

重申焦炭行业战略性建仓机会

——焦炭专题研究报告之二兼焦炭期货获批准点评

2011年3月23日

煤炭行业研究员

任宪功

SAC NO: S1150511010012

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

创新点:

- 1、焦炭期货的推出对焦炭板块既是短期催化剂也是长期利好;
- 2、山西省加大焦炭行业整合重组力度将是行业走出谷底的关键;
- 3、山西省自今年起加大焦炭行业整合重组力度有其客观必然性。

投资要点:

- 焦炭期货挂牌时间临近: 根据中国证监会网站3月22日信息, 证监会批准大商所开展焦炭期货交易; 合约具体挂牌时间在证监会批复相关合约后, 由大商所根据市场状况和各项准备工作进展情况确定; 我们认为焦炭期货的推出对焦炭板块既是短期催化剂也是长期利好;
- 山西省加大焦炭行业整合重组力度将是行业走出谷底的关键。
 - 种种迹象表明今年起山西省焦炭行业整合的力度将明显加大;
 - 山西省自今年起将明显加大焦炭行业整合力度是有其客观必然性的:
 - (1) 焦炭也是山西省的支柱产业, 山西省的焦炭产能占全国的三分之一以上, 但山西这一焦炭大省却是焦炭产能严重过剩的重灾区, 近两年开工率均在50%左右, 山西省已经到了不对焦炭行业加强治理和整合不可的地步;
 - (2) 实际上山西省2009年发布的《山西省焦化产业调整和振兴规划》执行情况并不很理想, 从实际压缩产能的效果和进度来看, 要在11年底完成09年的规划目标的话, 今年剩余时间就必须加大行业整合的力度;
 - (3) 落后产能占山西省焦炭总产能的四分之三以上, 一方面说明行业淘汰落后产能的必要性, 也说明了行业整合、压缩产能存在巨大的空间;
 - 山西省焦炭行业整合对行业的影响仍存在一定不确定性, 但是关键在于行业好转进度的预期已改、走出谷底的方向已定;
- 我们预计行业将会逐步走出低谷, 但是我们也不认为行业毛利率一定会恢复至03年之前的水平。由于行业“夹缝”中生存的属性难以改变, 我们判断未来行业走出谷底, 毛利率可大致恢复在15%左右。
- 由于行业目前盈利水平极差, 估值已经充分反映了各种负面因素, 因此, 一旦行业走出低谷, 即使毛利率无法恢复至较高的水平, 但是行业的估值恢复也将具有更大的弹性, 这种更大的弹性主要是相对于那种目前盈利水平较高, 将来预期更好的行业而言。因此, 我们给予焦炭行业看好评级;
- 可以预见的催化剂: (1)《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿预计很快发布; (2)未来半年内预计是焦炭行业媒体报道密集期(关于焦炭期货和山西省的整合措施、进度等);
- 强烈推荐:
 - 安泰集团: 公司积极向上游延伸, 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(pb)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, 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. 证监会批准大商所开展焦炭期货交易	3
1.1 焦炭期货挂牌时间临近	3
1.2 焦炭期货推出对焦炭板块既是短期催化剂也是长期利好	4
2. 山西省加大焦炭行业整合重组力度将是行业走出谷底的关键	5
2.1 山西省自今年起很可能明显加大焦炭行业整合重组力度	5
2.2 山西省自今年起将明显加大焦炭行业整合重组力度是有其客观必然性的	5
2.3 山西省焦炭行业整合对行业的影响仍存在不确定性，但是关键在于行业好转进度的预期已改、走出谷底的方向已定	6
3. 对行业未来盈利能力好转程度的预期及行业评级	7
4. 强烈推荐	8
4.1 安泰集团	8
4.2 开滦股份	9

1. 证监会批准大商所开展焦炭期货交易

1.1 焦炭期货挂牌时间临近

■ 证监会批复内容:

根据中国证监会网站 3 月 22 日信息,中国证监会批准大连商品交易所(以下简称大商所)开展焦炭期货交易。批复内容如下:

一、同意大商所组织焦炭期货交易;

二、合约具体挂牌时间在证监会批复相关合约后,由大商所根据市场状况和各项准备工作进展情况确定。

■ 焦炭期货推出的背景:

