

关注焦炭行业战略性建仓机会

——焦炭专题研究报告

2011 年 3 月 14 日

煤炭行业研究员

任宪功

SAC NO: S1150511010012

创新点:

- 1、2011 年将是山西省焦炭行业大力整合的一年
- 2、预计 2012 年焦炭行业将走出低谷
- 3、现在是焦炭行业建仓良机

联系人

任宪功

010-68784237

renxiangong@hotmail.com

行业评级

焦炭行业

看好

重点品种推荐

安泰集团

强烈推荐

开滦股份

强烈推荐

投资要点:

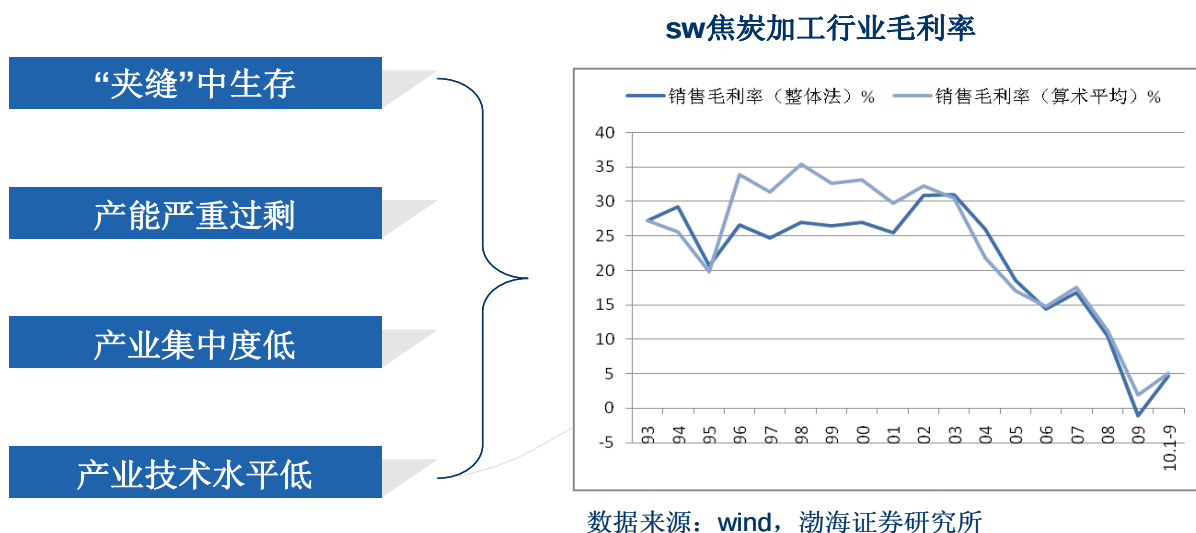
- 焦炭行业目前困难重重，主要体现在（1）“夹缝”中生存、（2）产能严重过剩、（3）产业集中度低、（4）技术水平低；
- 目前焦炭行业的毛利率已低至 0%附近；
- 通过淘汰落后产能、提高行业准入门槛、行业整合重组是焦炭行业走出低谷的主要路径；
- 参考近期山西省对焦炭行业的若干会议内容，我们预计 2011 年山西省焦炭行业整合力度将会明显加大，鉴于国内在 06、07 年关闭小煤矿速度过快是导致 08 年煤炭价格暴涨的重要原因之一，我们预计焦炭行业走出低谷的时间提前到来的可能性较大，很可能 12 年行业盈利状况就开始好转；
- 预计未来半年内《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿将会很快发布、媒体将不断披露山西焦炭行业大力整合措施及进展等，均将是焦炭行业股票上涨的催化剂；
- 钢铁消费旺季是焦炭期货推出的最佳时机；焦炭期货的推出既是短期股价的催化剂，也是对焦炭行业的长期利好；
- 焦炭行业毛利率已低至 0%附近，未来最坏可能是继续亏损，而这已经在股价中充分反映，部分焦炭上市公司估值很低，安全性较高，买入风险小，且困境反转型股票一旦基本面好转，估值大幅提高的可能性较大，因此我们认为现在是焦炭行业建仓良机；
- 重点推荐：
 - 安泰集团：公司积极向下游延伸，提高焦煤资源的保障水平，持股 29%的汾西中泰预计未来对公司业绩贡献较大；公司估值在行业内处于最低水平，远低于其他焦炭类上市公司，安全性很高；
 - 开滦股份：作为同时具有焦煤开采和焦炭加工业务的公司，公司 09 年焦煤销量 409 万吨，焦炭销量 395 万吨，焦炭业务占比约为 50%，焦炭业务对公司业绩影响较大；公司近 2 年受焦炭行业不景气影响，焦炭业务对公司业绩贡献较小，焦炭行业一旦走出低谷，公司业绩提升空间较大。

目 录

1. 预计焦炭行业将逐步走出低谷	3
1.1 焦炭行业困境重重——目前	3
1.2 预计焦炭行业 12 年很可能走出谷底	4
1.3 焦炭期货推出在即	8
2. 为什么现在是买入时机	9
3. 推荐股票	9
附件:	10

1. 预计焦炭行业将逐步走出低谷

1.1 焦炭行业困境重重——目前



■ “夹缝”中生存:

一方面，焦煤行业、钢铁行业多为大型企业，具有较强话语权，独立焦化企业利润受上下游挤压；另一方面，钢铁企业纷纷建立自己的焦化厂，降低了对独立焦化企业的需求。

■ 产能严重过剩:

