

焦炭期货上市 利好焦炭行业

焦炭期货上市点评

专题研究

报告特点:

- 介绍了焦炭期货的规格
- 分析了焦炭行业现状以及焦炭期货此时上市的目的
- 分析了可能受益于焦炭期货上市的公司

事件: 全球首个焦炭期货已获批, 将在 4 月 15 日于大商所上市。

当前, 焦炭行业受上下游强势行业挤压, 面临着产品价格及利润率波动大, 产能过剩, 毛利率低的窘境。

我们认为, 焦炭期货具有价格发现及套期保值的功能, 有利于减少焦炭价格波动, 并稳定相关行业利润率, 将利好焦炭行业。因为期货价格能反映远期供求关系, 焦炭企业可以据此合理安排生产。利用其保值功能, 焦炭、钢铁企业还能提前确定收入或锁定成本。长期来看, 将有利于推动焦炭行业的整合, 提高我国焦化行业在国际上的话语权。

我们在分析了焦炭生产企业的焦炭业务比例、一体化方式后, 我们认为, 焦炭业务占比高, 或煤焦一体化的企业受益于焦炭期货上市的程度可能更高。可以重点关注煤气化 (000968), 国际实业 (000159), 四川圣达 (000835) 及美锦能源 (000723)。

策略研究小组 鲍庆

投资咨询执业证书编号:

S0630511010013

联系信息:

021-50586660-8642

bq@longone.com.cn

日期

分析: 2011 年 04 月 09 日

正文目录

一、焦炭期货的规格	3
二、焦炭行业的现状	4
受上下游强势行业挤压，行业龙头呈现一体化趋势	4
产品价格与利润率波动大	4
毛利率降低，产能存在过剩	5
三、焦炭期货上市的目的	7
四、建议关注的相关上市公司	8

图表目录

图 1. 平顶山冶金焦价格，主焦煤价格与钢材综合价格指数走势对比	4
图 2. 炼焦业，炼铁业，及煤炭开采和洗选业的销售利润率对比	5
图 3. 机焦产量占焦炭产量比例	5
图 4. 焦炭生产企业个数与毛利率趋势对比	6
图 5. 冶金焦需求量与当月供给量对比	6
表 1. 焦炭期货合约规格	3
表 2. 焦炭相关的主要上市公司按焦炭业务毛利率排序	8
表 3. 重点关注公司	9

焦炭期货上市 利好焦炭行业

焦炭期货上市点评

一、焦炭期货的规格

焦炭期货合约已由中国证监会《关于同意大连商品交易所上市焦炭期货合约的批复》批准，将于 4 月 15 日于大商所上市。

国际上，焦炭基本上都是自给自足的形式，交易的规模相对较小，所以国际期货市场上也没有焦炭这一期货品种。而我国 2/3 的焦炭产能来自独立炼焦厂，焦炭交易活跃，对焦炭期货的需求也较强。因此，这将是世界上首创的焦炭期货合约。

表1. 焦炭期货合约规格

交易品种	冶金焦炭
交易单位	100 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 4%
合约月份	1-12 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00
最后交易日	合约月份第 10 个交易日
最后交割日	最后交易日后第 2 个交易日
交割等级	大连商品交易所焦炭交割质量标准
交割地点	大连商品交易所焦炭指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的 5%
交割方式	实物交割
交易代码	J
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大连商品交易所 东海证券研究所

大商所公布的焦炭期货合约规则如上表所示，从数量上看，每手 100 吨是目前我国商品期货中最大的，从合约价值来看，约 20 万元一手在商品期货中也较高。另外，交易细则规定，焦炭合约交易指令每次最大下单数量为 500 手。但大商所的其他商品期货合约交易指令每次最大下单数量为 1000 手或 2000 手。可见，焦炭期货合约的门槛较高，监管层在对其风险管理上较为谨慎。

二、焦炭行业的现状

受上下游强势行业挤压，行业龙头呈现一体化趋势

焦化厂的上游产品炼焦煤是稀缺煤种，销路不愁，焦煤生产企业对价格掌控能力较强，因此焦煤价格长期居高不下。同时，下游的钢铁厂拥有自有焦化厂，其产能约占全国焦炭产能的 1/3。钢铁企业在市场低迷时，会首先减少外部焦炭采购，以保证对自有焦化厂焦炭的消化。所以，下游需求减少带来的市场冲击将主要由独立焦化厂承担。可见，独立焦化厂处于一个上下游企业均较为强势的夹心层，缺乏对上下游议价的能力，只能被动承担上下游的价格波动风险。