焦炭由炼焦用煤在焦炉中高温干馏而来,是煤化工的重要产品。焦炭的主要用途是高炉炼铁,起着骨架支撑、还原、渗碳、供热等关键作用,其成本占到生铁生产成本的 20%以上,是仅次于铁矿石的重要原料。

目前,我国是世界上最大的焦炭生产和消费国,2010 年产量达到 3.88 亿吨。近年来,我国焦炭价格波动较大,市场风险较为显著。由于没有对应的期货交易,焦炭生产、贸易和消费企业都只能被动地承担价格波动的风险,不利于上下游行业的稳定健康发展。

2009 年钢材期货上市后,不少钢铁企业认识到期货交易在价格发现和套期保值方面的重要作用,希望推出焦炭期货,以满足企业经营和发展的需要。

■ 焦炭期货推出的意义:

开展焦炭期货交易,有利于完善焦炭价格形成机制,更好地帮助现货企业及时、准确地把握市场变化趋势,增强决策的预见性和科学性,促进焦炭和钢材市场的平稳运行,还可以为现货企业提供有效的避险工具,提高抵御风险的能力,进一步增强企业的竞争力。

同时,焦炭行业是近年来国家抑制产能过剩、淘汰落后产能的重点行业之一,上市焦炭期货,发挥期货市场的功能,有利于引导社会投资,抑制行业盲目发展,利用市场化的手段促进国家宏观调控政策的贯彻落实。例如,焦炭生产企业申请

成为交割库以及套期保值额度的必须为行业主管部门已经公告的符合《焦化企业准入条件》企业，钢铁企业申请成为交割库的必须符合国家产业政策和发展方向。

■ 焦炭期货准备情况:

经过认真研究和深入调研,根据现货市场的实际情况和期货合约设计的技术要求,大商所已经完成了焦炭期货前期的合约设计和规则制定工作;确定了现货市场规模大、市场化程度高、品质稳定、易于标准化和检验的冶金焦作为交易标的,拟定了较为严格的交易、结算和交割制度,论证了保证金、涨跌停板和持仓限额制度等风险控制措施。中国证监会将在市场风险可测、可控、可承受的前提下,按照相关法律法规的规定批准大商所挂牌焦炭期货合约,并指导和督促大商所和期货公司认真做好焦炭期货上市前的培训和投资者教育工作,确保焦炭期货交易的平稳上市和安全运行。

1.2 焦炭期货推出对焦炭板块既是短期催化剂也是长期利好

■ 既是短期催化剂:

二季度是钢铁消费的旺季,作为钢铁上游的焦炭行业价格处于相对较高的位置,焦炭期货若在近期推出,将有利于焦炭生产企业高位套期保值;

我们预期焦炭期货正式挂牌的时间在4月份的可能性较大,预计对焦炭企业股价构成会形成短期刺激。

■ 对焦炭企业也是长期利好:

为焦炭企业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,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%。

2. 山西省加大焦炭行业整合重组力度将是行业走出谷底的关键

2.1 山西省自今年起很可能明显加大焦炭行业整合重组力度

我们之前发布报告《关注焦炭行业战略性建仓机会》中，参照 2009 年《山西省焦化产业调整和振兴规划》，综合考虑行业压缩产能和生铁行业保持一定需求增速两方面因素，预计 2013 年我国焦炭行业产能利用率将接近 100%，行业盈利水平将恢复至一定水平；

但是，如果按照 2009 年的这个规划测算，2013 年焦炭行业好转，对于目前而言实际上是不具有投资机会的，毕竟离现在时间太久；

而根据山西省副省长任润厚（原潞安集团董事长、2011 年 1 月 23 日上任）近期的讲话、召开的相关会议以及近期发布的《山西省焦化行业兼并重组指导意见》（征求意见稿），种种迹象表明今年山西省焦炭行业整合的力度将明显加大；

因此，我们预计焦炭行业走出低谷的时间很可能提前至 2012 年，那么 2011 年就是处于行业最差到行业逐步好转的过程当中，因此，投资的最佳时机是在 2011 年。

2.2 山西省自今年起将明显加大焦炭行业整合重组力度是有其客观必然性的

我们认为山西省今年将明显加大焦炭行业整合力度是有其客观必然性的。主要有：

（1）焦炭也是山西省的支柱产业。山西省的两大支柱产业，一个是煤炭，另一个是焦炭，煤炭行业自 09 年起已经开展了大规模的行业整合；山西省的焦炭产

能占全国的三分之一¹以上，但山西这一焦炭大省却是焦炭产能严重过剩的重灾区，近两年开工率均在 50% 左右（09 年开工率为不足 50%，10 年为 52%），山西省已经到了不对焦炭行业加强治理和整合不可的地步；