- 根据焦炭协会 2011 年 3 月 1 日信息发布会的内容等数据，我们估算全国 10 年焦炭总产能为 4.69 亿吨/年¹（其中机焦炉 4.09 亿吨/年、热回收焦炉 0.30 亿吨/年、半焦焦炉 0.30 亿吨/年），10 年全国焦炭产量为 3.88 万吨，全国总体焦炭产能过剩约为 0.81 亿吨，**10 年全国产能利用率约为 83%**;
- 10 年钢铁联合企业焦化厂产量约为 1.30 亿吨，占比 33.55%，由于钢铁联合企业焦化厂通常满负荷运行，据此推算全国独立焦化企业产量为 2.58 亿吨，全国独立焦化企业产能约为 3.39 亿吨，**全国独立焦化企业产能利用率约为 76%**;
- 山西省是我国焦炭产量占比最高的省份，10 年山西焦炭产量 0.85 亿吨，占全国比例为 21.87%（其次为河北，占比 12.87%），**山西省 10 年焦炭产业开**

¹ 焦炭行业 10 年总产能推算过程见后文附件;

工率仅为 52%²;

■ 产业集中度低:

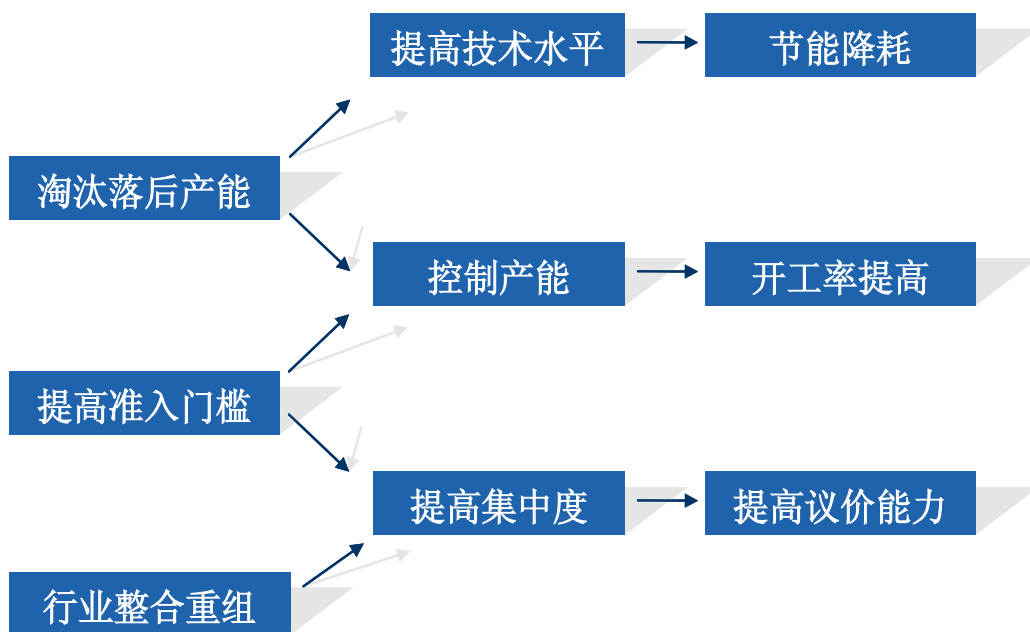
以焦炭大省山西为例，10 年全省 227 余户焦化企业，分布在 60 余个县区内，布局分散，户均产能不到 70 万吨。焦炭产能 200 万吨以上的只有 10 户，产能占全省不足 15%;

■ 产业技术水平低:

以山西为例，10 年炭化室高度 4.3 米及以下的焦炉占总产能 75.28%; 炭化室高度 6 米以上的焦炉不足总数的 3% (09 年数据) ——炭化室高 4.3 米的焦炉，是发达国家 20 世纪 50 年代开始淘汰的炉型。

1.2 预计焦炭行业 12 年很可能走出谷底

走出低谷路线图:



²数据来源：山西省副省长任润厚 26 日在全省经济和信息化工作会议上讲话。
请务必阅读正文之后的免责条款部分

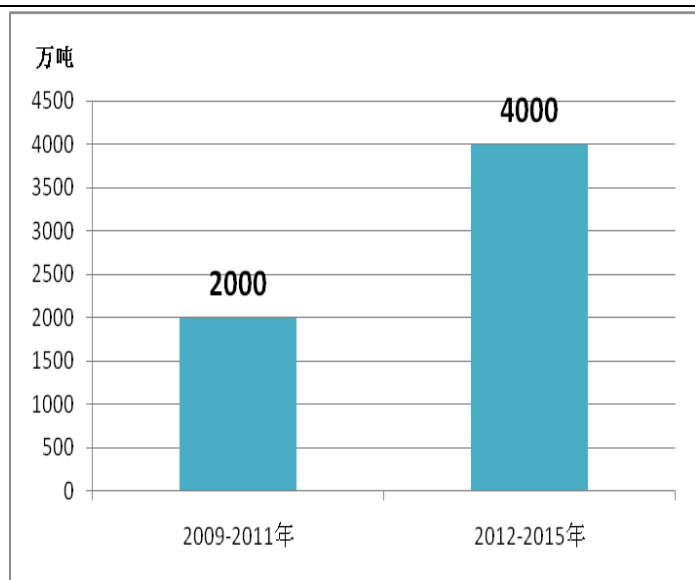
■ 淘汰落后产能:

