

受益于产业西移，多晶硅业务具有成本优势

2011年2月11日

恒泰证券研发中心 (☎)

☎: 021-68405181

公司基本信息

动态 PE	18.07
行业 PE	21.66
沪深 300PE	15.64
总股本	10.3 亿
总市值	194.84 亿
当前股价	18.88
20 日均价	18.41
30 日均价	18.78
60 日均价	18.54
120 日均价	17.67

公司股价与沪深300对比



资料来源：恒泰证券研发中心绘制

相关报告：

完善循环经济产业链，静待多晶硅释放业绩；

事件：

- 1月24日，工业和信息化部、国家发展改革委、环境保护部发布了《多晶硅行业准入条件》，对多晶硅建设项目核准、备案管理、环境影响评价、信贷融资、生产许可等均做出了具体要求，提高了多晶硅行业准入门槛。
- 2月11日财政部、住房和城乡建设部发布对申报2011年太阳能光电建筑应用一体化通知中规定：对示范项目采用的晶体硅组件、并网逆变器以及储能铅酸蓄电池等关键设备，按中标协议供货价格的50%给予补贴；对光伏示范项目建设的工程安装等其他费用，将采取定额补贴，标准暂定为6元/瓦。

针对这两项政策，我们2月11日与鄂尔多斯(600295)证券部进行了电话调研，判断这两项政策对公司未来业绩的影响，得出以下观点：

投资观点：

• 多晶硅行业准入门槛抬高，有利于行业先行者

《多晶硅行业准入条件》抬高了多晶硅行业的进入门槛，有效限制冲动投资的新进入者，实现政策和资金资源的有效配置，使得国内规模较大企业集中精力提高产品质量和降低生产成本，这将有利于我国光伏行业的长远健康发展。

• 光伏示范项目补贴下降，行业发展不改长期向好

国家对光伏示范项目建设补贴标准上限由2009年的20元/瓦，2010年的17元/瓦下调到2011年约为12元/瓦，光伏项目补贴幅度较2009年下降幅度40%。我们认为国家财政补贴下降目的不是有意放慢国内光伏总装机量的增长速度，而是对光伏系统成本走低动态调整补贴，也将有利于把有限资金补贴更多的光伏项目，不碍于行业发展。

• 产业西移的受益者，多晶硅业务具有成本优势

新一轮产业向我国具有资源优势的西部地区转移是大势所趋，鄂尔多斯(600295)将是最大受益者之一。目前国内大多数企业多晶硅成本在40美元/kg以上，公司生产成本约为30美元/kg，在行业内具有明显的成本优势。

• 盈利预测及投资建议

预计2011年股东净利润接近10.76亿元，同比增长30%左右，每股收益1.04元。目前股价相对2011年度动态市盈率为18.07倍；给予**买入**投资评级。

目录

1. 多晶硅行业准入门槛抬高, 有利于行业先行者.....	2
2. 光伏示范项目补贴下降, 行业发展不改长期向好.....	2
3. 产业西移的受益者, 多晶硅业务具有成本优势.....	3
5. 盈利预测与估值.....	4
5.1 公司财务数据预测:.....	4
5.2 投资建议.....	4
6. 风险提示.....	4
附录 1: 2011 年 1 月 24 日 -2011 年 1 月 30 日太阳能光伏市场行情数据.....	5
附录 2: 多晶硅行业准入条件.....	5
图表 1.1 2009-2011 年 光伏示范项目财政补贴标准上限.....	2
图表 1.2 2009 年世界主要国家太阳能光伏发电累计装机容量.....	3
图表 1.3 2010~2011 年鄂尔多斯多晶硅业务及总毛利预测.....	4

1. 多晶硅行业准入门槛抬高，有利于行业先行者

1月24日，工业和信息化部、国家发展改革委、环境保护部发布了《多晶硅行业准入条件》，从建设条件与生产布局、生产规模与技术设备、资源回收利用及能耗、环境保护等方面对多晶硅行业的准入条件予以细化。项目建设条件方面，要求资本金比例不低于30%，在政府投资项目核准新目录出台前，新建项目原则上不再批准。对多晶硅生产线规模作出规定，太阳能级多晶硅规模要大于3000吨/年，半导体级单晶硅要大于1000吨/年。对于能耗、还原尾气回收率等给出了具体指标，太阳能级多晶硅还原电耗小于80千瓦时/千克，2011年底前小于60千瓦时/千克，2011年底前将淘汰综合电耗大于200kwh/kg的太阳能级多晶硅生产线；对于尾气和水资源中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于98.5%、99%、99%，水资源实现综合回收利用，水循环利用率 $\geq 95\%$ 。行业监管上，现有多晶硅项目将上报至工信部审核，形成《多晶硅行业准入名单》，新建和改扩建项目，投产半年内必须申请进入准入名单。

