



## 焦炭行业分析

## 看好下游需求,价格上涨可期

### 徐润

毕业于复旦大学, 获经济学硕士学位

电话: 025-66605259

邮箱: xurunxu@gmail.com

### 一、投资要点

**1、宏观经济预期:** 制造业 PMI 指数 3 月反弹至 53.4, 略低于市场预期; 同时, 受国家调控, 固定资产投资增速稳中有降; 工业增加值 1-2 月同比增长 14.1%, 自 10 年 2 月以来呈下降趋势, 而 2 月增长速度为 14.9%, 是 10 年 6 月以来的新高, 预计三月份将有所回落。

**2、流动性:** 3 月 M2 达到 73.61 万亿, 总额庞大, 流动性宽裕。受此影响, CPI 攀升至接近 5% 左右的高位, 央行更是因此进入加息周期。然而货币政策有时滞性, 且货币总量过于庞大, 预计中期流动性宽裕的现状并不会发生改变。

**3、库存情况:** 冶金煤库存平稳增长, 而每年 4-6 月处于库存平稳时期, 我们认为近期库存将不会有大幅变化。

**4、产量情况:** 10 年, 受经济复苏影响, 下游需求增加, 我国煤炭产量保持了较高的增速。国家安监总局数据: 2010 年全国原煤产量 34.13 亿吨, 同比增长 11.91%; 国家统计局数据: 2010 年全国原煤产量 32.40 亿吨, 同比增长 8.90%。11 年我们预计增长速度会有所回落, 但整体产量仍将处于高位。

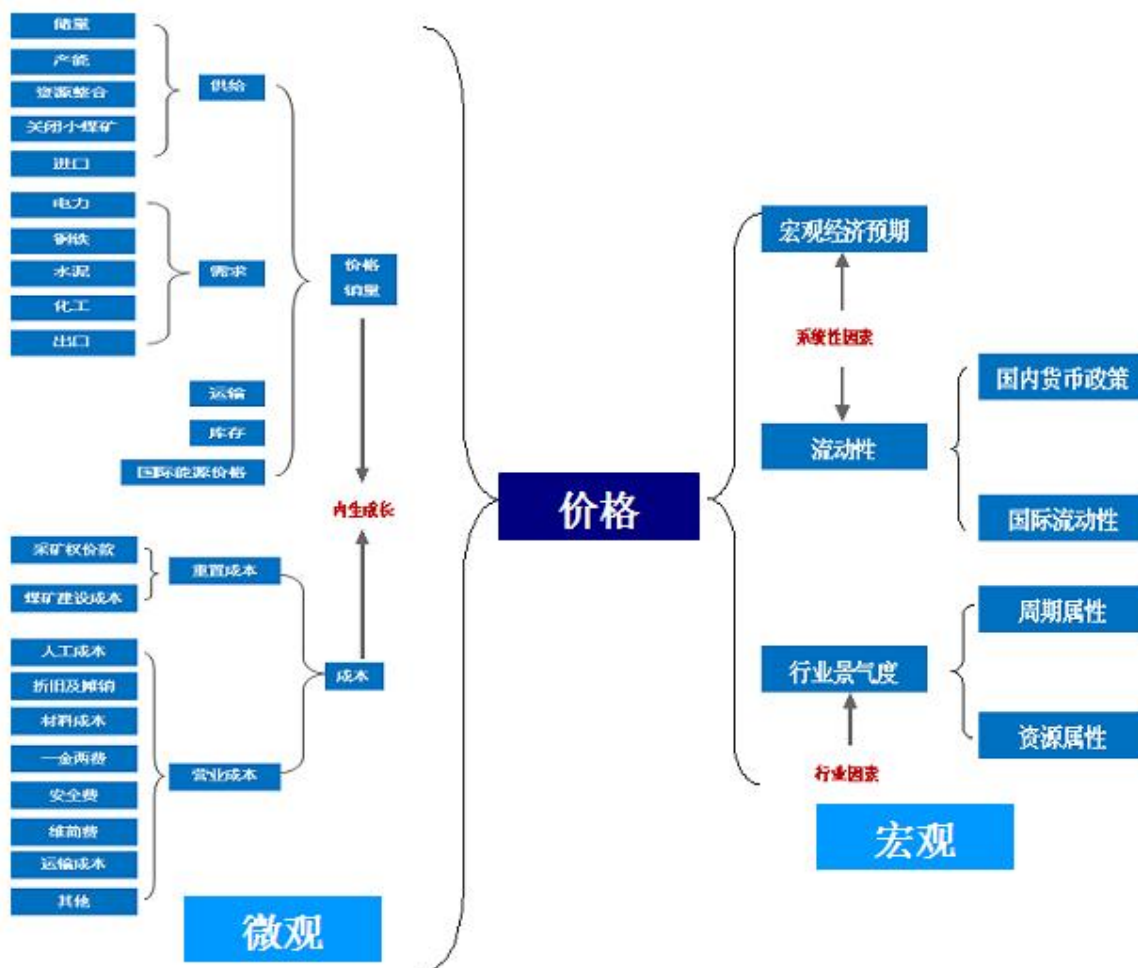
**5、下游需求:** 生铁产量自 2006 年开始增长速度逐渐放缓, 到 2008 年底到达最低点。2009 年随着房地产行业的复苏, 生铁行业产量开始复苏, 增长速度显著提高, 至 10 年增长速度再度放缓, 恢复平稳增长趋势。整体来看, 扣除 2008、2009 两年的金融危机的影响, 生铁产量增长速度文中有降。

