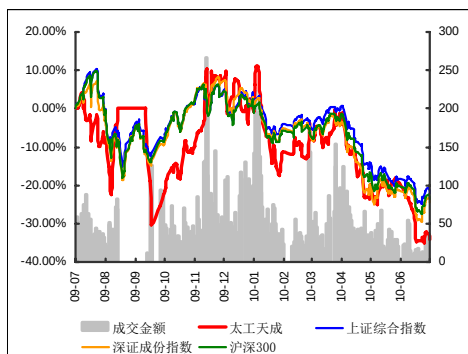


评级：谨慎推荐（首次）

2010 年 7 月 14 日

转身煤炭股尚需时日

——太工天成（600392）深度报告



市场数据： 2010 年 7 月 13 日

收盘价(人民币) 17.10

一年内最高/最低(人民币) 29.80/16.40

上证指数/深圳成指 2450.29/9801.76

研究员：于宏

电 话：(0351) 4131559

E mail: yuh@dtsbc.com.cn

地 址：山西·太原·青年路8号

邮 编：030001

网 址：http://www.dtsbc.com.cn

近期报告：

煤炭行业周报（7/7）

2010年下半年煤炭行业投资策略（7/5）

发改委煤炭价格干预点评（7/1）

投资要点：

➤ 公司是以智能化电子产品、应用软件及网络系统集成、能源化工为主业，集研发、生产、销售、服务为一体的高科技上市公司。公司主营业务盈利在金融危机过后并没有大的改观，缺乏成长性。

➤ 大股东未能在 12 个月内完成对太工天成的重组，我们无奈认为主要是集团资产庞杂，理顺关系需要时间，未来集团公司首先可能将拟注入资产由间接持股变为直接持股，大幅压缩管理层级，由 7 级变为 3 级，增强对资产的控制力，但由于股东地方保护主义，理顺层级需要一定的时间。

➤ 目前市场最关注集团煤炭资产的注入，公司煤炭资产中，许多是在 09 年整合的煤炭资产，目前山西省煤炭资源整合的最后对价尚未完成，预计下半年山西省煤炭资源整合进入到收官阶段，届时将完成整合煤矿的产权过户等。

➤ 最为关键的问题是拟注入资产包含哪些业务，集团公司仍未明确，公司还有大量的煤运资产，承担全省 43 个煤炭出省口收费职能以及铁路 5000 万吨的运力分配任务，由于上述资产带有垄断性质，因此能否装入需要和证监部门进行沟通。

➤ 操作建议：不考虑重组，公司今年继续亏损的可能性较大，因此我们暂不做盈利预测，目前股价反映已经超出基本面，包含市场对其注入资产的预期，短期股价偏高，未来有可能继续走低，但从长期来看山西煤销集团入主将给公司带来极大的发展空间，公司有望成为山西七大煤炭集团之一，因此我们首次给予“谨慎推荐”的投资评级，建议关注山西煤销集团的重组进程。

一、公司沿革

太原理工天成科技股份有限公司前身是山西太工天成科技实业有限公司。二零零零年经山西省人民政府批准改制为股份有限公司。所属行业为计算机应用服务业，经营范围为：研制、开发、生产、销售、安装智能电子设备及其网络系统；研制、开发、生产、销售现代化教育设备及其软件、硬件、课件；承揽自动化工程、安全技术防工程；综合技术服务、咨询；计算机及相关设备的租赁；承揽水利水电工程的咨询及自动化系统集成项目。公司是以智能化电子产品、应用软件及网络系统集成、能源化工为主业，集研发、生产、销售、服务为一体的高科技上市公司。

2008年10月17日经山西省国资委批准，山西煤销集团与山西太原理工资产经营管理公司签署股权转让协议，受让后者持有的太工天成20%股权，以每股6.5元的价格转让，合计3132万股。

2009年8月27日公司公告，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

2009年9月25日山西煤销集团给太工天成发出的《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3个月内不再筹划重大资产重组事项。

