

敢问路在何方？！

推荐 (首次)

2011年4月29日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
ST 山焦	16	13	推荐
宝泰隆	23	19	推荐

投资要点

- **行业本质：低门槛加工制造业。**焦炭属于加工制造业，产品采用成本加成的定价模式。技术含量少和资金壁垒低是焦炭行业的阿喀琉斯之踵，若行业投资回报率偏高，易于形成产能过剩的局面。
- **现实尴尬：2003 以来焦炭行业从景气高峰跌落。**2010 年焦炭行业总资产回报率和净资产回报率分别为 2% 和 6%，在中游制造业中排名末尾。探本寻源，我们认为一方面是需求刺激下焦炭产能无序扩张，造成煤-焦-钢供需失衡，另一方面是焦炭产业链竞争结构走向恶化——下游钢企焦炭自给率提高和上游焦煤生产走向集中。
- **路在何方？——短期行业重回轨道、长期焦企必将分化。**我们认为，短期内焦炭行业受益于焦炭产能增长受控和国内经济复苏，产能利用率持续提升，行业整体迎来平稳复苏；长期看，焦炭行业面临的严酷竞争结构暂难改善，上下游的挤压将迫使独立焦炭企业谋变，煤焦一体的企业或将成为最后的赢家。
- **股票推荐：ST 山焦、宝泰隆。**
 - **ST 山焦 (600740)：焦炭龙头领跑行业复苏。**焦企复苏关键看化产能力。ST 山焦主产品焦炭产能为 360 万吨，副产品产能甲醇 20 万吨、尿素 13 万吨、煤焦油加工 30 万吨、粗苯加氢 10 万吨，化产能力突出。我们认为，随着公司焦炭产能利用率的提升，ST 山焦副产品生产装置有望满负荷运转，贡献公司大部分利润。预计公司 2011 年 EPS 为 0.7 元，PE 为 16 倍，相比同类焦炭上市公司具有较大估值优势
 - **宝泰隆 (601011)：煤焦一体企业尤显稀缺。**宝泰隆焦煤产能 50 万吨、焦炭产能 158 万吨，焦煤自给率为 17%，是目前焦煤自给率最高的独立焦炭上市公司，预计 2015 年前公司焦煤产能有望达至 200 万吨。我们认为宝泰隆煤焦一体渐成气候，明显区别于其他独立焦化上市公司，作为区域龙头值得市场长期关注。

