

受制行业颓势，短期仍不见起色

——山西焦化（600740）调研快报

2009 年 11 月 12 日

中性/首次

煤炭行业

调研快报

谭可	煤炭行业分析师
	010-6650 7313

事件：

11 月 11 日，我们与山西焦化董秘李峰先生就焦炭行业整体情况及公司运营情况进行深入交流。

问题 1：目前生产规模？是否限产？

公司目前在产的有四座焦炉，其中 1、2 号合计产能 100 万吨，3、4 号合计产能 130 万吨，共计 230 万吨，5、6 号焦炉计划明年明年上半年建成，届时产能将达到 360 万吨。此后不会再有新建产能释放，扩大生产规模将通过收购兼并现有产能完成，焦煤集团现有的 300 万吨产能日后有望成为公司整合对象。

公司 6 月份开始逐步恢复生产，目前已经是满负荷运转，亏损程度也从上半年单月亏损 6000-7000 万元缩减至 2000 万元/月。公司目前能够满负荷运转主要是因为原料煤有保障下游需求稳定，此外也由于公司固定成本较高，满负荷生产可降低单位成本。

问题 2：原料煤主要来源？销售情况如何？运输方面如何？

目前公司 60-70%原料煤购自焦煤集团，其他靠地采量补充。公司主要客户与焦煤集团客户重叠，均为大型钢厂，销售不成问题，此外焦煤集团和公司达成协议，从明年开始将对集团焦煤和公司焦炭捆绑式销售，进一步保障公司产品销路。

运输是公司从焦煤集团采购原料煤的另一大好处，即车皮有保障，当前公司每天运焦炭需要 120 个车皮，焦煤集团供应原料煤 90 个车皮返程即可解决公司大部分车皮需求。

问题 3：焦炭价格？成本结构？

公司目前全焦含税价格 1430 元/吨。精煤配比为主焦煤 20%、1/3 焦 40%、肥煤和瘦煤各 20%，总成本中原料煤占比 65%、人工成本 10%，折旧和其他成本占 25%，据测算吨焦完全成本为 1600 元/吨，即每生产一吨焦炭公司亏损 170 元。

问题 4：向上游延伸是否有障碍？下游延伸是未来主要方向？

公司作为焦煤集团子公司原料煤有保障，公司自身也不具备煤炭方面的人才和积累，目前还没有意向向上游延伸。下游延伸还是未来的主要方向，目前公司的化工业务也开始满负荷运转，现有 30 万吨煤焦油加工、20 万吨甲醇、13 万吨尿素等生产装置，主要生产冶金焦、焦化苯、尿素、甲醇、工业萘、炭黑、改质沥青等 50 余种产品。其中，30 万吨煤焦油项目所生产的化工产品将随着二期的建成投产由 17 种增至 33 种，产品逐步精细化；20 万吨甲醇项目所生产的甲醇产品将随着 20 万吨醋酸项目的建成，成为该项目的生产原料，甲醇产业链得以延长。10 万吨粗苯精制项目将采用最新的粗苯加氢精制工艺，生产精苯、甲苯、二甲苯等化工产品。由于目前满负荷运转，化工业务的单位固定成本拉低，有望达到盈亏平衡。

问题 5：焦炭行业整合未来趋势如何？有什么障碍？

焦炭行业整合势必是未来的长期趋势，但从目前政府的态度来看并不是非常急迫，就山西省而言，煤炭行业整合还是当前的主题。未来如果要整合的话，就整合主体的选择上来看，政府更倾向于以山西焦煤集团这样有资源的集团作为主体以实现产业上下一体化。焦炭行业整合不同于煤炭行业，整合一旦开始，进展会比较快，一是由于不存在资源价款谈判；二是焦炭企业也愿意被掌握资源的整合主体整合。

结论：

公司作为国有企业，短期内承担着比民营企业更多的社会责任，无法通过短期遣散工人等方式来规避亏损；但公司具有稳定的原料煤来源、客户和车皮，且在行业危机下仍然能从银行贷款以维持正常经营，这些优势都足以支撑公司在行业环境恶劣的情况下撑得更久，甚至化危机为机遇获得更大市场份额。

短期来看，焦炭行业仍处困境，假设公司化工业务盈亏平衡，以当前焦煤和焦炭价格水平，公司 09-10 年 EPS 分别为-0.89 和-0.66 元，目前我们还看不到公司扭亏的迹象，短期也缺乏如行业整合这样的催化因素，暂时给予“中性”评级。

分析师简介

谭可

英国 Durham 大学金融与投资硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，煤炭行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。