

煤炭开采

专题报告

2011 年 04 月 14 日

焦炭期货上市利于行业可持续发展

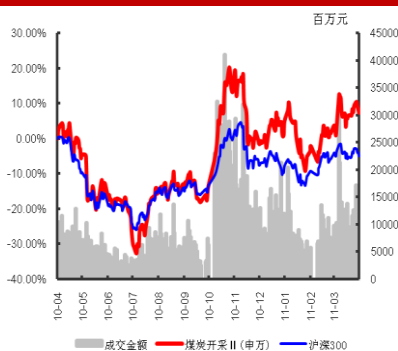
看好

——焦炭专题研究报告

维持评级

行业研究/深度报告

股价走势图



分析师：张红兵

执业证书编号：S0760511010023

电话：010-82190365

邮箱：zhanghongbing@sxzq.com

联系人：

孙涛

电话：0351-8686884

邮箱：suntao@sxzq.com

张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

① **焦炭是中国唯一具有国际定价权潜质的大宗商品。**在 1990-2009 期间，全球焦炭产量增加 3.2 亿吨，而整个亚洲增加了 3.6 亿吨，增长了 252%，在整个亚洲地区中国贡献了 78% 的焦炭增量；中国焦炭产量占世界总产量的比重已经由 1990 年的 20% 提升至目前的 61.8%。可以说，我国已成名副其实的焦炭生产大国，焦炭期货上市有助于形成具有国际影响力的焦炭价格。

② **焦炭期货上市有利于行业可持续发展。**焦炭期货上市将完善焦炭价格的形成机制，有利于焦化企业根据期货市场价格安排生产和库存，同时有利于钢铁企业在期货市场进行套期保值，锁定成本，避免焦炭价格大幅波动对企业的冲击，也将加快焦化行业以焦炭期货价格为指导展开的企业整合重组，但焦炭期货不会改变行业运行趋势。

③ **焦化行业正走出寒冬，迎来春天。**炼焦毛利率和利润率处于触底回升阶段；国家暂停焦炭产能扩建项目，焦炭准入门槛进一步提高，焦化行业外部环境进一步改善。山西强力度的整合重组正在进行，“十二五”期间，通过兼并重组，山西独立焦化企业总数由目前 227 家，到年底减少到 150 户，2015 年减少到 60 户，总产能由 1.6 亿吨降到 1.2 亿吨，平均产能由目前不到 70 万吨提升到 200 万吨，一批产能在 500 万吨、1000 万吨的特大型企业将逐步建立。预计 2012 年之后，焦化行业将摆脱过剩状态。

④ **四条选股策略：**一、焦化行业整合速度加快，一大批行业龙头将从整合中受益，如：安泰集团，ST 山焦；二、我们看好向上下游拓展资源，不断延伸产业链的上市公司，如：开滦股份；三、背靠大集团，有资产注入预期的上市公司，如：ST 山焦；四、作为焦炭原材料的炼焦煤的稀缺性日益显现，我们看好拥有炼焦煤资源丰富的上市公司，比如：冀中能源、盘江股份、西山煤电、平煤股份。

目录

1. 焦炭的基本知识	3
2. 中国焦炭具有国际定价的潜质	3
3.焦炭期货上市有利于行业可持续发展	5
3.1 焦炭行业困境	5
3.2 焦炭期货上市助推行业改变困境	7
3.3 焦炭期货上市后，板块变动趋势分析	8
4.焦化行业正逐步走出寒冬，迎来春天	9
4.1 炼焦企业业绩企稳回升	9
4.2 行业兼并重组盛宴刚刚开始	10
4.3 预计 2012 年以后行业将摆脱过剩状态	11
5.建议关注焦炭子行业	12

1. 焦炭的基本知识

■ 焦炭的加工原理

炼焦生产基本原料是炼焦煤。将炼焦煤在密闭的焦炉内隔绝空气高温加热放出水分和吸附气体,随后分解产生煤气和焦油等,剩下物质就成为以碳成分为主体的焦炭。

■ 焦炭的种类和用途

根据原料煤的性质、干馏的条件不同,可以形成不同规格和质量的高温焦炭,其中用于高炉冶炼的称高炉焦,用于冲天炉熔铁的称铸造焦,用于铁合金生产的称铁合金用焦,还有非金属冶炼用。

