

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8227

Email: lyb2876@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634510-8331

Email: cg2012@xcsc.com

评级

本次评级	买入
上次评级	无

基本资料

股价 (09.11.06)	22.99
总股本 (百万股)	156.6
流通A股 (百万股)	156.6
流通B股 (百万股)	0.0
限售A股 (百万股)	0.0
流通市值 (亿元)	36
总市值 (亿元)	36

财务指标

基本每股收益	0.11
每股净资产	3.23
摊薄净资产收益率	3.41%
总资产报酬率	3.26%
资产负债率	63.89%
流动比率	1.15
速动比率	1.04
存货周转率	2.66
应收账款周转率	1.56
权益净利率 (ROE)	3.47%

□ 主营业务向煤化工方向过渡，目前仍以 IT 设备销售与服务为主

公司从事智能化电子产品、应用软件及信息系统集成与解决方案业务。近几年向焦炭行业及煤化工领域拓展。公司销售的产品和主要的服务包括计算机及辅助设备、传感器及测控系统、企业网络及信息化建设、教学设备及中小学信息化建设、技术开发服务及软件。其中，计算机及辅助设备是公司的主要收入来源，约占总收入的 47%。

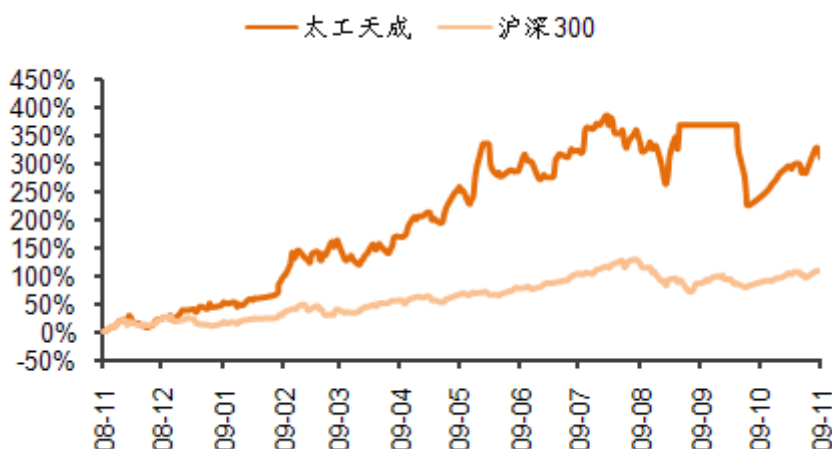
□ 3 季度业绩平平，利润水平同比有较大幅度下降

09 年 3 季报显示，公司 1-9 月份实现营业总收入 3.39 亿元，同比减少 8.91%。总成本 3.22 亿元，同比减少 3.90%。主要原因得益于营业税金、销售费用与财务费用的减少。1-9 月份，公司实现净利润 1716 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1726 万元，同比下降了 43%。我们认为，公司的盈利在金融危机过后并没有大的改观，主要是没有突出的增长点。作为公司的主营业务计算机及辅助设备制造竞争较为充分，盈利空间微薄。此外，公司地处山西省，其销售网络覆盖范围小，在地域上也不具有优势，难以和长三角、珠三角和环渤海湾地区的计算机厂商竞争。所以，这些因素限制了公司业务的拓展。

□ 当前股价水平部分反映重组预期，再次重组仍有可能

今年 8 月 27 日公司第一大股东山西煤销集团筹划与公司有关的重大资产重组事项。公司股票从 8 月 20 日的 20 元附近快速拉升至 26 元。但 9 月 24 日山西煤销集团称时机尚不成熟，决定暂缓此次重大资产重组事项。复牌后公司股价连续下挫至 18 元附近。之后在 10 月中旬，部分中小股民欲联合将太工天成大股东告上法庭，理由是大股东没有兑现当初资产重组的承诺。紧接着在 11 月 3 日，太工天成宣布早在 08 年 10 月 17 日山西太原理工资产经营管理有限公司（下称“资产经营公司”）与山西煤炭运销集团有限公司（下称“煤销集团”）的股权转让事宜终于完成。占公司总股份 20% 的国有法人股从资产经营公司过户到煤销集团。目前公司股价在 23 元附近。我们认为现在的股价部分反映了公司再次重组的预期。若能够顺利重组，股价合理区间预计在 30~35 元。

太工天成最近 1 年股价表现



资料来源：Wind，湘财证券研究所

产权过户路漫漫，重组失败伤人心

08年10月17日，山西煤销集团以2.04亿元的价格受让了山西太原理工资产经营管理有限公司持有的太工天成20%的股份。这一股权转让也被媒体比作是太工天成嫁入“豪门”。山西煤销集团是由省国资委控股、山西11个地市国资委参股共同组建的。集团在08年实现销售收入902.4亿元，利润59.9亿元，总资产达到446.15亿元。在当月的20日，山西煤销集团发布了《太工天成详式权益变动报告书》，称集团将在未来12个月内将逐步向太工天成注入优质煤炭生产资产，并增持本公司的股份，变更本公司的主营业务。增强公司的持续发展能力和提高盈利能力，给上市公司股东更丰厚的回报。但是在股权转让之后的很长一段时间里，山西煤销集团却连太工天成股权过户手续都未办理。