为采取主动，焦炭行业的龙头企业都选择了产业链的纵向或横向一体化。焦炭产业的一体化包括三个方向：即“焦煤一体化”、“焦钢一体化”和“焦化一体化”。“焦煤一体化”是向上纵向一体化，从上游稳定焦化产业的资源基础；“焦钢（铁）一体化”是向下纵向一体化，减少下游需求风险；“焦化一体化”是横向一体化，同时生产焦炉气、煤焦油、焦化苯等副产品。

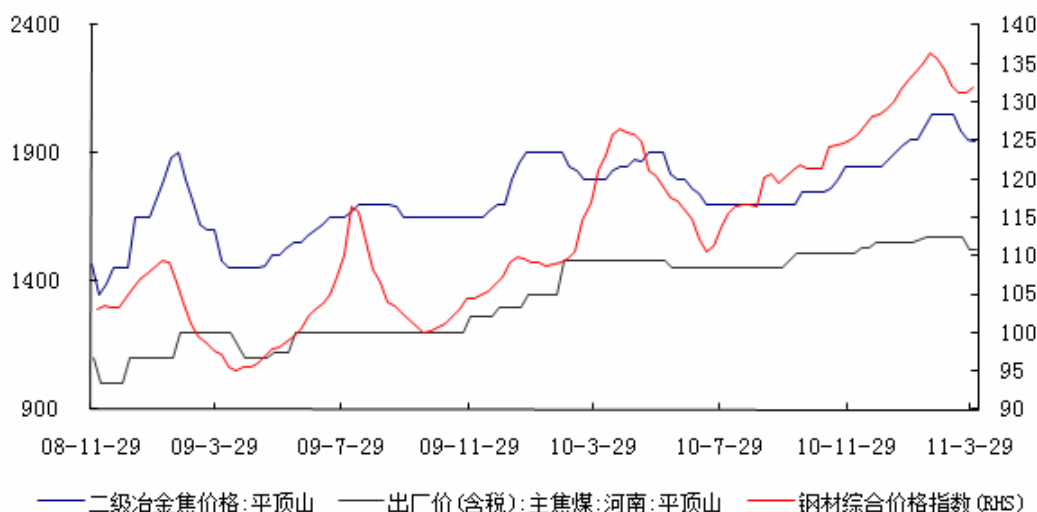
产品价格与利润率波动大

由图 1 可见，焦炭价格的波动较大。且基本与下游钢铁价格以及上游的焦煤价格波动一致。但波动较钢铁而言有一定的滞后性，波动幅度相对焦煤而言较大。这有以下原因：

首先，由于下游钢铁企业规模大，处强势地位，是独大的焦炭消费者。焦炭厂商有时宁愿赔钱也要维持客户关系，处于被动地位。所以，焦炭价格主要还是由下游钢铁价格决定。而钢铁行业为强周期行业，价格波动大，导致焦炭价格波动也比较剧烈。

其次，由于焦炉停炉后再启用的费用很高，不亚于重建的费用，因此不能轻易停炉。大部分企业在需求低迷的时候采取的是拉长生焦时间，而不是停炉。从这一生产特点来看，焦炭产业的应变调整能力存在瓶颈，生产能力不能轻易降低。本期的生产只能由上一期的价格决定，存在滞后性，不能及时反映市场需求变化。这也是造成价格波动大的原因之一。

图1. 平顶山冶金焦价格，主焦煤价格与钢材综合价格指数走势对比



资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

价格波动导致焦炭企业无法合理安排生产，供给与市场需求不一致，价格大幅波动，利润也受到影响。

反映到销售利润率上，如图 2 所示，炼焦行业利润率波动幅度大。相对而言，煤炭行业利润率一路升高且波动较小，作为下游行业的炼焦行业成本压力大。而炼铁行业利润率相比较为稳定。

