

天茂集团(000627)

迷你全业务保险公司

中性

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 9 月 22 日

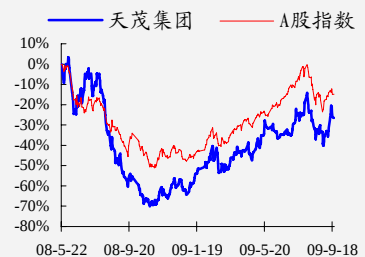
投资要点:

- 公司于 2009 年 9 月 15 日发布董事会自愿性信息披露公告, 公告称参股的天平保险公司进入上市辅导期。
- 天平汽车保险股份有限公司是 2004 年 12 月经中国保险监督管理委员会批准设立的全国性金融机构, 是中国第一家专业汽车保险公司。天茂集团持有天平保险公司 11,000 万股, 占该公司总股本的 20%。
- 天茂集团还持有国华人寿保险股份有限公司 11994 万股, 占国华人寿注册资本 19.99%。
- 公司在 2007 年通过增发, 募集资金投入年产 40 万吨二甲醚业务, 由于 LPG 价格随原油价格下跌, 车用二甲醚领域迟迟没有打开, 二甲醚产品盈利能力从 2008 年中期开始一落千丈。
- 公司计划募资建设年产 20 万吨甲醇项目, 完善二甲醚产业链, 保证生产二甲醚的原料供应, 提高二甲醚的盈利能力和抗风险能力。
- 二甲醚总体而言产能过剩, 产品价格一直在低位徘徊, 未来有可能因为外部冲击导致短期内供需失衡价格上涨。公司业绩对二甲醚吨盈利弹性很大, 按 30 万吨销量估算, 如果每吨二甲醚的盈利增加 100 元将增加公司 EPS0.04 元。
- 估计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.14 元, 给予中性评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	90,928	8.80	1,751	(82.50)	0.03		212.7	
2009E	76,520	-16.14	4,002	391.57	0.06		106.3	
2010E	104,000	36.39	9,324	132.95	0.14		45.6	
2011E								

走势图



市场数据

2009-9-22

收盘价:	6.38 元
52 周最高价:	8.18 元
52 周最低价:	2.66 元
平均持仓成本:	6.65 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	67,679
流通 A 股 (万股):	67,679
每股收益 (元):	0.04
每股净资产 (元):	2.20
每股经营现金流 (元):	(0.03)
市净率:	2.90

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

Email: shaozhenhua@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

迷你全业务保险公司

公司现在把业务分为新能源化工、原料药和金融投资三大块，其中金融投资包括对天平汽车保险股份有限公司和国华人寿保险股份有限公司的投资。

天平汽车保险股份有限公司是2004年12月经中国保险监督管理委员会批准设立的全国性金融机构，是中国第一家专业汽车保险公司，注册资本5.5亿元人民币，主要经营机动车交通事故责任强制保险和机动车商业保险，同时还经营企业财产险、家财险、货运险、责任险、短期意外险和健康险等业务。

国华人寿保险股份有限公司成立于2007年底，主要经营各类人寿保险、健康保险、意外伤害保险等各类人身保险业务；上述业务的再保险业务。

天茂集团在上述两家保险公司中的股权比例分别为20%和19.99%。天茂集团也因此成为一个横跨寿险、产险的全业务保险参股公司。

由于这两家公司成立时间较晚，相比人寿、平安等公司规模较小，但是市场规模增速较快。2009年1-7月，天平车险保费收入9.5亿元，市场份额为0.63%，比2008年提高0.16个百分点；国华人寿保费收入19.8亿元，市场份额为0.40%，比2008年提高0.28个百分点。2008年，天平车险盈利1亿元，2009年上半年天平车险盈利4400万元。

表1 保费占有率

	2009.1-7	2008
天平车险	0.63%	0.47%
国华人寿	0.40%	0.12%

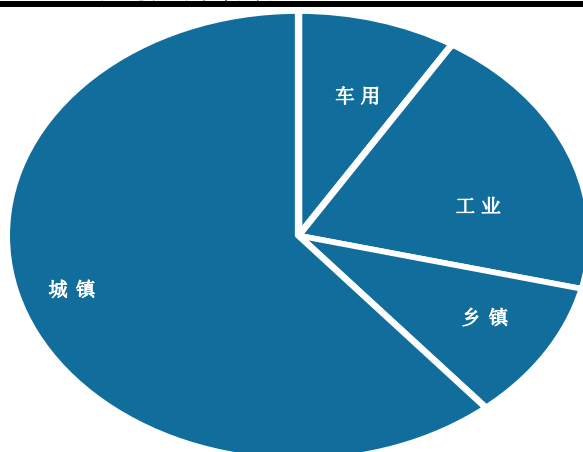
数据来源：中国保监会

二甲醚

二甲醚（简称DME）在常压下是一种无色气体或压缩液体，常温下为气体，广泛用于气雾制品喷射剂、氟利昂替代制冷剂、溶剂等。二甲醚作为民用燃料气其储运、燃烧安全性，预混气热值和理论燃烧温度等性能指标均优于石油液化气，也是柴油发动机的理想燃料。

