

资产注入前景广阔，但进程与方案取决于煤炭运销集团

太工天成（600392）调研报告 评级：暂无评级

股价：19.47 元

首次报告

2009 年 5 月 5 日 星期二

分析师：谷三剑 gs.j@longone.com.cn 021-50586660-8621

投资要点

事项：我们近期走访了太工天成（600392），与公司交流了现有业务经营情况和关于煤炭运销集团收购公司股份与资产注入相关事宜。

现有基本业务：IT 业务、煤化工业务（焦炉尾气综合利用新工艺示范工程）

IT 业务：是目前公司支柱业务

主要为教学软件与系统集成、计算机及辅助设备销售、传感器与测控等业务。客户群体主要面向山西地区，总体来看 IT 业务竞争激烈，毛利水平受限（08 年为 22.8%，07 年为 19.2%），盈利低。加上山西并非 IT 业务发达地区，市场空间有限，未来难以进一步拓展。预计该项业务未来毛利波动不大，维持在近年水平。

焦炉尾气利用：该业务属于第一个“吃螃蟹”性质的探索

项目规模较小，对外部焦炉气供给依赖性强。该项目是将焦炉煤气物理分离后资源化利用，现阶段在原料焦炉气、电力和场地方面对发鑫集团依赖度高。此外，关注该项目进展的人较多，都在等待公司项目进展情况。如果项目能获得成功并加以复制的话，未来竞争者将会增加，竞争将会加剧，相对而言大型焦化厂将更有实施能力。

◇ 此项目来源于公司对山西资源优势 and 自身高校背景的综合思考，公司依托山西煤炭资源丰富，着眼于资源的后续深加工。该项目是依托于山西发鑫集团 60 万吨/年焦化项目而建，07 年公司股东会议通过《向特定对象非公开发行股票收购资产议案》以收购发鑫集团焦化相关资产。但到了 08 年下半年，焦炭价格大幅下跌，市场逆转，原方案已无法继续执行，公司董事会在 08 年 11 月公告终止该方案，并承诺在条件成熟时择机对发鑫集团进行收购。

◇ 焦炉尾气综合利用工程 07 年 8 月开始建设，按规划分两期进行，一期年产 7600 万 NM³ 液化天然气和 1.86 亿 NM³ 氢气，总投资 3.67 亿。二期将利用天然气和氢气进一步加工生成合成氨，产能在 6-8 万吨，计划于 09 年下半年开始建设。从一期进度来看，预计要到 09 年 4 季度投产，本年对业绩贡献不大，见效益还要到明年。同时，由于山西本地附近企业尚不能完全消化一期项目生产的全部氢气，部分氢气在二期完工前还将部分排空。

煤炭运销集团入主与资产注入：前景广阔，但进程与方案取决于运销集团

公司原大股东山西太原理工资产经营管理有限公司（理工资产）与山西煤炭运销集团于 2008 年 10 月 17 日，签订了《股权转让协议书》，理工资产将 20% 国有法人股转让给煤销集团，理工资产剩余 8.67%。股权转让已获国资委批准，但交易所过户手续还没有完成。

✧ 股权转让双方一拍即合。太原理工大学属于事业单位，不能对公司经营提供担保贷款等实际支持，教育部也要求高校剥离相关资产。同时，理工大学方面也认识到高校擅长于孵化，在项目前期运作后即退出，因此有减持愿望。

✧ 煤炭运销集团业务庞杂，下属企业众多，遍布山西全省，由山西省国资委和下属 11 个地市国资委以持有的原煤运系统的净资产作为出资联合组建而成。集团处于山西“十一五”期间培育的大企业、大集团“三大方阵”的第一方阵，是山西省“十一五”重点扶持的年产 5,000 万吨大型煤炭生产企业之一。集团目前拥有煤矿 95 座，但中小矿较多。目前在建及筹建大型矿井 9 座，独资、控股煤矿的资源量为 56.18 亿吨，在建筹建矿井设计产能 2600 万吨。相对山西其它大型煤炭集团而言，运销集团更大优势在于对煤炭的运销和物流能力上，拥有山西主要产煤地市大量的铁路发运站、公路出省管理站、储配煤场和运输队等资产，已建成了集煤炭生产、加工、存储、发运为一体的铁路、公路销售体系和面向全国的煤炭销售网络。