图2. 炼焦业，炼铁业，及煤炭开采和洗选业的销售利润率对比

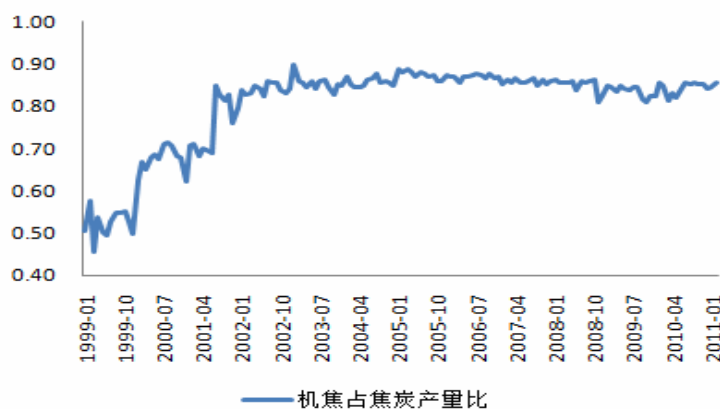


资料来源: Wind 资讯 东海证券研究所

毛利率降低，产能存在过剩

而且整个行业由于曾盲目扩张，尤其是高污染，高能耗，低效率的中小焦炉重复建设，导致了产能过剩的问题。虽然自 1995 年以来，机焦产量占比不断上升，但是近年来却呈现了波动或者倒退的趋势。如下图所示：