相关报告

焦炭加工：《宝泰隆 (601011) 调研简报_煤焦一体渐成气候》2011-4-12

焦炭加工：《安泰集团 (600408) 调研简报——放眼焦炭行业春归 手握焦煤看涨期权》2011-3-28

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103

联系人：汪洋

021-38565599

wang_yang@xyzq.com

目 录

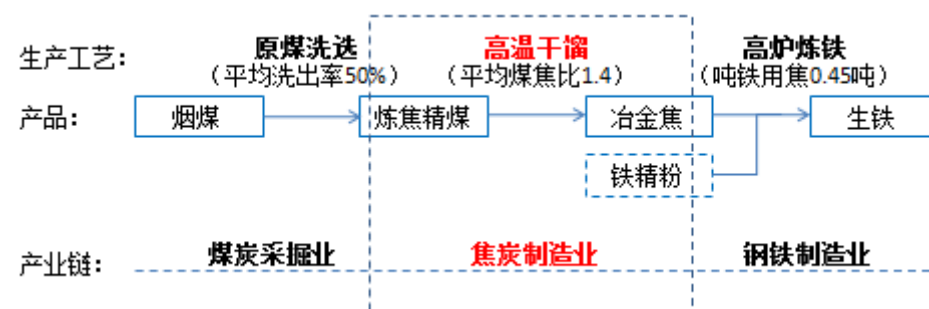
1、焦炭行业概述	- 3 -
1) 焦炭属于加工制造业	- 3 -
2) 成本加成的定价模式	- 3 -
2、2003 以来焦炭行业从景气高峰跌落	- 4 -
1) 现实尴尬：焦炭行业逐渐失去投资吸引力	- 4 -
2) 总量之困：需求刺激下焦炭产能无序扩张，煤-焦-钢供需失衡	- 5 -
2) 结构之困 1：大型钢企自建焦炉	- 7 -
3) 结构之困 2：焦煤集中度提升	- 7 -
3、焦炭行业：敢问路在何方	- 8 -
1) 短期趋势：行业供需面逐渐改善	- 8 -
2) 长期趋势：焦炭企业内部必将分化	- 9 -
4、股票推荐	- 11 -
图 1、煤-焦-钢产业链	- 3 -
图 2、中游制造业 ROA 比较	- 4 -
图 3、中游制造业 ROE 比较	- 4 -
图 4、炼焦煤和焦炭毛利率动态比较	- 4 -
图 5、焦炭单吨毛利（元/吨）	- 4 -
图 6、生铁产量（百万吨）	- 5 -
图 7、焦炭出口量（百万吨）	- 5 -
图 8、焦炭产能与产量变化（百万吨）	- 5 -
图 9、原煤与炼焦原煤产量变化（单位：亿吨）	- 6 -
图 10、焦精煤进口量（单位：百万吨）	- 6 -
图 11、分企业主体焦炭产量（单位：百万吨）	- 7 -
图 12、山西省企业炼焦精煤产量占比	- 7 -
图 13、焦炭和粗钢产能利用率	- 9 -
图 14、焦炭上市公司毛利率	- 9 -
图 15、焦炭行业面临的上下游压力	- 9 -
表 1、成本加成的定价模式	- 3 -
表 2、焦炭行业准入条件	- 8 -
表 3、落后产能淘汰数据	- 8 -
表 4、焦炭企业分类	- 10 -
表 5、西南地区焦炭企业对比	- 10 -
表 6、估值对比（截止 2011 年 4 月 22 日）	- 11 -

1、焦炭行业概述

1) 焦炭属于加工制造业

焦炭行业属于加工制造业。焦炭制造过程是在隔绝空气的条件下，将炼焦煤加热到 1000℃ 左右，经过干燥、热解、熔融、粘结、固化、收缩等阶段后最终产生焦炭。焦炭行业的上游是煤炭开采业，下游是钢铁和化工等行业。钢铁行业消费焦炭占总量 85% 左右，焦炭在生铁冶炼中主要起还原剂、发热剂和料柱骨架的作用。

图 1、煤-焦-钢产业链



数据来源：兴业证券研究所

2) 成本加成的定价模式

焦炭产品附加值低，行业进入门槛不高。焦炭属于同质化产品，产品附加值低，企业很难依靠质量上差异获得溢价，产品定价方式为成本加成；另外，技术含量少和资金壁垒低是焦炭行业的阿喀琉斯之踵，若行业投资回报率偏高，易于形成产能过剩的局面。

以某焦炭企业 2010 年经营数据为例，焦炭利润大部分被煤炭成本吞噬。2010 年吨焦耗煤成本为 1250 元，占焦炭售价的 86.6%，而吨焦毛利仅为 87 元，毛利率仅为 6%。

表 1、成本加成的定价模式

项目名称	金额（元/吨）	占比
焦炭价格	1443	100.0%
焦炭成本	1357	94.0%
其中：煤炭成本	1250	86.6%
辅助材料	22	1.5%
人工成本	19	1.3%
电力费	14	0.9%
折旧费	34	2.4%
修理费	1	0.1%
其他	17	1.2%
毛利	87	6.0%

数据来源：兴业证券研究所

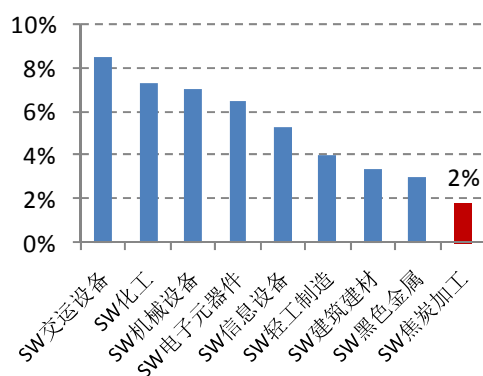
2、2003 以来焦炭行业从景气高峰跌落

我们认为焦炭行业赚取的是加工利润，行业利润率的高低主要受上下游供求关系以及竞争结构变迁的影响。正是在 2003 年后，煤焦钢供需失衡以及竞争结构的恶化将焦炭行业推向衰落的深渊。