《多晶硅行业准入条件》酝酿了将近一年，是38号文精神的延续。从2005年至今，我国多晶硅生产企业从无到有，随着太阳能产业的高速发展而不断壮大，2010年国内太阳能光伏产业已经走出全球金融危机影响，增速达到129%。多晶硅市场价格也一路上扬，2010年多晶硅价格最高达到100美元/千克，目前在75~85美元/千克波动，吸引了很多资金继续涌入多晶硅产业。为了防止行业盲目扩张，防止今后多晶硅产能过剩风险，导致价格无序竞争。多晶硅行业准入门槛抬高，使得国内多晶硅行业先行者，尤其是规模较大企业集中精力提高产品质量和降低生产成本，参与国际竞争，这有利于我国光伏行业的长远健康发展。

据我们预测2010年中国光伏组件产量约为11GW，我国多晶硅需求量接近9万吨，根据中国海关统计显示，2010年前11个月我国已累计进口多晶硅高达4.2万吨，多晶硅进口比例将近50%。同时，一些国际多晶硅龙头大厂的订单已排到2013年，据预测2011年国内太阳能光伏产业增速虽然有所回落，但增幅也将近30%，因此未来国内对高质量多晶硅总量的需求仍然很旺盛，国内多晶硅行业的先行者将明显受益。

2. 光伏示范项目补贴下降，行业发展不改长期向好

2月11日财政部、住房和城乡建设部发布对申报2011年太阳能光电建筑应用一体化的通知，太阳能光电建筑应用项目示范申报，各省份总装机容量原则上应不超过10兆瓦。对示范项目采用的晶体硅组件、并网逆变器以及储能铅酸蓄电池等关键设备，按中标协议供货价格的50%给予补贴；对光伏示范项目建设的工程安装等其他费用，将采取定额补贴，标准暂定为6元/瓦。根据新规测算，光伏项目补贴幅度较2009年有40%的下降。

图表1.1 2009-2011年 光伏示范项目财政补贴标准上限

年份	补贴标准（上限）
2011E	12（元/瓦）
2010	17（元/瓦）
2009	20（元/瓦）

我们认为国家财政补贴下降目的不是有意放慢国内光伏总装机量的增长速度,而是对光伏系统成本走低动态调整补贴,也将有利于把有限资金补贴更多的光伏项目,不改长期看好行业发展。截止2009年底,国内太阳能光伏发电装机容量约为340MW,占世界份额1.3%,远远落后于世界其它主要经济体,而2010年国内风电装机容量已经超过美国,排在世界第一位。国家新能源规划中到2020年太阳能光伏发电容量要达到20GW,根据近年太阳能光伏发电成本下降趋势,目前上网电价越来越接近商业用电水平,乐观预测2020年太阳能光伏发电容量将会接近100GW,因此光伏行业发展前途无量。

图表 1.2 2009 年世界主要国家太阳能光伏发电累计装机容量

	装机容量(MW)	份额比例
德国	9677	42.2%
西班牙	3423.00	14.9%
日本	2628.20	11.5%
美国	1645.50	7.2%
中国	305.00	1.3%
其它	5250.24	22.9%
世界	22928.94	100.0%

数据来源: BP世界能源统计年鉴2010, 恒泰证券研发中心

3. 产业西移的受益者, 多晶硅业务具有成本优势

近年来,国家强调经济和环境的协调发展,希望西部省份发挥和利用当地资源优势,鼓励就地转化,因此新一轮产业向具有资源优势的西部地区转移是大势所趋。鄂尔多斯(600295)地处内蒙古鄂尔多斯市,当地具有丰富的煤炭资源、硅石、铁矿石、石英砂、石英岩等自然资源,近年来鄂尔多斯(600295)依托当地资源优势,不断完善煤炭-电力-冶金-化工产业链,已成为全国循环经济的典范,多种主营业务具有较强的成本优势。2008年起,光伏产业尤其特别是多晶硅生产环节向中西部地区逐渐延伸,内蒙古、宁夏等西部省份多晶硅项目均已形成一定的产能。因此在新一轮产业西移过程中,鄂尔多斯将是产业对接的最大受益者之一。

