拥有 ERDOS、鄂尔多斯 1980、BLUE ERDOS、erdos KIDS 四大羊绒服装品牌，与全球高端羊绒供应链品牌 KVSS

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.1.产销量视角

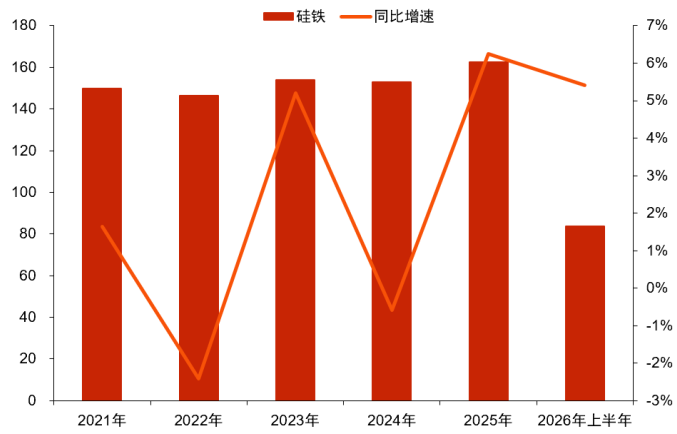
公司产品种类较多，主要利润贡献产品为硅铁、服装、PVC 树脂及煤炭。根据年报数据，公司 2026 年上半年硅铁产量为 84 万吨，同比增加 5.4%，精煤产量为 96 万吨，同比增长 7.5%，羊绒衫产量为 135 万件，同比下降 18%；随着公司不断挖潜增效，产销规模仍有增长潜力。

图表5：2021-2026H1 分产品产量

年份		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年上半年
羊绒衫	万件	374	323	310	376	320	135
	YOY	21.5%	-13.7%	-4.0%	21.2%	-14.8%	-18.0%
围巾、披肩	万条	49	37	34	47	56	15
	YOY	18.0%	-24.6%	-7.7%	38.3%	18.0%	-39.2%
精煤	万吨	169	126	167	204	226	96
	YOY	12.4%	-25.4%	32.9%	21.9%	10.6%	7.5%
硅铁	万吨	150	146	154	153	163	84
	YOY	1.6%	-2.4%	5.2%	-0.6%	6.2%	5.4%
硅锰	万吨	26	8	14	22	19	9
	YOY	-26.1%	-69.6%	71.1%	56.2%	-9.7%	-2.0%
电石	万吨	171	167	164	170	178	100
	YOY	-2.4%	-2.4%	-2.0%	4.0%	4.6%	14.8%
烧碱	万吨	69	69	70	70	68	35
	YOY	44.8%	1.3%	0.4%	0.3%	-3.1%	-3.7%
PVC	万吨	104	105	105	105	102	53
	YOY	45.1%	1.0%	0.5%	-0.3%	-3.2%	-3.1%
化肥	万吨	71	73	67	60	64	31
	YOY	5.7%	3.7%	-8.1%	-10.7%	6.7%	33.3%
水泥	万吨	77	85	83	103	112	38
	YOY	4.9%	10.6%	-2.8%	24.5%	8.7%	-20.6%

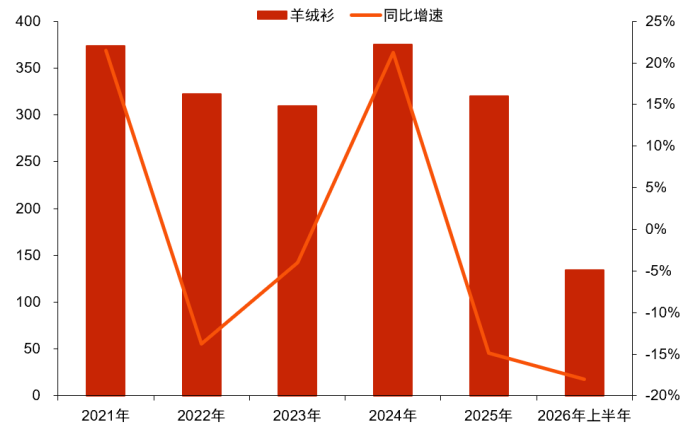
资料来源：公司公告，国盛证券研究所（2021 年电石产量数据为 2020 年与 2022 年的平均值）

图表6：硅铁产量与同比变动（万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：羊绒衫产量与同比变动（万件）



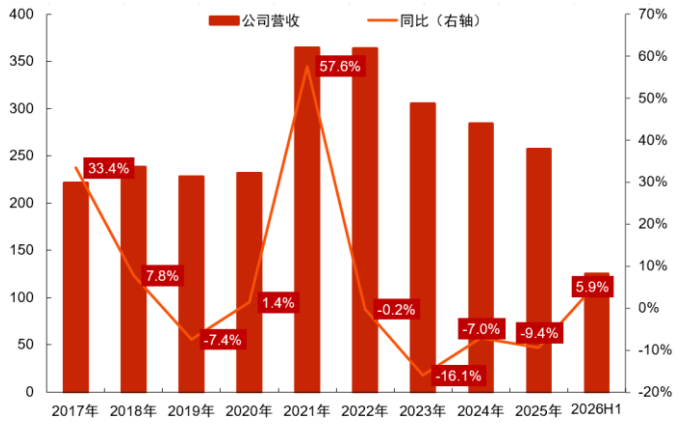
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3.2.营收、毛利率与净利率视角

公司主营产品收入整体维持增长趋势，2023 年到 2025 年营收有所回落，2025 年盈利已显著复苏：

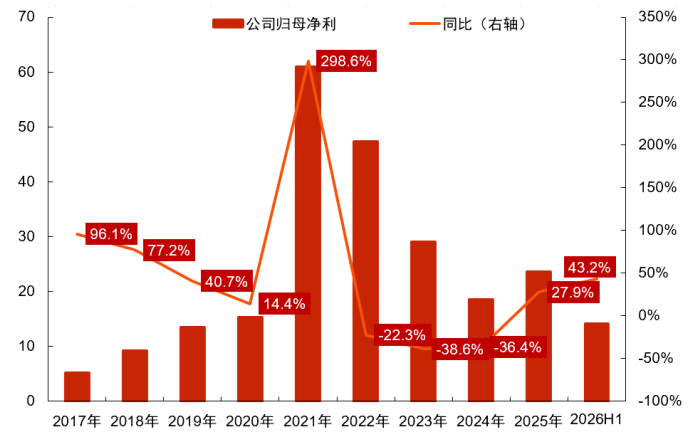
- 公司 2017 年-2025 年，总营收规模从 221 亿元增至 257 亿元，八年复合增速 1.9%；
- 公司 2017 年-2025 年，归母净利规模从 5.2 亿元增至 23.6 亿元，八年复合增速 20.8%；
- 公司 2017 年-2025 年，整体毛利率从 27.1%降至 25.3%，同时 2025 年毛利率较 2024 年改善；
- 分品种来看，公司 2026 年上半年 PVC 树脂、煤炭销售毛利率均显著改善，硅铁毛利率小幅走弱。

图表8：公司总营收与同比增速（亿元）



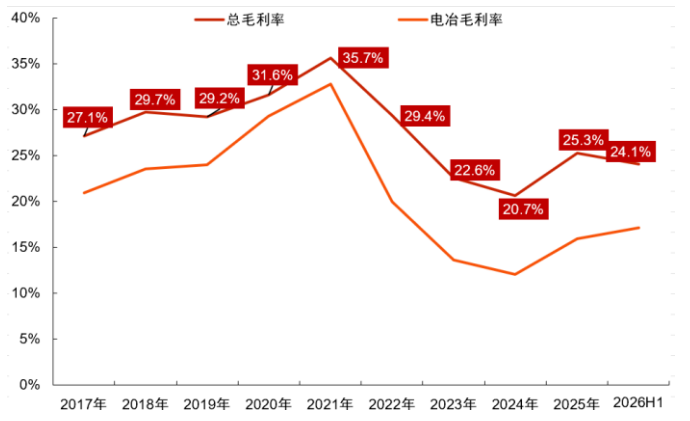
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：公司归母净利与同比增速（亿元）



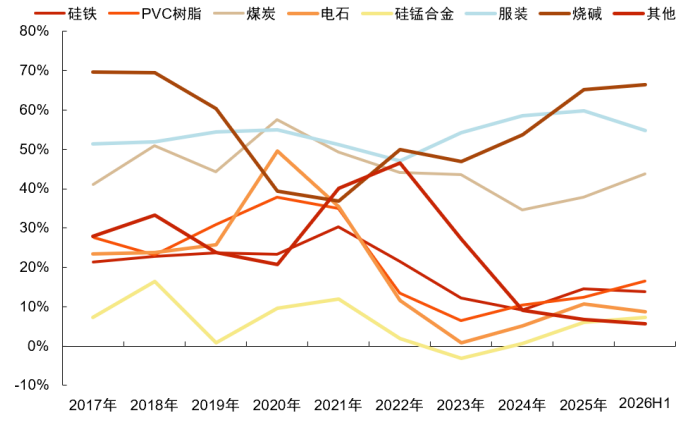
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：公司总毛利率与电冶产品利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：分类别毛利率（%）

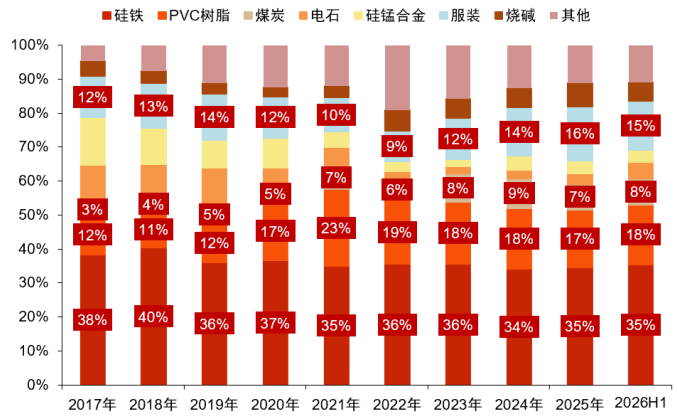


资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 分区域来看，国内市场是公司产品的主要销售区域，2025 年境内营收占比 95%，毛利占比 95%；

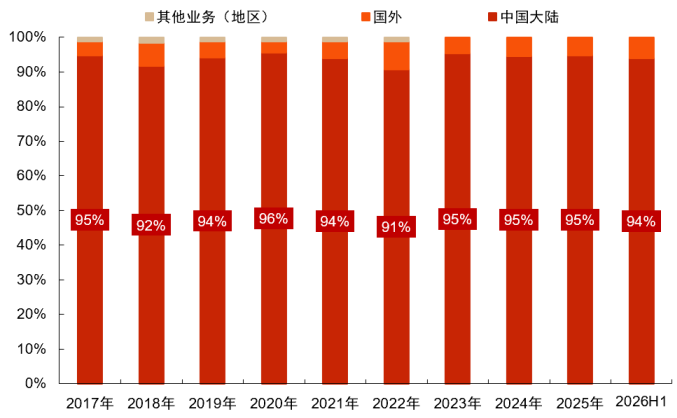
仅供内部参考，请勿外传

图表12：分产品营收占比



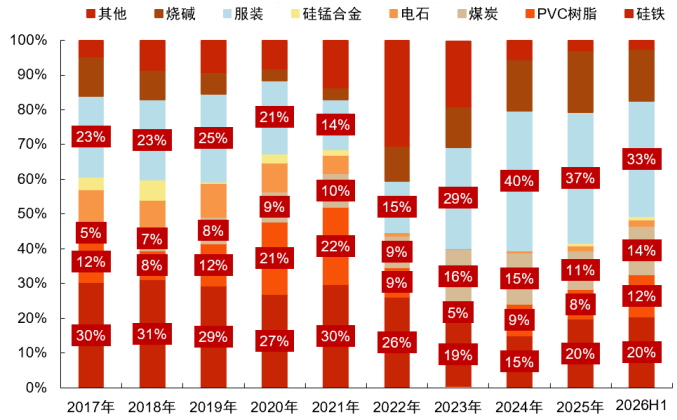
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表13：分地区营收占比