1) 现实尴尬：焦炭行业逐渐失去投资吸引力

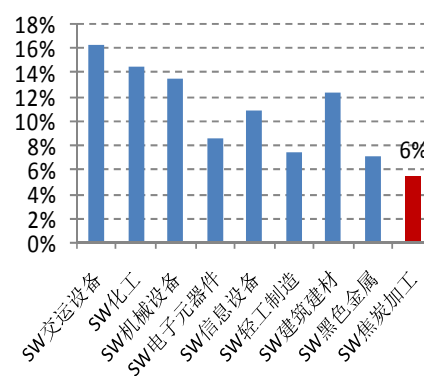
静态看，焦炭行业 2010 年焦炭行业总资产回报率和净资产回报率分别为 2% 和 6%，在中游制造业中排名末尾，失去投资吸引力；动态看，焦炭行业在产业链利润分配地位日落西山，与上游毛利率差距不断拉大，行业毛利率和吨焦毛利均在 2009 年跌至谷底。

图 2、中游制造业 ROA 比较



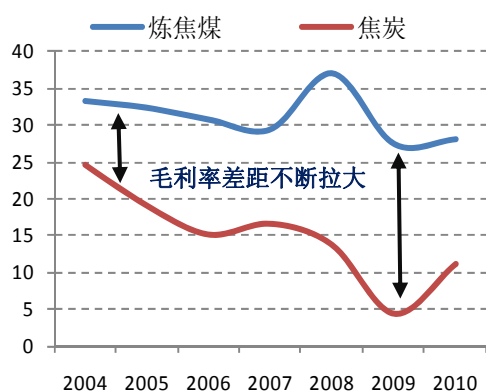
资料来源：兴业证券研究所

图 3、中游制造业 ROE 比较



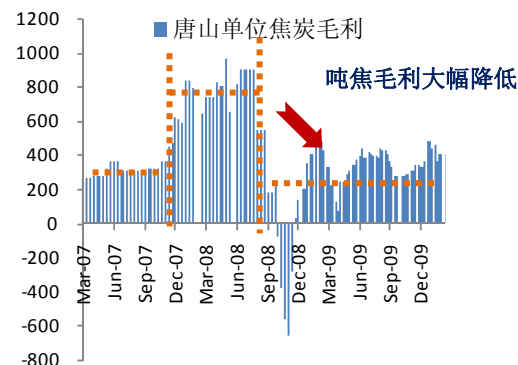
资料来源：兴业证券研究所

图 4、炼焦煤和焦炭毛利率动态比较



资料来源：兴业证券研究所

图 5、吨焦毛利（元/吨）



资料来源：兴业证券研究所

2) 总量之因：需求刺激下焦炭产能无序扩张，煤-焦-钢供需失衡

- **焦钢供需失衡：焦炭产能增长>焦炭需求增长。**焦炭需求来源于国内生铁产量和焦炭出口量。05 年至今，生铁产量增速不断下台阶，同时焦炭出口量受政策影响（调整出口配额和出口关税）对焦炭需求的贡献降至不到 1%，最终导致焦炭表观需求增速有限。2003 年至 2010 年，焦炭的产能年复合增速达到 14%，远高于同期焦炭需求 10% 的增速，最终导致焦炭产能超生的事实。

焦炭产能过剩始于需求膨胀中的 2004 年。尽管生铁产量增速的峰值在 05 年出现，但更早的 2004 年却成为焦炭产能过剩元年，当年过剩产能达 0.45 亿吨。我们认为这是市场因素和政策因素双重作用的结果。一方面 02、03 年需求膨胀拉升焦价连续上涨后，低门槛高回报的焦炭行业吸引大量民间资金疯狂涌入，这批产能在 04 年集中释放；另一方面商务部将 2004 年焦炭出口配额从 1300 万吨降低到 900 万吨，并且宣布取消焦炭出口退税，形成产能积压。