（2）实际上山西省 2009 年发布的《山西省焦化产业调整和振兴规划》执行情况并不很理想。参考我们上一篇报告可以看出，虽然该规划在 09 年提出：到 2011 年底，淘汰技术装备落后的焦化产能 2000 万吨左右，将全省焦炭总产能控制在 1.4 亿吨以内，焦化企业数减少到 150 户以内等，但是实际上根据山西省 10 年的实际产量 8476 万吨和 52% 的开工率，可以推算山西省 2010 年的产能达到了 1.63 亿吨，较 2009 年的 1.60 亿吨产能还略有提高，虽然这其中可能存在产能置换项目的影响，但是从实际压缩产能的效果和进度来看，要在 11 年底完成 09 年的这个规划²的目标的话，那么今年剩余时间就必须加大行业整合的力度；

（3）实际上，山西省大量的落后焦炭产能，也为行业整合提供了巨大空间。我们上一篇报告中谈到焦炭行业所处的重重困境之一就是行业技术水平低，其中发达国家 20 世纪 50 年代开始淘汰的炉型（炭化室高度 4.3 米及以下的焦炉）对应的产能，在 2010 年占了山西省焦炭总产能的四分之三以上，这一方面说明行业淘汰落后产能的必要性，也说明了行业整合、压缩产能存在巨大的空间。

2.3 山西省焦炭行业整合对行业的影响仍存在不确定性，但是关键在于行业好转进度的预期已改、走出谷底的方向已定

山西省焦炭行业如果在今年开始大力度整合，对行业的影响仍然是存在一定不确定性的。这种不确定性一方面是行业整合的进展是否会如预期般顺利（小企业被整合过程中的产权评估、资产过渡交割、职工安置等等诸多实际问题的解决均需要时间和谈判过程等）；另一方面，山西省加大整合力度、压缩产能，但其他省份存在提高开工率来替代山西省减少的产量的可能性³。而诸如此类的不确定性，对于“山西省今年起加大焦炭行业整合力度将使得行业逐步走出低谷”这一结论都构成负面影响。

¹山西省 2010 年焦炭产能约为 1.63 亿吨，全国焦炭产能约为 4.69 亿吨，相关数据计算过程详见我们上篇报告《关注焦炭行业战略性建仓机会》。

²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，关于产能规划和企业数量控制规模与 09 年的规划是一致的。

³由于山西省是焦煤主产地，且产能及产量具有绝对领先优势，预计这一影响有限。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

我们认为，山西省焦炭行业整合的影响虽然存在一定的不确定性，但是可以确定的是：一方面，我们原来依据 2009 年规划测算的 2013 年行业走出低谷的时间将由于今年起山西省的大力整合而有所提前（即山西省今年以来的相关会议和拟采取的措施改变了之前的预期），另一方面，行业已经处于最差阶段（毛利率接近 0%），最坏的可能是继续维持在目前的水平（扩大亏损幅度的可能性较小，因为维持不下去的企业会被淘汰、规模大的企业会采取延长结焦时间等方式来降低开工率），而山西省加大整合力度明确了行业将走出谷底这一方向，即便存在不确定性，但方向是明确的。因为这两点，我们认为行业目前具有战略性建仓的机会。

3. 对行业未来盈利能力好转程度的预期及行业评级

我们预计行业将会逐步走出低谷，但是我们也不认为行业毛利率一定会恢复至 03 年之前的水平。由于行业“夹缝”中生存的属性难以改变，我们判断未来行业走出谷底，毛利率可大致恢复在 15% 左右⁴。