**6、进出口:** 2010 年, 我国煤炭净进口煤炭 14580 万吨; 相比 2009 年净进口煤炭 10344 万吨, 增长 40.96%。其中, 冶金煤进口 4727.0 万吨, 相比 2009 年 3449.4 增长 37.04%。受日本灾后重建、澳大利亚洪灾等供需双方面因素所导致的价格高位盘整, 因此, 我们预计 11 年整体煤炭进口增长速度将显著放缓。

**7、我们的观点:** 焦炭一季度价格同比 10 年小幅上涨, 预计受上游焦煤价格成本推动、及下游钢铁行业需求增加的双重影响, 焦炭价格具有上涨动力。目前, 焦炭的毛利率几乎为零, 大量中小型高能耗煤矿的存在, 导致了产能严重过剩, 并压低了焦炭价格。我们预计未来随着山西省加大煤炭行业整合力度, 行业将走出低谷, 价格将有所提升。

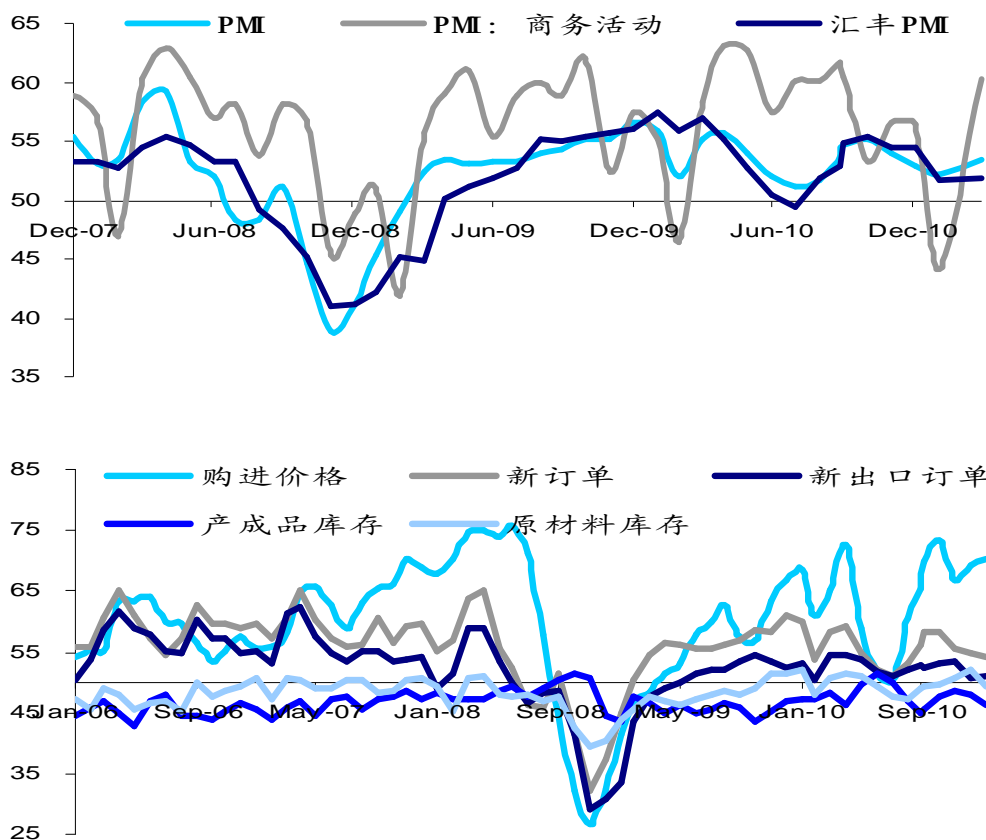
## 二、宏观经济预期

宏观经济预期主要体现在制造业数据和固定资产投资方面，我们主要选择 PMI、工业增加值、固定资产投资。



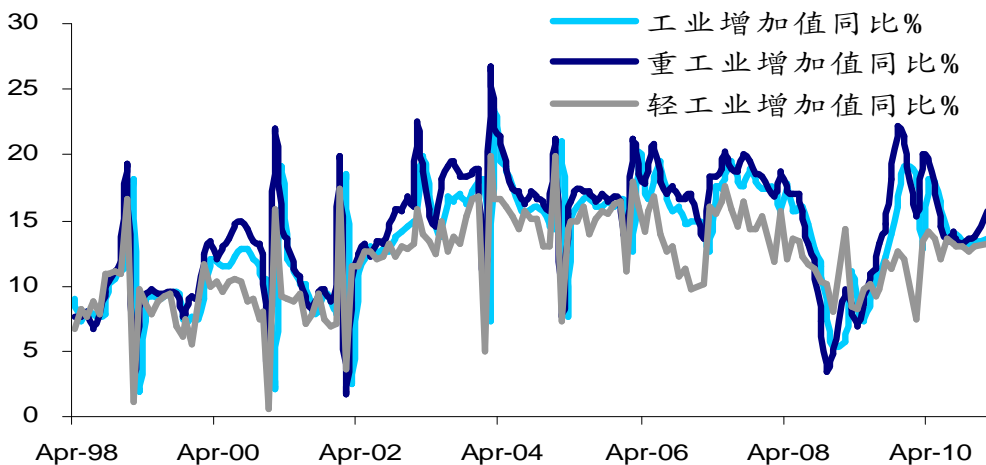
### PMI

11年1月PMI指数为52.90%，2月PMI指数为52.20%，3月份PMI指数为53.4%。整体数据保持在50%之上，但3月份作为PMI的传统指数复苏月份，上升的速度却低于预期。同时，新订单指数放方面1、2、3月分别为54.90%、54.30%和55.2%，整体需求上升低于预期，说明目前市场需求较为疲软。1、2、3月原材料库存指数分别为52.00%、49.50%、51.6%，，原材料库存指数曾在2月份下滑至50%以下，3月份有所反弹，但反弹力度较弱，低于1月份的库存值。我们认为由于下游需求较为清淡，厂商补库存依然不是十分强烈，导致对原材料的需求较低。