图 6、生铁产量（百万吨）

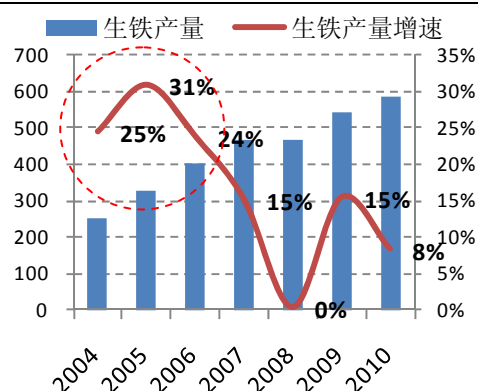
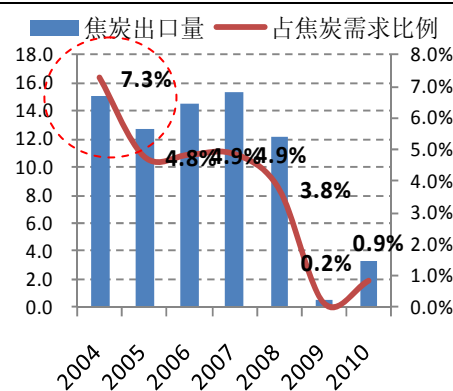


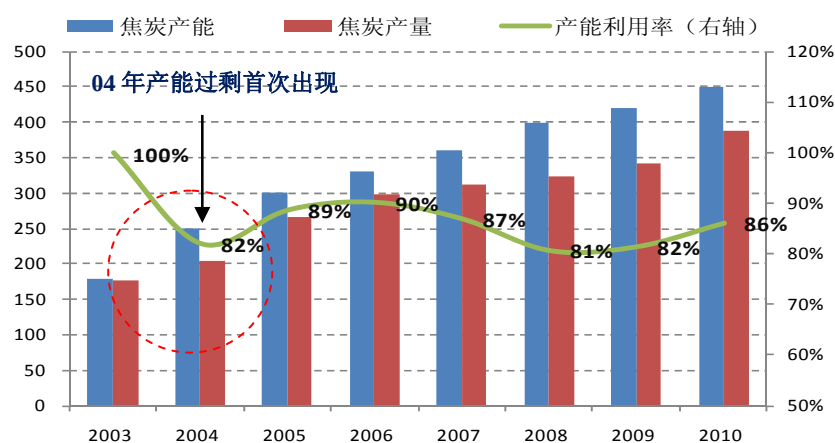
图 7、焦炭出口量（百万吨）



资料来源：兴业证券研究所

资料来源：兴业证券研究所

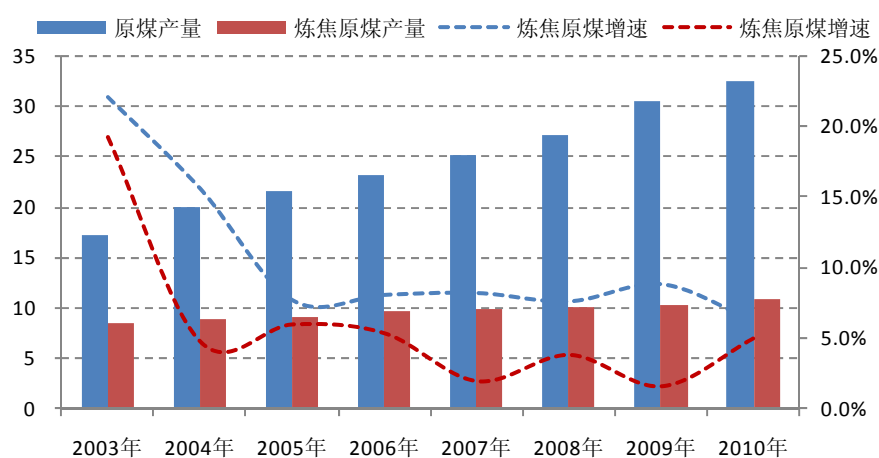
图 8、焦炭产能与产量变化（百万吨）



数据来源：兴业证券研究所

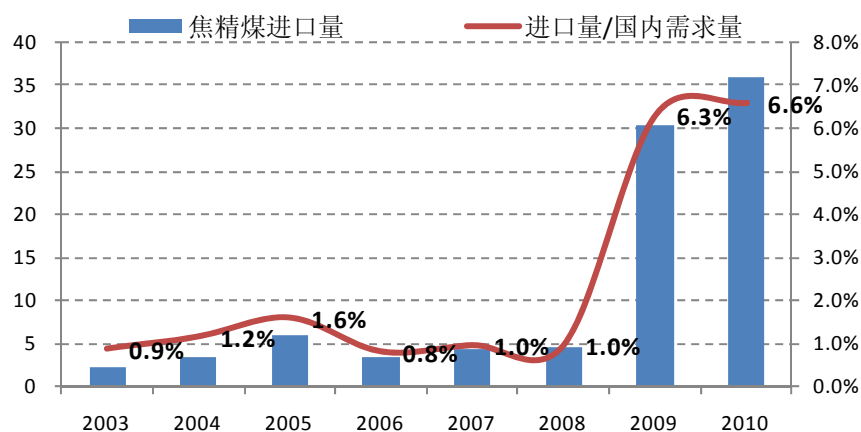
- **煤焦供需失衡：焦炭产量增长>焦煤产量增长。**焦煤资源不丰富是我国的基本国情，基本特征为储量占比少、产量增速低。我国炼焦煤资源查明储量为 2758 亿吨，占全国煤炭资源总量的 27%，而炼焦煤资源结构中，强黏结性肥煤和主焦煤的比例仅占 33% 左右。正是由于焦煤资源储量的有限性限制了我国焦煤产量的增长，2003 年至 2010 年我国焦煤产量年复合增速为 3.7%，远低于同期煤炭产量 9.4% 和焦炭产量 10% 的年复合增速。