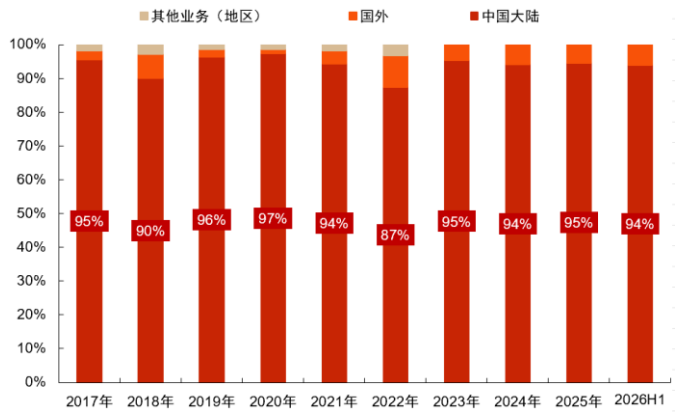
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：分产品毛利占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

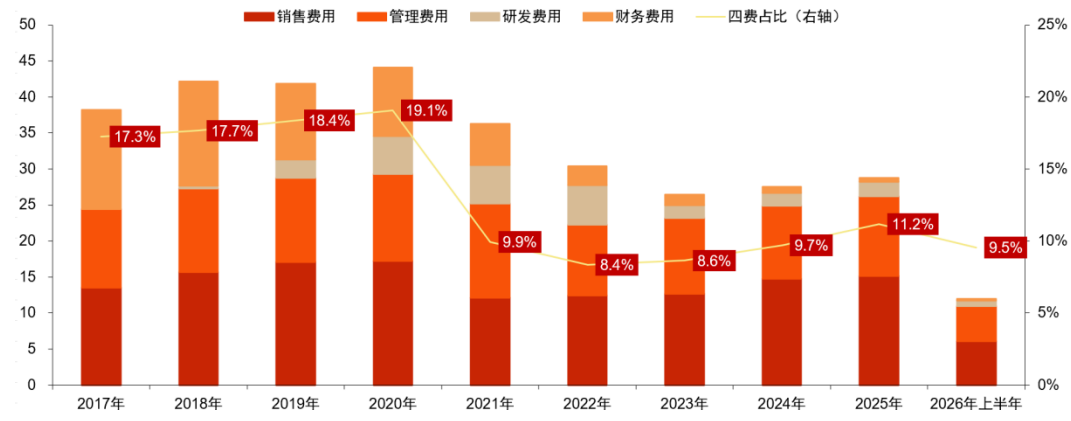
图表15：分地区毛利占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

营收规模扩张的同时，公司四费占比逐步回落，2017 年-2026 年上半年四项费用占营业收入的比重从 17.3%降至 9.5%。

图表16：2017-2026H1 四费及占比变动情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3.3.吨钢盈利视角

从吨钢口径来看，公司整体售价与毛利呈现出周期波动状态，2021 年以来服装单件毛利震荡走高，电冶板块分化明显，硅铁、电石、硅锰及 PVC 树脂均在 2025 年迎来吨毛利回升，煤炭吨毛利走弱。

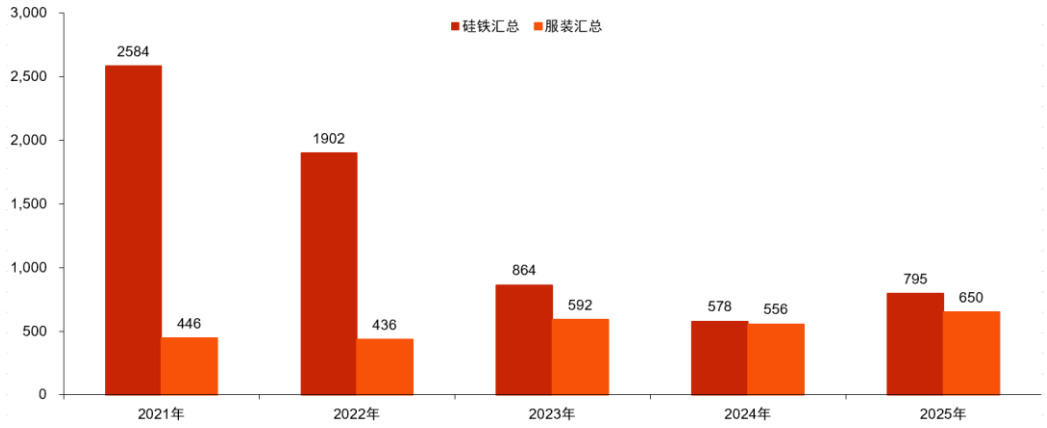
- 2021 年-2026 年上半年，公司硅铁吨售价从 8518 元降至 5308 元，服装单件售价从 871 元增至 1214 元，煤炭吨售价从 1509 元降至 999 元，PVC 树脂吨售价从 7921 元降至 4204 元；
- 2021 年-2026 年上半年，公司硅铁吨成本从 5934 元降至 4575 元，服装单件成本从 425 元增至 547 元，煤炭吨成本从 763 元降至 560 元，PVC 树脂吨成本从 5145 元降至 3509 元；
- 2021 年-2026 年上半年，公司硅铁吨毛利从 2584 元降至 734 元，服装单件毛利从 446 元增至 666 元，煤炭吨毛利从 746 元降至 438 元，PVC 树脂吨毛利从 2776 元降至 695 元。

图表17：2021 年-2026H1 主营产品吨数据（元/吨，元/件）

		2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
吨售价	硅铁	8518	8847	7084	6341	5476	5308
	PVC 树脂	7921	6591	5307	4846	4322	4204
	煤炭	1509	1723	1494	1218	855	999
	电石	1149	535	410	424	462	600
	硅锰合金	6384	-	4473	5477	5015	4782
	服装	871	926	1092	951	1087	1214
	烧碱	1732	3119	2485	2313	2630	1939
吨成本	硅铁	5934	6946	6220	5762	4681	4575
	PVC 树脂	5145	5708	4968	4343	3783	3509
	煤炭	763	963	843	797	531	560
	电石	742	473	406	402	412	548
	硅锰合金	5617	-	4611	5439	4712	4430
	服装	425	490	500	394	437	547
	烧碱	1094	1559	1323	1069	914	649
吨毛利	硅铁	2584	1902	864	578	795	734
	PVC 树脂	2776	883	339	503	539	695
	煤炭	746	761	651	422	324	438
	电石	407	62	4	22	49	52
	硅锰合金	763	236	-138	37	304	351
	服装	446	436	592	556	650	666
	烧碱	639	1560	1164	1244	1715	1290

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所（2021 年电石产量数据为 2020 年与 2022 年的平均值）

图表18：硅铁及服装毛利（元/吨，元/件）

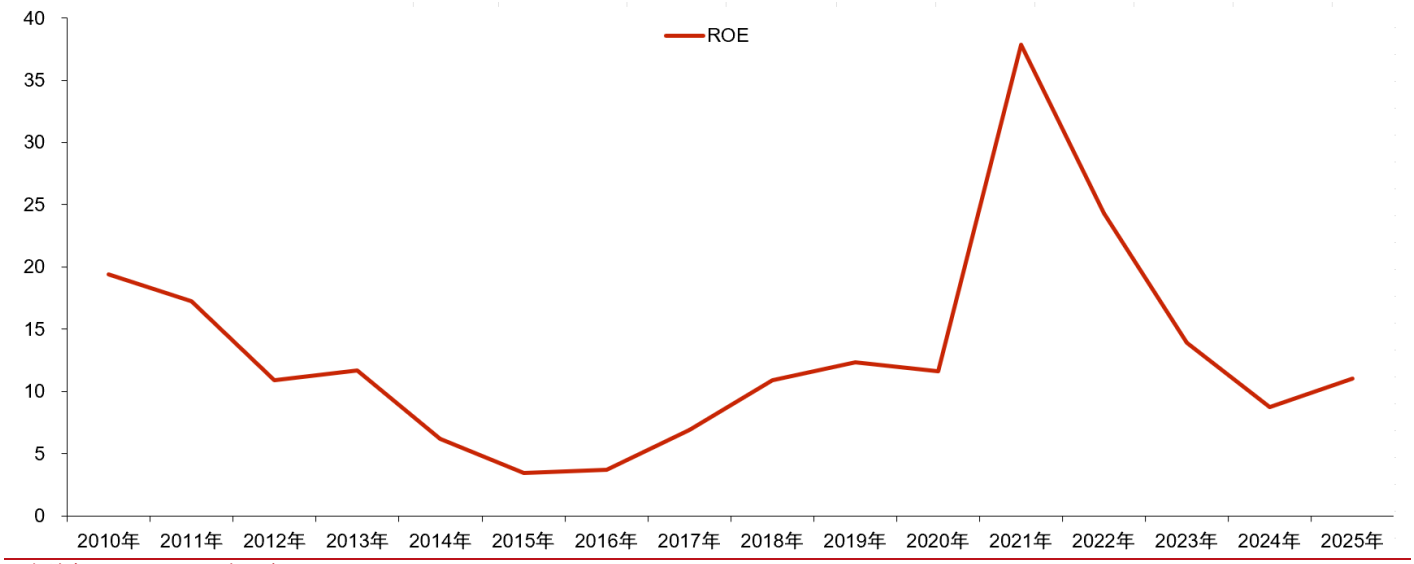


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

1.3.4.ROE 视角

从公司 ROE 变动情况来看，公司盈利能力波动较大，2021 年 ROE 接近 40%，2010 年至 2025 年 ROE 均值在 13.1%左右，2025 年 ROE（11.1%）处于偏低水平，未来随着行业盈利向均值回归，从绝对收益的角度公司依然具备投资价值。

图表19：2010 年-2025 年公司 ROE 变动情况（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

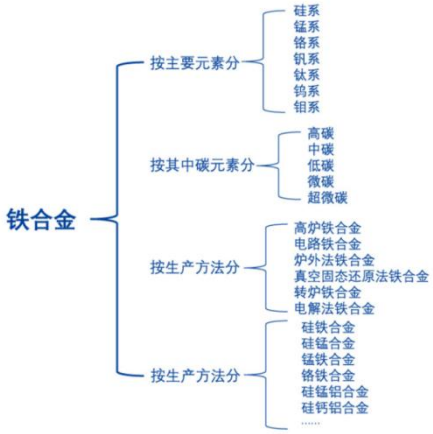
2.双碳政策核心受益标的

2.1.公司为铁合金行业龙头

铁合金是铁与一种或几种金属或非金属元素组成的合金。例如，**硅铁合金**是硅与铁形成的 Fe2Si、Fe5Si3、FeSi、FeSi2 等硅化物，它们是硅铁的主要组分。