### 工业增加值

11年1-2月工业增加值累计同比14.10%，自10年2月以来总体呈下滑趋势，但仍保持较高的增速。其中，1月份、2月份的工业增加值分别同比增长13.6%、14.9%，2月份的数值为10年6月份以来的最高值，但是，由于3月份PMI指数回升弱于预期，我们预期3月份的工业增加值同比增长速度较2月份会有所回落。





### 固定资产投资

11年1月、2月固定资产投资完成额累计值同比分别为24.50%和24.90%，近7个月来投资增速基本变化不大，增速有明显回落，处于05年以来的较低水平；另一方面，今年作为“十二五”的开局年，大量项目会陆续上马，同时国家计划今年开工保障房1000万套，预计仅保障房项目将拉动投资1.3万亿。因此，我们预计今年的固定资产投资仍会保持较高的增速，但增速大幅提高已不可能。



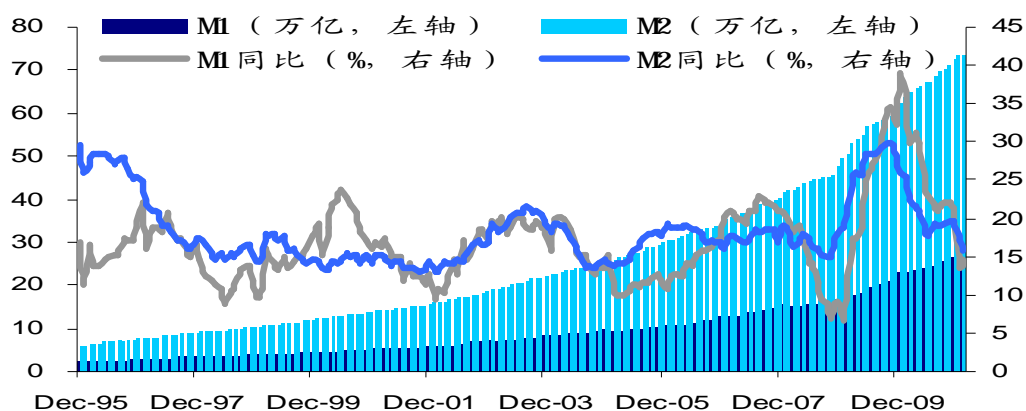


### 三、流动性分析

流动性宽裕已经是不争的事实，3月份M2已经达到73.61万亿，虽然同比增长速度放缓至15.7%，但2007年3月时M2仅36.41万亿。整体流动性扩张十分明显。同时，受货币总量的影响，CPI自10年10月份达到4.4%并维持高位，此举更是迫使央行紧缩货币并进入加息周期，然而由于总额过大，加上货币政策的时滞性，中期流动性宽松的情况不会改变。