今年8月27日公司发布公告称山西煤销集团正在筹划与公司有关的重大资产重组事项，公司股票将于2009年8月27日起连续停牌。但在9月24日，山西煤销集团给太工天成发《关于重大资产重组进展情况的函》称，该时机尚不成熟，无法在规定的时间内完成预案所需的必备要件，决定暂缓此次重大资产重组，并承诺在股票复牌之日起三个月内不再筹划重大资产重组事项。复牌后公司股价连续下挫。之后在10月中旬，部分中小股民欲联合将太工天成大股东告上法庭。紧接着在11月3日，太工天成宣布早在08年10月17日山西太原理工资产经营管理有限公司与山西煤炭运销集团有限公司的股权转让事宜终于完成。占公司总股份20%的国有法人股从资产经营公司过户到煤销集团。

据媒体报道，太工天成最终肯承认暂缓资产重组是因为集团公司产权关系未理顺是逼不得已的。山西煤销集团在9月13日通过太工天成向上海证券交易所提出复牌申请，并同时提供了《重大资产重组未获批准公告》，称山西煤销集团以煤炭资产认购本公司非公开发行股份的方案未获山西省国资委批准。但上证所公司管理部认为太工天成相关程序不符合规定，没有同意其复牌申请。实际上，山西省国资委不仅没有否决重组，而且还敦促煤销集团尽快推动重组工作。

我们认为，这次重组失败的原因有可能有2个。一个原因是8月底山西开展了以政府为主导的煤炭企业重组活动，目的是将一些小型的煤炭企业淘汰，增加煤炭企业的综合竞争实力。太工天成位于山西，而且从事部分煤炭和焦化工相关的业务，有可能政府本身很希望煤销集团对太工天成重组，增加上市公司的实力。但是作为煤销集团方面可能不想重组太工天成，让重组成为了作秀。另一个原因可能是煤销集团希望太工天成的股价走高从而提高其注入的资本。但太工天成的股本不过156.6万股，即使煤销集团拥有20%的股份也无法给其带来太多的资本溢价。

诉讼加速产权过户，再次重组依旧可期

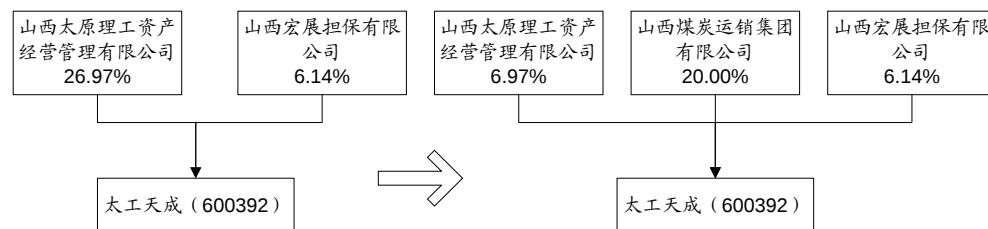
我们认为，拖了1年之久的产权过户问题在向太工天成监事会发送律师函后迅速解决，并不是巧合，而是迫于压力。若立案，则这或将成为我国第一例因大股东违背重大资产重组承诺导致的股东代表诉讼案件。太工天成不愿因此被推到风口浪尖，产权过户问题如此迅速的解决表明公司在解决该纠纷上积极的态度。

至于上次重组失败的问题，假设真的是由于公司内部产权关系未理顺或太工天成的股本太小，我们认为并不是没有解决的可能。再考虑到公司可能迫于证监会的压力，会在理顺产权问题上加速进行，以及借鉴06年海通证券借壳上市的经验，不难实现太工天成这匹“小马”拉山西煤销集团这辆“大车”。而目前股价也部分反映了投资者对公司再次进行重组的预期。

再从历史上看，中油化建（600546）在08年底进行了资产重组，重组方和被重组方的资质、背景较为类似。该重组计划分为两步进行：首先是国有股份转

让，控股股东吉化集团公司将所持的股份转让给山西煤炭进出口集团有限公司；第二步是山西煤炭进出口集团有限公司向中油化建注入优质资产，吉化集团回购中油化建全部资产和负债。目前，太工天成完成了股权转让过户，下一步山西煤销集团是否将优质资产注入公司，目前还没有定论，但我们认为可能性较大。