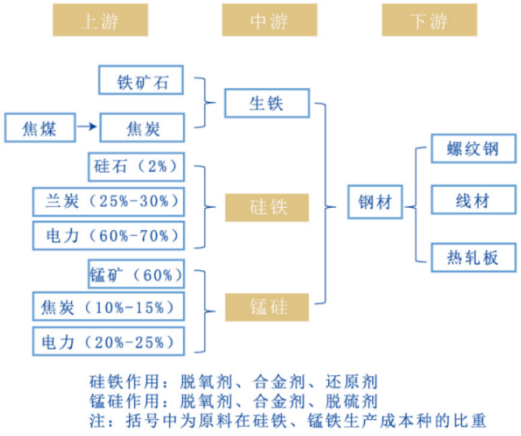
铁合金主要用于钢铁工业，其主要用途是作为炼钢时的脱氧剂与合金剂以及铸造的晶核孕育剂等。在钢铁的生产链条中主要在**电炉、转炉以及精炼环节**添加。在电炉和转炉环节加入铁合金，可以实现对钢水进行预脱氧以及部分合金化处理，而在精炼环节添加铁合金，则主要为了实现终脱氧和主合金化，精炼炉对钢水成分的最终调整对铁合金用量要求更精确。铁合金虽然其用量小但缺其不可的特征，经常被形象地比喻为“工业味精”。

图表20：铁合金分类



资料来源：郑州商品交易所，国盛证券研究所

图表21：铁合金产业链



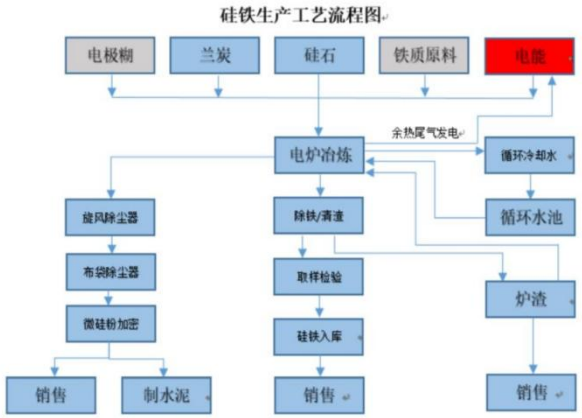
资料来源：郑州商品交易所，国盛证券研究所

铁合金企业数量多，单个企业产能较小，产业集中度整体看较低。但近年来随着国家能耗双控政策的推进，铁合金产业不断升级，单体小炉型逐步淘汰，实力较弱的小企业退出市场，冶炼炉型有往大型化方向发展，产业集中度有向龙头企业集中的趋势。

公司拥有**内蒙古、青海**两大行业领先硅基合金生产基地，具备高纯、精炼、高硅产品灵活生产能力，产销规模与技术实力位居行业前列。产品涵盖**高纯硅铁、精炼硅铁、高硅硅铁、普通硅铁及硅锰合金**，广泛应用于特钢、镁合金等领域，与国内钢铁龙头企业深度合作，硅铁产销规模居世界第一。

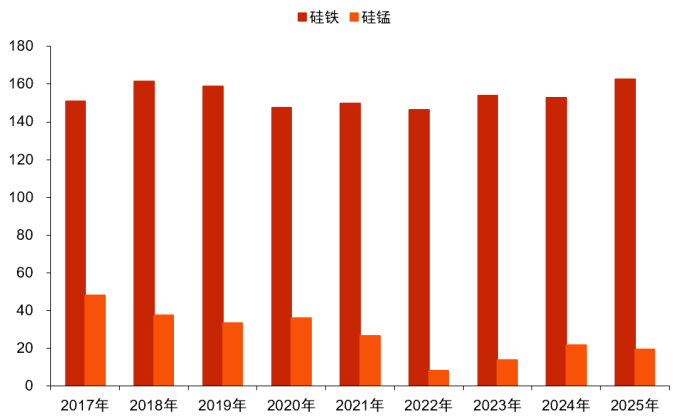
行业层面上，硅铁龙头企业依靠低廉电价的优势不断增加市场份额，根据 Mysteel 统计，2023 年鄂尔多斯西金矿冶产量为 109.5 万吨，占全国产量近 20%，前五大企业产量占比为 41.22%。2025 年公司硅铁产量为 163 万吨，占全国产量的比例为 29.3%

图表22：公司硅铁生产流程



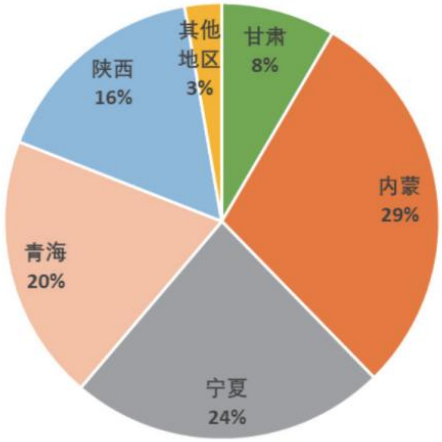
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表23：公司铁合金产量（万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表24：2023 年全国硅铁产区产量占比



资料来源：郑州商品交易所，Mysteel，国盛证券研究所

图表25：2023 年全国硅铁产量前十企业

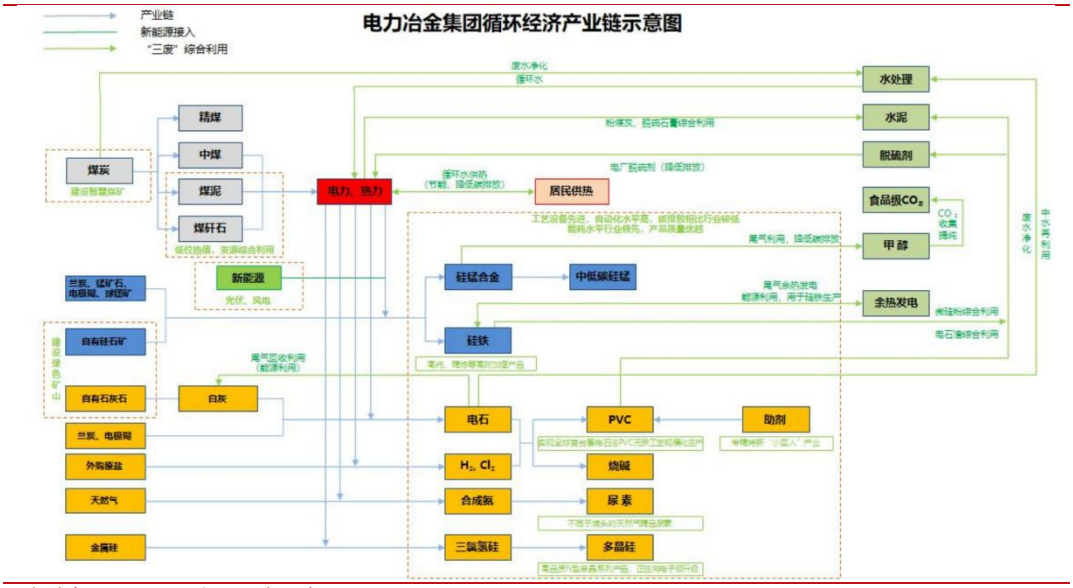
公司名称	年产量（万吨）
鄂尔多斯西金矿冶有限公司	109.5
宁夏瑞资联有限公司	36.5
君正化工有限责任公司	35
宁夏三元中泰冶金有限公司	29.9
中卫市茂烨冶金有限公司	18.2
青海华电铁合金股份有限公司	15.6
青海百通高纯材料开发有限公司	14.6
宁夏银河冶炼有限公司	14.6
陕西三江能源化工有限公司	10.9
青海开源金属材料有限公司	9.8

资料来源：郑州商品交易所，Mysteel，国盛证券研究所

2.2.公司铁合金业务显著受益于双碳政策

公司按照循环经济模式，以煤炭等矿产资源开发为基础，电力产业为能源中枢，同步布局风光新能源等清洁能源，构建多元协同能源供给体系。业务聚焦硅基合金和氯碱化工产品生产，综合利用“三废”（废气、废渣、废水），形成国内完整的“煤炭－电－硅基合金”及“煤炭－电－氯碱化工”产业链。

图表26：公司电力冶金集团循环经济产业链



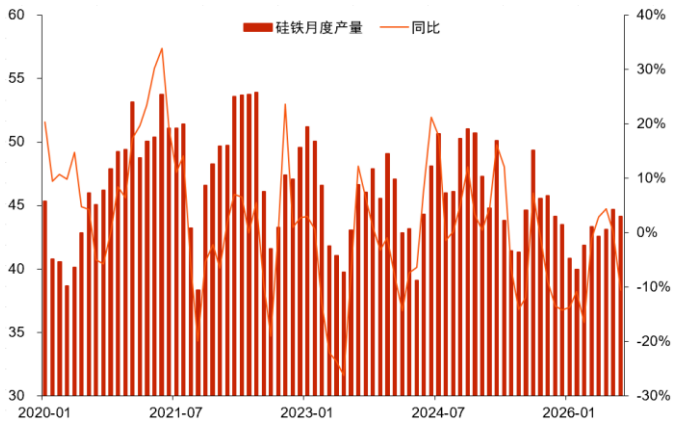
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

当前铁合金行业正加速向绿色化、高端化与集中化转型。在“双碳”政策驱动下，高耗能产能持续出清，产能向绿电富集区（如内蒙古、宁夏）集聚，形成“绿电＋铁合金”一体化模式，新产能建设要求再生能源消纳比例超 60%。未来行业演变将呈现三大趋势：

2.2.1.成本竞争白热化与产能加速出清

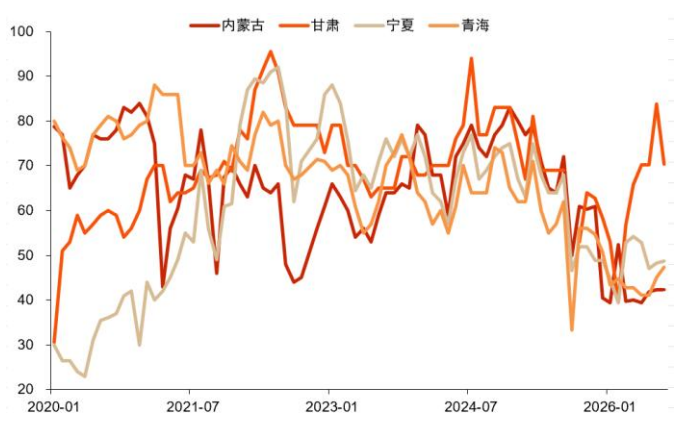
2022 年以来硅铁价格持续走弱，行业利润低迷，2025 年硅铁产量同比小幅下降，主产区青海、陕西减产明显，内蒙古产量基本平稳；受行业利润低迷影响，企业停产检修增多，2026 年上半年产量创近五年同期新低，成本端电价、兰炭提供底部成本支撑，行业利润空间持续压缩。