公司投入29亿建设3000吨的多晶硅生产线已经完成,规模达标。公司多晶硅生产线采用改良西门子法,其工艺属国内领先,资源回收和废气排放完全符合欧洲废气排放标准。与此同时,公司凭借拥有丰富煤炭资源及硅石,已建立煤炭-电力-硅石-多晶硅的产业链。目前国内大多数企业多晶硅生产成本在40美元/kg以上,公司多晶硅生产成本约为30美元/kg,成本比行业低30%左右,在行业内具有明显的成本优势。并且公司处于多晶硅产业链上游,不受示范项目补贴下降影响。

图表 1.3 2010~2011 年鄂尔多斯多晶硅业务及总毛利预测

项目	2009	2010E	2011E
产量(吨)	0	3	1000
价格(美元/千克)	0	70	65
成本(美元/千克)	0	30	30
多晶硅总毛利(百万)	0	0.792	231

数据来源：恒泰证券研发中心

2010年8月下旬多晶硅生产线已经试生产,预计2011年7,8月份公司多晶硅产品开始逐步投产,产量将在1000吨~1500吨左右,2011年多晶硅业务将对公司的业绩产生正面贡献。目前第二期3000吨多晶硅扩产产能已经获批,远期规划总产能为1万吨,未来公司多晶硅业务成长空间具有想象力。

5. 盈利预测与估值

基于公司公告及我们掌握数据为基础,我们对2010年~2011年公司财务数据预测及投资建议如下:

5.1 公司财务数据预测:

项目	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	8117	10349.26	14160.64
增长率(%)	-14.73%	28%	37%
毛利率(%)	26.10%	32.60%	32.90%
归属母公司股东的净利润(百万元)	393	827.94	1076.21
增长率(%)	-5.4%	111%	30%
每股收益-摊薄(元)	0.38	0.80	1.04
市盈率	49.68	23.49	18.07

备注:市盈率以公司2011年2月11日收盘价为基准。

5.2 投资建议

预计2011年股东净利润接近10.76亿元,同比增长30%左右,每股收益1.04元。目前股价相对2011年度动态市盈率为18.08倍。2011年公司电石法PVC项目及多晶硅业务业绩释放的速度提升,将是公司业绩和股价的催化剂。

6. 风险提示

宏观经济景气度变差,下游需求不振,硅铁、电石价格大幅下滑;羊绒服装业务国内市场拓展不及预期;PVC项目与多晶硅业务不达预期;

附录 1：2011 年 1 月 24 日 -2011 年 1 月 30 日太阳能光伏市场行情数据

序号	分类	产品	最高价	最低价	单位
0	多晶硅料	多晶硅 6n	85.0	75.0	\$/kg
1	硅片	多晶硅片 156mm x 156mm	28.5	27	RMB/ps
2	硅片	单晶硅片 125mm x 125mm	18.0	17.0	RMB/ps
3	硅片	单晶硅片 156mm x 156mm	31.0	29.0	RMB/ps
4	电池片	单晶电池片 125mm x 125mm	1.2	1.08	\$/W
5	电池片	单晶电池片 156mm x 156mm	1.29	1.2	\$/W
6	电池片	多晶电池片 156mm x 156mm	1.28	1.13	\$/W
7	组件	单晶组件 190W	1.7	1.61	\$/W
8	组件	多晶组件 230W	1.75	1.62	\$/W
9	组件	单晶组件 245W	1.72	1.63	\$/W

附录 2：多晶硅行业准入条件

中华人民共和国工业和信息化部公告

工联电子〔2010〕137 号

为贯彻落实科学发展观，促进多晶硅行业节能降耗、淘汰落后和结构调整，引导行业健康发展，根据国家有关法律法规和产业政策，工业和信息化部、国家发展改革委、环境保护部会同有关部门制定了《多晶硅行业准入条件》，现予以公告。