表格 1: 焦炭的种类

焦炭的种类				
大类	小类			
冶金焦	高炉焦	铸造焦	铁合金焦	
化工焦	气化焦	电石焦	高硫焦	
铝阳焦				
电极焦				
高强度低灰低硫焦				
碳素焦	石油焦	沥青焦	针状焦	

数据来源: 大连商品交易所、山西证券研究所

2. 中国焦炭具有国际定价的潜质

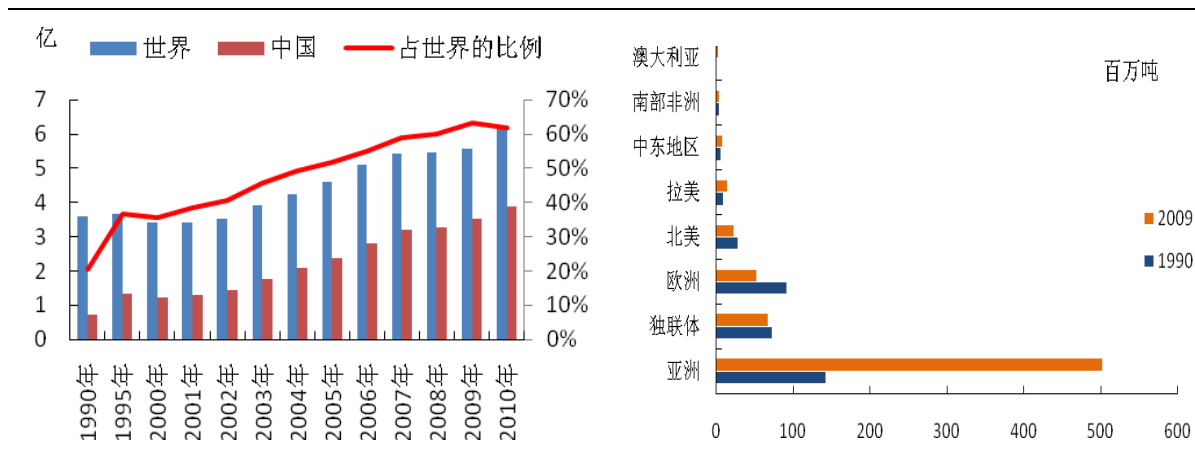
从我们跟踪的 1990-2009 年全球各国焦炭产量数据来看,在这将近 20 年的时间里,世界焦炭产量变化情况如下:

- **焦炭产量增量主要来自亚洲。**1990 年,整个亚洲地区产量为 1.43 亿吨,2009 年产量增加了 3.59 亿吨,增长了 252%,其增量是世界增量的 1.14 倍;而除亚洲以外的其他地区,仅中东和拉美地区焦炭产量有所增长,但增量有限,分别增长了 43%和 59%,独联体、欧洲、北美、南部非洲和澳大利亚地区的焦炭产量均大幅下降。

■ 亚洲焦炭产量增量主要来自中国。1990 年我国已成为世界上的焦炭生产大国，当年产量为 0.73 亿吨，占世界总产量的 20%；2009 年，中国焦炭产量已达到 3.53 亿，占世界总产量的 63%，比 1990 年产量增长了 382%，其增量占亚洲产量增量的 78%。