二甲醚目前最主要的应用是替代LPG，未来最有希望的领域是作为汽车燃料替代柴油。

图1 二甲醚应用领域



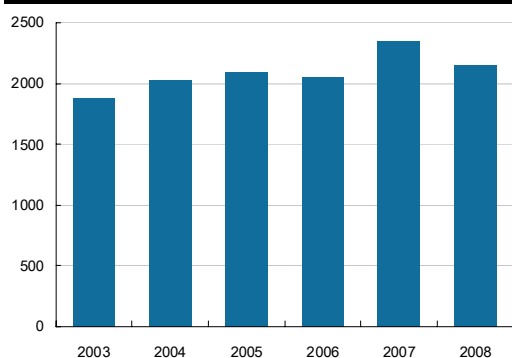
数据来源：东北证券

在 2006-2007 年，在高油价的背景下，LPG 价格水涨船高，二甲醚替代 LPG 具有明显的价格优势，LPG 的推广完全出自市场自身的力量。二甲醚替代 LPG 有民用和工业用两个方面，民用主要是在钢瓶 LPG 中掺烧，一般掺烧比例是 20%；工业替代主要在玻璃、陶瓷两个行业中，以二甲醚替代 LPG 作为加热燃料。

二甲醚产业缺乏掺烧的行业标准，目前一般按照 20%的比例进行掺烧。之所以选择 20%这比例是因为高浓度二甲醚对钢瓶的橡胶部件有腐蚀性，如果要使用纯二甲醚替代 LPG 作为民用燃气就必须更换特殊的钢瓶和灶具，对广大居民而言推广有难度。工业上使用二甲醚集中于玻璃和陶瓷行业。这类企业以 LPG 为燃料，用量很大，燃料在生产成本中的占比高，因此对 LPG-二甲醚价差非常敏感，当二甲醚的经济优势显现之后愿意更换专门的生产设备，以二甲醚完全取代 LPG。因此，目前二甲醚的需求量和价格主要取决于 LPG 的价格。

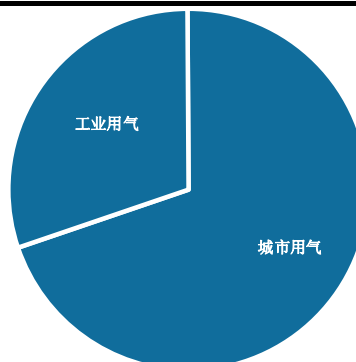
2008 年，我国共计消费了 2150 万吨 LPG，同比下降 8.5%。其中工业 LPG 消费量 650 万吨，民用 LPG 消费量 1500 万吨。假设工业 LPG 的替代率为 30%，民用 LPG 掺烧率为 15%，2008 年二甲醚替代 LPG 静态容量是 420 万吨，2008 年我国二甲醚实际消费量 320 万吨。