图表27：硅铁月度产量及同比（万吨）



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表28：硅铁主要产区行业产能利用率（%）



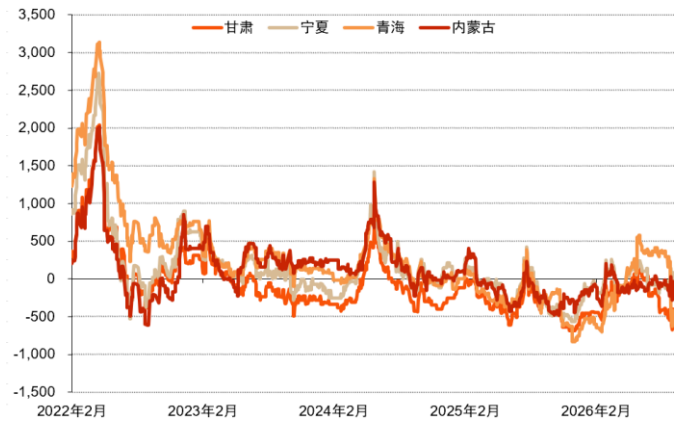
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表29：硅铁现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表30：硅铁主要产区行业吨利润（元/吨）

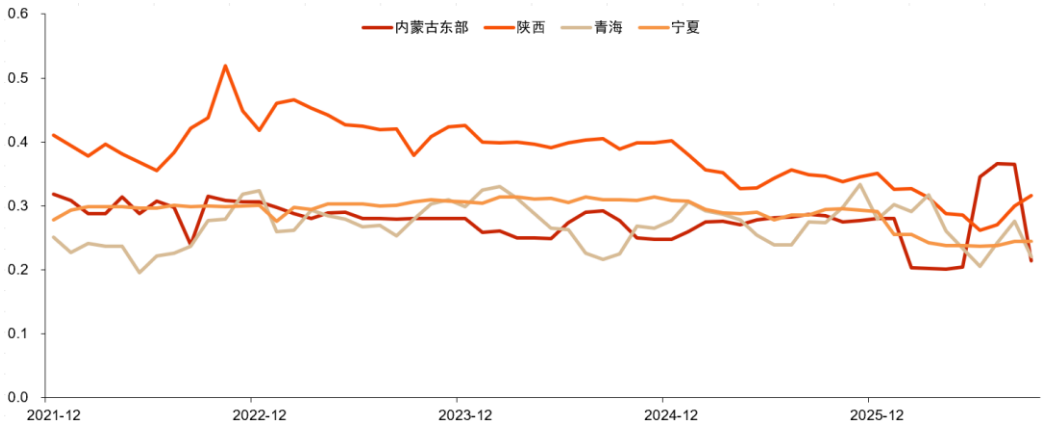


资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

硅铁冶炼成本中，电力占比超 60%。公司拥有自备煤矿和坑口发电厂，自发电成本远低于外购网电，公司的煤炭资源位于鄂尔多斯这一中国煤炭“金三角”，具有显著区位优势，行业中未来缺乏资源、能源及成本优势的产能将被迫退出，集中度将进一步提升，竞争核心从规模扩张转向全产业链成本控制能力。

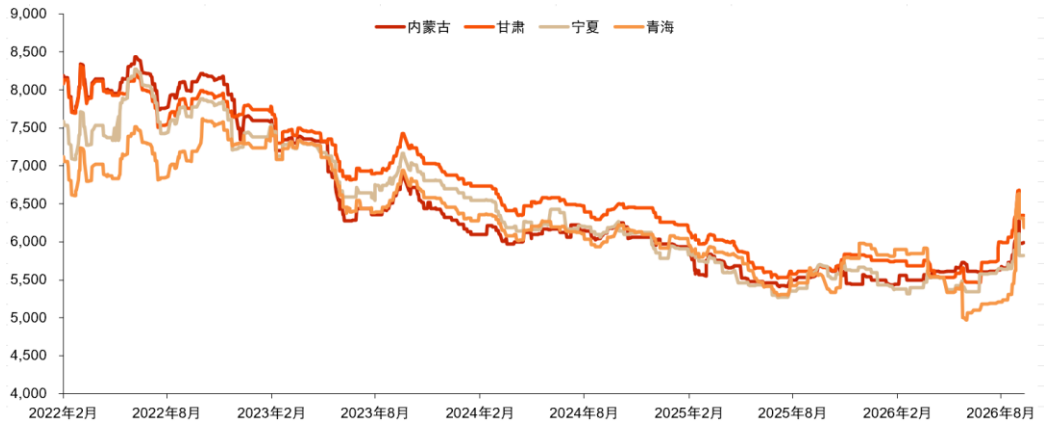
从区域与行业产量对比角度来看，内蒙古东部代理购电价格较其他硅铁主产区而言具备持续竞争优势，2026 年仅有内蒙古区域硅铁产量变化不大，区域市占率持续提升。

图表31：各主产区电价对照（代理购电，元/度）



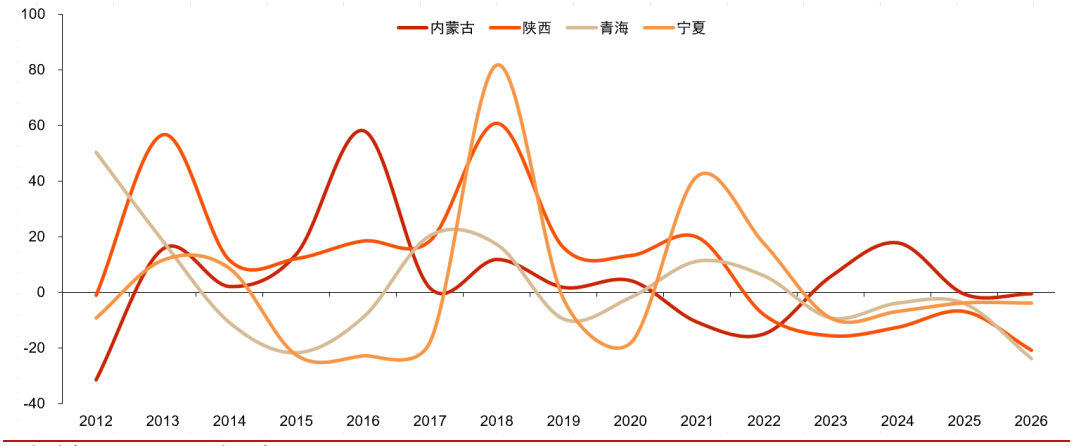
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表32：各主产区生产成本（元/吨）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表33：各省硅铁产量累计增速（%）



资料来源：ifind，国盛证券研究所

公司依托优质煤炭资源，构建稳定高效的自备火电体系，形成核心能源优势。在此基础上，积极整合当地风光资源，布局光伏、风电及储能项目，打造“风光火储”多能互补的绿色工业微电网。通过与园区内冶金、化工两大用电负荷实现“源网荷储”一体化高效协同，显著提升循环产业链整体效能，**致力于实现产品成本行业最优**，在行业竞争中占据优势地位。

图表34：鄂尔多斯多元煤源结构

煤矿性质	采购对象
自有煤矿	2025 年精煤产量 225.57 万吨
参股公司	永煤矿业（持股 39%）为重要煤源
外部企业	额济纳锦达煤业、中蒙煤炭等。

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

2.2.2. 需求结构深度分化

传统建筑用钢需求增长乏力，而新能源汽车、高端装备制造、特种钢材等领域对高品质、特殊性能铁合金（如低钛高纯硅铁、复合合金）的需求持续稳步增长，推动产品结构向高端化、定制化升级。公司具备高纯、精炼、高硅产品灵活生产能力，产销规模与技术

实力位居行业前列，产品涵盖高纯硅铁、精炼硅铁、高硅硅铁、普通硅铁及硅锰合金，在行业竞争中占据优势地位。

以高纯硅铁为例，高纯硅铁是指硅含量较高，且杂质（如铝、钙、碳、钛、磷、硫等）含量极低的铁硅合金，属于硅基材料的一种。主要成分包括硅（Si）和铁（Fe），其中硅含量≥72%-75%，铁的含量则因不同规格而异。高纯硅铁主要用于特种钢冶炼、半导体材料等领域，与普通硅铁相比，高纯硅铁的最大特点是杂质元素（如铝、钙、锰等）含量极低，纯度更高，通常达到 99%以上。高纯硅铁因其高硅含量和低杂质，适用于生产高质量的硅锰钢、弹簧钢、轴承钢等，这些钢材在汽车、机械和航空航天等领域有广泛应用。

图表35：高纯硅铁牌号与化学成分

类别	牌号	化学成分(质量分数)/%											
		Si	Ti	C	Al	P	S	Mn	Cr	Ca	V	Ni	B
		≤											
高纯硅铁	GC FeSi75Ti0.01-A	75.0	0.010	0.012	0.01	0.010	0.010	0.1	0.1	0.01	0.010	0.02	0.002
	GC FeSi75Ti0.01-B			0.015	0.03	0.015	0.010	0.2	0.1	0.03	0.020	0.03	0.005
	GC FeSi75Ti0.015-A	75.0	0.015	0.015	0.01	0.020	0.010	0.1	0.1	0.01	0.015	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.015-B			0.020	0.03	0.025	0.010	0.2	0.1	0.03	0.020	0.03	
	GC FeSi75Ti0.02-A	75.0	0.020	0.015	0.03	0.025	0.010	0.2	0.1	0.03	0.020	0.03	
	GC FeSi75Ti0.02-B			0.020	0.10	0.030	0.010	0.2	0.1	0.10	0.020	0.03	
	GC FeSi75Ti0.02-C			0.050	0.50		0.010	0.2	0.1	0.50	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.03-A	75.0	0.030	0.015	0.10		0.010	0.2	0.1	0.10	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.03-B			0.020	0.20	0.030	0.010	0.2	0.1	0.20	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.03-C			0.050	0.50		0.015	0.2	0.1	0.50	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.05-A	75.0	0.050	0.015	0.10	0.025	0.010	0.2	0.1	0.10	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.05-B			0.020	0.20	0.030	0.010	0.2	0.1	0.20	0.020	0.03	–
	GC FeSi75Ti0.05-C			0.050	0.50		0.015	0.2	0.1	0.50	0.020	0.05	

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

图表36：高纯硅铁对应的主要产品与应用领域

应用方向	对应产品
炼钢	生产弹簧钢、轴承钢等，应用于汽车、机械和航空航天领域
铸造	生产高强度铸铁应用于汽车刹车片、机械部件、建筑模板等领域
电子	生产高纯度硅，应用于半导体材料、太阳能电池等领域
其他	生产特种合金，如耐热合金、耐腐蚀合金等，应用于航空航天、石油化工等领域

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

2.2.3. “双碳”目标重塑竞争力逻辑

铁合金行业是我国冶金工业的重要组成部分，其产品特性及生产工艺决定了绝大部分铁合金产品属高载能范畴，消耗的主要能源为电力、焦炭，行业总体能耗量较大，企业间能效水平差距较大，具体来看，铁合金属于六大高耗能行业，生产单吨硅铁的电耗为 8000~8400kWh，电费占硅铁生产成本的 60%~70%。能源结构成为当前行业成本优势的重要方面，“十四五”期间，全国非化石能源消费量累计增长 56.8%，占能源消费总量的比重提升至 21.8%，较“十三五”末增加约 5.8 个百分点。同时政策面能耗与碳排放约束日趋刚性，2022 年到 2024 年，政策端导向逐步由能耗双控转向碳排放双控。