➤ 10 年全国淘汰焦炭落后产能规模

10 年《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》和《国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》规定，2010 年年底之前淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦（3.2 米及以上捣固焦炉除外）。随后，工业和信息化部向社会公告 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单，其中焦炭行业涉及企业 192 家，共淘汰 2586.5 万吨焦炭产能，略高于 2009 年淘汰的 2300 万吨产能。

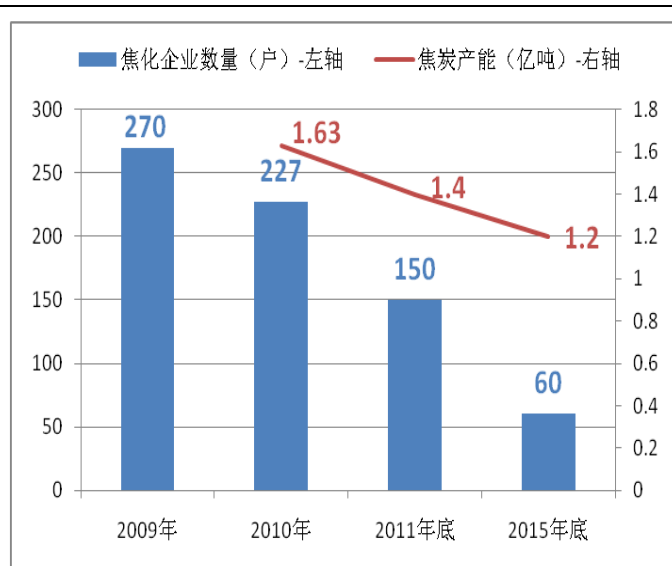
➤ 山西省淘汰计划:

图 1: 山西省淘汰落后产能计划



资料来源: 山西省焦化产业调整和振兴规划

图 2: 山西省分阶段产能控制规划和焦化企业保留户数



资料来源: 山西省焦化产业调整和振兴规划

➤ 未来 5 年全国焦炭产能控制规模的预期

根据表 1 预测，预计 2013 年我国焦炭产能利用率将接近 100%，主要原因一方面是焦炭在压缩产能，另一方面，钢铁行业保持一定增长；

但是我们此处预测主要依据是 09 年山西省发布的《山西省焦化产业调整和振兴规划》，后文我们预计我国焦炭行业走出谷底的时间很可能提前至 2012 年，具体分析见后文。

表 1: 未来 5 年全国焦炭产能规模控制预期

	2010 年	2011 年底	2013 年底	2015 年底
山西省产能 (亿吨)	1.63	1.4	1.3	1.2
山西省产能降幅		-14.11%	-7.14%	-7.69%
全国独立焦化企业降幅假设		-7.00%	-5.00%	-5.00%
全国独立焦化企业产能 (亿吨)	3.39	3.15	3.00	2.85
钢铁企业焦炭产能 (亿吨)	1.30	1.40	1.60	1.80
全国焦炭产能合计 (亿吨)	4.69	4.55	4.60	4.65
全国焦炭表观消费量增长率假设	7.42%	7.50%	14.00%	14.00%
全国焦炭表观消费量 (亿吨)	3.80	4.09	4.66	5.31
产能过剩总量 (亿吨)	0.89	0.47	-0.06	-0.66

资料来源: 山西省焦化产业调整和振兴规划、国家统计局、渤海证券研究所

注: 1、全国独立焦化企业产能降幅假设参照山西省, 但是考虑到山西省在近年淘汰力度大于其他各省, 因此 2011 年的全国淘汰幅度我们假设较大幅度低于山西省, 12-15 年也略低于山西省;

2、钢铁企业炼焦设备较为先进 (如 10 年淘汰的 192 家焦炭企业只涉及到一家钢企), 且近年来钢铁企业焦炭产量占比有上升趋势, 因此, 我们假设每年钢企焦炭产能提高 1000 万吨;

3、全国焦炭表观消费量增长率的假设主要参考生铁产量的增长率预期 (近几年钢铁行业焦炭消费占比一般约为 85% 左右)。

■ 提高准入门槛:

➤ 我国 09 年 1 月 1 日开始实施的《焦化行业准入条件 (2008 年修订版)》, 不断推进我国焦化行业的技术进步、产业结构调整和加快对炼焦落后产能的淘汰; 其中对焦炉准入条件如下:

- **常规机焦炉:** 新建顶装焦炉炭化室高度必须 ≥ 6.0 米、容积 $\geq 38.5\text{m}^3$; 新建捣固焦炉炭化室高度必须 ≥ 5.5 米、捣固煤饼体积 $\geq 35\text{m}^3$, 企业生产能力 100 万吨/年及以上;
- **半焦 (兰炭) 炭化炉:** 新建直立炭化炉单炉生产能力 ≥ 7.5 万吨/年, 每组生产能力 ≥ 30 万吨/年, 企业生产能力 60 万吨/年及以上;
- **热回收焦炉:** 企业生产能力 40 万吨/年及以上。应继续提升热回收炼焦技术。禁止新建热回收焦炉项目。

➤ 山西省 10 年 6 月 1 日起实施《焦炭经营许可证管理办法》, 明确焦炭经营企业准入门槛。焦炭经营许可证由山西省经济和信息化委员会负责审批和发放。申领许可证应具备四个条件: 一、符合国家和省焦化产业政策; 二、通过铁路运输经营的, 应当出具所在地铁路部门的书面意见; 三、具有企业法人资格; 四、有与焦炭经营相适应的场、设施和计量、质量检验设备。焦炭经营许可证有效期为三年, 不得买卖、出租、转让, 没有焦炭经营许可证, 擅自从事焦炭经营活动的, 依照相关法律法规进行处罚。