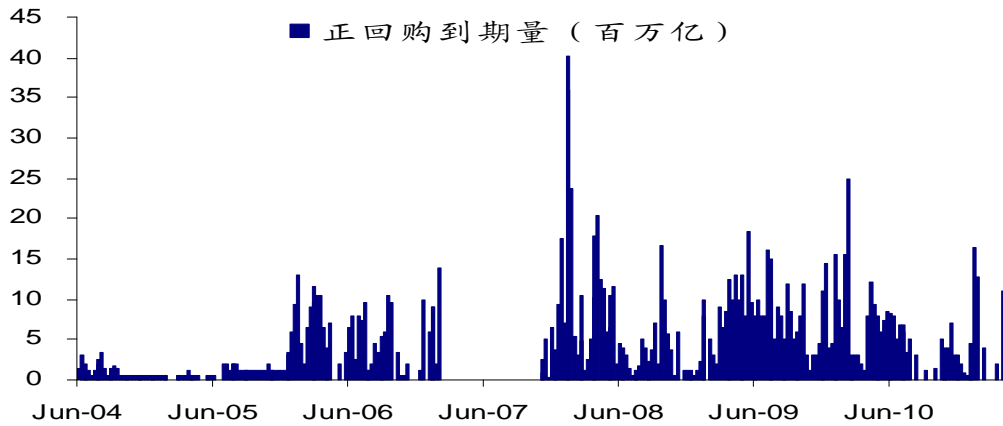
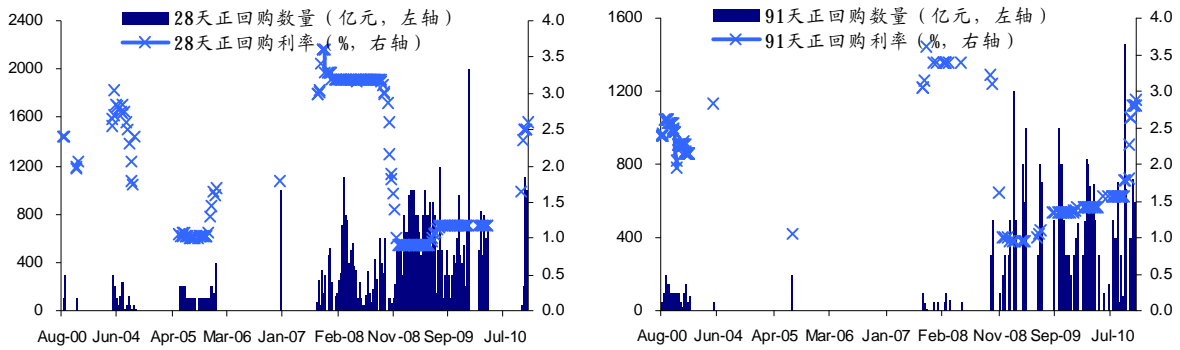
#### 货币总量

从货币供应来看，仍然较为宽松。尽管2月M2增速连续第二个月放缓至15.7%，增长速度持续放缓；但此时的M2余额已经是2007年底的1.82倍，年复合增长率高达22%。总的来说，M2增长速度放缓是在总额过度扩张下的必然措施。



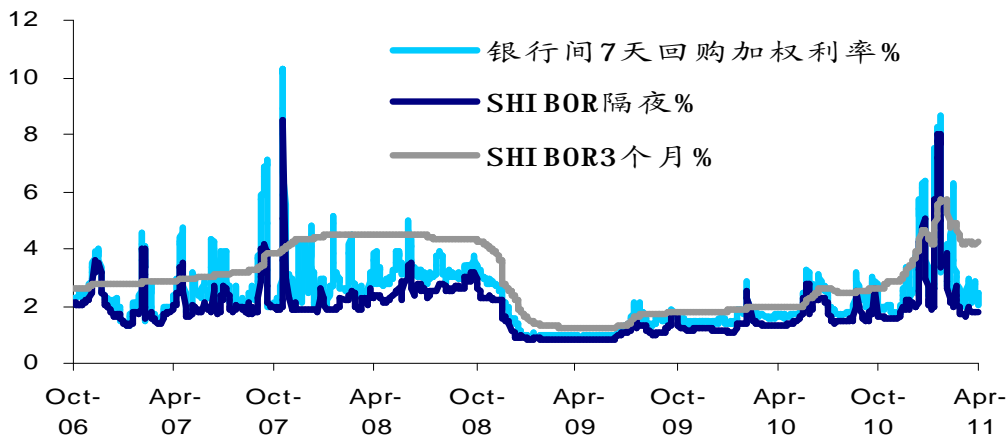
#### 货币供应

本周央行回笼资金2050亿元，其中包括1400亿元28日正回购以及650亿元1年期央票，而本周到期数量为1180亿元，至此，央行实现第五周的资金净回笼。自2011年以来，央行已进行正回购8420亿元，而到期量为6290亿元，净回购2130亿元。整体来说，公开市场业务对货币流动性的影响不大。同时，央行2011年已3次上调存款准备金率，大型银行的准备金率达到20%，至此，央行已连续九次上调存款准备金率。



### 货币价格

在货币总量过大的情况下，动用总量控制工具很难显现效果，CPI的攀升就是例证。因此，央行不得不动用价格工具，2011年央行已两次上调存贷款利率。但从市场来看，整理资金仍然以宽裕为主，SHIBOR利率就是例证。4月份截止目前，SHIBOR隔夜利率在1.77%左右，一周利率在2.0%-2.7%波动，三月期利率在4.1%-4.4%波动；排除年初的突然攀高，利率仍在正常值波动，而隔夜利率与07年相比略有下降。整体来看，资金成本仍较低。