图 1：焦炭产量及在全球产量中的占比情况

图 2：1990 年和 2009 年世界几大地区焦炭产量对比

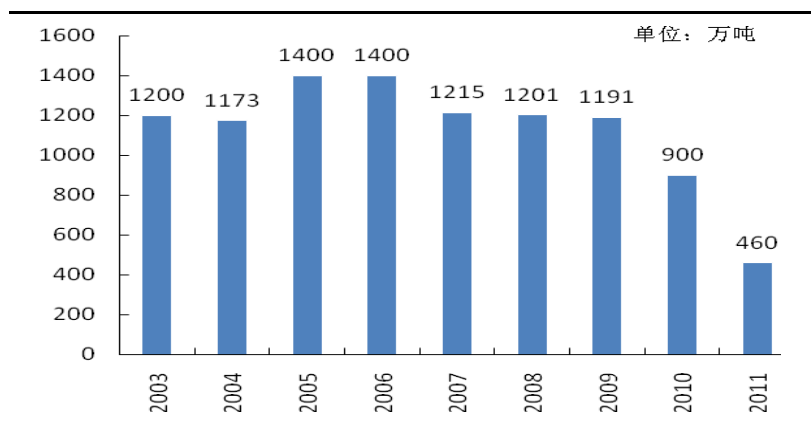


数据来源：山西证券研究所

数据来源：山西证券研究所

进口方面，我国每年进口焦炭量比较少，2010 年总共进口 10 多万吨。出口方面，2007 年之前，我国焦炭出口在 1400 万吨，占世界焦炭贸易量的 50%以上；之后，由于外围焦炭需求逐年下降，加上国内为了引导高耗能行业有序发展，将焦炭出口税税率提高到 40%，国焦炭出口严重萎缩。而近些年，世界焦炭贸易量始终维持在 3000-3500 万吨水平，我国焦炭贸易量在世界贸易量中占比下降。由此可见，焦炭对外依存度低，具有国际定价的潜质。

图表 3：我国焦炭出口配额情况



数据来源：商务部、山西证券研究所

表格 2：近些年来，我国进出口关税调整变化情况

时间	调整内容
2004 年 5 月 24 日起	焦炭出口退税率由 15% 调整为 0
2006 年 11 月 1 日起	焦炭进口关税税率由 5% 降低为 0，同时对焦炭征 5% 出口关税
2007 年 6 月 1 日起	焦炭出口关税税率由 5% 提高到 15%
2008 年 1 月 1 日起	焦炭出口关税税率由 15% 提高到 25%
2008 年 8 月 20 日起	焦炭的出口税率由 25% 提高至 40%

数据来源：山西证券研究所

3. 焦炭期货上市有利于行业可持续发展

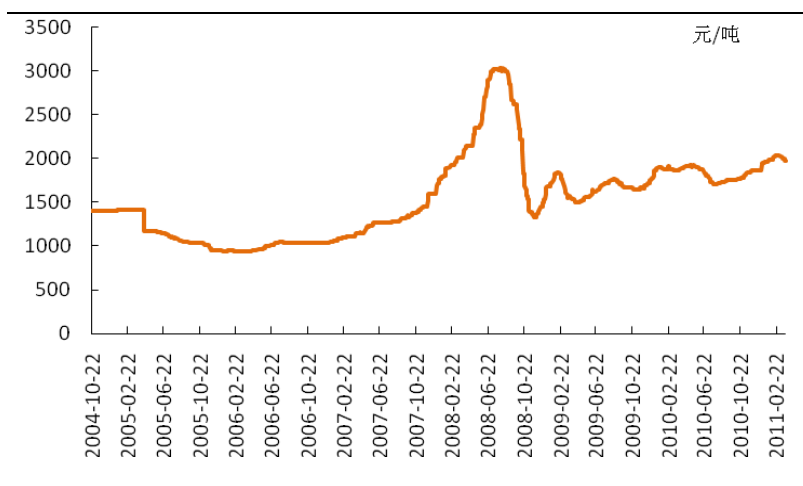
3.1 焦炭行业困境

- 我国焦炭价格变化频繁，幅度较大。我们跟踪了上海、淮北、潍坊、邯郸、唐山、平顶山和七台河七个地方的二级冶金焦价格，并以这七个地区的均价作为研究对象，分析得知我国冶金焦价格变化表现出三个阶段：
 - 第一个阶段 2004 年到 2006 年中旬，冶金焦价格处于下降阶段，由 2004 年 10 月份的 1400 元/吨下降到 2006 年的 6 月的 990 左右，下跌接近 30%；
 - 第二阶段 2006 年中旬到 2008 年 8 月中旬，冶金焦一路上扬，从 1000 元/吨上升到 3006 元/吨，上涨了大于 200%；