■ 行业整合重组:

- 行业重重困境——使得**焦化企业整合重组已成各方共识**；
- **当前也是加快焦化企业整合的最佳机遇**——企业为应对危机合并愿望比较强，而原有的成本优势和政策优势的丧失，也迫使企业加速联合；
- **预计山西焦化行业今年将迎来最强整合潮**

- **2011年1月23日**原潞安集团董事长当选为山西省副省长；
- **2011年初**，山西省副省长任润厚在全省经济和信息化工作会议上表示：2011年，山西省政府重点推进焦化企业整合重组，各级政府、各有关部门和各焦化企业要把推进焦化企业整合重组作为今年及今后的一项重要任务来抓；并强调——“要像抓煤炭资源整合、煤矿兼并重组那样，采取强有力的政策措施，抓好焦化行业整合重组。”；
- 山西省经信委**2011年3月**发布的《山西省焦化行业兼并重组指导意见》（征求意见稿）中提出：到2011年年底，全省独立焦化企业将保留到150户左右，淘汰落后产能2000万吨，独立焦化企业户均产能要达到90万吨以上。而到2015年年底，全省独立焦化企业将保留到60户左右，淘汰落后产能4000万吨，独立焦化企业户均产能要达到每年200万吨以上；
- 山西省经济和信息化委员会表示，焦化企业通过产能置换、兼并重组上马一批引领焦化行业先进水平的大型焦化项目，**逐年建设500万吨、1000万吨的特大型企业**。在此基础上通过政策、市场等措施逐步兼并剩余企业，实现产业集聚；
- **2011年03月10日**，媒体报道：山西省副省长任润厚日前就焦化行业联合重组听取专家和企业的意见，研究推进焦化行业联合重组工作措施。

从以上事件我们预计，**2011年山西省焦炭行业整合力度将会明显加大，参考国内在06、07年关闭小煤矿速度过快是导致08年煤炭价格暴涨的重要原因之一，我们预计焦炭行业走出低谷的时间提前到来的可能性较大，很可能12年行业盈利状况就开始好转；**

而预计未来半年内《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿将会很快发布、媒体将不断披露山西焦炭行业大力整合措施及进展等，均将是焦炭行业股票上涨的催化剂。

1.3 焦炭期货推出在即

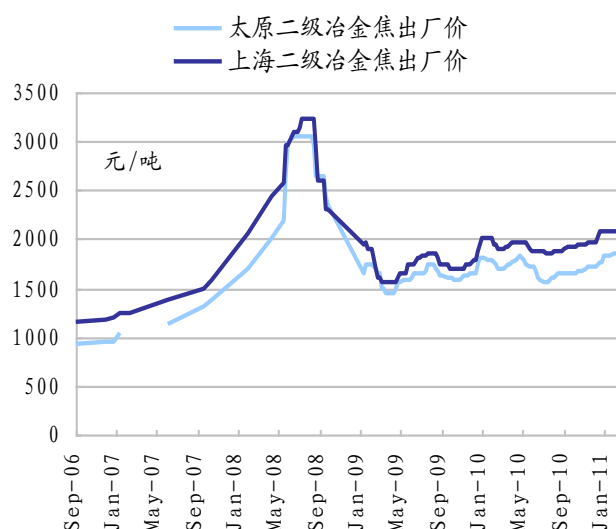
■ 既是短期催化剂：

- 钢铁消费旺季是焦炭期货推出的最佳时机；
- 焦炭期货的推出预计对焦炭企业股价构成短期刺激。

■ 也是长期利好：

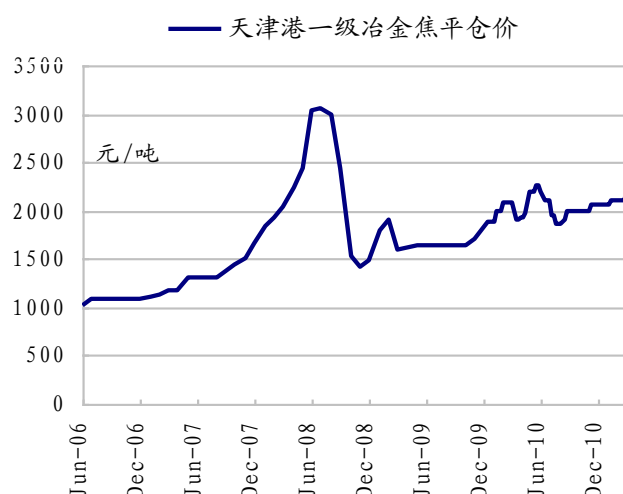
- 提供有效的避险工具——近两年来国内焦炭市场波动较大，对焦炭企业形成了较大冲击，焦炭期货的推出将有助于完善焦化市场体系建设，帮助涉焦企业建立价格风险回避机制，并促进焦化产业链的可持续发展；
- 稳定焦炭价格——焦炭价格波动较大（见图 3 和图 4），目前各地焦炭价格基本由当地行业协会组织企业进行协商，然后以出台指导价格的形式进行确定。焦炭期货的推出，其价格发现功能将对稳定焦炭价格起到重要作用；
- 有利于拓宽焦炭企业的销售渠道，提高焦炭市场的活跃度和流动性；
- 增强我国在国际焦炭市场甚至是焦煤市场的定价权 ——09 年我国焦炭产量占全球 61%；在 09 年焦炭出口大幅萎缩之前的 08 年之前，我国出口焦炭占全球贸易量的 40-47%。

图 3：太原、上海焦炭价格走势



资料来源：wind

图 4：天津港焦炭价格走势



资料来源：wind

2.为什么现在是买入时机

■ 行业方面:

