

## 背靠大树好乘凉

### ——ST 马龙(600792)公司投资价值分析

#### 核心观点

近日 ST 马龙发布重组草案：马龙产业向云天化集团出售全部资产及负债，同时向昆钢控股发行 27,400 万股股份，总价值为 21.75 亿元，昆钢控股以其持有的昆钢煤焦化 100% 股权（评估值为 19.98 亿元）进行认购，发行股份价值与上述股权价值之间的差额昆钢控股以现金（金额为 1.77 亿元）进行补足。

1、**昆钢控股成为大股东。**交易完成后，总股本升至 4 亿股，昆钢控股持有马龙产业 2.74 亿股，占总股本比例为 68.46%；云天化集团持有马龙产业 0.66 亿股，占总股本比例为 16.56%。

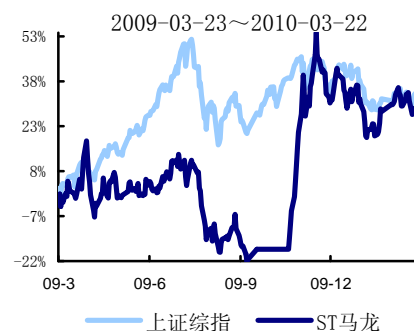
2、**昆钢煤焦化是云南第二大煤化企业。**公司是昆明钢铁 100% 持股的子公司，下属安宁分公司、焦化制气、师宗焦化、燃气工程等四个子公司。现有年产焦炭 280 万吨、煤气 11.5 亿立方米、15 万吨煤焦油深加工和 5 万吨苯加氢深加工的生产能力。

3、**公司盈利能力好于行业平均。**本次交易后上市公司 09、2010 年备考净利润为 1.388 亿元、1.68 亿元，EPS 为 0.35 元、0.42 元。若后期师宗县瓦鲁、大舍、金山和五一煤矿共计 72 万吨煤矿注入上市公司，EPS 可增加 0.14 元左右，对应 2010 年 PE23 倍，处于行业较低的水平。

4、**销售渠道稳定、未来发展空间巨大。**公司 08、09 年焦炭产量 98.43、73.98% 以上销往母公司昆钢，占总销售收入的 54% 和 82%，稳定的销售客户保障了公司在行业低谷期受到冲击较小；本次重组完成并将四个煤矿注入后，昆钢煤焦化将形成煤、焦、化上下游产业链一体化；**昆钢控股规划在富源县建设 500 万吨/年选煤厂、260 万吨/年焦化厂、35 万千瓦中煤及煤矸石发电机组、30 万吨特种炉料（铁合金）、100 万吨煤化产品深加工项目、整合 5 亿吨煤炭资源等项目**，并承诺相关行业项目将由公司实施，相对于公司目前的生产规模，未来的发展空间无疑充满想象。

5、**盈利预测及评级。**预计 2010、2011 年 EPS0.42 元、0.55 元，对应 3 月 24 日收盘价 12.7 元，PE 为 28 倍、23 倍。若考虑后期注入煤矿，预计 EPS 为 0.56 元、0.69 元，对应 PE 为 23 倍、18 倍，低于焦化行业平均估值。考虑到公司产销的确定性，以及昆钢控股富源项目可为公司带来跨越式发展机遇，首次给予公司“短期\_推荐，长期\_A”的投资评级。

#### 股价走势图



#### 基础数据

总股本(万股)	12622.50
流通A股(万股)	12622.50
52周内股价区间(元)	6.99-14.41
总市值(亿元)	15.61
总资产(亿元)	9.92
每股净资产(元)	-1.92
目标价	6个月
	12个月

#### 相关报告

#### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(万)	487,605	467,600	588,732	717,962
同比增速(%)		-4%	26%	22%
净利润(万)	3,261	13,880	16,828	21,931
同比增速(%)		326%	21%	30%
EPS(元)	0.08	0.35	0.42	0.55
P/E	159	36	30	23

#### 研究员：伍颖

电话：010-84183135

Email: wuyin@guodu.com

执业证书编号：S0940208060099

#### 联系人：刘斐

电话：010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 正文目录

一、	交易方案 .....	3
二、	盈利能力、估值水平好于行业平均 .....	3
三、	昆钢煤焦化简介 .....	4
1、	昆钢控股 .....	4
2、	昆明煤焦化 .....	5
2.1	安宁分公司 .....	6
2.2	焦化制气 .....	6
2.3	燃气工程 .....	6
2.4	师宗焦化 .....	6
2.5	师宗县煤矿 .....	6
四、	公司竞争优势 .....	7
1、	稳定的销售渠道 .....	7
2、	产业链条拓展至“煤-焦-化” .....	7
3、	昆钢富源项目提升公司发展想象空间 .....	8
4、	区位优势 .....	8
五、	昆钢煤焦化盈利分析 .....	8
1、	产能利用率稳定，产量持续增长 .....	9
2、	产品价格走出低谷 .....	9
3、	原料煤价格小幅反弹 .....	10
4、	盈利预测 .....	11
六、	投资风险 .....	12