### 四、库存分析

从库存数据来看，近期库存总量较去年下半年已有所回落，但仍处于高位。而从历史来看 4-6 月库存波动较小，我们认为 2 季度库存不会有太大变化。

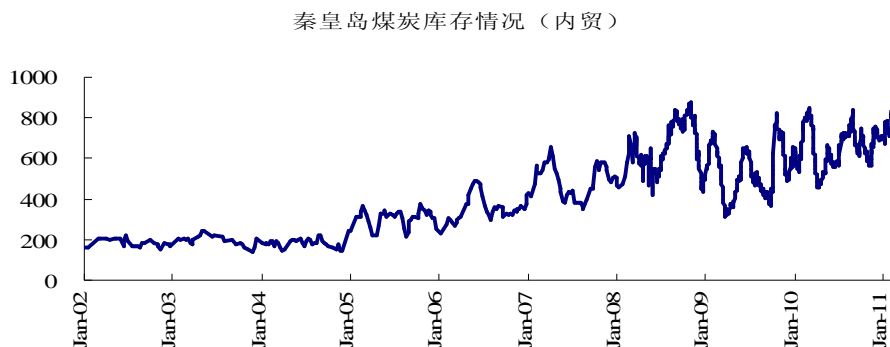
#### 煤矿库存

陕西省煤矿库存仍处于高位，但已连续 5 个月回落，目前的库存接近 10 年的高位水平。数据方面，库存于 2010 年 10 月达到高点 1587.2 万吨，近 5 个月总体上逐步回落。截至 3 月 29 日，山西省煤矿库存为 1475.29 万吨，较去年 10 月末的高点下降了 7.06%。

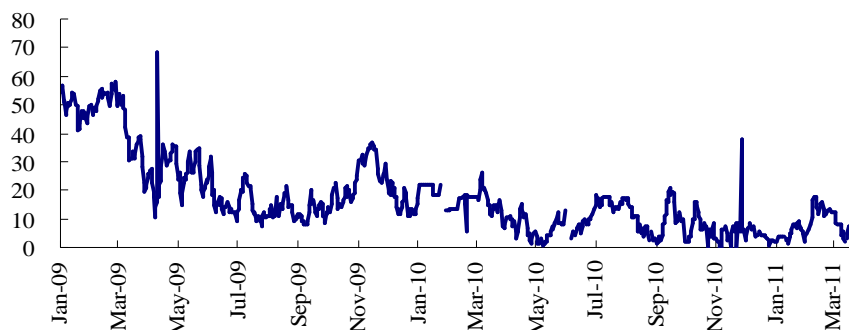


#### 港口库存

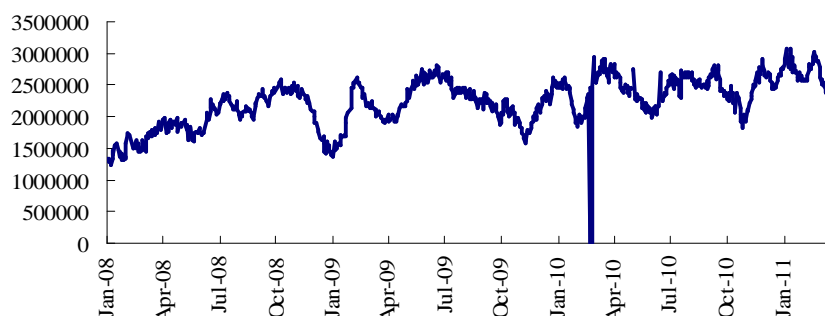
秦皇岛港库存仍处高位，近一个月小幅回落，属于正常波动。截至 3 月 28 日，秦皇岛煤炭库存量为 745.39 万吨，较之前 3 月 3 日的高点 852.04 万吨，下降了 13%。未来预计随着大秦线开始检修，库存会进一步回落。广州港库存近一个多月明显回落，位于较低水平。截至 3 月 28 日，广州港煤炭库存量为 215.99 万吨，较之前 2 月 19 日高点 302.45 万吨，下降了 28.58%，预计未来会进入补库存阶段。



秦皇岛煤炭库存情况（外贸）

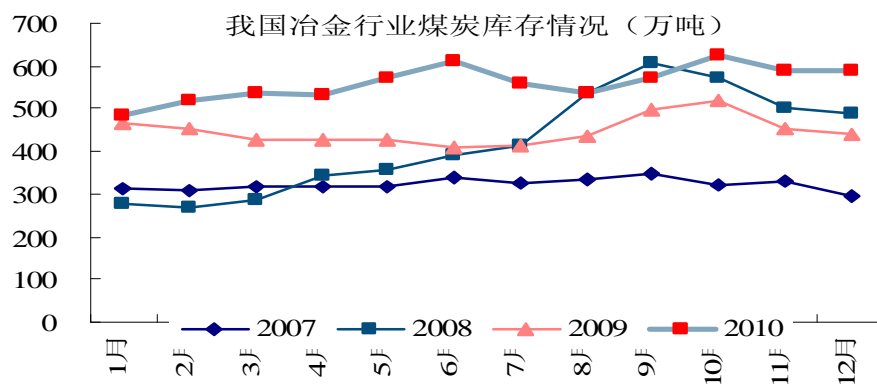


广州港煤炭库存情况（吨）



### 冶金库存

从冶金行业的库存来看，4-6月份库存变化不大，而7-9月份为明显的补库存期，9月份以后至来年4月份则是库存消耗和补库存的变动期，因此，我们预期2季度库存变化不大。