图2 我国LPG消费量（2003-2008）



数据来源：东北证券

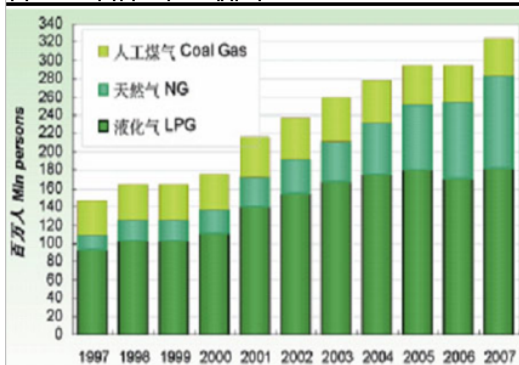
图3 2008年LPG使用结构



数据来源：东北证券

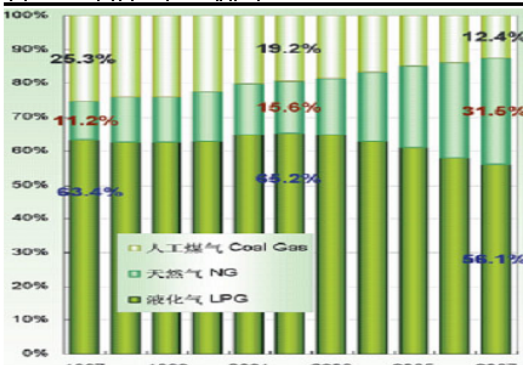
2003 年以来，我国 LPG 消费量增长很慢，2006 年第一次同比负增长，2003 年-2008 年 5 年平均复合增长率 2.75%。LPG 消费量下降主要是因为天然气替代。我国城市燃气经历了煤气、LPG、天然气三个阶段。伴随着城市化的进程，我国城市燃气用气人口呈逐年递增的态势，不过在城市燃气用气结构中，LPG 的比重呈逐年下降的态势。

图4 国内城市燃气用气人口



数据来源：深圳燃气招股说明书

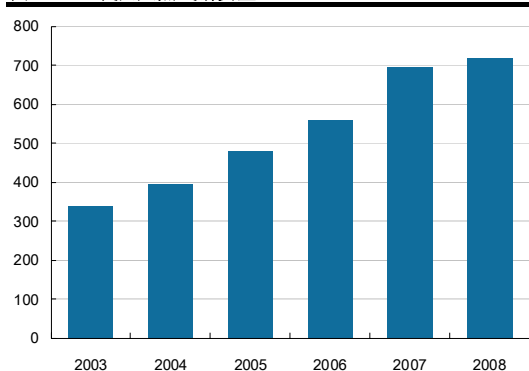
图5 国内城市燃气用气结构



数据来源：深圳燃气招股说明书

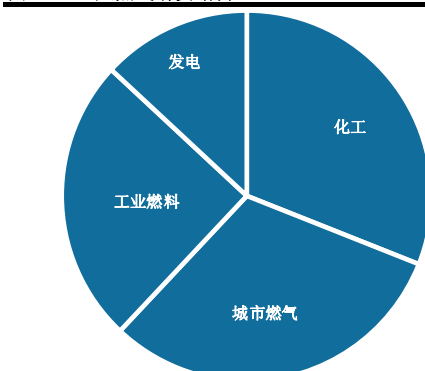
西气东输工程和川气东送工程的陆续建成，为我国西部天然气资源的利用提供了便捷，天然气消费量快速增长，天然气成为城市燃气增量的主要构成。

图6 我国天然气消费量 (2003-2008)



数据来源：东北证券

图7 天然气消费结构



数据来源：东北证券

尽管如此，我们认为未来 LPG 民用燃气需求仍将稳中有增。从西气东输和川气东送的路线图可以看出，他们主要覆盖了我国中部和东部长三角、珠三角等经济发达地区，而且由于城市管网铺设成本较大，必须满足一定的规模效应才有经济可行性，因此天然气的使用主要集中在发达地区的发达城市，广大农村地区在可见的将来仍不具备推广管道天然气的条件。因此，在输气管道没有覆盖的中部地区以及我国广大农村是未来 LPG 主要市场。