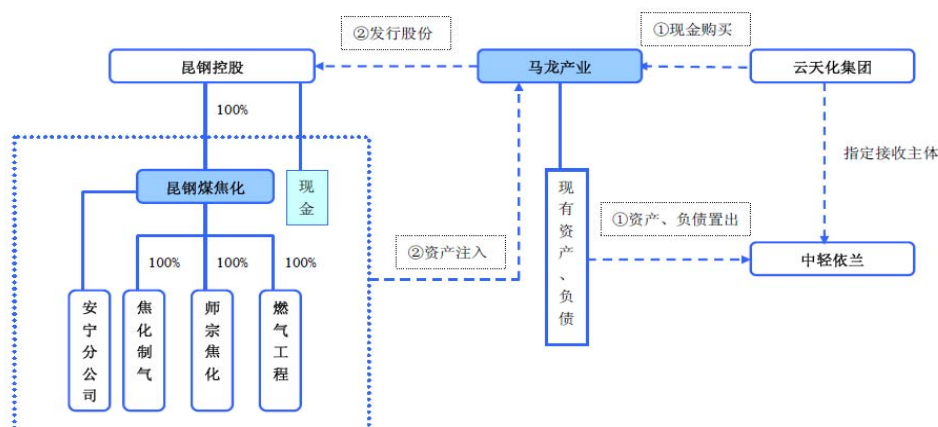
## 图表目录

图 1:	交易方案图 .....	3
图 2:	昆钢集团组织结构图 .....	5
图 3:	昆钢煤焦化股权比例图 .....	5
图 4:	武钢昆明收购焦炭价格走势 .....	9
图 5:	云南三级冶金焦价格走势 .....	10
图 6:	上海甲醇价格走势 .....	10
图 7:	昆明 1/3 焦精煤价格走势 .....	11
表格 1:	交易前后持股表 .....	3
表格 2:	相关上市公司盈利能力比较 .....	3
表格 3:	相关上市公司盈利比较 .....	4
表格 4:	注入资产主要情况表 .....	6
表格 4:	昆钢拟注入煤矿表 .....	6
表格 5:	公司焦炭产品主要客户表 .....	7
表格 6:	公司主要产品产量表 .....	9
表格 7:	公司原料煤成本价格表 .....	10
表格 7:	公司盈利预测 .....	11

## 一、 交易方案

马龙产业向云天化集团出售全部资产及负债，同时向昆钢控股发行 27,400 万股股份，总价值为 217,556.00 万元，昆钢控股以其持有的昆钢煤焦化 100% 股权（评估值为 199,815.47 万元）进行认购，发行股份价值与上述股权价值之间的差额昆钢控股以现金（金额为 17,740.53 万元）进行补足。

图 1：交易方案图



数据来源：公司公告、国都证券

交易完成后，总股本升至 4 亿股，昆钢控股持有马龙产业 27,400 万股，占总股本比例为 68.46%；云天化集团持有马龙产业 6,628.05 万股，占总股本比例为 16.56%，持股数量不发生变化。

表格 1：交易前后持股表

	交易前		交易后	
	数量（股）	持股比例（%）	数量（股）	持股比例（%）
昆钢控股	--	--	274,000,000	68.46
云天化集团	66,280,500	52.51	66,280,500	16.56
其他流通股	59,944,500	47.49	59,944,500	14.98
总股本	126,225,000	100	400,225,000	100

数据来源：公司公告、国都证券

并且昆钢控股承诺：待师宗县瓦鲁煤矿、大舍煤矿、金山煤矿和五一煤矿资产权属证明完成后，将在本次交易完成后三个月内启动师宗县瓦鲁煤矿、大舍煤矿、金山煤矿和五一煤矿资产注入工作。

## 二、 盈利能力、估值水平好于行业平均

公司盈利能力要好于行业多数上市公司，09 年备考销售净利率 2.97% 高于行业平均 1.1%；年化净资产收益率 7.99% 远高于行业 -0.99% 的水平。

表格 2：相关上市公司盈利能力比较

证券代码	证券简称	销售毛利率	销售净利率	年化净资产收益率
000835.SZ	四川圣达	17.27	6.65	14.98
000968.SZ	煤气化	31.7	10.94	11.65
600281.SH	太化股份	4.32	-4.79	-10.39

000159. SZ	国际实业	43.15	26.03	11.56
600725. SH	云维股份	11	-0.1	-1.02
600997. SH	开滦股份	22.08	9.05	18.14
600408. SH	安泰集团	1.46	-8.54	-11.01
000723. SZ	美锦能源	9.73	-2.24	-3.25
600179. SH	黑化股份	-1.25	-6.65	-11.91
600333. SH	长春燃气	15.02	4.04	4.86
600740. SH	山西焦化	-7.64	-22.28	-34.53
<b>平均值</b>		<b>13.35</b>	<b>1.1</b>	<b>-0.99</b>
<b>马龙产业备考值</b>		<b>8.2</b>	<b>2.97</b>	<b>7.99</b>