受国内焦煤供需不匹配影响，我国近年焦煤进口量增长迅速，2010 年焦煤进口量为 4700 万吨（包括原煤和精煤），折合精煤 3600 万吨，占我国焦精煤消费量的 6.6%。

图 9、原煤与炼焦原煤产量变化（单位：亿吨）



数据来源：兴业证券研究所

图 10、焦精煤进口量（单位：百万吨）

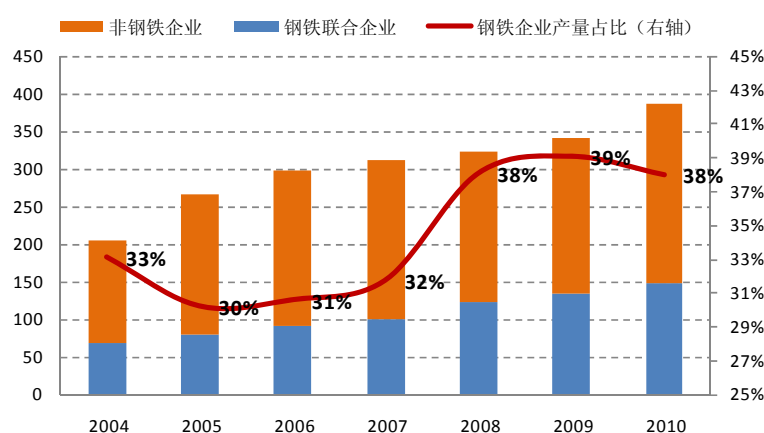


数据来源：兴业证券研究所

2) 结构之因 1: 大型钢企自建焦炉

高炉大型化趋势迫使钢厂自建焦炉。这是因为高炉炼铁对焦炭质量要求越来越高,钢铁企业需要根据高炉炉容大小和原料条件,自主制定本企业焦炭的质量标准。另外,自建大型焦炭厂,可以实现采购和生产的规模经济。受钢铁企业自建焦炉的推动,钢铁联合企业焦炭产量占比快速提升。2010 年,钢铁联合企业生产焦炭 1.47 亿吨,占全国焦炭年产量的 38%,较 2003 年提升 5 个百分点。我们认为,钢铁联合企业焦炭产量占比提高,分割了焦炭市场,压缩了独立焦企的市场空间,降低了焦炭企业对下游大客户的议价能力。