- 第三阶段 2008 年 8 月中旬，冶金焦价格经历一段时间的下跌之后开始上扬，目前价格在 2000 元/吨左右。

总体来说，我国冶金焦价格历史上最高价曾达到 3031.25 元/吨，最低下降到 938.13 元/吨，落差达到 2093 元/吨，价格变化频繁。

图表 4：二级冶金焦价格走势

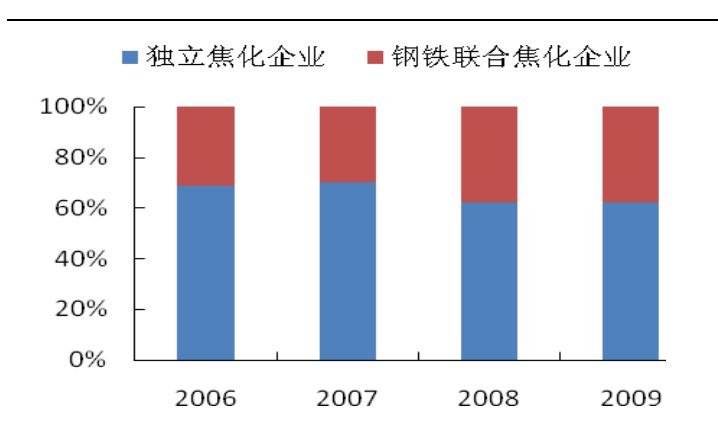


数据来源：wind、山西证券研究所

■ 中国焦化企业一直在“夹缝”中生存，焦炭价格容易扭曲。

从近几年的数据来看，我国焦炭产量中 60%以上是由独立焦化企业生产，其余接近 40%是由钢铁联合焦化企业生产，而且随着行业内兼并重组和钢铁企业向上游延伸产业链，独立焦化企业所产焦炭占比呈逐年下降态势。

图表 5：两种类型的焦化厂所产焦炭占比情况

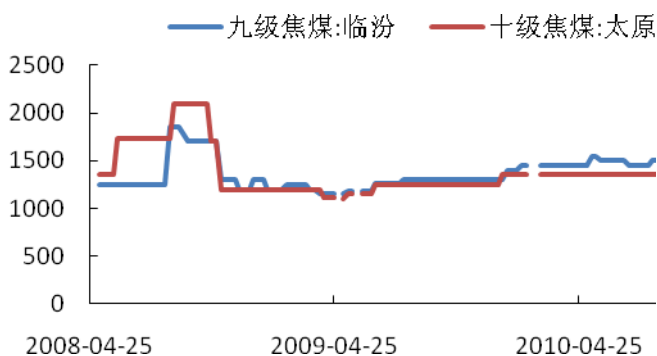


数据来源：山西证券研究所

独立焦化企业在生产经营中遭遇到以下两方面窘境:

- **原材料成本不断上升。**世界炼焦煤储量占煤炭总储量比例不到 10%，我国炼焦煤储量也仅有 2871 亿吨，仅占总产量的 22%。因此，炼焦煤是一种稀缺资源，其价格一直在高位运行，且有上升态势；除此之外，电力、运输、人力资源价格也不断上涨。

图表 6：炼焦煤价格走势



数据来源: wind, 山西证券研究所

- **定价话语权缺失。**一方面，下游焦化企业的客户依赖于钢铁企业。最近几年，这些钢铁企业通过兼并重组已形成了大型钢铁集团，并凭借雄厚的资金实力逐步向上游渗透，建立了自己的焦化厂；另一方面，上游煤炭行业近些年也通过兼并重组等资源整合成大规模的企业集团。而众多独立焦化企业多少民营企业，它们一般规模小，面对上下游规模庞大的企业集团，在原材料和产品价格形成中没有对等的话语权。

3.2 焦炭期货上市助推行业改变困境

- **焦炭期货上市影响。**中国证监会 3 月 22 日发布《关于同意大连商品交易所开展焦炭期货交易的批复》的文件，焦炭期货正式获批，定于 4 月 15 日在大商所挂牌上市交易。
- **焦炭期货上市将促使焦炭有效价格的形成。**