数据来源：公司公告

注：鉴于可比上市公司暂未公告经审计的 2009 年财务报告，上表中可比上市公司数据取于各上市公司 2009 年三季度报告，马龙产业备考值为 2009 年数据。

本次交易后上市公司 2009 年备考净利润为 13,880.29 万元，2010 年预测净利润为 16,828.36 万元，每股收益分别为 0.35 元和 0.42 元，比重重组前上市公司 2009 年的净利润-27,714.35 万元和每股收益-2.22 元有大幅度改善。

昆钢煤焦化承诺：若 2010 年净利润没有达到前述盈利预测金额，差额部分由昆钢控股在昆钢煤焦化 2010 年度审计报告正式出具后 10 个工作日内以现金方式一次性补偿给马龙产业。

目前 A 股上市公司中从事焦炭、煤化工的有安泰集团、煤气化等 6 家公司，目前普遍保持亏损，仅有煤气化、云维股份预计 2010 年 PE 低于重组后公司收益水平。我们认为集团下一步将把师宗县瓦鲁、大舍、金山和五一煤矿共计 72 万吨煤矿注入上市公司，EPS 可增加 0.14 元左右，对应 2010 年 PE23 倍，处于行业较低的水平。

**表格 3：相关上市公司盈利比较**

		EPS			股价		PE		
主营业务		08A	09E	10E	3. 23	08A	09E	10E	
600408	安泰集团	焦炭、生铁	0. 01	-0. 23	-0. 09	7. 6	534	N/A	N/A
000835	四川圣达	焦炭、电石	0. 41	0. 19	0. 21	9. 9	24	52	47
600740	山西焦化	焦炭	-0. 42	-0. 83	-0. 07	8. 5	-20	N/A	N/A
000723	美锦能源	焦炭、煤焦油、煤气	0. 61	-0. 07	-0. 05	17. 4	29	N/A	N/A
000968	煤气化	洗煤、焦炭、煤气	1. 33	0. 73	1. 06	18. 2	14	25	17
600725	云维股份	焦炭、甲醇、煤焦油	0. 46	0. 32	0. 92	20. 1	44	63	22
600792	ST 马龙	焦炭、煤焦油、煤气	0. 08	0. 35	0. 42	12. 4	155	35	29

数据来源：国都证券

### 三、 昆钢煤焦化简介

#### 1、 昆钢控股

昆钢控股是全国 520 户国有重点企业之一，也是云南省政府管理和重点支持的十家大企业集团之一。昆钢控股主营业务除焦炭及焦化副产品以外，还包括铁矿采选、水泥建材、重型装备制造、铁合金、动力能源、现代服务业、环保产业、钛产业等八大板块，能够有效的保障昆明煤焦化产品的消化。

铁矿采选板块：年开采和加工原矿 1,200 万吨，形成自产铁成品矿 400 万吨/年；

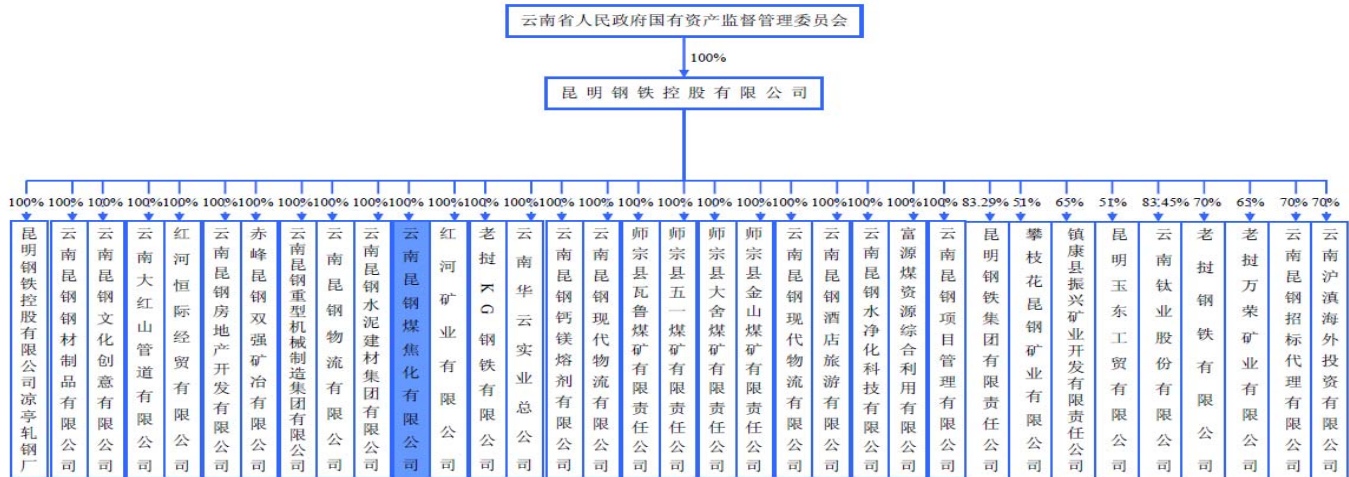
水泥建材板块：形成年产水泥 720 万吨的生产能力，具备年产矿渣微粉 90 万吨、