图 11、分企业主体焦炭产量（单位：百万吨）

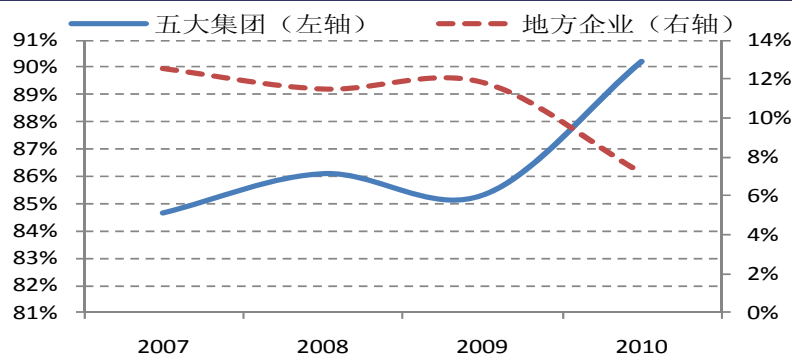


数据来源：兴业证券研究所

3) 结构之因 2: 焦煤集中度提升

山西煤炭整合后,焦煤产量从分散走向集中。数据表明,08 年资源整合完成后山西省地方企业焦煤产量占比已低于 8%,五大集团产量占比达 90%,其中焦煤集团占比为 67%。焦煤集中度提高将削弱焦炭企业的议价能力,整体上抬高焦企的采购成本,缺少焦煤稳定供应的独立焦炭企业盈利尤为艰难。

图 12、山西省企业炼焦精煤产量占比



数据来源：wind, 兴业证券研究所

注：五大集团指大同集团、焦煤集团、阳泉集团、潞安集团、晋煤集团。

3、焦炭行业：敢问路在何方

短期行业重回轨道、长期焦企必将分化。我们认为，短期内焦炭行业受益于焦炭产能增长受控和国内经济复苏，产能利用率持续提升，行业整体迎来平稳复苏；长期看，焦炭行业面临的严酷竞争结构难谈改善，上下游的挤压将迫使独立焦炭企业谋变，煤焦一体的企业或将成为最后的赢家。

1) 短期趋势：行业供需面逐渐改善

- 供给端政策调控效果初显——新建产能“准入”，落后产能“瘦身”

2004 年发改委颁布《焦炭行业准入条件》，成为焦炭企业申请焦炭项目必须执行的规定，一定程度上限制了产能快速扩张的步伐。2005 年 12 月国家发改委第一次发布了《产业结构调整指导目录》，其中明确规定了焦炭行业中鼓励、限制和必须淘汰的产能和设备，正式拉开包括焦炭在内的产业结构调整序幕，截止 2010 年，官方公布的数据显示我国已经累计淘汰落后产能 9340 万吨，一定程度上缓解了产能过剩的压力。

表 2、焦炭行业准入条件

焦炉工艺	炉型	技术要求	总产能要求
常规机焦炉	顶装焦炉	炭化室高度 ≥ 6.0 米； 容积 $\geq 38.5\text{m}^3$	产能 >100 万吨/年
	捣固焦炉	炭化室高度 ≥ 5.5 米； 捣固煤饼体积 $\geq 35\text{m}^3$	
半焦炭化炉	直立炭化炉	单炉产能 ≥ 7.5 万吨/年； 每组产能 ≥ 30 万吨/年	产能 >60 万吨/年
热回收焦炉		禁止新建	

资料来源：《焦炭行业准入条件（2008 年修订）》

表 3、落后产能淘汰数据

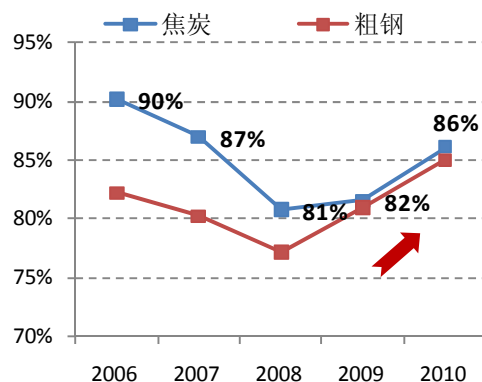
	淘汰时间	淘汰产能（万吨）	淘汰焦炉（座）
第一批	2007 年底	1076	99
第二批	2007 年底	815	76
第三批	2008 年底	3054	216
第四批	2009 年底	1809	284
第五批	2010 年底	2587	/
合计		9340	