焦炭行业毛利率已低至 0%附近, 未来最坏可能是继续亏损, 而这已经在股价中充分反映, 但是行业整合的力度在 2011 年将明显加大, 预计未来半年内《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿发布的可能性较大、媒体关于山西省大力整合焦炭行业的报道可能将陆续出现、焦炭期货预计在 2 季度推出等都是股价上涨的催化剂;

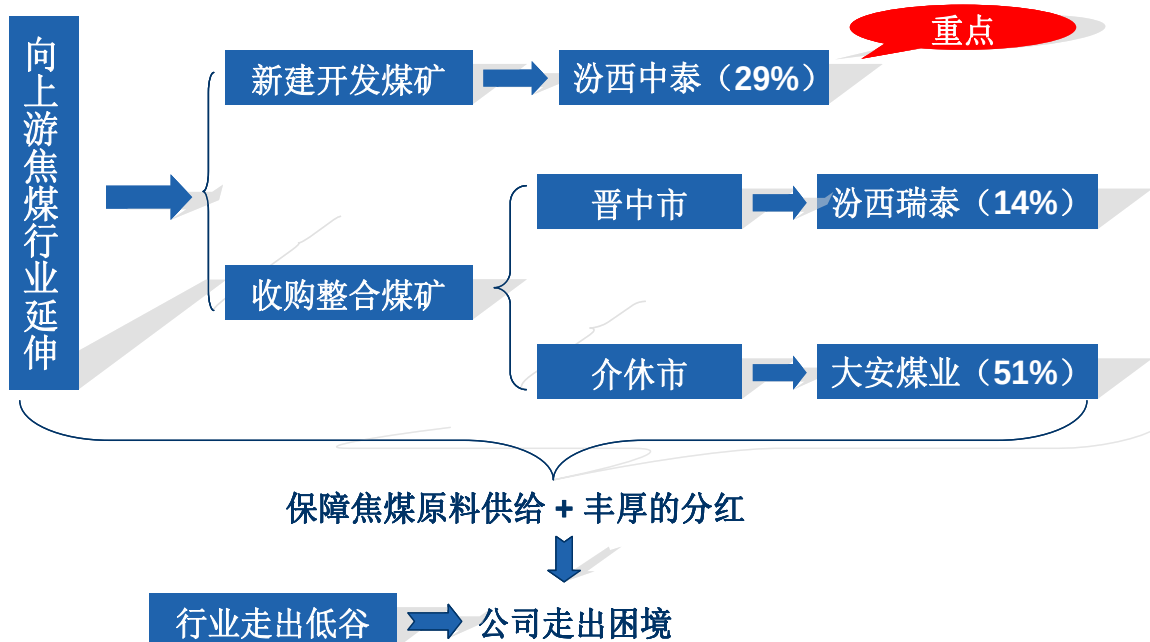
■ 估值方面:

部分焦炭上市公司估值很低, 安全性较高, 买入风险小, 且困境反转型股票一旦基本面好转, 估值大幅提高的可能性较大。

3.推荐股票

■ 安泰集团

➢ 投资逻辑:



- **估值:** 受近两年焦炭行业不景气影响, 公司估值已经很低。公司市净率(MRQ)仅为 2.36 倍, 远低于其他 5 家焦炭加工企业(其他 5 家一般在 5 倍以上)。

关于安泰集团的投资机会请关注我们近期将发布的《困境反转可期——安泰集团调研报告》。

■ 开滦股份

- 作为同时具有焦煤开采和焦炭加工业务的公司, 公司 09 年焦煤销量 409 万吨, 焦炭销量 395 万吨, 焦炭业务占比约为 50%, 焦炭业务对公司业绩影响较大;
- 公司近 2 年受焦炭行业不景气影响, 焦炭业务对公司业绩贡献较小, 焦炭行业一旦走出低谷, 公司业绩提升空间较大。

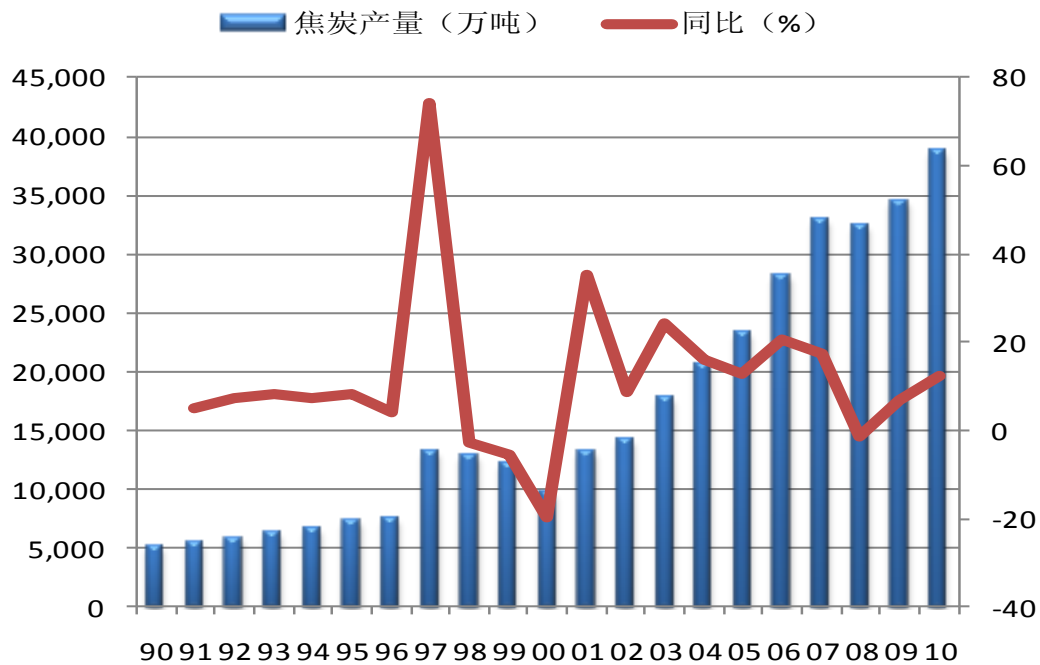
附件:

■ 焦炭行业 2010 年全国总产能测算过程

- **计算主要依据:** 根据 2011 年 3 月 1 日中国炼焦行业协会召开 2011 年第一次行业信息发布会信息, 截至 2010 年底, 我国先后有五批(257 家)焦化企业获得《焦化行业准入条件》公告, 这些企业加上后扩建焦炉总产能达约 3.16 亿吨。其中常规机焦炉企业 235 家, 产能约占我国机焦炉总产能的 70%; 热回收焦炉企业 22 家, 产能约占我国热回收焦炉总产能的 37%;
- **热回收焦炉总产能测算:** 我国获批的 22 家热回收焦炉企业全部集中在第五批《焦化行业准入条件》企业名单中, 合计产能为 1124 万吨, 据此推算 10 年全国热回收焦炉产能为约为 $1124/37\%=3038$ 万吨;
- **机焦炉总产能测算:** 五批获得《焦化行业准入条件》的 257 家焦炭企业, 总产能为 3.16 亿吨, 扣除 22 家热回收焦炉企业对应的焦炭产能为 3038 万吨, 剩余 2.86 亿吨, 此产能约占我国机焦炉总产能的 70%左右, 据此推算 10 年全国机焦炉总产能为 $2.86/70\%=4.09$ 亿吨;
- **半焦(兰焦)焦炉总产能测算:** 炼焦行业协会未提及半焦的产能, 我们根据焦炭协会相关文章推算大致在 3000 万吨左右;
- **2010 年全国焦炭总产能=机焦炉产能+热回收焦炉产能+半焦焦炉产能**
=4.09+0.3+0.3=4.69 亿吨;