图表37：2022-2024 年行业能耗及双碳政策导向

年份	政策导向
2022 年 2 月	国家发展改革委等 4 部门联合发布《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》，围绕钢铁、水泥、有色金属冶炼等 17 个行业，提出了节能降碳改造升级的工作方向和到 2025 年的具体目标，到 2025 年铁合金行业能效标杆水平以上产能比例达到 30%。硅铁、锰硅合金能效基准水平以下产能基本清零，高碳铬铁节能降碳升级改造取得显著成效。
2023 年 7 月	国家发改委发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》文件，落实中央经济工作会议关于推动传统产业改造升级的要求。硅铁单位产品综合能耗基准水平需达到 1850 千克标准煤/吨（标杆水平为 1770 千克标准煤/吨），相较 2021 版下降 50 千克标准煤
2023 年 7 月	中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》，从制度层面为今后一个时期的双控转换明确了路径。
2024 年 5 月	国务院印发了《2024—2025 年节能降碳行动方案》，再次提出要完善能源消耗总量和强度调控，重点控制化石能源消费，强化碳排放强度管理，分领域分行业实施节能降碳专项行动，更高水平更高质量做好节能降碳工作，更好发挥节能降碳的经济效益、社会效益和生态效益，为实现碳达峰碳中和目标奠定坚实基础

资料来源：发改委，政府网，Mysteel，国盛证券研究所

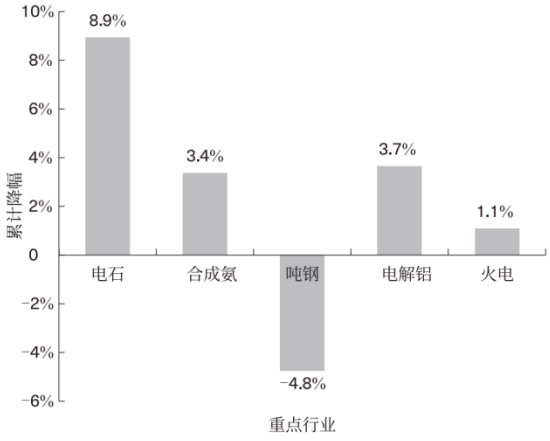
图表38：能耗双控与碳排放双控的指标对比分析

类型	指标	考核导向	国内约束	国际约束	优点	缺点
能耗双控	能源消费总量（标准煤）/t	活动水平+技术效率	★★→★ 从“十三五”到“十四五”约束性由强变弱	☆ 非约束	节约能源资源	限制活动水平，影响经济增长
	单位GDP能耗（下降率）/%	技术效率	★★★ “十三五”以来始终为强约束	★ 弱约束 对标国际能效	激励能效提升	越接近理论能效水平，能效提升越来越难，成本越高
碳排放双控	碳排放总量/万t	活动水平+技术效率	☆→（★★★） 从非约束到未来的强约束	★★★ 强约束 履行国际承诺	与“双碳”目标密切相关，易于设置阶段性物理总量	限制活动水平，影响经济增长，但较能源总量指标程度弱
	单位GDP碳排放（下降率）/%	技术效率	★★★ “十三五”以来始终为强约束	★★★ 强约束 履行国际承诺	激励碳效提升，可以实现净零排放	越接近净零排放，成本越高

注：☆表示弱约束；★表示强约束；★的数量越多，表示约束越强。

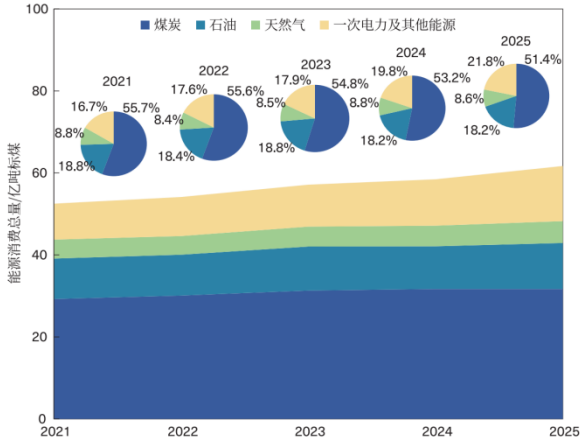
资料来源：《能耗双控向碳排放双控转变影响分析及推进路径设计》汤芳，国盛证券研究所

图表39：重点行业 2020 年-2025 年能耗累计降幅



资料来源：《“十四五”我国节能提效成效研判与“十五五”展望》魏一鸣，国盛证券研究所

图表40：“十四五”期间我国能源消费总量及结构



资料来源：《“十四五”我国节能提效成效研判与“十五五”展望》魏一鸣，国盛证券研究所

铁合金是炼钢工业不可或缺的重要脱氧剂及合金添加剂，其产品特性及生产工艺决定了绝大部分铁合金产品属高载能范畴，消耗的主要能源为电力、焦炭，铁合金行业总体能耗量较大。根据中国铁合金工业协会数据，2023 年行业碳排放总量约 1.8-2.0 亿吨/年，占钢铁行业总排放的 9.5%-10.5%，按照 2024 年我国电网平均碳排放因子计算，吨硅铁仅电力环节排放达 4.6-4.9 吨二氧化碳。

图表41：硅铁生产成本构成

项目	吨耗量	成本占比
电力	8000-8400kWh	60%-70%
兰炭	1000-1200kg	25%-30%
硅石	1700-1800kg	10%-15%
氧化铁皮	250-350kg	
电极糊	40-50kg	
制造费用等	400-600 元	5%-10%

资料来源：郑州商品交易所，国盛证券研究所

2026 年 4 月，中共中央办公厅、国务院办公厅相继发布《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》与《碳达峰碳中和综合评价考核办法》。两项政策的核心，在于构建“目标—执行—考核—反馈”的治理闭环。2026 年 7 月 9 日国务院印发《“十五五”碳达峰行动方案》，对“十五五”时期碳达峰工作作出部署，《行动方案》提出，到 2030 年，我国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2025 年降低 17%，非化石能源消费占比达到 25%，确保如期实现碳达峰目标，为实现 2035 年国家自主贡献目标、推进碳中和奠定坚实基础。

图表42：地方政府考核迎来显著变化

	政策变化
考核体系	首次引入碳排放指标
激励方式	由环境政策上升为约束性发展指标，可能改变地方政府在“增长”与“减排”之间的权衡逻辑
项目约束	新建项目需执行碳排放等量或减量置换，约束维度由产能转向碳排放，执行标准更为严格
监控手段	以国家统计数据为基础，并引入碳市场及多部门监测数据，逐步建立高频化、动态化的碳排放监测体系

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

图表43：两轮“双碳”政策对比

	2021 年版本	2026 年版本
执行方式	运动式	常态化
核心指标	能耗	碳排放
市场波动	强	弱
预期稳定性	低	高

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

图表44：钢铁相关行业影响方向

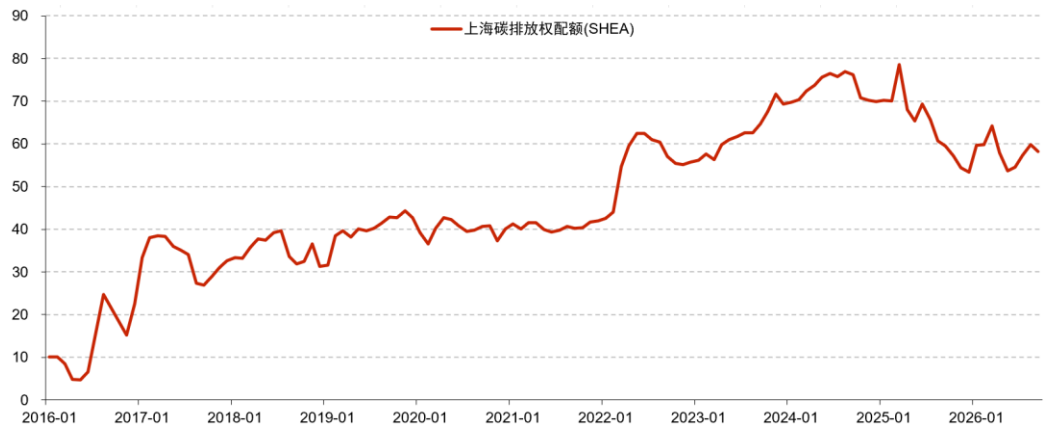
	相关影响
产能	扩张严格受限，违法扩张难度更大
产量	超产代价明晰，减碳企业获得更多优势
成本	碳排放不仅成为关键成本之一，更是不同企业间竞争差距的重要因素

资料来源：Mysteel，国盛证券研究所

碳价格逐步明朗，绿电配套低碳工艺优势明显：对于钢铁相关行业而言，更现实的考量在于 2020 年为碳排放基准年，2026 年即将迎来首个**碳市场履约年**，低碳工艺带来的成本增量有望通过碳市场交易机制逐步对冲。自 2027 年起，**碳排放总量管控将趋于严格，碳指标逐步收紧**，从成本测算来看，纯煤电硅铁吨碳排放在 4.6 吨以上，按 2025 年 8 月 59.8 元/吨的碳价计算，吨成本或增加 275-293 元，对于产能不足或需要超产企业而言，这将是一个较高的超产成本。

公司的绿色电力消纳能力、节能降碳技术水平成为新的准入壁垒和成本要素，拥有绿电配套、低碳工艺的龙头企业将构筑长期竞争优势，**鄂尔多斯依托园区“源网荷储”一体化优势，建设风光火储多能互补新型电力系统与工业绿色微电网，加速绿电替代，目前新能源约 40 万千瓦，所发绿电接入企业微电网全额独立消纳，为硅基合金、氯碱主业提供低碳能源支撑，竞争优势进一步增厚**。

图表45：碳市场交易价格（元/吨）



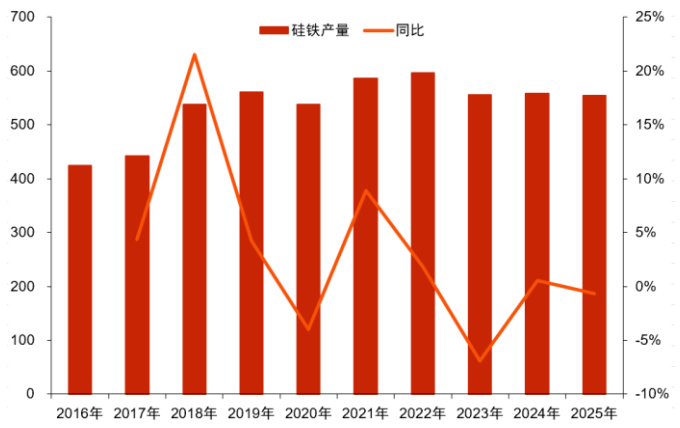
资料来源：Wind，国盛证券研究所

小结

在当前行业产能利用率回落，利润结构分化的背景下，预计**短期供需结构改善持续，长期行业落后产能有望加速出清，而硅铁下游需求较为稳定，基本面有望改善，预计 2027 年行业产能利用率触底回升至 56%，价格或逐步走强**，同时公司具备高端、绿电优势，近年来在能源供给端，公司电力机组以低热值煤为主要燃料，具备天然的煤价成本优势；同时通过实施燃煤科学配比、优化掺烧方案，进一步深挖降本空间，持续压缩消耗成本，稳固循环产业链一体化成本优势，公司市场份额有望持续扩大。