资料来源：工信部、兴业证券研究所

- 需求端平稳恢复——经济走出低谷，焦炭市场迎复苏

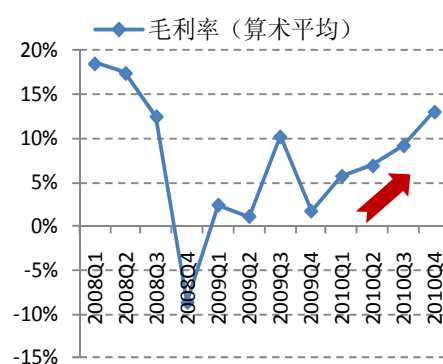
金融危机后，在国家 4 万亿投资拉动下，钢铁行业逐步复苏。2009 年和 2010 年生铁产量分别为 5.4 亿吨和 5.9 亿吨，分别增长 15%和 8%，受下游复苏的影响，焦炭产能利用率从 2008 年的 81%上升到 2010 年的 86%，毛利率逐季走高，焦炭行业重回盈利的轨道。

图 13、焦炭和粗钢产能利用率



资料来源：兴业证券研究所

图 14、焦炭上市公司毛利率



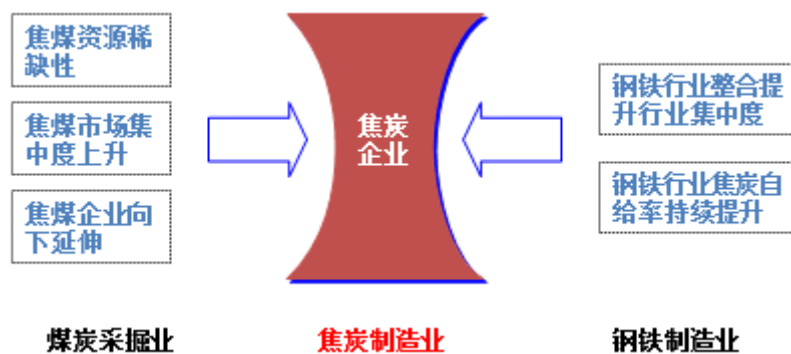
资料来源：兴业证券研究所

2) 长期趋势：焦炭企业内部必将分化

我们认为长期看，焦炭行业面临的严酷竞争结构暂难改善，上下游的挤压将迫使焦炭企业分化，独立焦炭厂前途渺茫，煤焦一体的企业或将成为最后的赢家。

- 竞争结构之殇——焦炭行业面临上下游的多重压力。从上游看，焦煤资源日益稀缺、焦煤市场集中度提升、焦煤企业向下延伸都将显著抬高焦炭企业的原料采购成本；从下游看，钢铁行业集中度提升、钢铁企业焦炭自给率持续提升必将挤压焦炭企业的盈利空间。

图 15、焦炭行业面临的上下游压力



数据来源：兴业证券研究所

- 分化：独立焦炭厂市场份额将进一步下降。2010 年，独立焦炭厂、煤焦联合企业、钢焦联合企业市场份额分别为 57%、5%、38%，其中独立焦炭企业市场份额相对 03 年已经下降 10 个百分点，我们认为这一趋势仍将延续。独立焦炭厂与钢焦联合企业相比，没有稳定的下游客户，在焦炭产能过剩的时首先受到冲击，而钢焦联合企业下游消费稳定且供应具有排他性，任何时候都能保持较高产能利用率；独立焦炭厂与煤焦联合企业相比，缺乏资源优势，在只能依靠成本领先获取竞争优势的行业，独立焦炭厂有被洗牌的风险。