2009年11月3日，太工天成公告股权转让完成，占公司总股份20%的国有法人股从资产经营公司过户到山西煤销集团。

2010年1月12日董事换届，山西煤运正式入主太工天成成为第一大股东。

图表 1 太工天成股权结构

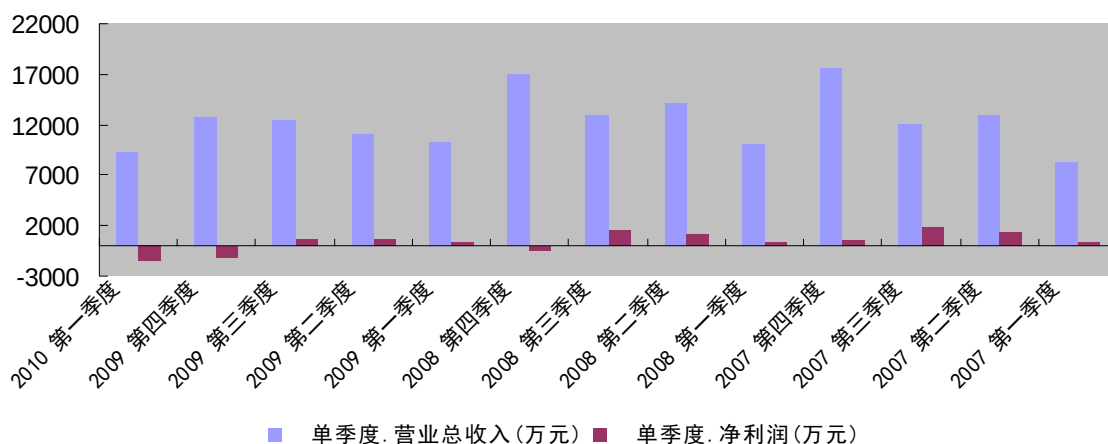
股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
山西煤炭运销集团有限公司	31320000	20	A股流通股
山西太原理工资产经营管理有限公司	9426000	6.02	A股流通股
山西宏展担保有限公司	7829000	5.19	A股流通股
合 计	48575000	31.00	

资料来源：公司公告

二、公司经营分析

主营业务竞争力低：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，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。近三年来公司主营业务收

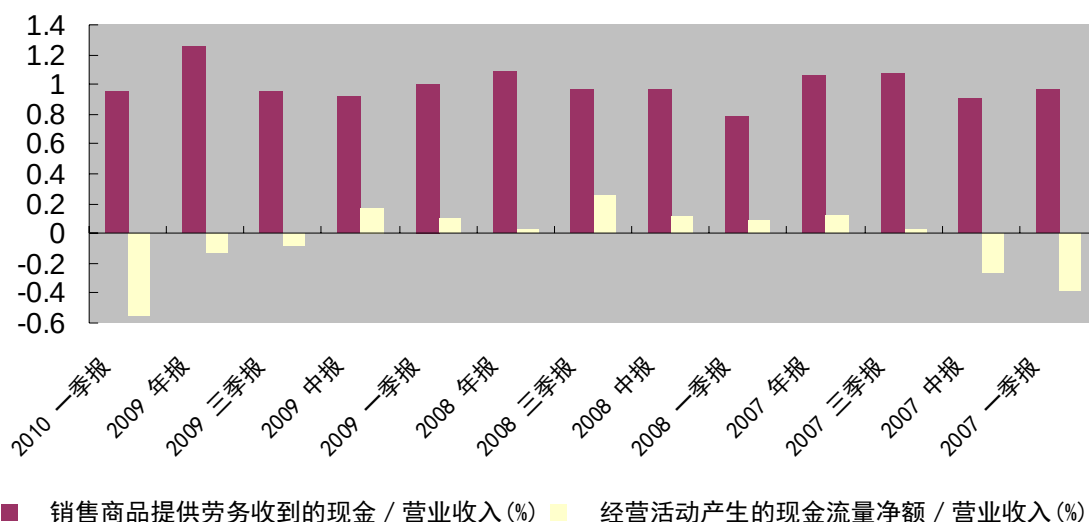
入增长乏力，除 07、08 年四季度收入略有增长外，其余各个季度变化不大，2010 年一季度亏损主要原因是受区域、行业市场影响，公司 IT 业务营业收入出现下滑，尤其是毛利率相对较高的面向行业的应用解决方案及技术服务收入有一定幅度的下降；另外，2009 年公司转入营业外收入的政府补助 400 万元，计提资金占用费 466 万元，本报告期无此两项收入。