一方面，焦炭期货上市将充分发挥金融期货的价格发现功能，有助于改变焦化企业受钢铁企业压制的局面；另一方面，我国焦炭产量和消费量均各占世界的 60%以上，已成为名副其实的焦炭生产和消费大国，焦炭期货上市将有利于形成焦炭的中国价格。

➤ 焦炭期货有利于焦化企业以及钢铁企业规避风险。

焦化企业通过焦炭期货价格合理安排生产和库存，并且在预期价格下跌时进行卖出套期保值，有利于企业利润稳定；钢铁企业在焦炭价格上涨时可以进行买入套期保值，锁定成本，以稳定焦炭大幅上涨对企业经营利润的侵袭。

➤ 焦炭期货上市将加快焦化行业整合重组步伐。

目前，焦化行业产能过剩已经是不争的事实，焦炭期货的推出将形成一个合理、公平、有效的市场价格，进而推动各大企业以此价格作为市场竞争手段，淘汰落后产能，加快行业内以及产业链条上企业的重组步伐。

3.3 焦炭期货上市后，板块变动趋势分析

2009 年 3 月 27 日，螺纹钢和线材期货合约在上海期货交易所开始上市交易。由于钢材和焦炭具有很强的相关性，我们分析螺纹钢和线材期货上市前后钢铁板块的表现：

■ 期货品种上市不会改变行业的运行趋势。我们通过观察螺纹钢和线材期货上市后，受整个宏观经济的影响，钢铁企业的盈利能力并没有很大改观。我们认为现货市场是期货市场运行和发展的基础，行业的发展主要由自身基本面的决定。

图表 7：期货品种上市后，钢铁板块变动情况

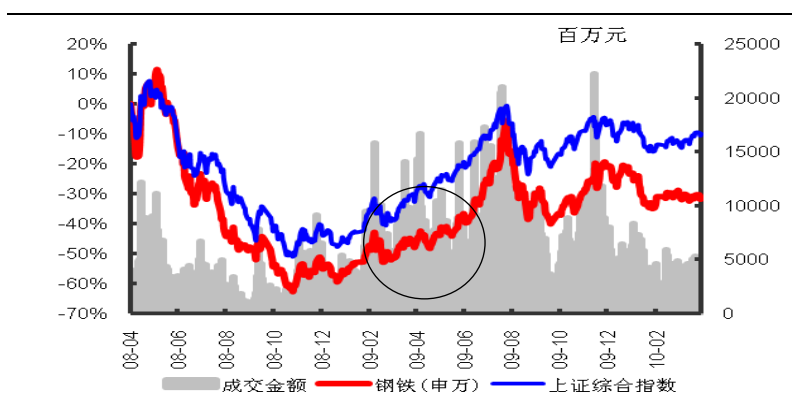
	钢铁(申万)	上证综合指数(可比)	钢铁涨跌幅	上涨涨跌幅	相对涨跌幅
2009-1-23	2432.95	2678.19	14.36%	16.16%	-1.80%
2009-2-27	2436.79	2802.22	14.23%	12.28%	1.94%
2009-3-27	2840.92	3194.52	3.44%	0.54%	2.90%
2009-4-27	2682.79	3236.1	-5.57%	1.30%	-6.87%
2009-5-27	2933.85	3542.28	3.27%	10.89%	-7.62%

注释：上市当日的涨跌幅根据前一日的交易价格计算，其他日期基准日均为上市当日价格。

数据来源：wind, 山西证券研究所

■ **焦炭期货上市后对板块影响有限。**我们以螺纹钢和线材期货上市日为界，向前和向后各分别追溯一个月和两个月，以此分析期货品种上市前后股票板块的变动。我们发现上市日和上市前对钢铁板块有一定的促进作用，上市后促进作用减弱，但总体走势仍与大盘保持一致，且弱于大盘。