图 8 西气东输示意图



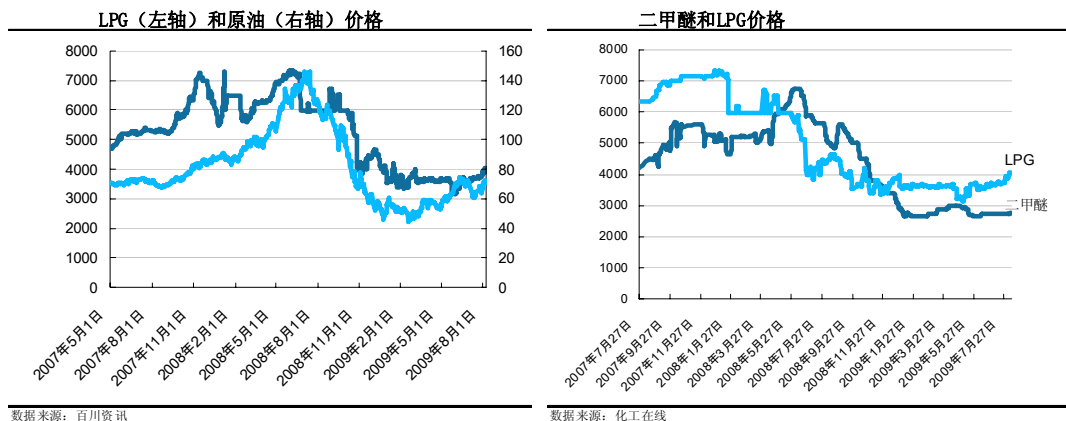
数据来源：东北证券

图 9 川气东送示意图



数据来源：东北证券

由于二甲醚目前主要是作为 LPG 的替代品，因此二甲醚价格必须和 LPG 价格保持一个合适的比价关系。长期以来，我国 LPG 需要大量进口，因此 LPG 也成为国内能源领域最市场化的商品。随着国内炼化能力的增加，国内 LPG 逐渐成为市场主流。国产 LPG 主要是国内炼油厂、石化厂在石油炼制和加工过程中所产生的副产品，当成品油价格不能保证盈利时，提高 LPG 价格可以补贴成品油业务。之前各炼油厂自行销售、分散结算、分级管理，对 LPG 价格没有控制力。中石油旗下的昆仑燃气已经开始整合中石油内部的 LPG 业务，一旦中石油中石化加强 LPG 供应的集中度，LPG 市场将成为寡头垄断市场。LPG 价格有较强上涨的动力，2 月份国际油价只有 33 美元/桶，现在却已达 70 美元/桶以上，其涨幅超过了 100%；但是国内的 LPG 价格在 7 月底前却一直维持在 3000 元—4000 元/吨，而 7 月底进口 LPG 到岸价已达 4800 元/吨。



二甲醚以甲醇为原料，生产 1 吨二甲醚需要消耗 1.4 吨甲醇，外购甲醇生产二甲醚的企业成本压力很大。

图12 二甲醚甲醇价格及价差

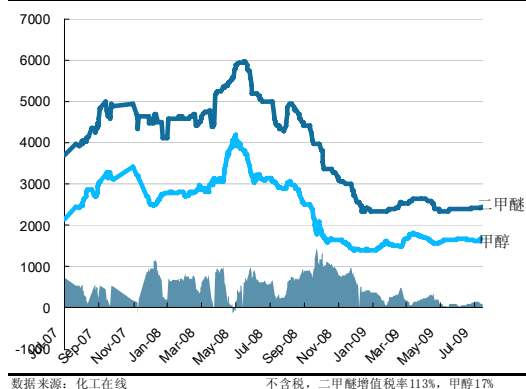
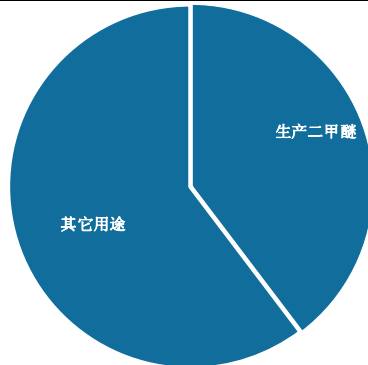


图13 甲醇下游：40%甲醇用于生产二甲醚



二甲醚作为替代柴油的汽车燃料前景还不明朗，取决于政策。二甲醚替代 LPG 有经济利益，于是成为了市场自发的行为；二甲醚汽车不具有经济性，只能寄希望与政策补贴。

二甲醚替代柴油在技术上障碍不大。二甲醚具有安全稳定、燃烧充分、不析碳、无残渣、固体颗粒排放少等优良特性，非常适合替代柴油做压燃式发动机的燃料。缺点是对橡胶材料有腐蚀性，常温下易挥发产生气阻。上柴在 2006 年就已经研制出二甲醚发动机，上海汽车也已经出产二甲醚汽车，并且进行过一个月的真实路况负载运行。二甲醚汽车由于没有量产，单车成本肯定很高，因此不考虑二甲醚汽车的固定投入，只分析运营成本。二甲醚发热量为 7500kcal/kg，柴油发热量为 10500kcal/kg，即理论上只要柴油价格与二甲醚的价格比值超过 1.4（实际在 1.5-1.8 之间），二甲醚的运营成本低于柴油。

公交车是二甲醚推广的主要目标。能量补充网点是新能源汽车前期推广的最大障碍之一，具有固定的运行线路的城市公交系统将是二甲醚应用与车用燃料的主要

突破口。出租车使用汽油，汽油与二甲醚的性质差别较大，因此二甲醚最初的推广定位于城市公交车。

我国对新能源汽车的发展路径还处于探索阶段。2009 年 6 月公布的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》中提及的新能源汽车包括 7 个大类，25 个小类，根据各种类别所处的技术阶段采取不同的管理方式，二甲醚起初定义为处于起步期，“只能进行小批量生产，且只在批准的区域、范围、期限和条件下进行示范运行，并对全部产品的运行状态进行实时监控。”