图表 2 营业收入及净利润

资料来源：公司公告

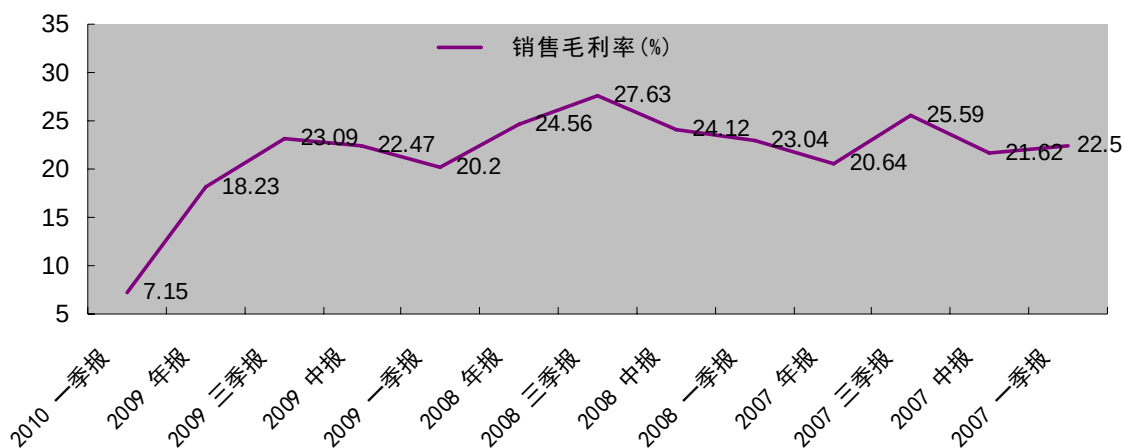
内部管理存在问题：公司一季报显示公司重组前参股的天成大洋公司目前仍拖欠公司 8430 万元；公司投资的发鑫集团目前仍欠款 8537 万元；公司存在对外担保 2500 万元，已逾期，以上投资都发生在山西煤销入主以前，虽然目前公司积极催要，与各方签订抵押协议以及担保协议来保证资金归还，但仍存在收不回来的风险。



图表 3 公司现金流量

资料来源：公司公告

现金流不足财务风险加大：由于主营业务增长乏力，激烈的竞争导致毛利率偏低，公司经营现金流连续出现负数，公司近期公告借贷 25000 万元，未来财务压力将加大。



图表 4 销售毛利率

资料来源：公司公告

转型项目前景不明：公司近几年向焦炭行业及煤化工领域拓展。公司计划新建项目“焦炉气综合利用新工艺示范工程——年产 25 万吨甲醇及 1 亿 Nm³ 车用天然气”工程项目，该项目是采用公司自主开发的集成创新技术，以煤和焦炉气为原料生产甲醇和车用天然气，最大限度地利用焦炉煤气中的各种有效成分，充分利用两种原料的特点；同时减少了温室气体 CO₂ 的排放，属环保项目和资源综合利用项目，但由于目前焦炭市场仍未完全走出低谷，焦化企业产能尚无法完全释放，原料焦炉煤气不足，导致公司新建的煤化工项目迟迟未能开工，目前公司正积极研究，结合山西省煤焦产业总体发展规划及煤销集团煤化工发展战略，做出项目进一步发展规划。