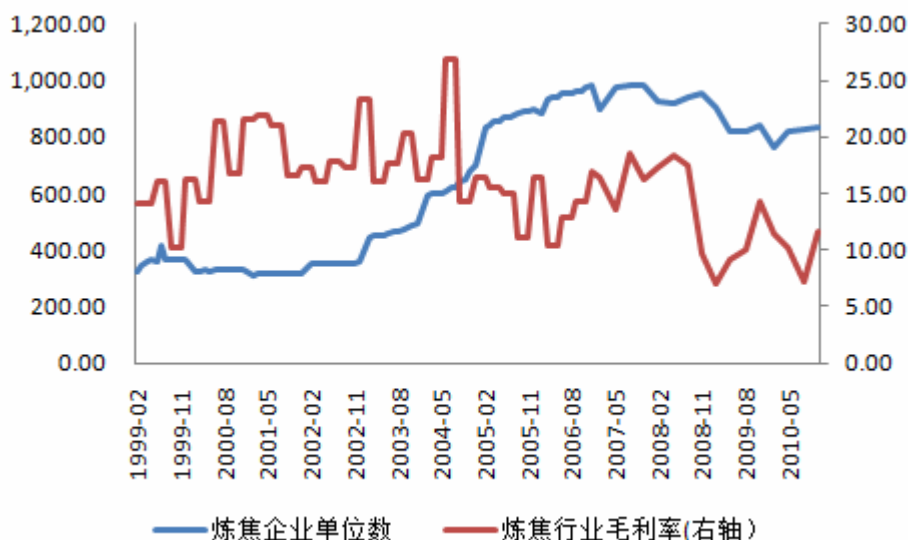
图3. 机焦产量占焦炭产量比例



资料来源: Wind 资讯 东海证券研究所

由下图可见，炼焦企业数不断增加，毛利率却是逐步下跌：

图4. 焦炭生产企业个数与毛利率趋势对比

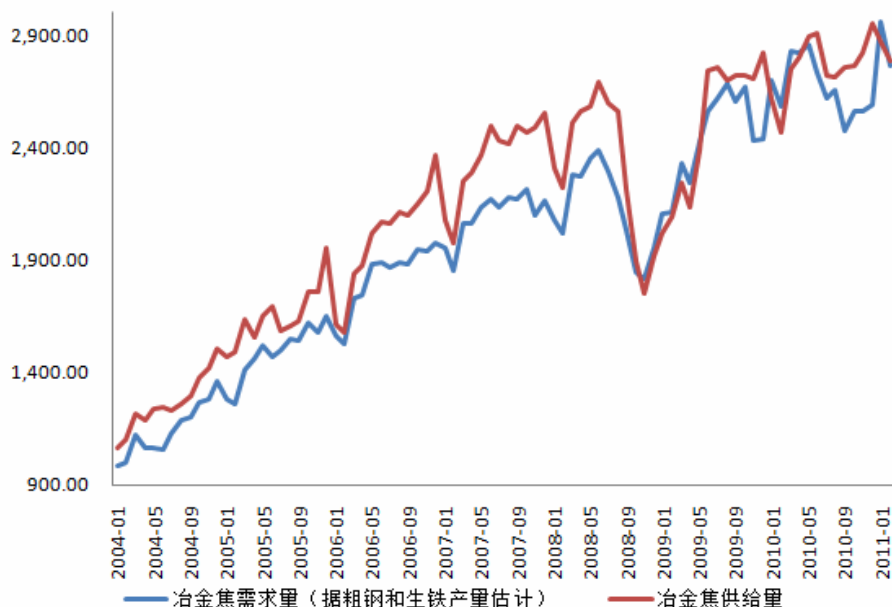


资料来源: Wind 资讯 东海证券研究所

虽然近年来国家推动行业整合重组, 焦炭企业数量有所下降, 但仍不断下跌的毛利率说明焦炭行业竞争日趋激烈, 产能已有过剩的可能。

下图所示, 按照估算, 供给在多数时间内仍超过需求。(需求上, 结合粗钢加生铁的产量, 按照焦钢比约为 0.4(吨钢消耗焦炭量), 以及 2/3 的冶金焦需向独立炼焦厂采购估计。供给上, 按冶金焦占焦炭总产量 90% 估算, 并考虑其中 4% 的出口。)

图5. 冶金焦需求量与当月供给量对比



资料来源: Wind 资讯 东海证券研究所

总之,独立焦化厂长期受制于上下游行业的强势地位,缺乏原料采购和产品销售议价能力,价格和销售利润率波动大,市场风险难以转移出去。而且由于行业自身盲目扩张,产能过剩,毛利率逐渐降低,让企业更难生存。

三、焦炭期货上市的目的

短期来看,第二季度一般而言是钢铁行业的需求旺季,焦炭价格较高。因此,选择在此时推出焦炭期货,有利于焦炭行业在高位进行套期保值,提高了期货推出初始阶段焦炭行业参与交易的积极性。

长期来看,焦炭期货上市有以下利好:

1、用权威的价格信号指导焦化企业合理生产

通过焦炭期货的价格发现功能可以反映焦炭远期供求关系,为企业提供权威的指示信号。传统的生产安排存在滞后性,而现在炼焦企业可以依据期货价格,制定科学的经营计划,合理安排生产。合理的供给可以改变焦炭产品长期供需不平衡的现状,有效的平稳焦炭产品的价格,最终使得利润率波动也得以降低。

2、为焦化企业及下游钢铁企业提供保值工具

焦炭企业可以利用期货的套期保值功能,提前确定收入,有效规避价格波动的风险,稳定利润率。

下游的钢铁冶炼企业的吨钢消耗焦炭比约为 0.4。粗略估计,焦炭成本已占钢坯成本的约 20%。焦炭价格波动大时,对钢铁冶炼企业利润影响较大。焦炭期货上市后,钢铁行业可以提前锁定成本,有助于钢铁价格和利润率的稳定。再通过向上游焦化行业的传导,最终也将降低焦炭价格波动的风险。

3、促进焦化行业的结构优化

相比于小规模的企业，具有一定规模、技术先进的企业拥有人力，财力，及管理优势，能更好地利用期货市场合理规划，主动应对市场变化，有效规避风险。这将使规模化的企业与其他企业的分化更加明显，符合国家推动行业整合的政策，可以促进整个行业的结构优化。

4、增强我国焦化行业的国际市场话语权

2009 年，全球焦炭产量 5.8 亿吨，其中我国焦炭产量总计 3.5 亿吨，占世界焦炭总产量的 60%，处于世界领先地位。但是由于国内焦化行业产能分散，企业规模较小，对外缺乏凝聚力，我国焦炭行业在国际市场上缺乏话语权，没有应有的影响力和优势谈判地位。据大商所总经理刘兴强分析，焦炭期货上市后，期货市场将整合国内外现货市场的信息资源，实现内外联动和相互融合，进一步增强我国焦炭价格的话语权。

四、建议关注的相关上市公司

如前所述，焦炭期货上市的套期保值及价格发现功能有助于减少焦炭及钢铁价格的波动，并稳定焦化及钢铁行业利润率，对这两个行业均是利好。

具体而言，我们认为，焦炭业务占比大的企业受益于焦炭期货上市的程度会更高，利润率的稳定对于其整体业绩的稳定和提升更为显著。同时，也要考虑到不同的一体化方式对其焦炭业务毛利率的影响，如表 2 所示：