混凝土砖 2.5 亿块、蒸压加气混凝土砌块 50 万立方米、商品混凝土 30 万立方米的新型建材生产能力。

重型装备制造板块：机械制造具备 1.5 万吨的生产能力，并积极参与对云南省装备制造业的整合。

铁合金板块：铁合金的生产能力为 10 万吨/年。

图 2：昆钢集团组织结构图

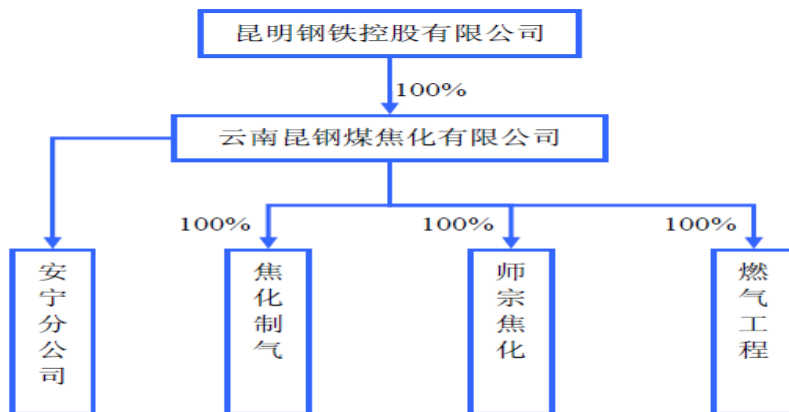


数据来源：公司公告、国都证券

## 2、昆明煤焦化

昆钢煤焦化是昆明钢铁 100% 持股的子公司，下属安宁分公司、焦化制气、师宗焦化、燃气工程等四个子公司。昆钢煤焦化成立于 2007 年年底，主要产品有焦炭、煤气和化工产品三大类。现有年产焦炭 280 万吨、煤气 11.5 亿立方米、15 万吨煤焦油深加工和 5 万吨苯加氢深加工的生产能力。

图 3：昆钢煤焦化股权比例图



数据来源：国都证券

昆钢煤焦化共拥有 8 座焦炉，炉型分别为 2 座 58— I 型焦炉、2 座 JN60—3 型焦炉、2 座 JN43—80 型焦炉、2 座 JNDK43—99D 型焦炉，年产焦炭可达 280 万吨。

15 万吨/年焦油加工装置于 2007 年建成投产，该工艺采用的是常压连续蒸馏技术，该装置的加工能力和技术水平达到了国内大型焦油加工装置的先进水平。

5 万吨/年苯加氢加工装置于 2008 年底建成投产，该工艺采用的是德国伍德公司低



温加氢、萃取蒸馏工艺，共生产纯苯、甲苯、二甲苯、非芳烃、重质油五种产品，其中纯苯的产率可达 69% 以上，纯度可以达到 99.99% 以上，在国内处于领先水平。

## 2.1 安宁分公司

安宁分公司现有 4 座焦炉，2 座 58 - I 型 4.3m 顶装焦炉，2 座 JN60 - 3 型 6m 顶装焦炉，焦炭年产能 150 万吨。

## 2.2 焦化制气

焦化制气是昆明市目前唯一的管道煤气生产企业，担负着昆明市主城区供气工作。焦化制气现有 4 座焦炉，其中 2 座 JN43 - 80 型 4.3m 顶装式焦炉，2 座 JNDK43 - 99D 型 4.3m 捣固式焦炉，焦炭年产能 130 万吨；拥有一套 15 万吨焦油深加工装置，一套 5 万吨苯加氢深加工装置，煤化工产品生产能力为 20 万吨/年。

## 2.3 燃气工程

燃气工程负责建筑施工、压力管道安装 GC2 级 GB1 级、压力容器安装、改造、修理煤气安装工程施工、焦化工程施工等工作。

## 2.4 师宗焦化

目前师宗焦化处于在建阶段，该项目为年产 98 万吨焦炭、配套 10 万吨甲醇，总投资 15.19 亿元。其中 98 万吨焦炭装置中的 2 号焦炉将于 2010 年 6 月投产，1 号焦炉将于 2010 年 10 月投产；10 万吨甲醇将于 2010 年 12 月投产。

表格 4：注入资产主要情况表

	焦炭 (万吨)	甲醇	煤焦油	煤化工	备注
安宁分公司	2*4.3m, 2*6m	150			
焦化制气	2*4.3m 顶装焦、 2*4.3m 捣固焦	130	15	5	服务于昆明市燃气供应 建筑施工
燃气工程					
师宗焦化	1、2 号焦炉在建	98	10		98 万吨焦炉将于 2010 年 6、10 月投产、10 万吨甲醇将于 2010 年 12 月投产。
合计		378	10	15	5