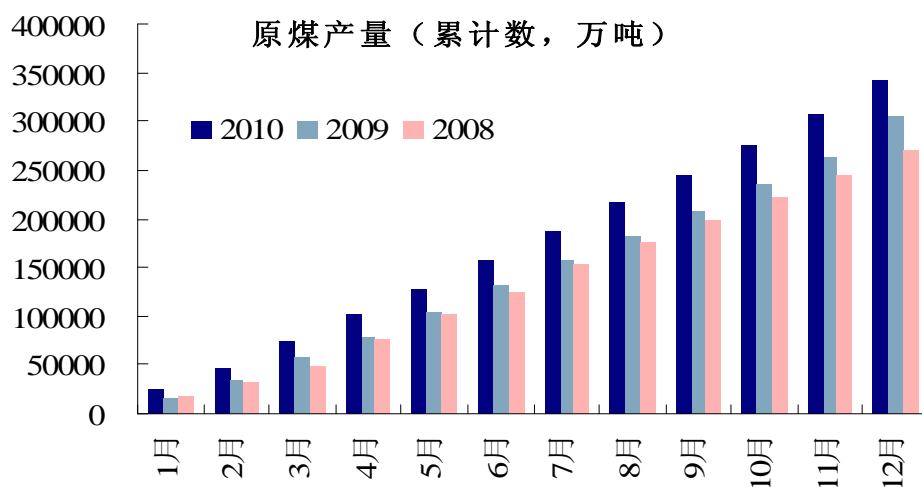
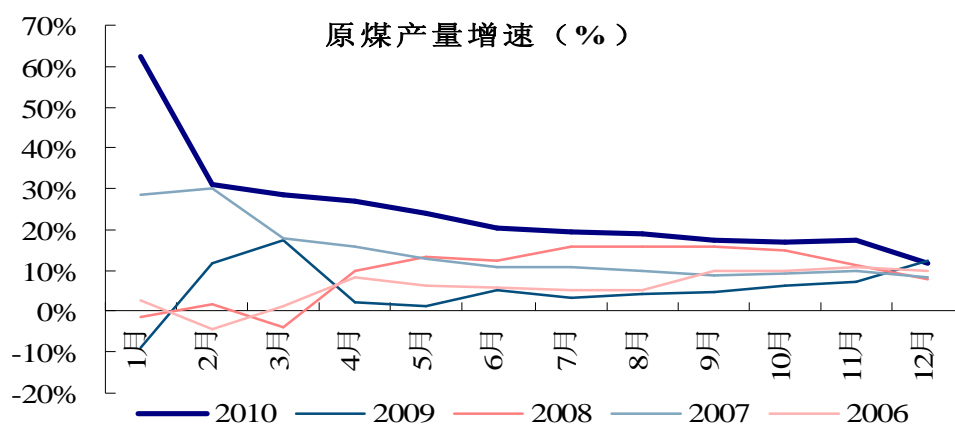




## 五、煤炭产量

10年，受经济复苏影响，下游需求增加，我国煤炭产量保持了较高的增速。国家安监总局数据：2010年全国原煤产量34.13亿吨，同比增长11.91%；国家统计局数据：2010年全国原煤产量32.40亿吨，同比增长8.90%。

由于11年经济增长速度下降是大概率事件，因此我们预计产量增长速度全年有所下降。国家统计局数据：2011年1-2月全国原煤产量5.16亿吨，同比增长13.51%，增长速度与2010年12月持平，较去年平均增长速度有小幅回落，但整体仍然处于高位。