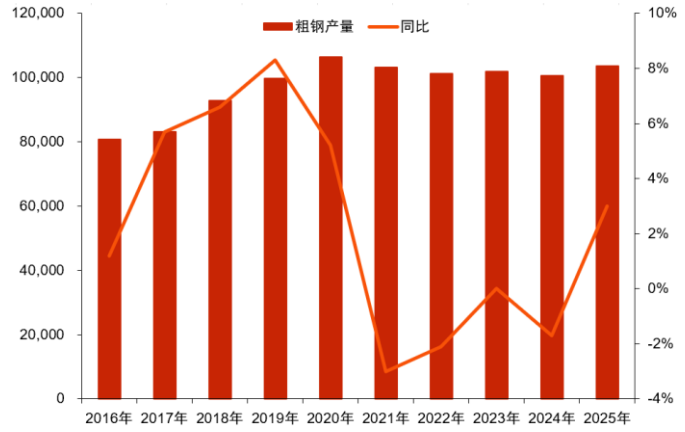
仅供内部参考，请勿外传

图表46：硅铁年度产量稳中有降（万吨）



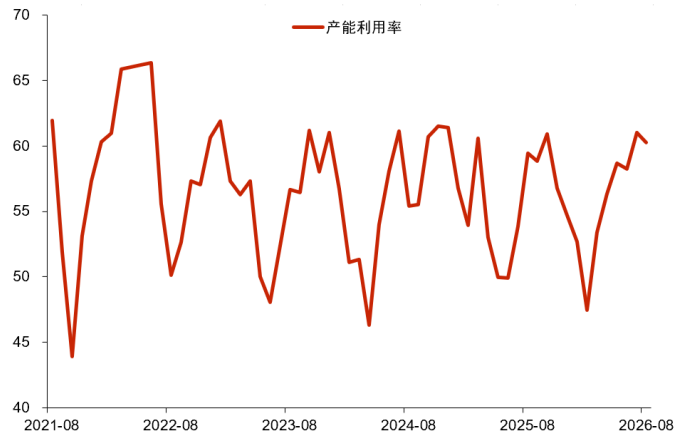
资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表47：粗钢产量保持基本稳定（万吨）



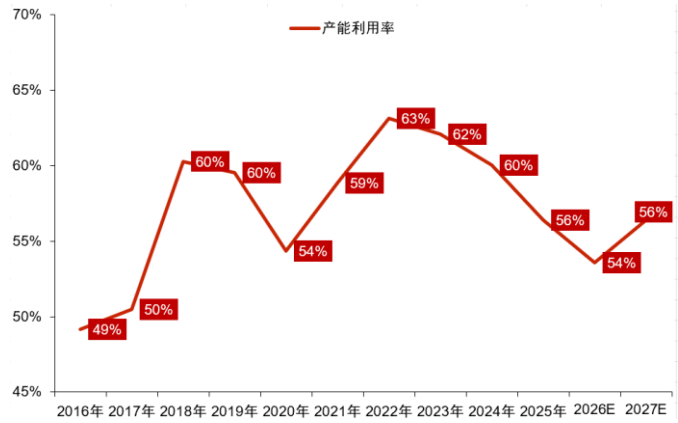
资料来源：Wind，国盛证券研究所（2025 年产量为测算值）

图表48：硅铁月度产能利用率（%）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表49：硅铁行业年度产能利用率预估



资料来源：同花顺，Mysteel，金融界，中国钢铁新闻网，Wind，国盛证券研究所测算

图表50：硅铁业务利润弹性较大（万吨、元/吨，亿元）

2025 年产量	权益产量	价格（内蒙古）	涨幅	税率	归母净利增加	2025 年归母净利	归母净利增幅
163	127	5906	0%	25%	0	23.6	0
163	127	6500	10%	25%	2.8	23.6	12%
163	127	7500	27%	25%	7.4	23.6	31%
163	127	8500	44%	25%	12.0	23.6	51%
163	127	9500	61%	25%	16.7	23.6	71%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所测算（以 2021 年到 2026 年上半年硅铁均价与公司吨毛利变化比例均值估算硅铁价格对利润的影响）

人在草木间

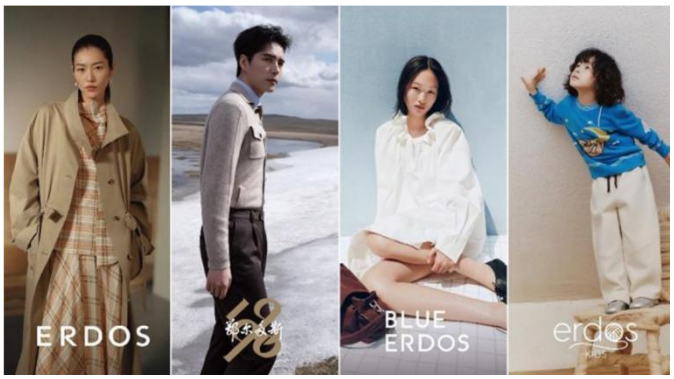
3.多业务构建盈利护城河

3.1.服装业务龙头效应逐步显著

公司服装板块稳健发展，鄂尔多斯为国内羊绒行业民族品牌，国民根基深厚、行业地位稳固，品牌价值连续多年位居国内纺织服装行业首位。公司构建起 ERDOS、鄂尔多斯 1980、BLUE ERDOS、erdos KIDS 多层次品牌矩阵，精准覆盖不同消费圈层，打破羊绒品类季节性局限，线上线下全域营销网络布局逐步完善，为服装板块业绩稳健增长筑牢根基。截至 2026 年上半年，公司的门店数量共 725 家，其中直营及控股店 452 家，经销商门店数量达 273 家，线上布局天猫、京东、抖音、唯品会、小红书等平台。

产线方面，公司实现羊绒分梳、纺纱、编织、成衣等环节的自动化作业，降低人工依赖，提升生产效率与产品质量稳定性；同时，引入数字化管理系统，实现生产、库存、销售等环节的数字化管控，优化生产计划与订单管理，提升运营效率，以自动化、智能化、高端化制造推动产业升级，以开源节流、管理升级夯实发展根基。

图表51：鄂尔多斯品牌



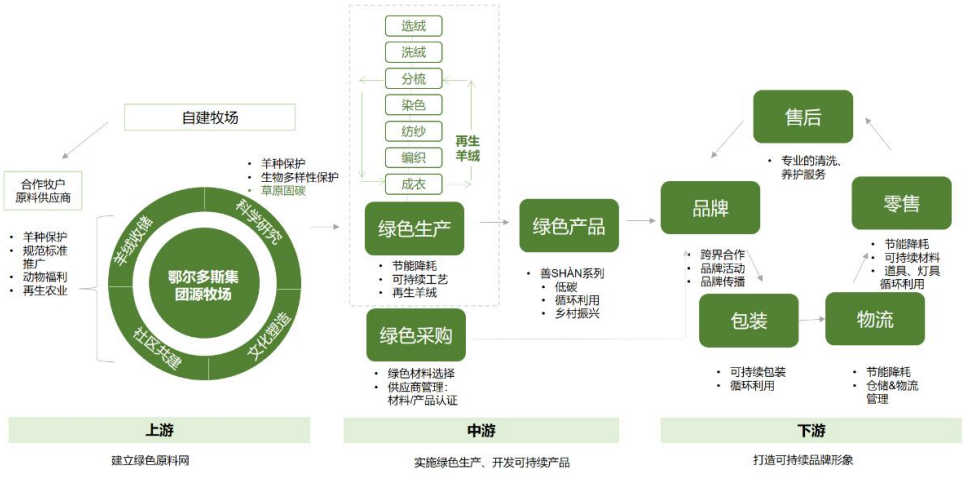
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表52：羊绒生产车间



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表53：羊绒服装产业链

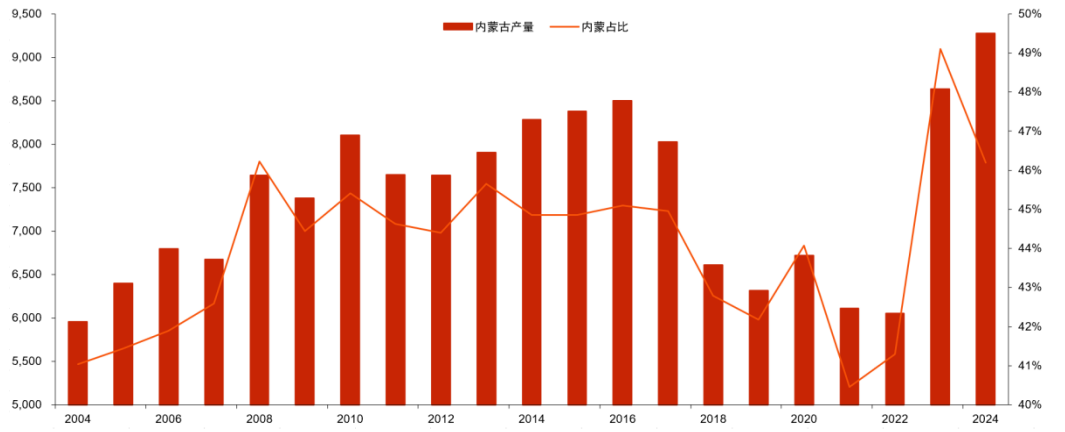


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

全球羊绒产地主要分布在北纬 35 度至 55 度的温带和寒温带地区，中国羊绒品质好，尤其是内蒙古的羊绒颜色属于“白中白”，细度在 16 微米以内，轻柔保暖，因而成为国际服装企业紧盯不放的主产地，2024 年内蒙古羊绒产量约占全国总产量的 40%，羊绒制品约占全国市场的 60%，占世界市场近 50%。

近年来市场资源持续向头部品牌集聚，缺乏差异化优势的中小品牌加速出清；产品结构持续向高端升级，高端成衣、功能性纺织品、场景化细分赛道迎来扩容机遇；产能布局加快重构，逐步构建国内核心产业带联动海外柔性产能的协同体系，低价内卷空间不断压缩，差异化产品、高响应柔性供应链、全球化供应网络，成为企业构筑长期核心壁垒的关键支撑。

图表54：羊绒产业区域集中度提升（吨，以内蒙古占比为例）

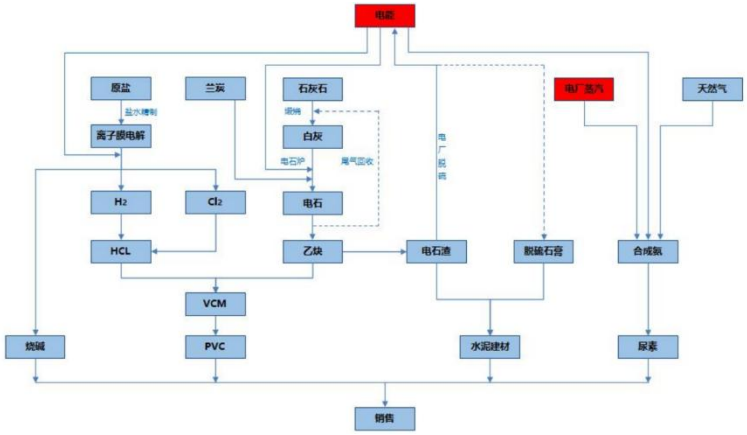


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2.氯碱化工迎来盈利改善阶段

氯碱化工业务是指利用石灰石、兰炭、电极糊、原盐、天然气等原材料，生产电石、PVC、烧碱等主要产品，公司自主研发建设了全球首个电石法 PVC 绿色无汞化生产示范工厂，投产两年以来，在催化剂寿命延长、黄金降损及高效余热利用上不断突破，催化剂使用寿命由设计值 8000 小时提升至 1.85 万小时以上，较设计值提升 1 倍以上。与铁合金板块类似，氯碱化工板块同样依赖公司“矿产资源开发－电－氯碱化工”循环生产线，将天然的资源禀赋优势转化为公司的稳定的成本优势。