数据来源：公司公告、国都证券

## 2.5 师宗县煤矿

昆钢煤焦化现有焦炭产能 280 万吨，随着师宗煤焦化 98 万吨/年焦炭项目于 2010 年 6 月投产，上市公司焦炭产能达到 378 万吨，对煤炭（精煤）的需求量约为 530 万吨/年。

昆钢控股目前完成对师宗县瓦鲁煤矿、大舍煤矿、金山煤矿和五一煤矿 100% 股权的收购，当前产能 72 万吨，改扩建后产能 87 万吨/年，并配有 60 万吨洗煤厂，可以满足部分原料煤需求，昆钢控股承诺在重组方案完成后三个月内将四个煤矿注入上市公司。并且昆钢控股与富源县政府将开展战略合作，参与富源地区煤炭整合，远景储量规划达到 5 亿吨，未来想象空间巨大。

表格 5：昆钢拟注入煤矿表

	瓦鲁煤矿	大舍煤矿	金山煤矿	五一煤矿	合计
成立时间	1976 年	1976 年	1981 年	1979 年	

主营业务	原煤	原煤、洗精煤	原煤	原煤		
保有资源储量（万吨）	1,439.84	424.54	443.43	957.27	3,265.08	
生产规模(万吨/年)	21	12	9	30	72.00	
拟建或扩建项目	新建60万吨/洗煤 15万吨/改建 厂；21万吨/改建 建					
生产资格证	营业执照；采矿许可证；煤炭生产许可证；安全生产许可证；煤矿矿长资格证；煤炭生产经营单位主要负责人安全资格证书					
土地	临时用地，目前正在办理土地使用权证					
环评	项目环评、排污许可证齐全；2009年7月，师宗县环境保护局向四个煤矿出具最近三年《环境保护守法证明》。					

数据来源：公司公告、国都证券

## 四、 公司竞争优势

### 1、稳定的销售渠道

武钢昆明目前年产 600 万吨钢铁，年耗用焦炭 319 万吨，是云南省最大的钢铁企业，昆钢煤焦化现年产焦炭 280 万吨，年内可达成 378 万吨产能，完全可以满足武钢昆明的需求。公司 08、09 年焦炭产量 98.43%、73.98% 以上销往母公司昆钢，占总销售收入的 54% 和 82%，稳定的销售客户保障了公司在行业低谷期受到冲击较小。

受全球金融危机的影响，国内整个焦化行业在 2008 年四季度至 2009 年上半年陷入行业低谷，焦炭生产企业开工率普遍不足 60%，最严重时期限产 80%。但昆钢煤焦化焦炭主要销往昆钢、煤气供应昆明市民，产品需求具备刚性，产销率均达到 100%，稳定的销售渠道优势是独立炼焦企业难以企及的。

表格 6：公司焦炭产品主要客户表

客户名称	销售金额（万元）	同类产品占比	总销售收入占比
<b>2009 年</b>			
武钢集团昆明钢铁股份有限公司	253,187	73.98%	54.15%
玉溪洛河永旭有限责任公司	30,895	9.03%	6.61%
2009 年焦炭前五名客户合计	304,326	88.93%	65.08%
2009 年焦炭总收入	342,226	100.00%	73.19%
<b>2008 年</b>			
武钢集团昆明钢铁股份有限公司	399,500	98.43%	81.93%
昆明玲发经贸有限公司	1,190	0.29%	0.24%
2008 年焦炭前五名客户合计	402,627	99.20%	82.57%
2008 年焦炭产品总收入	405,886	100.00%	83.24%

数据来源：公司公告、国都证券

### 2、产业链条拓展至“煤-焦-化”

本次重组完成并将四个煤矿注入后，昆钢煤焦化将形成煤、焦、化上下游产业链一体化。随着对上游煤炭资源的进一步掌控，煤炭供应将得到有效保障；焦炭产品因有稳固的钢焦联盟以及周边广阔的市场空间，焦炭产品的销售具有良好的保障，并为发展下游的化工产品深加工奠定了基础。

昆钢煤焦化将炼焦过程中产生的副产品充分利用，其中：安宁分公司生产的焦炉煤气供给武钢昆明作为炼铁过程中的优质燃料；昆焦制气将焦炉煤气净化后进行城市供气，是昆明市唯一的管道煤气生产企业，担负着昆明市城市供气的任务；在建的师宗焦化 98 万吨/年焦炭项目，将焦炉煤气用于制备甲醇；昆钢煤焦化全部焦炭装置产生的副产品煤焦油和粗苯则集中进行深加工，经分离、提纯后生产出多种附加值更高的化工产品。通过产业链的合理延伸，使公司主导产品所需主要原材料的供给内部化，降低生