表2. 焦炭相关的主要上市公司按焦炭业务毛利率排序

公司名称	公司代码	焦炭销售收入（万元）	焦炭占主营业务收入比	毛利率	一体化类型
国际实业	000159	373,244,420	49.97%	33.34%	煤-焦
煤气化	000968	2,088,338,916	59.26%	28.26%	煤-焦-化
四川圣达	000835	1,075,590,000	97.98%	11.30%	焦-化
美锦能源	000723	868,897,811	99.45%	7.44%	焦-化
*ST 黑化	600179	984,841,098	62.53%	6.92%	焦-化
*ST 山焦	600740	4,902,701,280	76.53%	6.51%	焦-化
宝泰隆	601011	1,528,757,504	66.77%	6.01%	焦-化
开滦股份	600997	8,378,449,616	55.28%	4.76%	煤-焦-化
安泰集团	600408	1,052,651,738	21.29%	0.99%	焦-生铁，焦-化

资料来源：Wind 资讯 东海证券研究所

从毛利率排序来看，总体而言，焦煤一体化的企业，如国际实业（000159），煤气化（000968），焦煤大部分能够自给，可以控制焦炭的成本，因此毛利率较高。其中开滦股份的煤产业主要以洗煤为主，自身焦煤产量不足以满足其焦炭生产，仍然依赖上游焦煤供应，所以同为煤焦化一体化企业，但毛利率要低很多。而焦化一体化的企业也都能将毛利率控制在 7% 左右，其中四川圣达（000835）凭借较好的成本控制，可以达到 11.3%，尤为突出。但是，焦铁一体化的企业被上下游挤压的特点更加明显，上游又多了铁矿石这一被垄断的原材料，而生铁下游仍是波动剧烈的钢铁行业，因此利润率较低，如安泰集团（600408），只有 0.99%。

总之，焦煤一体化的企业控制了上游稀缺的焦煤资源，因此我们最看好其焦炭业务高利润率的稳定性，焦炭期货的上市可以帮助他们进一步巩固这一优势。

综上所述，我们认为可以重点关注煤气化（000968），国际实业（000159），四川圣达（000835）及美锦能源（000723）。

表3. 重点关注公司

四川圣达（000835）

公司是一家从事原煤采选、焦炭及其系列产品、焦炭贸易的公司，主营焦炭及其系列产品的生产、销售；公司在区域内属于焦化行业龙头，拥有相对垄断的地位，市场相对封闭为其带来一定的议价空间。采取了适度灵活的经营策略，严抓成本控制，使生产运行状况基本保持了平稳。2010年，公司取得了相对焦化行业内其他企业较优的经营业绩。同时，公司正积极考虑向上游延伸，进入焦煤开采领域，正在酝酿建设焦煤供应基地。目标是将自己打造成为煤焦一体化的资源型企业。

煤气化（000968）

公司是一个集采煤、洗煤、炼焦、造气、煤化工生产与销售为一体的大型煤炭综合加工利用企业。在建矿龙泉煤矿是公司提升产能规模和效益增长的重要项目。设计储量5亿吨，可采储量3.38 亿吨，规划产能500 万吨，煤质为肥煤和焦煤，预计将于2012年第三季度投产。同时，公司规划到 2013 年，焦炭产能将由目前的170万吨增加到440万吨。

山西省国资委正与其大股东中煤能源协商，推动其与晋煤的整合项目，可以持续关注。

美锦能源（000723）

公司主要经营为：焦化厂生产、煤矿、煤层气的开发、投资、批发零售焦炭。母公司美锦集团尚拥有 200 万吨焦炭产能，并承诺未来将上述资产通过定向增发注入上市公司，届时公司将成为我国最大的独立焦化上市公司。公司已公告，受益于第四季度焦炭价格回升，2010 年度已扭亏为盈。

国际实业（000159）

公司依托新疆丰富优质的煤炭资源，确立了以煤焦化产业为核心的企业发展战略。公司的煤炭品种齐全，稳定的焦煤供应也为公司焦化产业的发展奠定了基础。2010年完成了重组煤焦化公司及收购中油化工的重大资产重组事项，看好未来公司在石油石化行业的发展。

作者简介

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所
中国 北京 100089
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100

上海 东海证券研究所
中国 上海 200122
世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8621) 50586660
传真: (8621) 50819897