图表55：公司氯碱化工板块生产工艺流程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2026 年二季度国内 PVC 价格持续下行，一季度抢出口与地缘利好消退，弱需求、高库存、出口减少三重利空主导盘面，叠加中东地缘冲突缓和，原油、乙烯成本端支撑弱化，7 月上旬区域局势升级，国际原油市场上涨，带动大宗商品成本性推高情绪，二季度 PVC 企业进入集中检修期，常规检修规模扩大，叠加乙烯、氯乙烯等原料供应紧张，导致乙烯法企业开工大幅度下滑，带动 PVC 整体开工快速下滑至年内低点位置，后续盈利有望继续复苏。

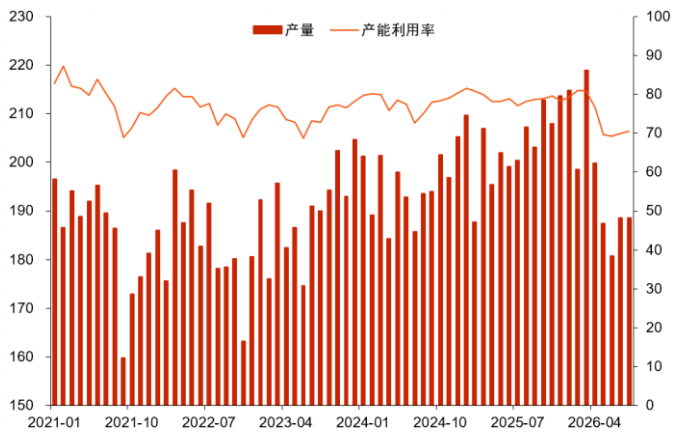
从年度来看，当前 PVC 行业新增产能处于历史低位，后续无汞化强制推进与出口替代并行，高端化升级有望进一步打开需求增量空间。

图表56：PVC 价格（元/吨）



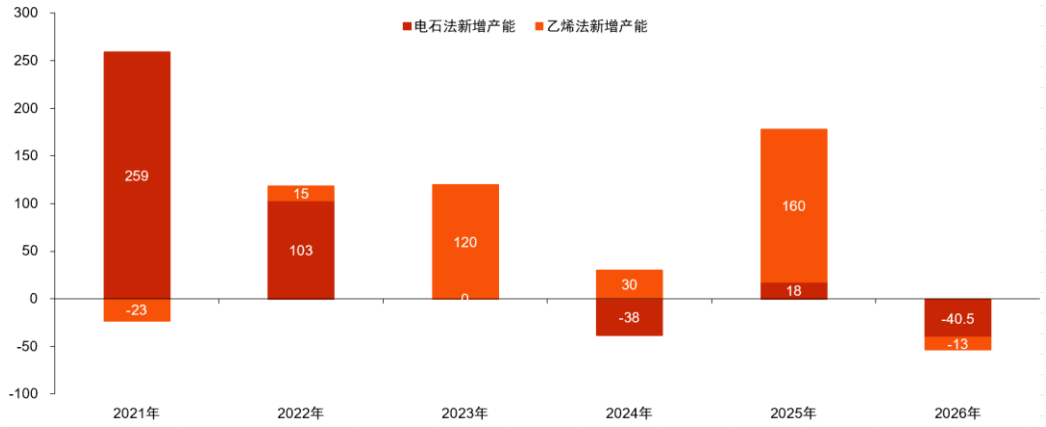
资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表57：PVC 产量及产能利用率（万吨）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

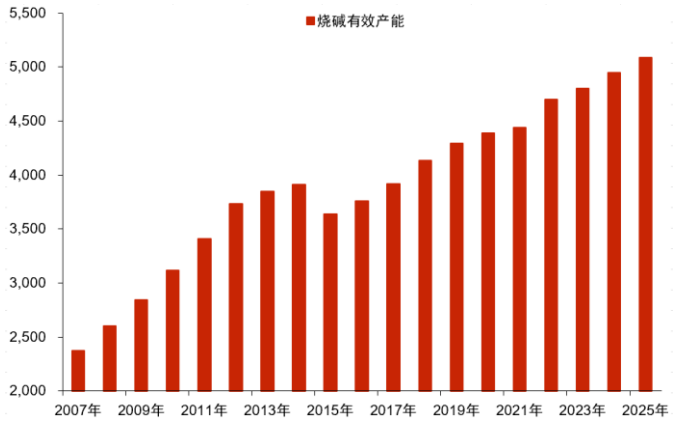
图表58：PVC 行业新增产能（万吨）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所（2026 年数据截至 8 月）

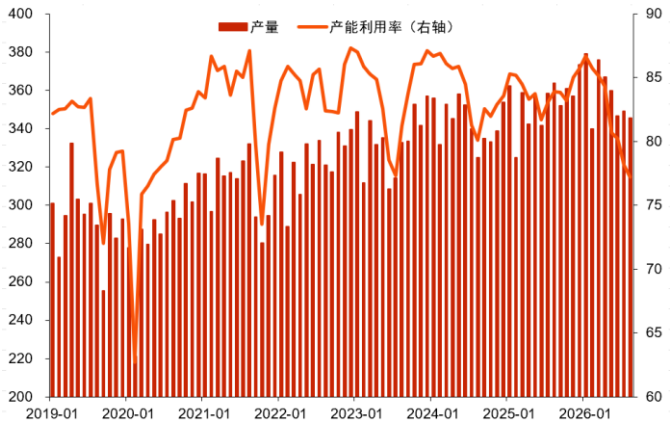
烧碱行业扩张放缓，高端化与“氯碱平衡”一体化突破成为关键；当前烧碱处于“产能集中释放+氧化铝需求拉动乏力+高库存”的过剩格局，需求侧氧化铝“投产不达产”，由于氧化铝行业盈利收窄、进口铝土矿用量提升，对烧碱需求进一步收缩，市场行情震荡下行。下游造纸、印染、粘胶等传统行业需求平稳但缺亮点，终端消费缺乏边际增量。整体来看，烧碱业务有望受益于公司绿色低碳优势，但行业盈利整体不佳，板块盈利预计平稳运行。

图表59：烧碱年度产能持续增长（万吨）



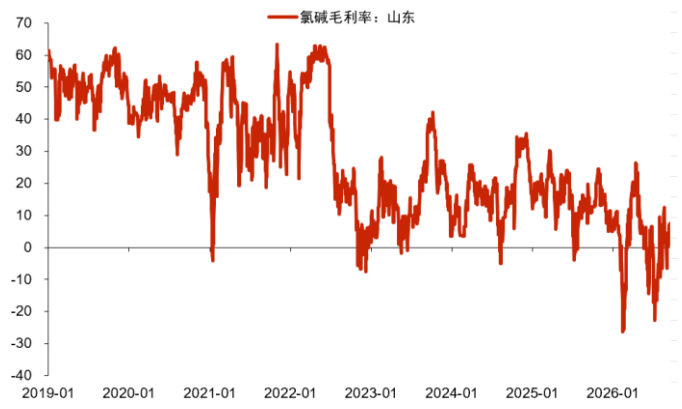
资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表60：烧碱月度产量及产能利用率（万吨，%）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表61：氯碱毛利率处于低位（%）



资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

图表62：氧化铝行业产能利用率震荡走弱（%）



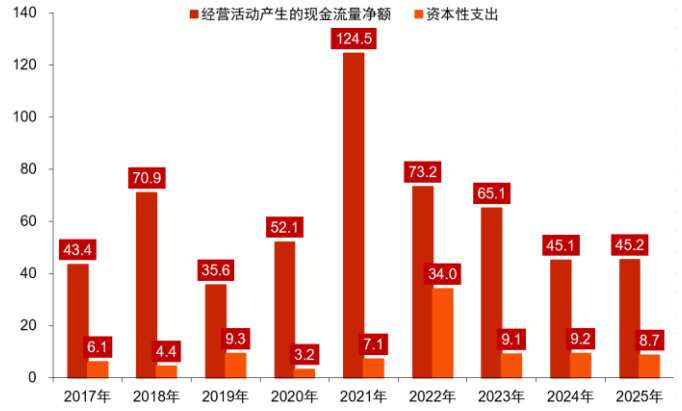
资料来源：钢联数据，国盛证券研究所

4.公司高分红属性突出

作为以“低成本是企业核心竞争力”理念根植于全价值链的资源型企业，鄂尔多斯经营性现金流持续处于高位，其中 2021 年钢铁行业盈利高峰年份，公司现金流突破百亿，资本开支方面，公司保持数额较为稳定的开支规模，2022 年 5 月公司与电冶集团分别以 13.45 亿元、13.29 亿元向华合地产购买上海办公用房，因而当年开支大幅提升。

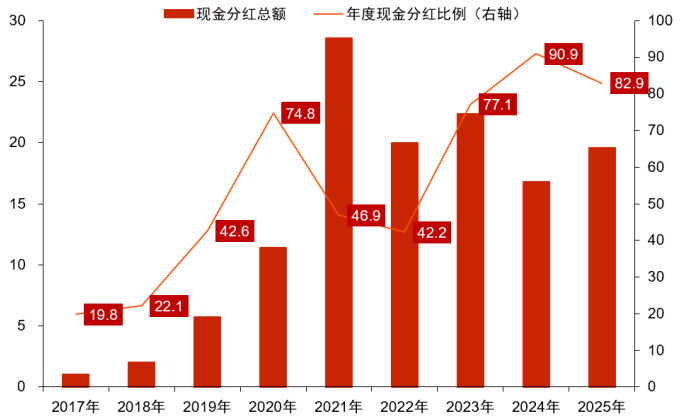
分红方面，近几年公司分红比例显著提升，2023 年-2025 年现金分红比例分别达到 77.1%、90.9%、82.9%，现金分红总额持续位于 15 亿元以上，2025 年股息率为 5.5%，处于板块前列，高分红属性突出。