✧ 此外，运销集团将在山西新一轮强化煤矿安全生产、推进煤矿企业兼并重组整合的工作中受益。在 4 月 20 日公布的《山西省人民政府关于进一步加快推进推进煤矿企业兼并重组整合有关问题的通知》中，明确提到“允许山西煤炭运销集团公司、山西煤炭进出口集团公司等省属煤炭生产经营企业作为主体兼并重组整合地方中小煤矿，建立煤源基地”。我们认为，运销集团凭借遍布山西产煤地市的运销网络的优势，将从中受益匪浅。

✧ 集团领导近期进行调整，新任领导对集团业务和架构熟悉需要一个过程。对继续增持太工天成股份和资产注入等事宜，可能需要完成上述过程后才能提上日程。

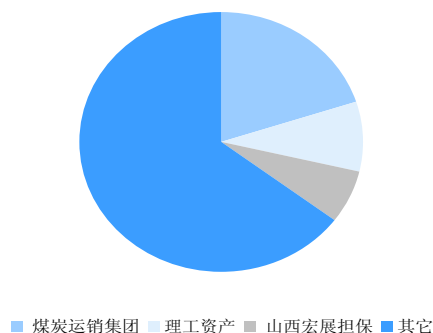
资产注入主动权在于煤炭运销集团

从现期煤炭市场总体情况来看，我们认为，借力资本市场以加快发展、实现做大做强是煤炭运销集团好的选择。未来继续增持天成股份和逐步注入资产的可能性还是较大的，但时机和具体步骤、方案都取决于运销集团。太工天成股本较小（1.56 亿），现有业务能够盈利且不存在大额对外担保或隐性负债等问题，未来处置或剥离都相对简单，不过目前股价已积累较大涨幅，已接近历史高点。

✧ 从目前公开披露的信息来看，运销集团认为：将在理顺企业（运销集团）内部机制，调整业务结构的基础上，继续增持本公司（太工天成）的股份，以达到绝对控制或控股上市公司的目的。逐步向公司注入优质生产资产，不断扩张上市公司的规模。

✧ 总的来看，我们认为公司的看点在于煤炭运销集团的入主。在运销集团入主并煤炭资产注入后，公司主业将发生巨大变化，发展前景十分广阔。但入主时机与注入的进程取决于煤炭运销集团方面，这可能还需要时间，且运销集团并未明确注入的资产及方式。因此，我们暂不予评级，我们将密切关注上述进程。

附图 1：太工天成股权结构



资料来源：公司公告，注：煤炭运销集团尚未完成过户

表 1：煤炭运销集团资产负债表

	2005 年	2006 年	2007 年
总资产	667,970.18	910,898.32	4,061,155.67
其中：流动资产	415,580.74	488,108.90	2,536,396.05
负债合计	352,803.80	498,624.99	2,520,754.62
其中：流动负债	316,126.95	404,286.83	2,294,804.04
所有者权益合计	166,596.69	212,517.92	1,540,401.05
主营业务收入	1,132,574.12	1,156,279.53	4,838,585.37
利润总额	72,223.32	73,001.04	300,459.86
净利润	15,816.67	14,604.00	198,711.65
净资产收益率（不含少数股东）	10.00%	5.97%	13.03%
资产负债率	52.82%	54.74%	62.07%

资料来源：公司公告

表 2：煤炭运销集团股权表

股东名称	出资额（万元）	出资比例
山西省人民政府国资委	518,306	51.03%
晋城市人民政府国资委	122,066	12.02%
长治市人民政府国资委	94,426	9.30%
阳泉市人民政府国资委	82,345	8.11%
大同市人民政府国资委	51,020	5.02%
太原市人民政府国资委	35,071	3.45%
晋中市人民政府国资委	29,474	2.90%
临汾市人民政府国资委	27,393	2.70%
吕梁市人民政府国资委	21,675	2.13%
朔州市人民政府国资委	12,235	1.21%
忻州市人民政府国资委	10,993	1.08%
运城市人民政府国资委	10,611	1.05%
合 计	1,015,615	100%

资料来源：公司公告

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122