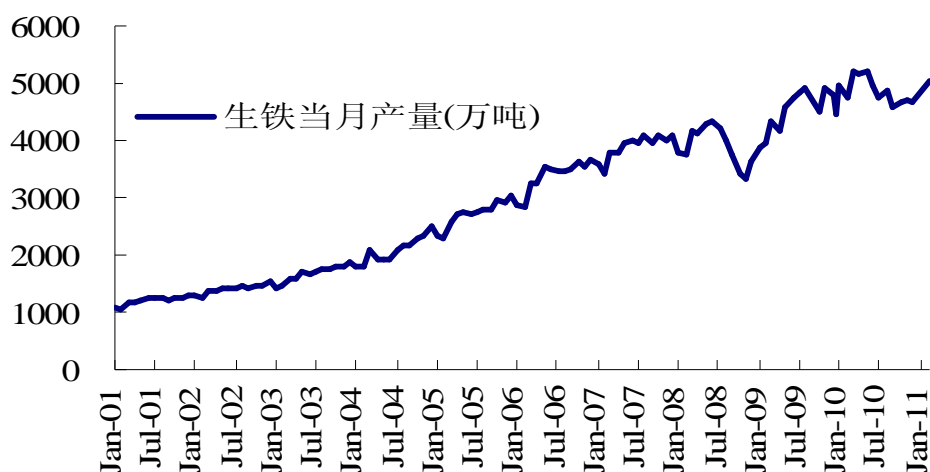


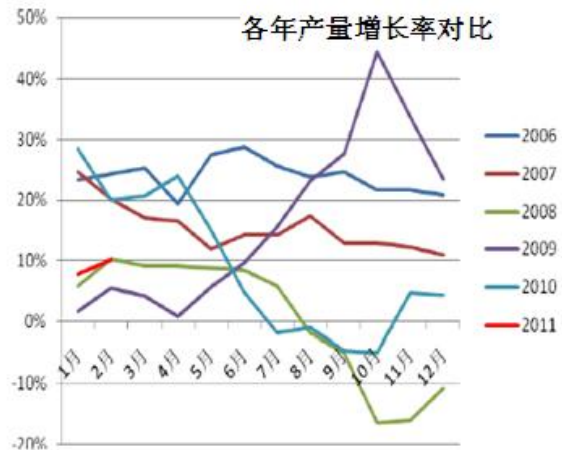
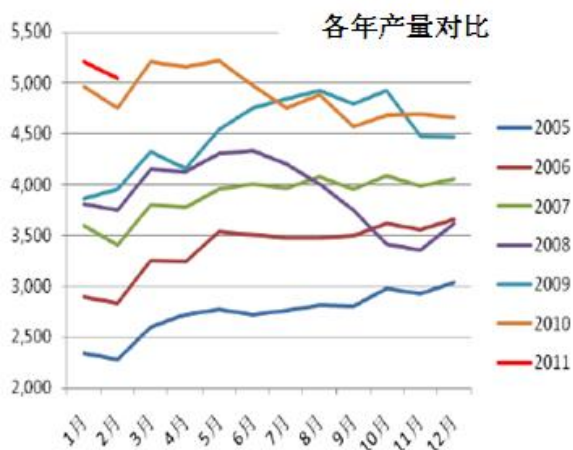
## 六、下游钢铁需求分析

生铁产量自 2006 年开始增长速度逐渐放缓，到 2008 年底到达最低点。2009 年随着房地产行业的复苏，生铁行业产量开始复苏，增长速度显著提高，至 10 年增长速度再度放缓，恢复平稳增长趋势。整体来看，扣除 2008、2009 两年的金融危机的影响，生铁产量增长速度稳中有降。

2010 年，全国生铁产量为 59021.8 万吨，同比增长 7.42%；2011 年 1-2 月，全国生铁产量为 10267.62 万吨，同比增长 8.92% ；

总体来看，今年前 2 个月生铁产量保持了较高的增长速度。从图 21 中历史数据可以看出，从 3 月份起，钢铁行业将逐步进入旺季，考虑到日本灾后重建对建材的需求、以及国内 1000 万套保障房将陆续开工，预计未来几个月的生铁产量预计将逐步增加。