有关部门在对多晶硅建设项目核准、备案管理、土地审批、环境影响评价、信贷融资、生产许可、产品质量认证等工作中要以本准入条件为依据。

附件：多晶硅行业准入条件

中华人民共和国工业和信息化部

中华人民共和国国家发展和改革委员会

中华人民共和国环境保护部

二〇一〇年十二月三十一日

附件：

多晶硅行业准入条件

为深入贯彻落实科学发展观，规范和引导多晶硅行业健康发展，坚决抑制行业重复建设和产能过剩，根据国家有关法律法规和产业政策，按照优化布局、调整结构、节约能源、降低消耗、保护环境、安全生产的原则，特制订多晶硅行业准入条件。

一、项目建设条件和生产布局

(一) 多晶硅项目应当符合国家产业政策、用地政策及行业发展规划，新建和改扩建项目投资中最低资本金比例不得低于 30%。严格控制在能源短缺、电价较高的地区新建多晶硅项目，对缺乏综合配套、安全卫生和环保不达标的多晶硅项目不予核准或备案。

(二) 在依法设立的基本农田保护区、自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区，居民集中区、疗养地、食品生产地等环境条件要求高的区域周边 1000 米内或国家、地方规划的重点生态功能区的敏感区域内，不得新建多晶硅项目。已在上述区域内投产运营的多晶硅项目要根据该区域有关规划，依法通过搬迁、转停产等方式逐步退出。

(三) 在政府投资项目核准新目录出台前，新建多晶硅项目原则上不再批准。但对加强技术创新、促进节能环保等确有必要建设的项目，报国务院投资主管部门组织论证和核准。

二、生产规模与技术设备

(一) 太阳能级多晶硅项目每期规模大于 3000 吨/年，半导体级多晶硅项目规模大于 1000 吨/年。

(二) 多晶硅企业应积极采用符合本准入条件要求的先进工艺技术和产污强度小、节能环保的工艺设备以及安全设施，主要工段、设备参数应能实现连续流程在线检测。

三、资源回收利用及能耗

(一) 新建多晶硅项目生产占地面积小于 6 公顷/千吨。现有多晶硅项目应当厉行节约集约用地原则。

(二) 太阳能级多晶硅还原电耗小于 80 千瓦时/千克，到 2011 年底前小于 60 千瓦时/千克。

(三) 半导体级直拉用多晶硅还原电耗小于 100 千瓦时/千克，半导体级区熔用多晶硅还原电耗小于 120 千瓦时/千克。

(四) 还原尾气中四氯化硅、氯化氢、氢气回收利用率不低于 98.5%、99%、99%。

(五) 引导、支持多晶硅企业以多种方式实现多晶硅-电厂-化工联营，支持节能环保太阳能级多晶硅技术

研发，降低成本。

(六) 到 2011 年底前，淘汰综合电耗大于 200 千瓦时/千克的太阳能级多晶硅生产线。

(七) 水资源实现综合回收利用，水循环利用率 $\geq 95\%$ 。

四、环境保护

(一) 新建和改扩建项目应严格执行《环境影响评价法》，依法向有审批权限的环境保护行政主管部门报批环境影响评价文件。按照环境保护“三同时”的要求，建设项目配套环境保护设施并依法申请项目竣工环境保护验收，验收合格后方可投入生产运行。未通过环境评价审批的项目一律不准开工建设。现有企业应依法定期实施清洁生产审核，并通过评估验收，两次审核的时间间隔不得超过三年。

(二) 废气

尾气及 NO_x、HF 酸雾排放部位均应当配备净化装置，采用溶液吸收法或其他方法对其净化处理，废气排放达到《大气污染物综合排放标准》(GB16297) 和污染物排放总量控制要求。项目所在地有地方标准 and 要求的，应当执行地方标准和要求。

(三) 废水

按照法律、行政法规和国务院环境保护主管部门的规定设置排污口。废水排放应符合国家相应水污染物排放标准要求。凡是向已有地方排放标准的水体排放污染物的，应当执行地方标准。

(四) 固体废物

一般工业固体废物的贮存应符合《一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准》(GB18599)，对产生的四氯化硅等危险废物，应严格执行危险废物相关管理规定。

(五) 噪声

厂界噪声符合《工业企业厂界环境噪声排放标准》(GB12348)。

五、产品质量

企业应有质量检验机构和专职检验人员，有健全的质量检验管理制度。半导体级多晶硅产品符合国家标准 GB/T12963 所规定的质量要求，太阳能级多晶硅产品符合国家标准所规定的质量要求。