表 4、焦炭企业分类

企业类型	市场份额（2010）	竞争优势	平均产能	企业性质
独立焦炭厂	57% 	/	50 万吨以下	民营为主
煤焦联合企业	5% 	资源优势	100 万吨	国企为主
钢焦联合企业	38% 	市场优势	300 万吨	国企为主

数据来源：兴业证券研究所

- **谋变：抢占焦煤资源。**我们认为，焦煤的稀缺性决定了占有焦煤资源是焦炭行业获取持续竞争力的唯一源泉。因此，独立焦炭厂只能通过持续提升焦煤自给率，在成本领先战略指引下成为赢家。我们以西南地区焦炭市场 2008-2009 年的变化为例，四川圣达（000835）产能利用率从 85% 大幅下降至 66%，而恒鼎实业（1393）始终保持焦炭满产状态。造成这一差异的根本原因在于四川圣达焦煤供给完全依赖市场采购，焦炭缺乏成本优势，其市场易于遭到竞争对手的挤占。

表 5、西南地区焦炭企业对比

公司名称	焦炭产能 (万吨)	焦煤资源	产能利用率		2009 年（单位：元）		
			2008 年	2009 年	吨焦价格	吨焦成本	吨焦毛利
四川圣达	100	无	85%	66%	1350	1153	197
恒鼎实业	690	完全自给	98%	99%	1234	499	735

数据来源：公司公告、兴业证券研究所

4、股票推荐

根据上述逻辑，我们推荐业绩复苏强劲的 ST 山焦和具备资源整合能力的宝泰隆。

● ST 山焦（600740）：焦炭龙头领跑行业复苏

焦企复苏关键看化产能力。ST 山焦主要产品焦炭产能为 360 万吨，副产品产能甲醇 20 万吨、尿素 13 万吨、煤焦油加工 30 万吨、粗苯加氢 10 万吨，化产能力突出。我们认为，随着公司焦炭产能利用率的提升，ST 山焦副产品生产装置有望满负荷运转，贡献公司大部分利润。2011 年一季度，ST 山焦扭亏为盈，净利润 8662 万元，预计公司 2011 年 EPS 为 0.7 元，PE 为 16 倍，相比同类焦炭上市公司具有较大估值优势。

另外，ST 山焦未来具备两个看点：焦炭行业整合和股东背景。

- 根据《山西省焦化产业调整和振兴规划》，2009 年至 2015 年，山西省焦炭产能将从 1.6 亿吨缩减为 1.2 亿吨，焦炭企业数从 227 家减至 60 家，全省前 10 位焦炭企业产能占比达到 60%。ST 山焦作为山西省最大的焦炭企业，将在产业集中度提升中首先受益。
- ST 山焦实际控制人山西焦煤集团是我国最大的炼焦煤生产企业，2010 年原煤产量超过 8000 万吨。我们认为对资源的控制已经成为焦炭企业竞争的焦点，ST 山焦的股东背景必将在资源争夺战中为其保驾护航！

● 宝泰隆（601011）：煤焦一体企业尤为稀缺

目前宝泰隆产能为焦煤 50 万吨、焦炭 158 万吨，焦煤自给率为 17%，是目前焦煤自给率最高的独立焦炭上市公司。宝泰隆作为黑龙江省初步确定的四大整合主体之一（其他三家为龙煤集团、中煤分公司、沈煤分公司），将进一步参与整合黑龙江的焦煤资源，预计 2015 年前公司焦煤产能规模达至 200 万吨。我们认为宝泰隆煤焦一体渐成气候，明显区别于其他独立焦化上市公司，在 A 股市场上具备一定的稀缺性，作为区域龙头值得市场长期关注。

表 6、估值对比（截止 2011 年 4 月 27 日）

公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
美锦能源	18.17	0.20	0.22	0.25	91	83	73
四川圣达	10.07	0.10	0.12	0.13	101	84	77
安泰集团	7.19	0.05	0.06	0.07	144	120	103
*ST 山焦	11.16	0.70	0.85	0.90	16	13	12
云维股份	9.78	0.44	0.47	0.59	22	21	17
宝泰隆	20.39	0.88	1.06	1.22	23	19	17

数据来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。