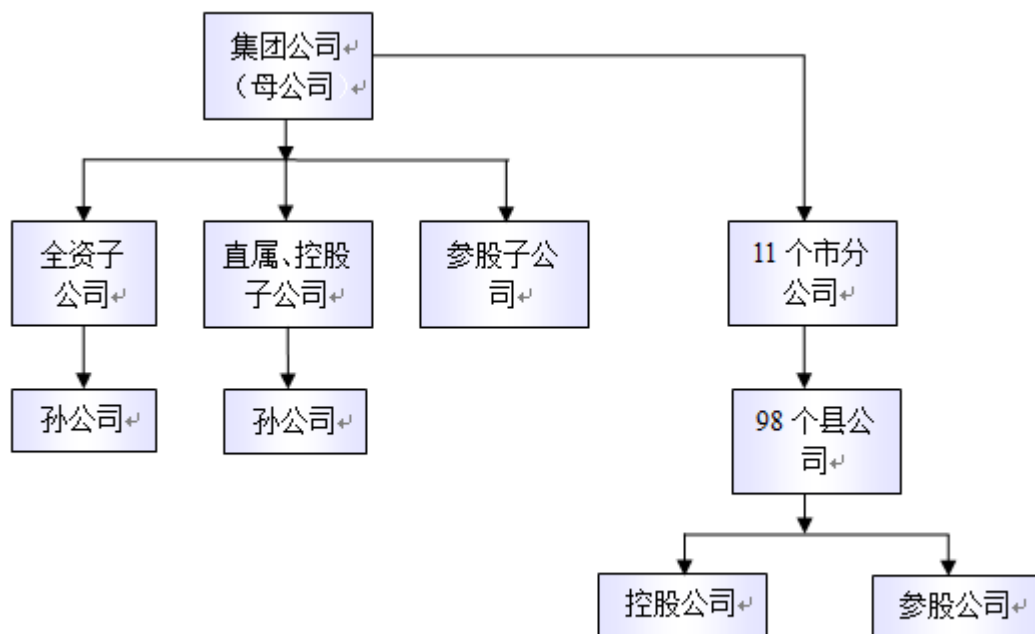
三、转身煤炭股尚需时日

2008 年年底，经山西省国资委和国务院国资委批准后，山西煤运协议收购太工天成 20% 股份，成为后者第一大股东和实际控制人。2008 年 10 月 20 日，在《太原理工天成科技股份有限公司详式权益变动报告书》中，山西煤运承诺，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，并增持太工天成股份，变更太工天成的主营业务，给股东更丰厚的回报。2009 年 8 月 27 日，山西煤运突然发布《太工天成重大事项暨停牌公告》。公告称，山西煤运正在筹划与公司有关的重大资产重组事项，因本次事项存在重大不确定性，公司股票于当日起连续停牌。2009 年 9 月 24 日，山西煤运宣称“筹划本次重大重组的时间尚不成熟”，决定暂缓此次重组。太工天成也发布公告称，因集团公司产权关系尚未全部理顺，公司资产难以在短期

内梳理完成，宣布暂缓重大资产重组事宜，公司转身煤炭股还需时日。

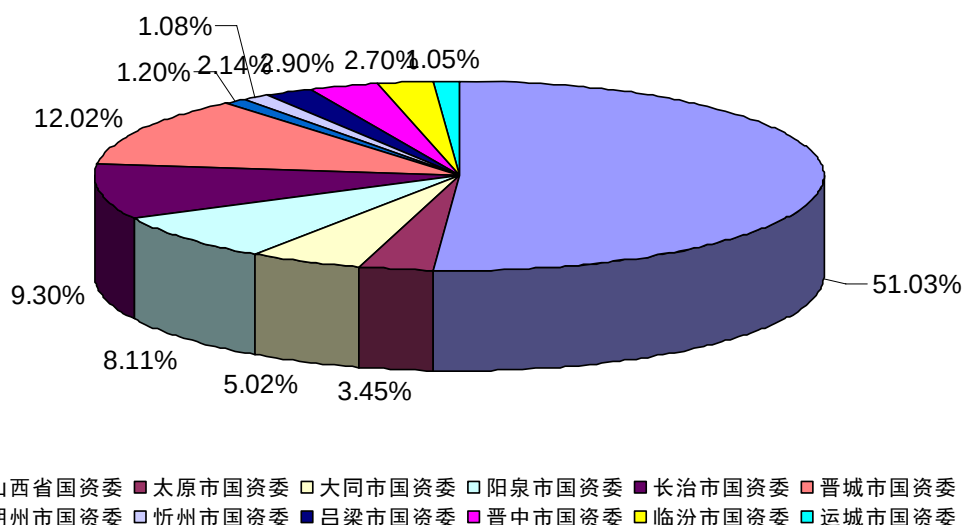
四、重组面临的问题

山西煤运重组的困难主要是集团资产庞杂，据报道目前集团有 1092 个法人以及 7 级管理层级，资产重组涉及资产的打包，多层级意味着复杂的股权结构不利于注入后资产关系的理顺，未来集团公司首先可能将拟注入资产由间接持股变为直接持股，大幅压缩管理层级，由 7 级变为 3 级，增强对资产的控制力，但由于股东地方保护主义，理顺层级需要一定的时间。