图表 8：螺纹钢和线材期货上市前后钢铁板块的变化



数据来源：wind、山西证券研究所

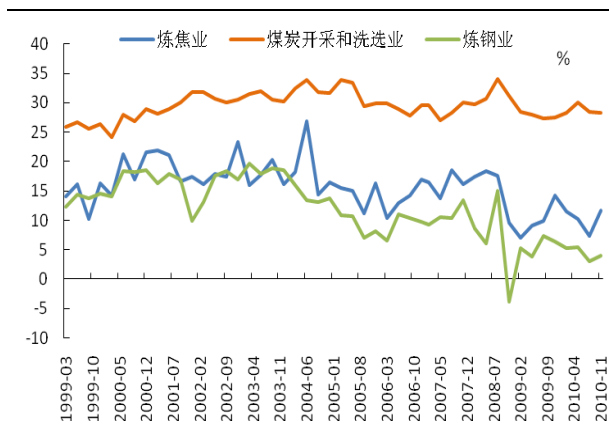
4. 焦化行业正逐步走出寒冬，迎来春天

4.1 炼焦企业业绩企稳回升

前面我们已经分析炼焦煤价格较高，焦炭价格波动较大，导致行业的整体毛利率和销售利润率波动也较大，造成焦化企业经营业绩大幅波动。

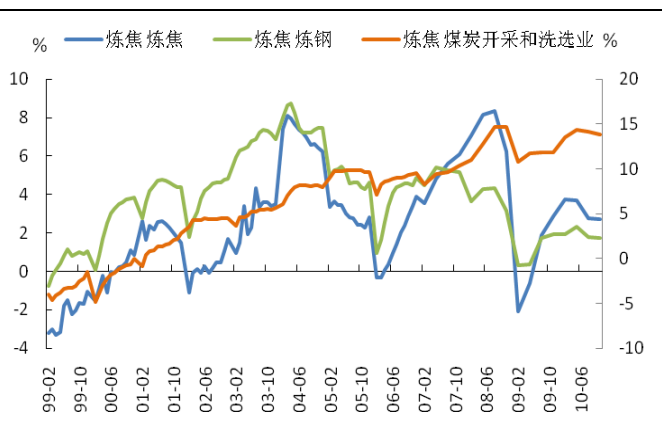
炼焦企业毛利率和销售利润率触底回升。炼焦业和炼钢业的毛利率与销售利润率走势具有极强的相关性，波动幅度较大，目前处于上升阶段。

图 9：炼焦、煤炭开采和洗选及炼钢业毛利率比较



数据来源：wind、山西证券研究所

图 10：炼焦、煤炭开采和洗选及炼钢销售利润率比较

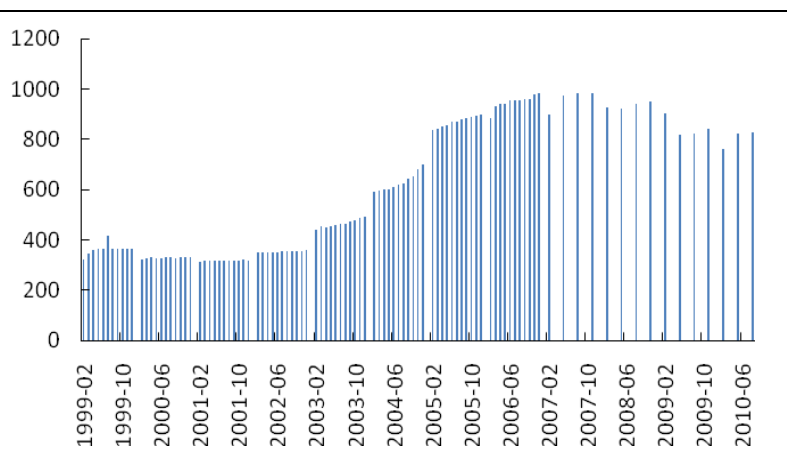


数据来源：wind、山西证券研究所

4.2 行业兼并重组盛宴刚刚开始

- **行业集中度低。**1999 年，我国炼焦企业只有 366 家，虽然最近几年经过一轮淘汰落后产能及兼并重组，但截止至 2010 年 11 月仍有 833 家炼焦企业。2009 年，年产焦炭 500 万吨以上的焦化企业也仅有 2 家，平均规模仅为 41 万吨/年。