六、安全、卫生和社会责任

(一) 多晶硅项目应当严格遵循职业危害防护设施和安全设施“三同时”制度要求。企业应当遵守《安全生产法》、《职业病防治法》等法律法规，执行保障安全生产的国家标准或行业标准。

(二) 企业应当有健全的安全生产组织管理体系，有职工安全生产培训制度和安全生产检查制度。

(三) 企业应当遵守《危险化学品安全管理条例》(国务院令第 344 号)、《危险化学品建设项目安全许

可实施办法》（国家安全生产监督管理总局令第8号）、《安全预评价导则》、《危险化学品建设项目安全评价细则（试行）》（安监总危化〔2007〕255号）及相关规定，依法实施危险化学品建设项目安全许可和危险化学品生产企业安全生产许可，获取《安全生产许可证》后方可投入运行。

（四）企业应当有职业危害防治措施，对重大危险源有检测、评估、监控措施和应急预案，并配备必要的器材和设备。尘毒作业场所达到国家卫生标准。

（五）企业应当遵守国家法律法规，依法参加养老、失业、医疗、工伤等保险，并为从业人员缴足相关保险费用。

七、监督与管理

（一）工业和信息化部负责多晶硅行业管理，商有关部门后以联合公告形式发布符合准入条件的多晶硅企业名单，形成《多晶硅行业准入名单》，实行社会监督、动态管理。

（二）对现有项目：

1. 企业应对照准入条件编制《多晶硅行业准入申请报告》并通过当地工业和信息化主管部门报送工业和信息化部。

2. 省级工业和信息化主管部门负责受理本地区多晶硅企业的申请，按准入条件要求会同同级发展改革部门、环保部门对企业情况进行核实并提出初审意见，附企业申请材料报送工业和信息化部。

3. 工业和信息化部收到申请后，会同有关部门对企业申请材料组织审查，对符合准入条件的企业进行公示，无异议后予以公告。

对不符合准入条件的企业，工业和信息化部通知省级工业和信息化主管部门责令企业整改，整改仍不达标企业应当逐步退出多晶硅生产。

（三）对新建和改扩建项目：

1. 国务院投资主管部门按照准入条件要求对新建和改扩建项目组织论证和核准。

2. 企业应自投产之日起半年内申请，省级工业和信息化主管部门会同同级发展改革部门、环保部门对其进行检查并提出检查意见，附企业申请材料报送工业和信息化部。工业和信息化部对企业申请材料组织审查，对符合准入条件的企业进行公示，无异议后予以公告。

对不符合准入条件的企业，工业和信息化部通知省级工业和信息化主管部门责令企业整改，整改仍不达标企业应当停止多晶硅生产。

（四）地方工业和信息化主管部门每年要会同有关部门对本地区企业生产过程中执行准入条件的情况进行监督检查，工业和信息化部组织有关部门对公告企业进行抽查。

(五) 公告企业有下列情况，将撤销其公告资格：

1. 填报资料有弄虚作假行为；
2. 拒绝接受监督检查；
3. 不能保持准入条件要求；
4. 发生重大安全和污染责任事故；
5. 违反法律、法规和国家产业政策规定。

(六) 对不符合规划布局、生产规模、资源利用、环境保护、安全卫生等要求的多晶硅项目，投资管理部门不予核准和备案，国土资源管理、环境保护、质检、安监等部门不得办理有关手续，金融机构不得提供贷款和其它形式的授信支持。

(七) 有关行业协会、产业联盟、中介机构要协助做好准入条件实施工作，组织企业加强协调和自律管理。

八、附则

(一) 本准入条件适用于中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）所有类型的多晶硅企业和项目。

(二) 本准入条件涉及的法律法规、国家标准和行业政策若进行修订，按修订后的规定执行。

(三) 本准入条件自发布之日起实施，由工业和信息化部负责解释，并根据行业发展情况和宏观调控要求会同有关部门适时进行修订。

1、重要声明

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

2、评级说明

类别	评级	标准
公司投资评级	买入	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	增持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 0-10%
	观望	未来 6 个月内公司股价与沪深 300 指数涨幅持平
	减持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	未来 6 个月内行业指数于沪深 300 指数涨幅持平
	弱于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 5%以上

3、联系方式



恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系电话：021-68405209

电子邮件：huanglu@cnht.com.cn