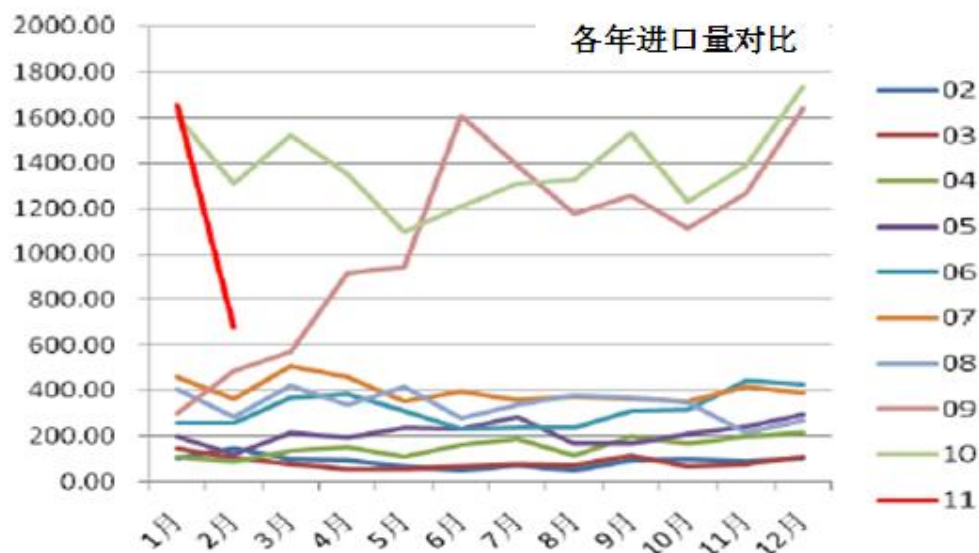


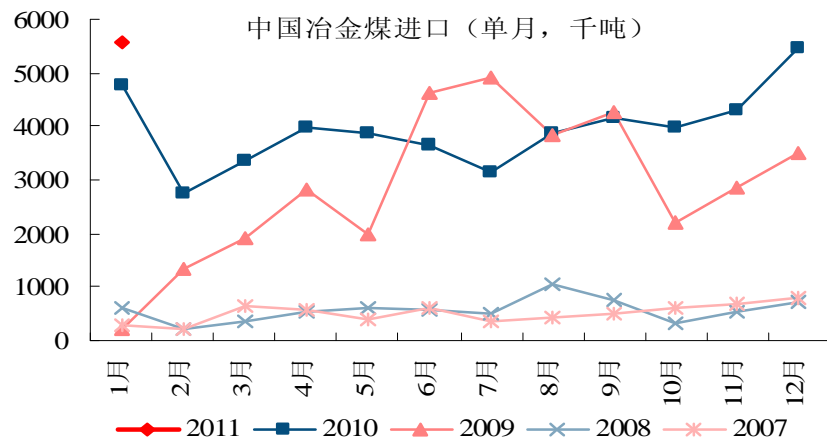
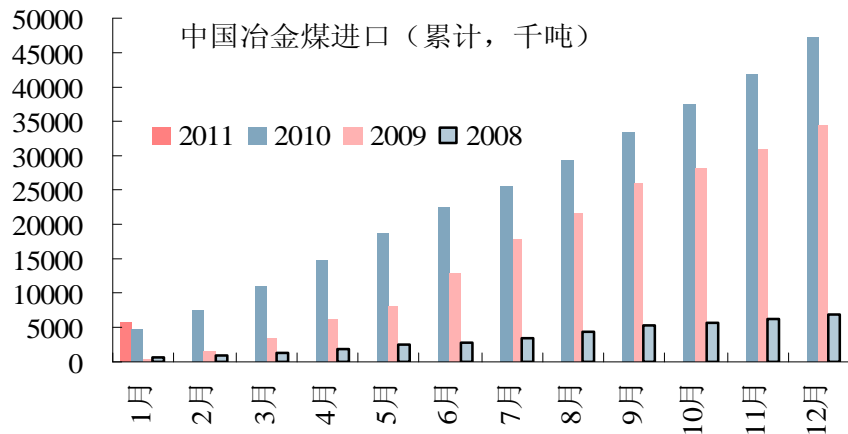
## 七、进出口分析

2010年，我国煤炭产量16483.31万吨，同比增长30.99%；出口煤炭1903.04万吨，同比下降15.03%；净进口煤炭14580万吨；相比2009年净进口煤炭10344万吨，增长40.96%。其中，冶金煤进口4727.0万吨，相比2009年3449.4增长37.04%。

2011年1-2月，我国进口煤炭2332万吨，同比下降20.11%；出口煤炭319万吨，同比下降7.27%；前两个月净进口2013万吨，同比下降21.83%，其中2月份下降尤为明显。我们认为，下降的主要原因是澳大利亚洪灾导致国际煤炭供给偏紧，并致使国际煤炭价格上涨，使得国内企业进口需求减弱。

我们预期今年煤炭进口仍将保持高位，但受日本灾后重建、澳大利亚洪灾等供需两方面因素所导致的价格高位盘整，整体煤炭进口增长速度将显著放缓。





## 八、价格回顾及预测

焦炭一季度价格同比 10 年小幅上涨，预计受上游焦煤价格成本推动、及下游钢铁行业需求增加的双重影响，焦炭价格具有上涨动力，但同时供给过剩对价格的上涨形成了制约。因此，预计今年山西省行业整合力度的会较大，这会对焦炭价格构成较强支撑。

地区	煤种及价格类型 (元/吨)	11年1-3月均价	10年1-3月均价	同比
太原	太原地区二级冶金焦出厂价	1805.00	1744.17	3.49%
上海	上海地区二级冶金焦出厂	2061.67	1934.17	6.59%
天津港	天津港一级冶金焦平仓价	2121.67	1994.17	6.39%

焦炭也是山西省的支柱产业。山西省的两大支柱产业中，煤炭行业自 09 年起已经开展了大规模的整合；而另一支柱产业——焦炭的产能占全国的三分之一以上，但目前焦炭产量严重过剩，开工率就是很好的例证。近两年开工率均在 50% 左右（09 年开工率为不足 50%，10 年为 52%），整合兼并已经不得不被提上日程；

山西省于 2009 年发布了《山西省焦化产业调整和振兴规划》，但到目前为止，执行情况并不很理想。规划上提出：“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”。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 年底完成该规划目标，行业整合应该会被立刻提上日程；

山西省大量的落后焦炭产能，为行业整合提供了巨大空间。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。

目前，焦炭的毛利率几乎为零，大量中小型高能耗煤矿的存在，导致了产能严重过剩，并压低了焦炭价格。同时也使得行业整体开工率较低。我们预计未来随着山西省加大煤炭行业整合力度，行业将走出低谷，价格将有所提升。



本报告提供的有关期市/股市的投资策略及分析报告等信息仅供参考，期市/股市有风险，入市须谨慎！本公司不对因本报告资料全部或部分内容产生的或因依赖该资料而引致的任何损失承担任何责任！投资者应仔细审阅相关金融产品的合同文件等以了解其风险因素，或寻求专业的投资顾问的建议。

本报告所载的资料于刊载日期属恰当充分，您在阅读时资料的准确性或完整性已发生变化。本报告刊登的所有资料可予以更改或修订而毋须事前通知，尽管昊恩投资并不承诺定期更新本报告内容。公司并不对第三者所提供之有关资料的准确性、充足性或完整性作出任何保证，公司或其股东及雇员概不对于本报告期内第三者所提供之资料的任何错误或遗漏负任何法律责任！