图表 5 集团公司管理层级

资料来源：公司公告



图表 6 山西煤销集团公司股东

资料来源：公司公告

目前市场最关注集团煤炭资产的注入，公司煤炭资产中，许多是在 09 年整合的煤炭资产，目前山西省煤炭资源整合的最后对价尚未完成，煤矿的产权过户等还未完成，预计下半年山西省煤炭资源整合进入到收官阶段，将完成支付对价以及产权过户。

图表 7 公司整合的部分矿井

重组整合后矿井名称	生产许可证载明能力(万吨/年)	新核定生产能力(万吨/年)
山西煤销集团临汾四通焦煤有限公司四通井	21	30
山西煤炭运销集团赵屋煤业有限公司大南山井	9	30
山西煤炭运销集团野川煤业有限公司乔家沟井	15	45
山西煤炭运销集团阳泉上社晋玉煤业有限公司	15	60
山西煤炭运销集团新工煤业有限公司盛源工农井	15	30
山西煤炭运销集团泰安煤业有限公司	9	30
山西煤炭运销集团石窟煤业有限公司申庄井	15	30
山西煤炭运销集团三元鑫能煤业有限公司九庄井	21	30
山西煤炭运销集团三元微子镇煤业有限公司后河井	17	30
山西煤炭运销集团三元石窟煤业有限公司	15	30
山西煤炭运销集团三元古韩永丰煤业有限公司王家庄井	9	30
山西煤炭运销集团三元古韩永丰煤业有限公司十字道井	15	30
山西煤炭运销集团三元古韩永丰煤业有限公司	15	30
山西煤炭运销集团三元古韩荆宝煤业有限公司桃树井	15	30
山西煤炭运销集团芦子沟煤业有限公司	15	30
山西煤炭运销集团龙峰煤业有限公司福富井	15	30
山西煤炭运销集团金裕达煤业公司	21	30

山西煤炭运销集团金辛达煤业公司	21	30
山西煤炭运销集团黄山煤业有限公司冯坡井	9	30
山西煤炭运销集团黄山煤业有限公司	15	30
山西煤炭运销集团和盛煤业有限公司	15	30
山西煤炭运销集团东井岭煤业有限公司小炭窑井	9	30
山西煤炭运销集团百尺第一煤业有限公司	9	30

资料来源：公司公告

最为关键的问题是日前拟注入资产包含哪些业务，集团公司仍未明确，公司还有大量的煤运资产，承担全省 43 个煤炭出省口收费职能以及铁路 5000 万吨的运力分配任务，由于上述资产带有垄断性质，类似一个事业机构而经营机构，因此能否装入需要和证监部门进行沟通，如果上市是否要先剥离掉这部分资产还需考量。

五、前景展望

我们认为主要是上述原因导致公司未能在 12 个月内完成对太工天成的重组，目前股价反映已经超出基本面，包含市场对其注入资产的预期，在大集团、小公司之间反差巨大的情况下，在山西煤运明确重组太工天成的前提下，资产注入前景明确，但时间及方式存在不确定性，预计资产包将包含煤炭资产、运输类资产等。

六、操作建议

不考虑重组，公司今年继续亏损的可能性较大，因此我们暂不做盈利预测，目前股价反映已经超出基本面，包含市场对其注入资产的预期，短期股价偏高，未来有可能继续走低，但从长期来看山西煤销集团入主将给公司带来极大的发展空间，公司有望成为山西七大煤炭集团之一，因此我们首次给予“谨慎推荐”的投资评级，建议关注山西煤销集团的重组进程。

七、风险提示

目前股价已经脱离基本面，包含市场对其重组的预期，但重组进程有一定的不确定性。

图表 8 公司部分参股、控股企业

公司名称	权益比例
山西晋神能源有限公司	51%
山西三元煤业股份有限公司	54.29%
山西万景源房地产开发有限责任公司	92%

山西榆园旅游饭店集团有限公司	90.91%
天津塘沽区晋华煤炭物流有限公司	80%
大同晋银矿业有限责任公司	61.71%
山西煤运东田良煤炭销售有限公司	100%
山西煤运明隆煤炭销售有限公司	59%
太原煤炭交易市场	90.93%
山西晋华煤炭运销有限公司	84.61%
海南万全投资有限公司	72.73%
山西王家岭煤业有限公司	76%
山西煤炭运销总公司榆园温泉度假村	94.84%
天津市北源国际贸易有限公司	90.91%
山西美运贸易有限公司	90.00%
山西煤炭运销总公司曲沃煤焦集运站	100.00%
山西煤炭运销总公司翼城东煤炭集运站	100.00%
山西晋煤煤矿管理有限公司	70.00%
山西煤运省外煤焦经销有限公司	25.00%
山西煤炭运销总公司汽车运输公司	100.00%
山西汛潮科技有限公司	70.00%
山西榆园物业管理有限公司	66.67%
山西晋煤物流信息有限公司	35.60%