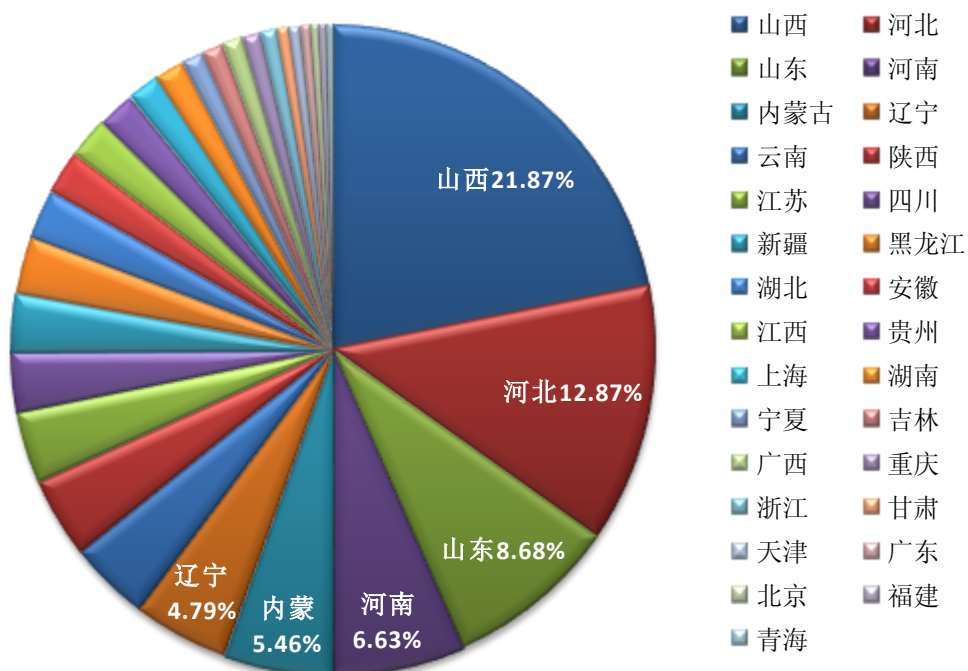
■ 焦炭行业基本数据

图 5、1990-2010 年焦炭产量



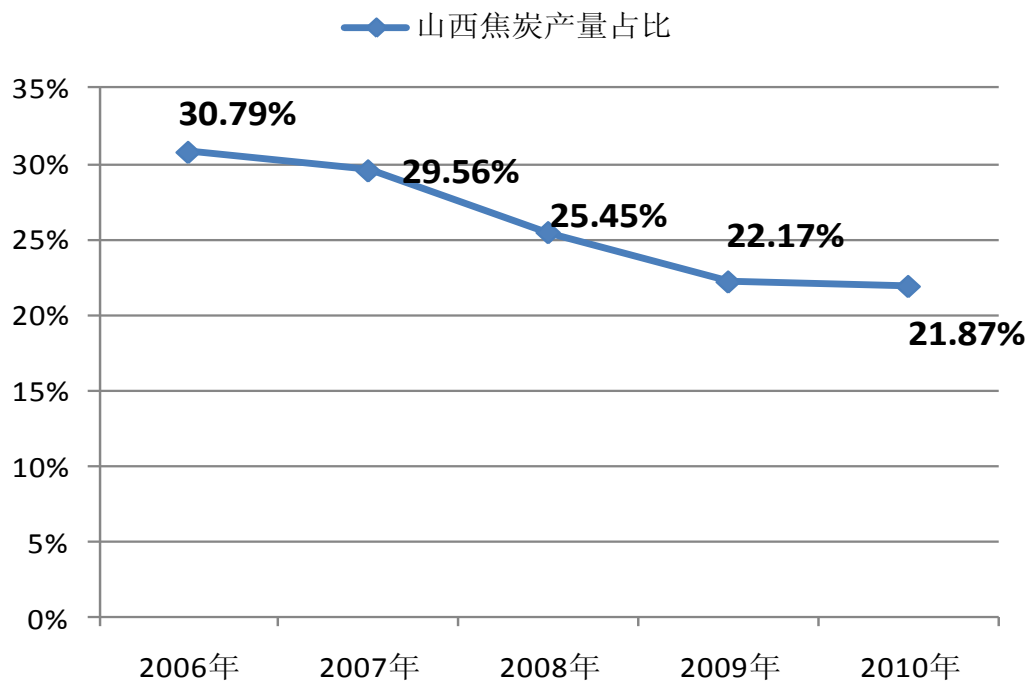
数据来源: wind

图 6、10 年全国各省焦炭产量占比



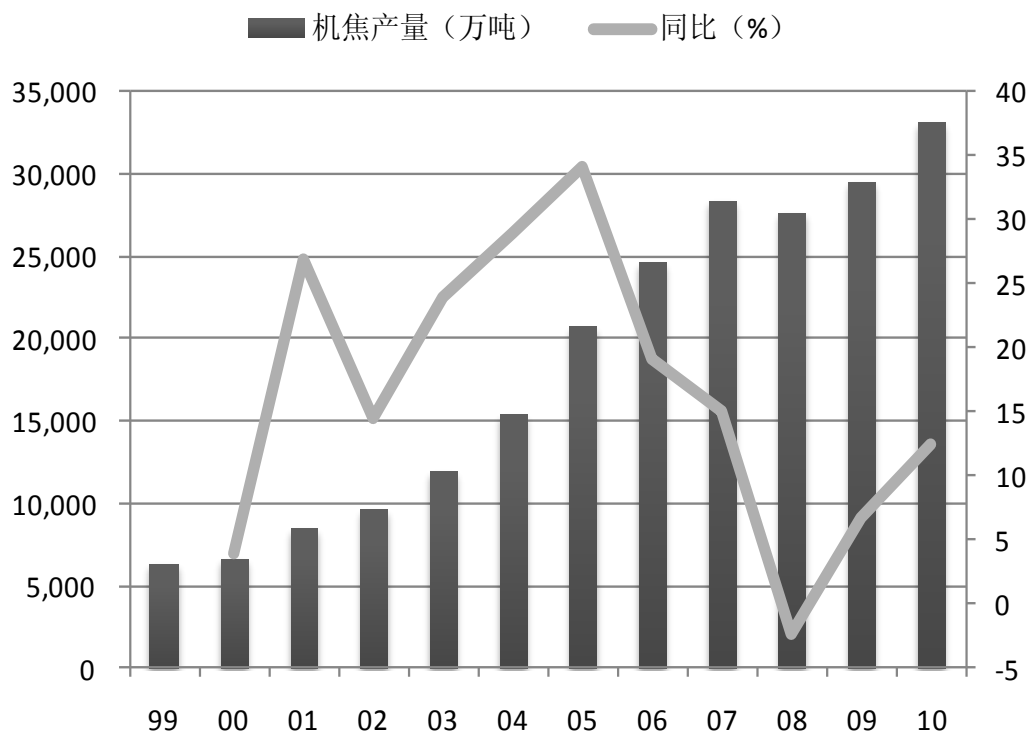
数据来源: wind

图 7、06-10 年山西焦炭占比逐年下降



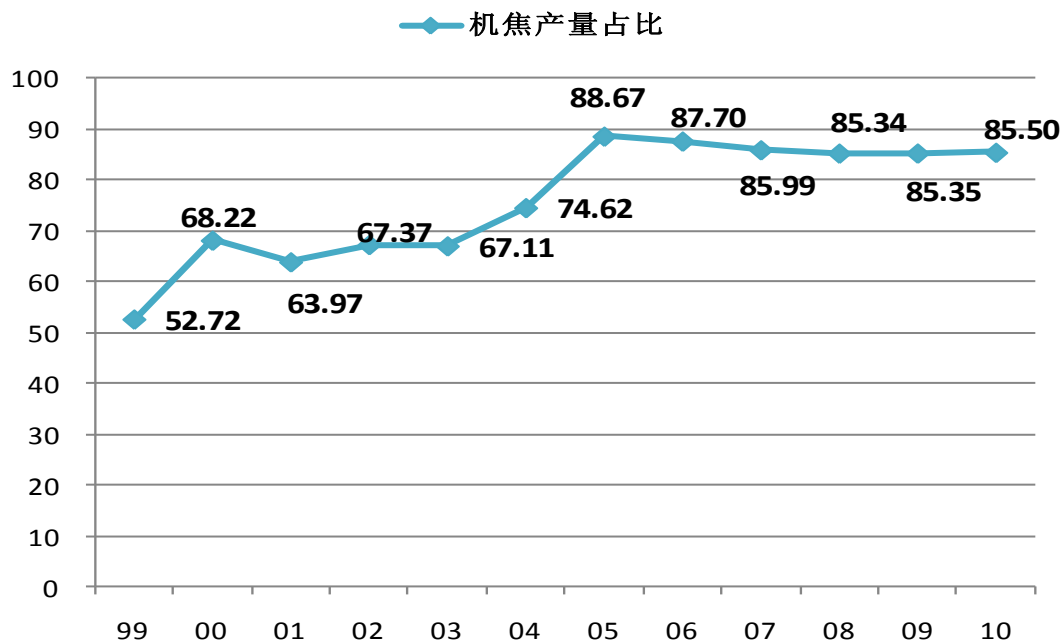