图表 11：炼焦业企业总数变化情况



数据来源：山西证券研究所

- **准入门槛提高，产能过剩局面有望改观。**在 2005-2009 的 4 年间，我国焦炭产能从 2.9 亿吨增至 4.2 亿吨，总产能增长 1.3 亿吨，增长了 45%。根

据炼焦业协会公布的数据，全国 2010 年总体产能过剩约 0.81 亿吨，产能利用率在 83%左右。

2011 年 4 月，国家发改委出台《关于规范煤化工有序发展的通知》，通知要求在国家相关规划出台之前，暂停审批单纯扩大产能的焦炭项目，并禁止建设不符合准入条件的焦炭项目，加快淘汰焦炭落后产能。

- **焦化业迎来最强整合潮。**以山西为例，山西副省长任润厚在 2 月份全省经济和信息化工作会议上表示，2011 年，山西省重点推进焦化企业整合重组，焦化企业整合重组已经成为山西省新一届政府机关的重要任务。

根据山西焦化行业兼并重组指导意见：“十二五”期间，通过兼并重组，2011 年底，独立焦化企业总数由目前 227 家减为 150 户左右，到 2015 年再减到 60 户左右；焦炭总产能 2011 年底控制在 1.4 亿吨，2015 年控制在 1.2 亿吨；2015 年，平均年产能则由目前不到 70 万吨提升到 200 万吨。

4.3 预计 2012 年以后行业将摆脱过剩状态

2010 年，我国粗钢和生铁产量分别为 59022 万吨和 62696 万吨，同比增长 10.4%和 8.5%，强力拉动焦炭需求增长。

根据我们钢铁研究小组的估计，目前，2010 年粗钢产能在 7.44 亿吨，考虑到每年新增产能和淘汰落后产能情况，2011 年新增产能达到 3000 万吨，我们以产能利用率 86%计算每年产量。

我们按 1 吨生铁消耗 0.5 吨焦炭计算，2011 年焦炭总需求量达到 3.84 亿吨，同年焦炭总产量将达到 3.92 亿吨，供给仍然宽松。预计 2011 年，焦炭产能利用率也仅为 87%，产能利用率将在 2012 年之后得到改善。由于目前国家已经暂停焦炭产能扩建项目，我们只考虑山西省每年的淘汰产能数量，若加入其他省份淘汰落后产能，2012 年，焦炭行业的产能利用率可能更乐观一些。

图表 12：焦炭产需量预测

亿吨	2009	2010	2011E	2012E
生铁产量	5.44	5.90	6.36	6.60
粗钢产量	5.68	6.27	6.69	6.95
钢铁行业消耗焦炭量	2.94	3.23	3.18	3.88
实际消费量	3.53	3.84	3.84	3.98
焦炭总产量	3.55	3.89	3.92	3.98
淘汰落后产能			0.2	0.1
产能	4.20	4.68	4.48	4.38
产能利用率	84%	83%	87%	91%

数据来源：山西证券研究所

5. 建议关注焦炭子行业

总体来看，我们认为焦炭期货上市并不能改变焦化行业的运行趋势，但长期看其降低了企业利润波动，有利于企业安排生产经营，利于行业稳定持续的发展。焦炭行业兼并重组力度加大，有助于改善行业基本面，使企业盈利能力增强，行业复苏渐进。在选择股票方向上，我们遵循四种选股策略：

一、焦化行业整合速度加快，一大批行业龙头将从整合中受益，我们关注：安泰集团，ST山焦；

二、积极向上下游拓展资源，不断延伸产业链的上市公司，如：安泰集团，ST山焦、开滦股份；

三、背靠大集团，有资产注入预期的上市公司，如：ST山焦；

四、焦炭行业整合和下游需求仍强劲，作为焦炭原材料的炼焦煤的稀缺性日益显现，我们看好拥有炼焦煤资源丰富的上市公司，比如：冀中能源、盘江股份、西山煤电、平煤股份。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。