

日期: 2010年9月15日  
行业: 非金属矿物制品业



朱立民  
021-53519888 × 1907  
zhulimin@sigchina.com  
执业证书编号: S0870200010008

## 值得关注的多晶硅新军

### 公司调研:

#### 羊绒服装业务转向春夏装和渠道建设

鄂尔多斯品牌单独店面在国内就有 3000 多个, 在南方的地级市和北方的县级市有广泛的分布, 北方地区因气候寒冷对羊绒产品的认识多、接受范围广。

市场营销目标是: 未来店面 20% 的复合增长, 既有公司自己买店铺, 也有租赁店面, 也有大卖场租赁柜台。计划在 3-5 年内继续投资, 进入市场终端的渠道建设。

公司在 2008 年对下属服装生产企业进行了整合, 通过扩单个生产企业产能来达到规模效益。公司对内销体系进行了大力度的改革, 将大部分直营销售网点改为代理和加盟制, 充分调动销售网点的主动性和积极性, 降低了库存商品数量。

公司对羊绒资源的掌握: 占国内资源的 40%、世界的 30%。在北方羊绒主产区有收购网点。羊绒服装与上半年基本持平, 国际市场有萎缩, 国内市场有增长。

但是羊绒业务受原料限制, 产量不能无限大, 就 1600-1800 万件产量。因此, 公司决定服装业务从羊绒向春夏装发展, 摆脱材质的束缚

公司聘请国际知名设计师, 尤其法国著名奢侈品牌“香奈儿 (CHANEL)”原设计总监吉尔·杜福尔 (Gilles Dufour) 先生担任“鄂尔多斯”品牌的艺术总监后, 推出与国际一流品牌看齐的“杜福尔”系列, 由于产品设计水平的提升, 极大的提升了公司服装的美誉度, 这些举措和系列产品, 让公司摆脱对羊绒产品单一化的限制、对鄂尔多斯品牌多样化、系列化经营产生了积极正面的作用。

羊绒业务公司永不放弃, 不会从上市公司剥离出去, 因为羊绒业务是公司品牌基础。

我们认为公司“鄂尔多斯”品牌的市值应高于富安娜 (002327) 和罗莱家纺 (002293)。

#### 公司煤炭产量和发电量是业绩增长的基础

2010 年上半年原煤开产 214 万吨, 洗选 203 万吨。下半年产量不低于上半年, 每年产量超过 400 万吨, 公司煤炭储量超 4 亿吨。

自备电力年发电小时数比国内电厂还多。

表 1: 2007 年 - 2010 年上半年公司煤炭产量和发电量情况

#### 基本数据 (Y10H1)

报告日股价 (元)	17.36
12mth A 股价格区间 (元)	9.14/18.32
总股本 (百万股)	1032
无限售 A 股/总股本	18.60%
流通市值 (百万元)	3333
每股净资产 (元)	4.08
PBR (X)	4.25
DPS (Y09, 元)	0.1

#### 主要股东 (Y10H1)

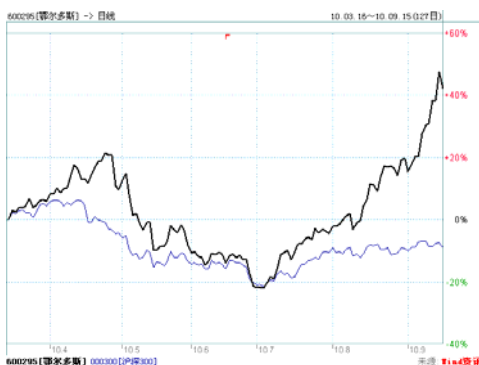
鄂尔多斯羊绒集团	40.70%
SKY ORIGIN 公司	1.07%
TOYO SECURITIES ASIA	0.87%

#### 收入结构 (Y10H1)

羊绒板块	13.27%
电冶板块	85.56%

#### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

#### 相关报告: ZLM10-CI01



首次报告日期: 2009 年 9 月 14 日

产量	2007年	2008H1	2008年	2009H1	2009年	2010H1
原煤开采(万吨)	80		135		345	214
原煤洗选(万吨)			240			203
电(亿度)		23.5		22.4	49	21.9

数据来源: 公司报告

### 硅铁行业景气与钢铁行业景气密切相关

2010年国内钢铁产量将超6亿吨,对硅铁的需求不会降低。6月份以来钢材价格下跌,钢厂对硅铁的招标价格下滑。

硅铁是炼铁和金属镁制作的原料。由于镁对硅铁需求总量不大,我们预计硅铁行业的景气与钢铁行业的景气程度密切相关。

### 多晶硅试产,未来关键看良品率

公司在能源价格上有优势,生产一吨多晶硅要30万度电。但是能源成本仅占多晶硅成本的20%左右,关键还是要看良品率。

多晶硅需要12-24个月试生产,8月份投料,9月份生产第一批产品。多晶硅项目成功的关键主要在良品率。有了达到设计水平的良品率,未来就能顺利开展多晶硅项目二期。

多晶硅目前价格比较合理,公司未来产品单位成本控制在40美元/kg以内,使自己在未来处于行业有利地位。

多晶硅行业在国内产量严重过剩,但是产量远不能满足需求,还需要向日本、德国等国进口,这说明有相当的多晶硅企业技术装备不过关,不能实现达产产量。我们预计前期先进入者可能再经过1-2年调试。产量良品率仍不能达到盈亏平衡水平时,有一些公司将因为投资失败而退出。

### ■ 估值及投资建议:

#### 未来六个月内,调升投资评级至“跑赢大市”评级

公司由于自有煤矿和自备电厂,硅铁和2011年即将建成的PVC项目将给公司带来稳定的业绩增长。

多晶硅项目在2010年仍在试生产阶段,产品需要下游客户试用,预计不会有业绩贡献。在2011年,多晶硅项目业绩将随多晶硅价格而体现巨大的弹性,因此公司股价未来也将具有极大的弹性。

因此我们调升投资评级至“跑赢大市”。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2009A	2010E	2011E
营业收入	8,117	9,982	11,282
年增长率(%)	-14.73%	22.97%	13.02%
归属于母公司的净利润	393	694	952
年增长率(%)	-5.40%	76.44%	37.13%
每股收益(元)	0.38	0.67	0.92
PER(X)	45.7	25.8	18.8

注：有关指标按最新总股本为 1032 百万股计算

数据来源：公司报告

表 2：公司 2010、2011 年盈利预测（单位：百万元）

指标名称	2009A	2010E	2011E
<b>一、营业总收入</b>	8,117	9,982	11,282
<b>二、营业总成本</b>	7,607	8,675	9,484
营业成本	5,998	6,923	7,476
营业税金及附加	126	299	338
销售费用	486	469	530
管理费用	474	478	540
财务费用	497	476	538
资产减值损失	26	30	61
<b>三、其他经营收益</b>			
投资净收益	6	54	80
<b>四、营业利润</b>	517	1,361	1,878
加：营业外收入	233	40	40
减：营业外支出	9	10	10
<b>五、利润总额</b>	741	1,391	1,908
减：所得税	74	106	145
<b>六、净利润</b>	667	1,286	1,763
减：少数股东损益	274	591	811
归属于母公司所有者净利润	393	694	952
<b>七、每股收益</b>			
年末总股本（百万股）	1,032	1,032	1,032
EPS（元）	0.38	0.67	0.92

数据来源：公司报告，上海证券研究所

## 分析师承诺

朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。