数据来源: wind

图 8、99-10 年机焦产量



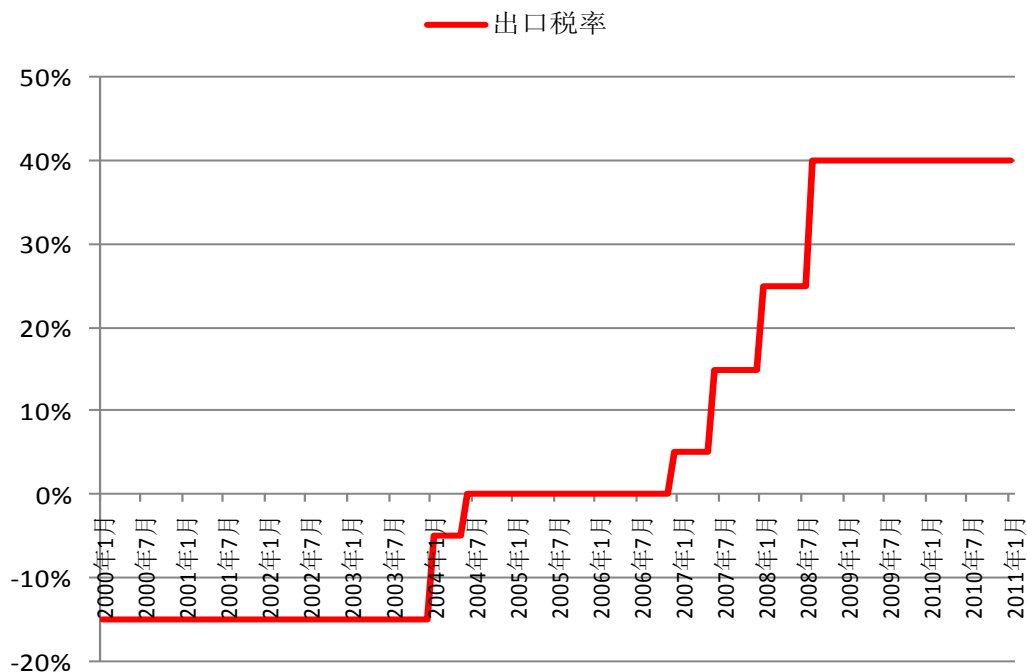
数据来源: wind

图 9、机焦产量占比



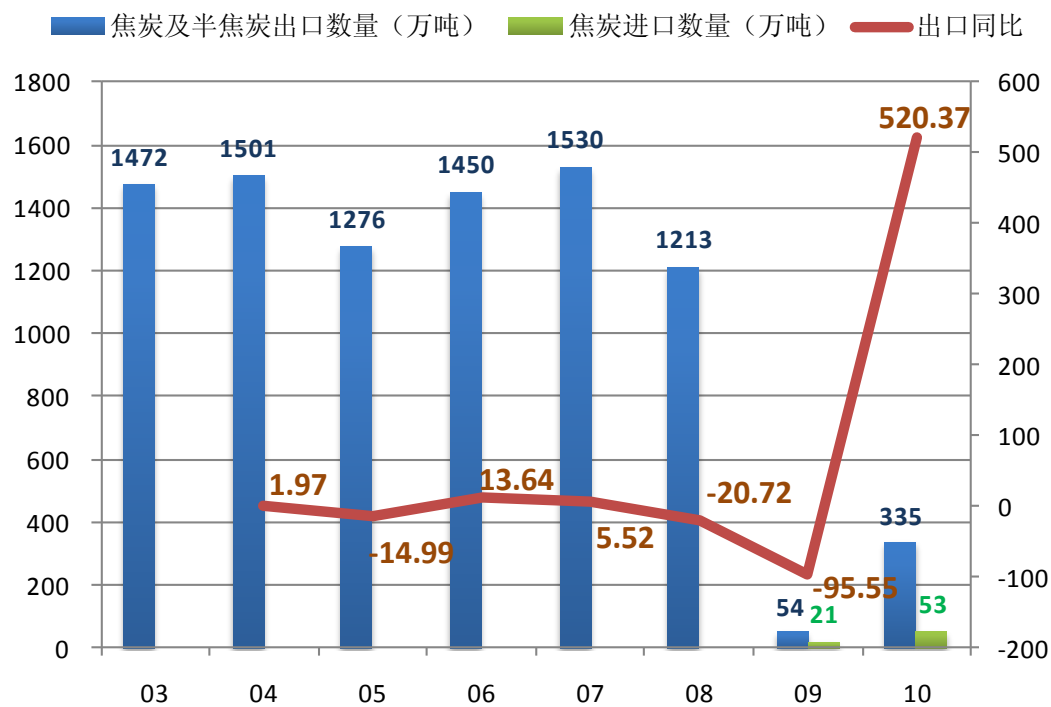
数据来源: wind

图 10、焦炭出口税率变化情况



数据来源: wind

图 11、焦炭进出口及增速



数据来源: wind

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分