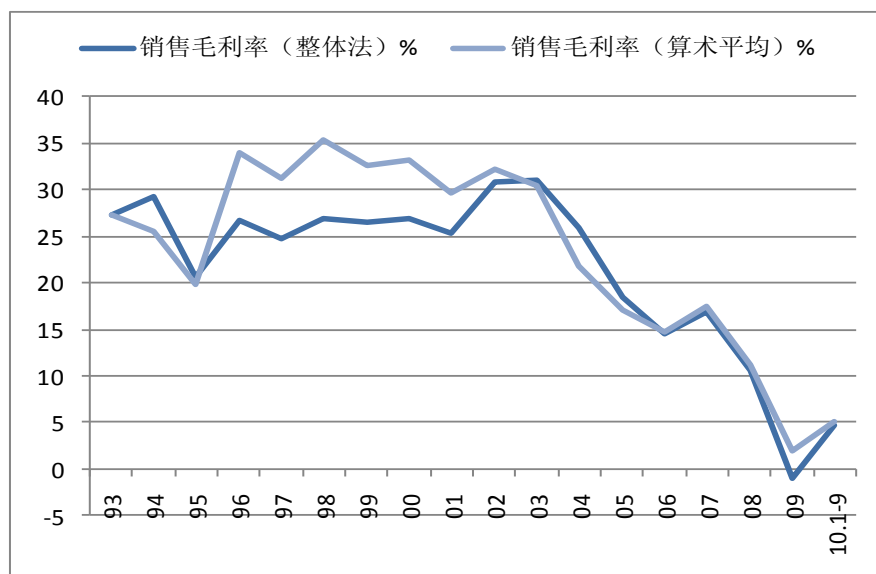
由于行业目前盈利水平极差，估值已经充分反映了各种负面因素，因此，一旦行业走出低谷，即使毛利率无法恢复至较高的水平，但是行业的估值恢复也将具有更大的弹性，这种更大的弹性我们主要是指相对于那种目前盈利水平较高，将来预期更好的行业而言。

因此，我们给予焦炭行业看好评级。

可以预见的催化剂：（1）《山西省焦化行业兼并重组指导意见》正式稿预计很快发布；（2）未来半年内预计是焦炭行业媒体报道密集期（关于焦炭期货和山西省的整合措施、进度等）。

⁴ 6 家焦炭加工上市公司 2009 年的“（营业税金及附加+三项费用）/营业收入”的平均值为 9.28%。
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1: Sw 焦炭加工行业毛利率

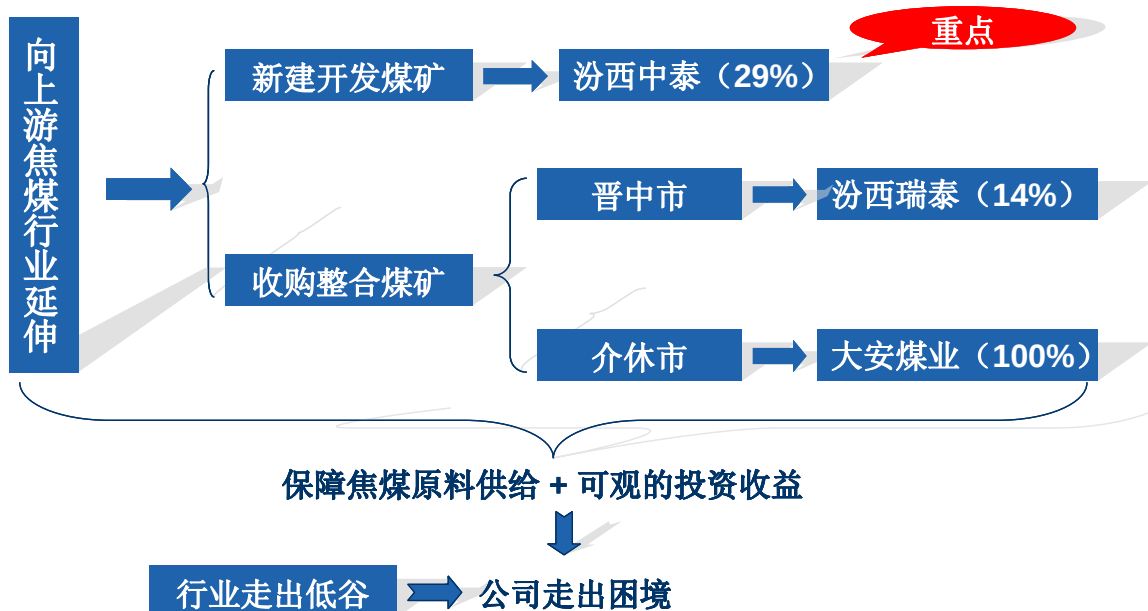


数据来源: wind、渤海证券研究所

4. 强烈推荐

4.1 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（10年）仅为 2.40 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《困境发转可期——安泰集团调研报告》。

4.2 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。

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.cnxiexd@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