资料来源：公司公告

图表 9 集团公司经营情况（单位：万元）

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入						
煤炭物流	4,522,866	91.38%	8,192,551	90.79%	4,075,703	87.97%
煤炭生产	265,059	5.36%	675,360	7.48%	367,496	7.93%
收费业务	108,934	2.20%	83,811	0.93%	56,923	1.23%
其他	52,406	1.06%	72,219	0.80%	132,692	2.86%
合计	4,949,265	100%	9,023,941	100%	4,632,814	100%

资料来源：公司公告

图表 10 集团公司盈利情况（单位：万元）

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
净利润						
煤炭物流	82,467	41.47%	202,418	45.90%	61,364	32.94%
煤炭生产	43,925	22.09%	184,907	41.95%	94,449	50.70%
收费业务	72,044	36.23%	62,858	14.26%	32,563	17.48%
其他	276	0.21%	-9,336	-2.12%	-2,086	-1.12%
合计	198,712	100%	440,847	100%	186,290	100%

资料来源：公司公告

图表 11 煤销集团现有矿井（单位：万吨）

矿井名称	主要煤种	可控储量	可采储量	核定生产能力
三元煤业	贫瘦煤	32,030	22,121.2	180
武乡墨镡矿	贫瘦煤	4,700	3,047	45
长治王庄矿	贫瘦煤	17,930	9,820	115
河曲沙坪矿	气煤	68,000	42,200	240
阳泉燕煤公司	无烟煤	17,044.7	10,616	165
阳泉上社公司	无烟煤	21,006.3	9,490	70
上社二景公司	无烟煤	3,111.95	1,562	40
郊区旧街煤矿	无烟煤	1,454.88	779	30
郊区野沟煤矿	无烟煤	490	190	9
郊区鸿泰煤矿	无烟煤	558	385	15
孟县北关煤矿	贫煤	572	280	15
孟县南社煤矿	贫煤	895	455	9
皇后煤矿	贫煤	3,739.29	2,617	21
大横沟煤矿	贫煤	960	420	15
古县千佛沟矿	焦煤	2,010	1,118	21
武乡马堡煤矿	贫煤	10,524	6,372	90
汾西南沟底煤矿	焦煤	490	294	9
寨沟煤矿	贫煤	1,320	678	15
夏门徐家庄矿	肥煤	5,878	4,392	15
蒲县曹村煤矿	焦煤	1,560	1,162	21
山只岭煤矿	贫煤	1,831	1,369	30
高平西山煤矿	无烟煤	2,083	1,250	30
高平张家煤矿	无烟煤	393	265	15
高平店上煤矿	无烟煤	932	445	15
泽州掌石沟煤矿	无烟煤	1,180	780	30
沁水中冶煤矿	无烟煤	1,049	734.2	15
陵川双扶煤矿	无烟煤	468	300	9
关岭山煤矿	无烟煤	2,190	1,988	30
合计		204,400.15	125,129.4	1,314

资料来源：公司公告

图表 12 煤销集团在建矿井

序号	项目名称	产能情况	开工日期	预计完工日期	总投资
1	三元煤业下霍矿井	240 万吨/年	2005.2	2011.5	75,000
2	磁窑沟煤矿	120 万吨/年	2009.8	2011.4	27,800
3	保安煤矿	150 万吨/年	2005.6	2011	53,000

4	王家岭煤矿	500 万吨/年	2009.7	2011	213,000
5	大同左云矿区	720 万吨/年	2009.8	2011.7	360,000
6	汾孝矿区	400 万吨/年	2009.9	2011.10	250,000
7	忻州矿区	300 万吨/年	2009.9	2011.12	150,000
8	朔州矿区	300 万吨/年	2009.10	2011.11	150,000
9	中小煤矿整合	1000 万吨/年	2009.10	2011.10	500,000