上海和山东是推广二甲醚汽车的先行者。国内二甲醚巨头之一的山东久泰所在地临沂划出一条公交线路作为二甲醚汽车示范项目，示范时间为五年，政府各相关部门全力配合。上海最早为了在世博会时展示各种新能源汽车，曾把二甲醚汽车作为发展的重点，上海华谊作为二甲醚生产企业，为推广二甲醚汽车多方奔走。上海本地企业上汽集团也是上海推广使用二甲醚汽车支持者。上海也曾在 147 路公交车进行了一个月的试验，证明二甲醚汽车在性能、故障率等方面完全适应需要，只是二甲醚需要从内蒙古调运，在运营成本补贴方面没有达成一致。

图 14 上海 147 路公交车二甲醚加气站



数据来源：东北证券

国内二甲醚产能增长很快。2006 年全国二甲醚产能为 46 万吨，2007 年增长到 220 万吨，截止到 2008 年底，我国二甲醚产能已经超过 800 万吨。产能过剩已经成为二甲醚行业内最大的问题。国内二甲醚企业的开工率只有 20%，仅有几个大厂还在开工，天茂集团上半年选择常年运行 10 万吨装置，20 万吨装置产能利用率为 15.46%。

表2 上市公司主要二甲醚项目列表

公司	项目产能	备注
天茂集团	30万吨, 今年底将达到50万吨	定向增发自建20万吨甲醇
泸天化	40万吨甲醇, 15万吨二甲醚	已投产
兰花科创	20万吨甲醇, 10万吨二甲醚	已投产, 十一五末拟实现150万吨甲醇, 100万吨二甲醚产能
威远生化	20万吨已投产, 100万吨在建	定向增发收购项目, 未来将获注新奥其他二甲醚资产
远兴能源	300万吨	远景规划
安泰集团	20万吨焦炉煤气制甲醇和10万吨二甲醚	定向增发项目
潞安环能	60万吨甲醇, 40万吨二甲醚在建	二甲醚项目2010年投产
中煤能源	420万吨甲醇, 300万吨二甲醚	今年开工建设
广汇股份	120万吨甲醇 / 80万吨二甲醚	定向增发项目
天富热电	一期20万吨甲醇, 二期40万吨甲醇, 30万吨二甲醚	规划中
赤天化	15万吨二甲醚	预计今年四季度投产

数据来源: 东北证券

未来二甲醚企业比拼的关键是成本和渠道。生产二甲醚以甲醇为原料, 大部分甲醇以煤炭为原料, 由于我国甲醇是一个供过于求的市场, 因此甲醇原料自给自足, 尤其是煤-甲醇-二甲醚一体化的企业在成本上比外购甲醇的二甲醚企业有更强的控制力和竞争力。另一方面, 由于车用二甲醚领域还没有打开, 90%的二甲醚用于燃气, 因此掌握 LPG 燃气渠道的企业销售更有保障, 高开工率对应的是低摊销成本和更大的盈利空间。

天茂集团目前甲醇产能 6 万吨/年, 计划通过增发搬迁改建 20 万吨/年装置。该项目计划投资 9.5 亿元, 其中固定资产投资 7.9 亿元, 以山西晋城无烟煤为原料, 采用先进煤气化技术。天茂集团上次募集项目完全投产以后, 二甲醚产能将达到 50 万吨/年, 每年需要消耗甲醇 70 万吨, 20 万吨甲醇项目建成后能满足公司 30% 需求。

国内 LPG 市场主要集中于华东、华南等地, 而生产企业却多集中于西北和华北, 荆门是 LPG 北气南运重要的中转站。因为二甲醚没有列入铁路危险品目录, 不能通过铁路装罐运输, 只能通过装运 LPG 的罐车运输。荆门本地既有的大量罐车保证了公司的二甲醚可以销往湖北以外。天茂集团的区位优势便于 LPG 分销商统一采购。

二甲醚在我国存在的合理性在于我国缺油多煤的资源禀赋, 二甲醚的盈利能力取决于油价和煤价的关系。虽然目前我国二甲醚产能过剩, 但企业开工率不高, 一些项目已经停产, 复产需要时间; 一些在建项目主要是为了获取煤炭资源, 实际投产开工的进度不确定。未来如果油价持续上涨带动 LPG 涨价, 或是在车用领域获得政策支持, 可能在短期内造成二甲醚供应不足, 价格暴涨。

公司业绩对二甲醚吨盈利弹性很大, 按 30 万吨销量估算, 如果每吨二甲醚的盈利增加 100 元将增加公司 EPS0.04 元。

估计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.14 元, 给予中性评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209