图 1 股权转让前后股东持股比例



资料来源：Wind，湘财证券研究所

山西煤炭企业资源整合加速相关上市企业重组

09 年 5 月份，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》的出台极大地促进了山西省煤炭资源整合的速度和力度，给相关企业的兼并重组带来了巨大的机会。规划中一个主要的任务是培育超大型的煤炭企业集团，其中包括山西煤销集团等 7 家企业。规划中还提到了要积极支持和扩大煤炭企业通过债券、上市等直接融资渠道和规模，丰富煤炭产业投资多元化。

在对相关企业进行资产整合时的主体基本上是有国资背景的大型煤炭企业集团，旗下拥有众多优质资产。通过控制上市公司，为以后的再融资打下基础，而上市公司也在资产整合中获得了大量优质资产。在山西的大型煤炭企业中，焦煤集团、阳煤集团、同煤集团、潞安集团、山西煤炭进出口集团均有控股的 A 股上市公司。我们判断，山西煤销集团在这一点上肯定也不甘落后，毕竟控制一家上市公司无论对未来融资的方便程度上讲还是提升企业自身竞争力水平上讲都大有裨益。此外，太工天成是地处山西太原的一家上市公司，作为政府也会照顾当地的上市公司，让煤销集团的优质资产“肥水不流外人田”。

表 1 山西大型煤炭企业和其控股上市公司

企业名称	控股上市公司	总股本（百万股）
焦煤集团	西山煤电（000983）	2424
潞安集团	潞安环能（601699）	1151
阳煤集团	国阳新能（600348）	962
同煤集团	大同煤业（601001）	837
山煤集团	中油化建（600546）	300
煤销集团	太工天成（600392）	157

资料来源：Wind，湘财证券研究所

多元化经营，已涉足煤化工业务

借助山西省独特的自然资源优势，公司除了主营计算机软、硬件和信息系统集成外，还从事煤炭深加工、环保能源、焦炉尾气发电等业务。受金融危机的影响，公司在 IT 方面的业务收入表现平平，从最新一期的财报来看并没有明显的回暖现象。而公司最新的 EPS 仅为 0.17，PB 为 7.1，PE ttm 则达到了 274 倍，远远超过了同类上市公司的平均市盈率 48 倍。这主要是由于投资者有公司重组的预

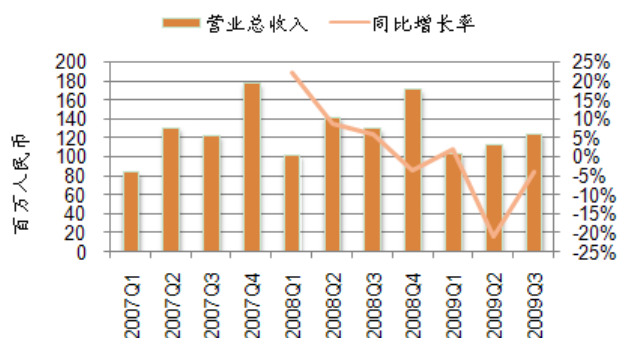
期，股价中已有所反映。

表 2 相关上市公司估值情况

证券代码	证券简称	PE,TTM	PB,最新	EPS-基本
002065.SZ	东华软件	39.1625	7.0109	0.64
002073.SZ	青岛软控	33.0712	4.6205	0.79
002095.SZ	生意宝	75.4932	6.7609	0.35
002153.SZ	石基信息	52.4787	11.2753	1.38
002230.SZ	科大讯飞	71.9433	10.2438	0.71
002232.SZ	启明信息	60.9301	7.7854	0.57
002236.SZ	大华股份	34.9756	4.0674	1.74
002296.SZ	辉煌科技	63.7383	5.1215	0.9476
600271.SH	航天信息	28.4293	5.1584	0.9
600403.SH	欣网视讯	60.6416	4.3469	0.1018
600410.SH	华胜天成	28.813	3.897	0.4823
600446.SH	金证股份	30.2319	4.0303	0.41
平均值		48.4	6.5	0.70

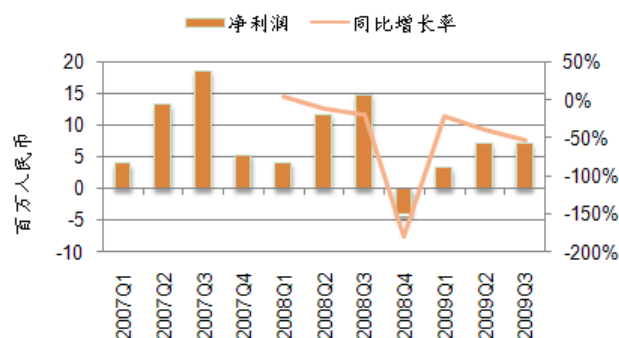
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 季度营业收入仍未实现正增长



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 净利润下滑严重



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

风险提示

不排除山西煤销集团在产权过户后出售其股权从而彻底放弃太工天成的可能。但即使这样，山西煤销集团在出售太工天成的股份时也有可能拉高出货，会有短期的交易性机会出现。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。