附录：山西煤炭运输集团简介

山西煤炭运销集团有限公司前身为山西省煤炭运销总公司（简称总公司），1983 年 10 月，由山西省政府出资成立总公司，随后，为便于经营管理，山西省政府决定，由各地市政府出资成立 11 家地（市）分公司，各县（区）相应成立县（区）公司，形成了省、市、县三级公司的煤炭运销系统，主要职能是负责全省地方煤矿运销管理和销售。

1983 年-1992 年，总公司对各地（市）分公司、各县（区）公司实行业务管理，1992 年以后，省政府对煤炭运销系统实行了业务、人事“条条”管理，但在产权方面没有形成以资产为纽带的企业产权关系，总公司对全系统只管人、管事，不管资产。

2007 年 7 月，由山西省政府以山西省人民政府办公厅晋政办函〔2007〕《关于山西省煤炭运销总公司改制重组有关事宜的通知》批准组建山西煤炭运销集团有限公司，山西省国资委（股比 51.03%）和 11 个市国资委以持有原煤运分公司及所属各县区公司的净资产作为出资额（股比合计 48.97%），共同组建集团公司。

新组建的山西煤销集团注册资本 101.56 亿元人民币，总资产 406 亿元，集团公司下设 11 个市分公司，98 个县区公司，25 个控股企业，有员工 4 万多名。

经过二十多年的发展，山西煤销集团已建成遍及全省各地的煤炭生产、储运和行销全国 26 个主要省市的煤炭销售网络，年产运销煤炭近 3 亿吨。并与交通、光大、民生等银行，国家五大电力集团，中国神华、中煤集团和铁路、港口等国内大型企业建立了长期友好的战略合作关系。截止目前，集团公司已累计销售煤炭 31 亿吨，实现利税 270 亿元，上缴煤炭专项基金 750 亿元，是我国最大的煤炭运销专业企业，在中国企业 500 强排名中位列第 92 位，连续 4 年位居中国煤炭企业 100 强第 3 名，山西省 100 强企业第 2 名，被中国企业联合会评为“中国优秀诚信企业”，被列入全省“十一五”期间企业优先发展的“第一方阵”，省重点扶持的年产 5000 万吨大型煤炭生产企业之一。

在铁路运销方面，全集团现拥有 152 个铁路煤炭发运站，其中大列发煤站 22 个，

产品辐射到全国 26 个省市，电力、建材、冶金、化工、出口用煤行业 5000 多个用户。近年来，通过科学规划，合理布局，整合发煤站资源，加强资源衔接，规范合同管理，严格实行“统一订货、统一请车、统一发运、统一结算”，煤炭总运量、重点合同兑现率和自主营销量逐年提高，尤其是在确保国家及省内重要电厂用煤上发挥了主渠道作用。

在公路运销方面，全集团现有 43 个公路出省煤焦管理站，234 个煤炭销售营业站，61 个大型汽车运输队，储配煤场 100 多个。近年来，以“统一价格、统一销售、联合竞争”为经营模式，加快推进公路煤炭全面经销，构建三级煤炭物流配送体系，积极推进新型服务业建设。通过集团所属的太原煤炭交易市场、晋煤物流公司等现代煤炭物流交易平台，建立并逐步完善了客户管理网络，销售资源网络，运输服务网络，信息服务网络，实行公路出省煤炭网上订货和网上交易，实现了地方煤炭整体效益的最大化。

集团公司在做实做强煤炭运销主业的同时，还不断大力推进煤炭货源基地建设，认真实施省政府对地方煤炭进行“资源整合，关小上大，联合改造”和煤炭大公司、大集团战略，积极开展对地方煤矿的资源整合和提升改造，通过兼并、收购、控股、参股等方式，全集团现拥有独资、控股煤矿 48 座，占有煤炭资源储量 56.18 亿吨，年生产能力已达到 2800 万吨。

资料显示，山西煤炭运销集团是我国最大的煤炭运销专业企业，在中国企业 500 强排名中位列第 92 位，连续 4 年位居中国煤炭企业 100 强第 3 名，山西省 100 强企业第 2 名，是山西省重点扶持的年产 5000 万吨大型煤炭生产企业之一。

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。