产成本，提高公司的盈利能力和抗风险能力。通过完善产业链，还可以在拓展企业生存空间、提高盈利水平的同时，有效平抑上下游生产环节之间的供求波动或结构失衡。

### 3、昆钢富源项目提升公司发展想象空间

2009年9月3日，昆钢控股与富源县人民政府签订了《煤、电、焦、煤化工、特种炉料(铁合金)、建材等一体化循环经济工业基地项目合作协议》，协议约定昆钢控股拟投资50亿元在富源县建设煤、电、焦、煤化工、特种炉料(铁合金)、建材等一体化循环经济工业基地项目，项目的具体内容为：**500万吨/年选煤厂、260万吨/年焦化厂、35千瓦以上中煤及煤矸石发电机组、30万吨左右特种炉料(铁合金)、100万吨左右的煤化产品深加工项目、煤炭资源探矿及采矿(富源县人民政府协助昆钢控股整合5亿吨左右的煤炭资源)、建材综合利用(水泥及新型建材)项目及物流等配套设施。**

为了避免上述《合作协议》在履行过程中出现同业竞争问题，昆钢控股做出专项承诺如下：

(1)《煤、电、焦、煤化工、特种炉料(铁合金)、建材等一体化循环经济工业基地项目合作协议》项下与昆钢煤焦化及其子公司相同或相似的业务将由昆钢煤焦化或其控制的企业，或本次重组完成的马龙产业或其控制的其他企业作为实施主体。

(2)公司设立的富源煤资源综合利用有限公司的业务定位为富源县煤矿资源的整合，不会从事与昆钢煤焦化及其子公司相同或相似的业务。该公司在生产经营中取得的与煤炭相关的资产和权益，凡具备资产注入条件的，公司将依法以合理、公允的条件及时将该等资产或权益注入本次重组完成后的马龙产业。”

因此我们可以判断，在未来公司可获得**500万吨/年选煤厂、260万吨/年焦化厂、100万吨煤化产品深加工、规划6亿吨煤炭资源**部分或全部项目，对应于现在280万吨焦化产能、78万吨煤炭产能、20万吨化工品产能，公司未来的发展空间无疑充满想象。

但需要看得的是《合作协议》是昆钢控股与富源县人民政府就上述规划项目达成的框架性协议，富源一体化项目目前处于前期论证阶段。目前受到金融危机的影响，政府对新建钢铁项目有所限制，**该项目存在较大风险。**

### 4、区位优势

2008年3月，国家发改委同意广东湛江和广西防城港钢铁基地项目开展前期工作，即宝钢集团与广东省国有钢铁企业相结合，联合建设湛江临海钢铁基地；武钢集团与柳钢集团联合在广西防城港建设临海钢铁基地。**未来2-3年，煤炭资源相对较少的广东、广西地区将对炼焦煤及焦炭有大量新增需求。**两广地区的焦炭需求主要以山西、河南、湖北、贵州及云南等周边省份采购为主，相对而言，**云南省更占有一定运输优势，将给昆钢煤焦化的焦炭产品带来巨大的市场空间和机遇。**

并且越南等东南亚地区缺少炼焦煤。近些年来，越南、印度等地区对于云南焦炭资源的需求迫切，但受到国际贸易政策等因素的影响，每年的交易量却很小。随着焦炭贸易相关政策的松动，东南亚地区将成为昆钢煤焦化的潜在客户。

### 五、昆钢煤焦化盈利分析

昆钢煤焦化自成立以来，运营情况良好。2008年和2009年，昆钢煤焦化实现的营业收入分别为48.76亿元和46.76亿元，实现净利润分别为0.326亿元和1.388亿元。公



司预计 09、2010 年备考归属母公司净利润 1.38 亿元、1.68 亿元。

## 1、产能利用率稳定，产量持续增长

2008 年和 2009 年焦炭装置产能利用率均维持在 83.36% 和 93.48%，产销率均达到 100%。煤气和化工产品为焦炭生产过程中的副产品，焦炭生产装置的正常运行为化工产品深加工和煤气供应提供了必要的原材料，为其正常生产提供了保障。目前山西等省焦化厂仍限产 30% 以上，预计 2010 年焦化行业仍难快速走出行业低谷，因此公司相对于焦化行业其他公司而言盈利更具保障。

公司预计 2010 年焦炭产量增加 21.9 万吨，煤气增加 10,890 千立方米，煤化工产品增加产量 4.2 万吨，工程收入增长 20%。

表格 7：公司主要产品产量表

产品	2009 年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
焦炭	280	261.74	93.48%	267.26	102.11%
煤气	11.5	11.50 (自用量: 4.01)	100%	7.49	100%
化工产品	20	14.5	72.50%	14.7	101.38%