图表63：经营现金流与资本性支出（亿元）



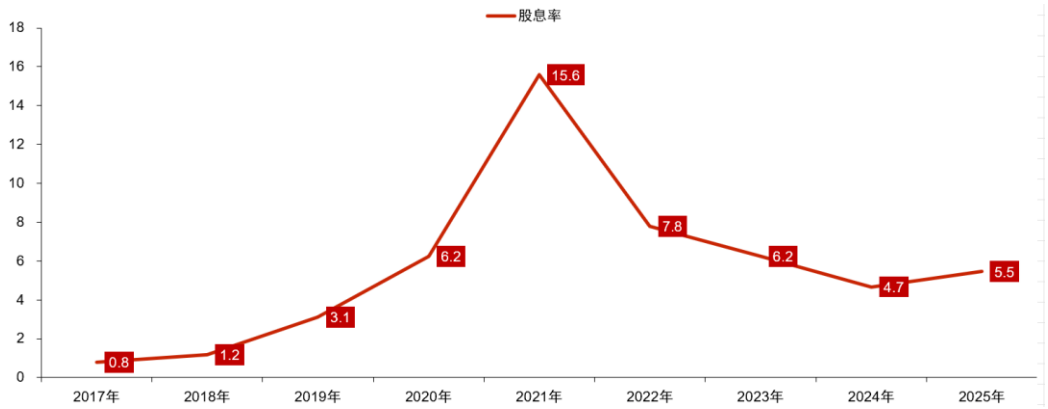
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表64：现金分红总额与分红比例（亿元，%）



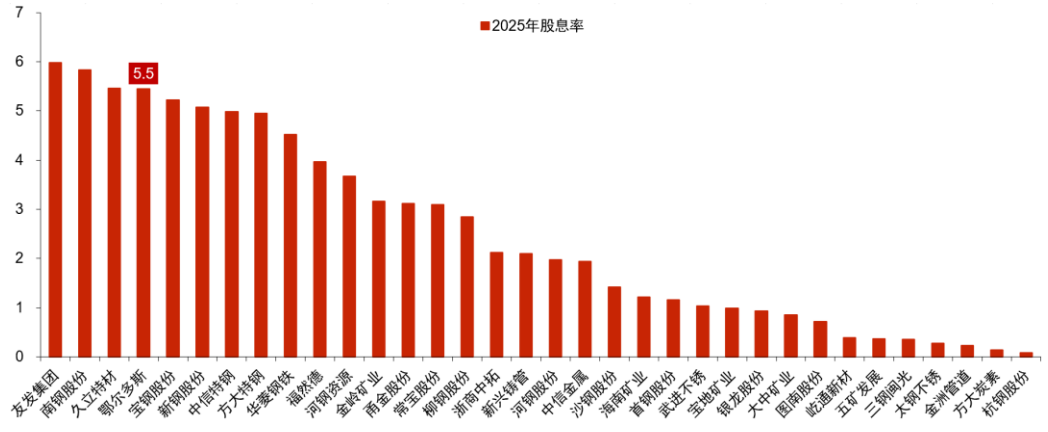
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表65：公司 2017 年-2025 年股息率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表66：钢铁板块 2025 年股息率排名（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.投资建议

5.1.核心假设

售价方面，考虑到 2026 年上半年硅铁、PVC、煤炭等多数品种价格上涨，假定 2026 年-2028 年公司硅铁价格变动幅度分别为 2%、1%、2%；PVC 树脂价格变动幅度分别为 2%、1%、0%；煤炭价格变动幅度分别为 2%、2%、2%；电石销售价格变动幅度分别为 1%、1%、0%，硅锰合金销售价格变动幅度分别为 1%、1%、0%，服装销售价格变动幅度分别为 3%、3%、2%，烧碱价格变动幅度分别为-2%、-2%、0%。

销量方面，考虑到公司产品结构保持基本稳定，电冶板块及服装业务仍有挖潜空间，假定 2026 年-2028 年公司硅铁销量变动幅度分别为 2%、1%、2%；PVC 树脂销量不变；煤炭销量变动幅度分别为 1%、1%、1%；电石销售销量不变，硅锰合金销售销量变动幅度分别为 1%、0%、0%，服装销售销量变动幅度分别为 3%、2%、2%，烧碱销量不变。

毛利方面，2026 年上半年公司毛利有所修复，假定 2026 年-2028 年公司硅铁吨毛利分别为 782 元、903 元、921 元；PVC 树脂吨毛利分别为 749 元、846 元、935 元；煤炭吨毛利分别为 392 元、409 元、417 元；电石销售吨毛利分别为 42 元、52 元、61 元，硅锰合金销售吨毛利分别为 380 元、409 元、435 元，服装销售单件毛利分别为 615 元、669 元、694 元，烧碱吨毛利分别为 1,715 元、1,667 元、1,667 元。

分产品销量、售价与毛利如下表所示：

图表67：鄂尔多斯主要业务数据假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
		硅铁			
销量（万吨）	153	163	166	167	171
综合售价（元/吨）	6340	5476	5586	5642	5754
吨成本（元/吨）	5762	4681	4804	4739	4834
吨毛利（元/吨）	578	795	782	903	921
		PVC 树脂			
销量（万吨）	105	102	102	102	102
综合售价（元/吨）	4846	4322	4409	4453	4453
吨成本（元/吨）	4343	3783	3659	3607	3518
吨毛利（元/吨）	503	539	749	846	935
		煤炭			
销量（万吨）	204	226	228	230	232
综合售价（元/吨）	1218	855	872	889	907
吨成本（元/吨）	796	531	480	480	490
吨毛利（元/吨）	422	324	392	409	417
		电石			
销量（万吨）	170	178	178	178	178
综合售价（元/吨）	424	462	466	471	471
吨成本（元/吨）	402	412	424	419	410
吨毛利（元/吨）	22	50	42	52	61
		硅锰合金			
销量（万吨）	22	19	20	20	20
综合售价（元/吨）	5477	5014	5064	5115	5115
吨成本（元/吨）	5441	4711	4684	4706	4680
吨毛利（元/吨）	36	303	380	409	435
		服装			
销量（万件）	423	376	387	395	402
综合售价（元/件）	950	1087	1120	1153	1176
单位成本（元/件）	394	437	505	484	482
单位毛利（元/件）	556	650	615	669	694
		烧碱			
销量（万吨）	70	68	68	68	68
综合售价（元/吨）	2313	2629	2577	2525	2525
吨成本（元/吨）	1069	914	861	859	859
吨毛利（元/吨）	1244	1715	1715	1667	1667

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

费用方面，公司费用控制得当，近三年来销售费用及管理费用占比稳定，考虑到行业产能限制政策等因素影响，预计公司费用端波动不大，销售费用率假设 2026 年~2028 年分别为 5.54%、5.72%、5.63%；管理费用率假设 2026 年~2028 年分别为 3.93%、4.12%、4.02%；研发费用率假设 2026 年~2028 年分别为 0.70%、0.73%、0.72%。

图表68：鄂尔多斯费用端假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	5.20%	5.89%	5.54%	5.72%	5.63%
管理费用率	3.55%	4.30%	3.93%	4.12%	4.02%
研发费用率	0.63%	0.77%	0.70%	0.73%	0.72%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.2.盈利预测

基于以上假设，预计 2026 年~2028 年公司营业收入分别为 264.9 亿元、269.8 亿元、276.1 亿元，同比增速分别为 2.9%、1.9%、2.3%；毛利率分别为 25.8%、27.6%、28.3%；归母净利分别为 28 亿元、30.8 亿元、32.1 亿元。

图表69：鄂尔多斯主要业务板块盈利预测（百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
			硅铁		
营业收入	9,701	8,902	9,261	9,447	9,829
yoy		-8.2%	4.0%	2.0%	4.0%
营业成本	8,816	7,609	7,965	7,936	8,256
yoy		-13.7%	4.7%	-0.4%	4.0%
毛利率	9.1%	14.5%	14.0%	16.0%	16.0%
			PVC 树脂		
营业收入	5,088	4,392	4,480	4,525	4,525
yoy		-13.7%	2.0%	1.0%	0.0%
营业成本	4,560	3,844	3,718	3,665	3,575
yoy		-15.7%	-3.3%	-1.4%	-2.5%
毛利率	10.4%	12.5%	17.0%	19.0%	21.0%
			煤炭		
营业收入	2,485	1,928	1,987	2,047	2,108
yoy		-22.4%	3.0%	3.0%	3.0%
营业成本	1,625	1,198	1,093	1,105	1,139
yoy		-26.3%	-8.8%	1.1%	3.0%
毛利率	2.5%	4.3%	45.0%	46.0%	46.0%
			电石		
营业收入	720	821	829	838	838
yoy		14.1%	1.0%	1.0%	0.0%
营业成本	683	733	755	746	729
yoy		7.4%	3.0%	-1.2%	-2.2%
毛利率	5.2%	10.7%	9.0%	11.0%	13.0%
			硅锰合金		
营业收入	1,178	974	993	1,003	1,003
yoy		-17.4%	2.0%	1.0%	0.0%
营业成本	1,170	915	919	923	918

yoy		-21.8%	0.4%	0.5%	-0.5%
毛利率	0.7%	6.0%	7.5%	8.0%	8.5%
			服装		
营业收入	4,018	4,082	4,331	4,550	4,734
yoy		1.6%	6.1%	5.1%	4.0%
营业成本	1,666	1,641	1,953	1,911	1,941
yoy		-1.5%	19.0%	-2.2%	1.6%
毛利率	58.5%	59.8%	54.9%	58.0%	59.0%
			烧碱		
营业收入	1,619	1,784	1,748	1,713	1,713
yoy		10.2%	-2.0%	-2.0%	0.0%
营业成本	748	620	584	582	582
yoy		-17.1%	-5.8%	-0.3%	0.0%
毛利率	53.8%	65.2%	66.6%	66.0%	66.0%
			其他业务		
营业收入	3,595	2,858	2,858	2,858	2,858
yoy		-20.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	3,271	2,667	2,667	2,667	2,667
yoy		-18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.0%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
			公司总计		
营业收入	28,403	25,741	26,488	26,981	27,608
yoy		-9.4%	2.9%	1.9%	2.3%
营业成本	22,538	19,227	19,654	19,535	19,806
yoy		-14.7%	2.2%	-0.6%	1.4%
毛利率	20.6%	25.3%	25.8%	27.6%	28.3%
归母净利	1847	2363	2803	3082	3206

资料来源：wind、公司公告，国盛证券研究所

5.3.投资建议

公司依托内蒙古煤炭、电力、硅石及羊绒资源优势，以“低成本是企业核心竞争力”理念构建多元产品体系，利用园区“源网荷储”的独特优势，有效整合资源，持续受益于能耗双控政策及国家“双碳”战略，行业格局好转的同时，其盈利有望持续改善，我们预计公司 2026 年~2028 年实现归母净利分别为 28 亿元、30.8 亿元、32.1 亿元，当前公司市值与固定资产原值的比值仍处于偏低状态，与同样拥有“煤－电－氯碱化工”和“煤－电－特色冶金”一体化产业结构的君正集团相比，公司估值水平同样偏低，目前公司仍具备较好的战略配置价值，给予“增持”评级。

图表70：投资标的与可比公司市值与估值水平（亿元，2026-9-22）

证券简称	2025 年固定资产原值	当前市值	估值水平
鄂尔多斯	501	328	0.66
君正集团	371	384	1.04

资料来源：Wind，国盛证券研究所

风险提示

上游原料价格大幅上涨。
若铁矿或焦炭等原料价格大幅上涨，导致生产成本显著上涨，进而影响后续利润实现。

钢材价格不及预期。
下游汽车、油气、机械等领域需求可能由于行业或突发事件的原因出现超预期下滑，导致钢价表现不及预期。

业务发展存在不确定性。
公司产品在国内外销售渠道拓展进度可能不及预期。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com