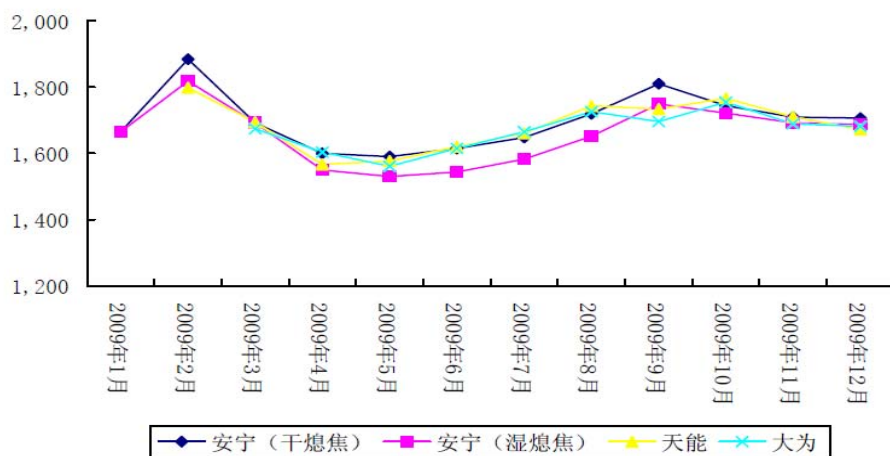
产品	2008 年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
焦炭	280	233.41	83.36%	233.8	100.17%
煤气	11.5	11.24 (自用量 3.79)	97.73%	7.45	100%
化工产品	15	12	80.00%	11.5	95.83%

数据来源：公司公告、国都证券

## 2、产品价格走出低谷

由于公司焦炭的 70% 以上销往关联方武钢昆明，因此这将引发市场对其定价过低的担心。根据公司收购报告书披露，武钢昆明以贵州黔桂天能焦化、云南大为制焦作为焦炭关联定价的参照点，以市场价为基准设定收购价格，根据近年来的价格走势可以看到，公司焦炭销售价格与市场基本一致。

图 4：武钢昆明收购焦炭价格走势



数据来源：公司公告

焦炭关联交易结算价格计算方法为：安宁分公司供应本部焦干基含税价=基准价+（基准灰分-自产焦炭灰份）×35 元/吨+（基准硫分-自产焦炭硫份）×50 元/吨+（基准反应性-自产焦炭反应性）×5 元/吨；安宁分公司焦炭供应红河钢铁有限公司、玉溪新

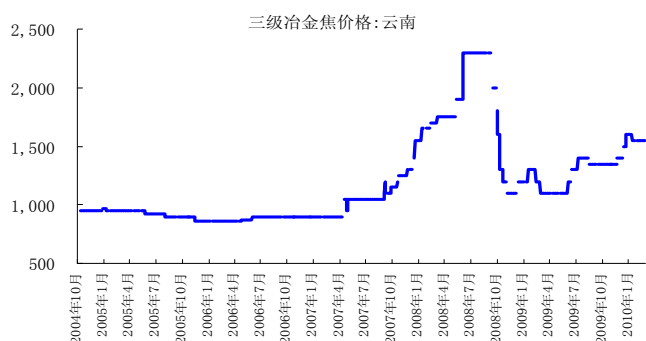
兴钢铁有限公司干基含税价=本部价+运费；焦化制气焦炭价格=焦化制气焦炭对外销售出厂价÷0.93-10元/吨+到采购钢厂运费。

**焦炭：**3月23日，云南三级冶金焦价格在08年四季度后第三次反弹，目前已升至1550元/吨，较09年均价提高18%。

**甲醇：**3月23日，上海甲醇价格3400元/吨，较08年的最低点反弹100%。

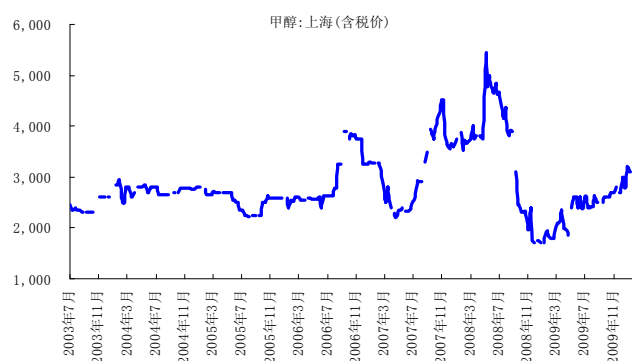
**煤气保持稳定。**自08年起，焦化制气供应昆明煤气（集团）控股有限公司结算价格由0.49元/立方米调整为0.80元/立方米；从2009年3月1日起，安宁分公司焦炉煤气价格从此前的0.89元/立方米和0.79元/立方米统一调整为1.45元/立方米。预计2010年公司煤气销售价格较上年保持稳定。

图 5：云南三级冶金焦价格走势



资料来源：wind，国都证券

图 6：上海甲醇价格走势



资料来源：wind，国都证券

### 3、原料煤价格小幅反弹

昆钢煤焦化使用的炼焦煤的主要供应商为云南东源煤业集团有限公司和贵州盘江精煤股份有限公司；安宁分公司的高炉煤气由武钢昆明提供。原料煤、高炉煤气的来源稳定。根据公司公告显示，08、09年公司收购原料煤单价1243元/吨、890元/吨，略低于昆明当地市场煤平均价格。

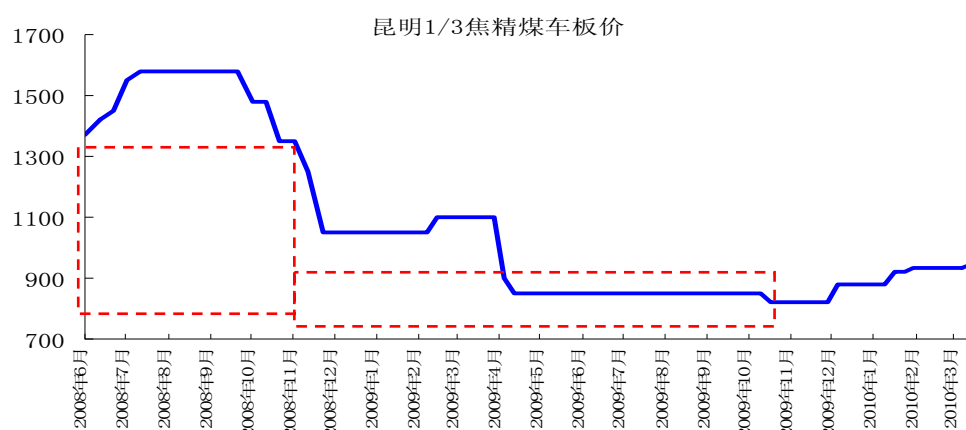
表格 8：公司原料煤成本价格表

	采购量 (吨、km³)	2009 年 采购金额 (万元)	单价(元 /吨)	采购量 (吨、km³)	2008 年 采购金额 (万元)	单价(元 /吨)
炼焦煤合计	3,373,944	300,312	890	3,374,854	419,619	1243
其中：炼焦煤（安宁）	1,882,499	177,232	941	2,048,674	257,813	1258
炼焦煤（焦化制气）	1,491,445	123,079	825	1,326,179	161,806	1220
高炉煤气（安宁）	842,331	23,985	285	822,226	17,330	211

数据来源：公司公告、国都证券

2010年以来焦煤价格保持上涨趋势，3月22日，云南昆明地区1/3焦精煤价格升至945元/吨，但涨幅远低于焦炭价格涨幅，因此我们预计一季度公司盈利能力将得到明显好转。

图 7：昆明 1/3 焦精煤价格走势



数据来源：国都证券

公司的营业成本包括销售产品销售成本和工程成本，2010 年预计 45.65 亿元，比 2009 年 42.92 亿元增加 2.73 亿元，增长 6.36%。

#### 4、盈利预测

表格 9：公司盈利预测

		08A	09A	2010E	2011E
产量	焦炭	280	280	310	378
	煤气	11.5	11.5	8.6	7.49
	化工产品	20	20	25	30
产能利用率	焦炭	83.36%	93.48%	93.48%	93.48%
	煤气	97.73%	100%	100%	100%
	化工产品	80.00%	73%	75%	73%
销量	焦炭	233.8	267.26	289.8	353
	煤气	7.45	7.49	8.6	7.49
	化工产品	11.5	14.7	18.75	21.75
价格	焦炭（元/吨）	1736	1280	1500	1600
	煤气（元/立方）	5706	10084	10500	10500
	化工产品	3409	3391	3400	3400
收入	焦炭	405,886	342,226	434,682	565,367
	煤气	42,510	75,528	90,300	78,645
	化工产品	39,209	49,846	63,750	73,950
	合计	487,605	467,600	588,732	717,962
营业成本		473,914	427,564	455,889	560,010
毛利率		3%	9%	23%	22%
净利润		3,261	13,880	16,828	21,931
销售净利率		0.67%	2.97%	2.86%	3.05%
EPS		0.08	0.35	0.42	0.55

数据来源：公司公告、国都证券

由于目前数据不足，暂时参考公司盈利预测，预计 2010、2011 年 EPS 为 0.42 元、0.55 元，对应 3 月 24 日收盘价 12.7 元，PE 为 28 倍、23 倍。若考虑后期注入煤矿，预计 EPS 为 0.56 元、0.69 元，对应 PE 为 23 倍、18 倍，低于焦化行业平均估值。考虑到公司产销的确定性，以及昆钢控股富源项目可为公司带来跨越式发展机遇，首次给予公司“短期\_推荐，长期\_A”的投资评级。

## 六、 投资风险

- 1、 钢厂盈利的不确定性。由于近期钢铁企业盈利能力大幅波动，而 2010 年可能出台的房地产调控政策也将对钢厂盈利能力造成负面影响。公司 70%的焦炭销往昆钢，若后者盈利能力下降，将直接影响公司盈利。
- 2、 审批风险。昆钢煤焦化买壳 ST 马龙计划目前仅为草案的提出阶段，具有较大的不确定性。
- 3、 昆钢富源项目有很大的确定性。该项目规模巨大，设计 5 亿吨煤炭整合、500 万吨洗煤厂、炼钢、煤化工等项目，目前处于规划阶段，并且受到金融危机的影响，钢铁、焦炭新建项目受到抑制，项目的实施以及公司的获益程度均有较大的不确定性。

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			