

天茂集团(000627)中报点评

谨慎推荐

—— 旗下保险公司业绩增长速度较快。

维持评级

健康护理/化学制药

发布时间: 2010 年 8 月 25 日

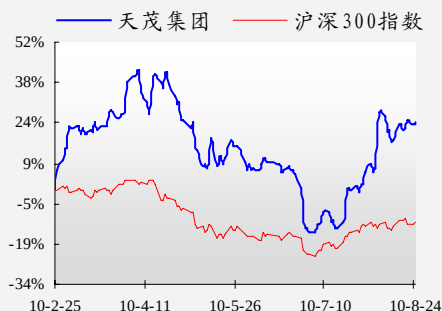
投资要点:

- 随着宏观经济形势有所好转, 公司主产品二甲醚销售及原料药布洛芬出口因需求回暖销售增加。公司在新能源化工、原料药和金融投资领域继续保持持续发展。上半年实现营业总收入 68344 万元, 比上年同期增长 91.68%; 实现归属于母公司所有者净利润 3571 万元, 同比增 47.7%; 基本每股收益 0.03 元。
- 2010 年上半年, 公司化工、医药主营业务利润为 1608 万元, 占营业利润的比重为 43.87%, 参股天平保险的投资收益为 2058 万元, 占比为 56.13%, 参股金融企业的投资收益占主要比重。
- 公司分别参股天平汽车保险和国华人寿 20%的股权。天平汽车保险自 2005 年成立以来发展迅速, 保费以年均 473.7%的速度增长, 市场份额从 2005 年的 0.024%增长到 0.81%。上半年, 天平汽车保险实现净利润 1.03 亿元, 为天茂集团贡献 2058 万元。
- 我们预测天茂集团 2010 年的每股收益为 0.07 元, 2011 年的每股收益为 0.14 元, 尽管目前公司估值比较高, 但公司参股的两家保险公司成长速度比较快, 贡献的投资收益不断增长, 基于此, 我们给予谨慎推荐投资评级。

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(%)
2009	96,460		5,027		0.07		162.9	
2010E	163,180	69.2%	9,009	79.2%	0.07		81.4	
2011E	191,900	17.6%	18,335	103.5%	0.14		40.7	
2012E	210,000	9.4%	27,292	48.9%	0.20		28.5	

走势图



市场数据

2010-8-25

收盘价:	5.70 元
52 周最高价:	7.06 元
52 周最低价:	2.65 元
平均持仓成本:	5.78 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	135,359
流通 A 股 (万股):	135,359
每股收益 (元):	0.03
每股净资产 (元):	1.14
每股经营现金流 (元):	0.06
市净率:	5.00

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司经营情况分析

随着宏观经济形势有所好转，公司主产品二甲醚销售及原料药布洛芬出口因需求回暖销售增加，同时公司大力开展节能降耗、增收节支活动，提高了产量，降低了成本，增加了效益，公司在新能源化工、原料药和金融投资领域继续保持持续发展。实现营业总收入68,343.65万元，比上年同期增长91.68%；实现归属于母公司所有者净利润3571万元，同比增47.7%；基本每股收益0.03元。

表1、公司经营业绩分析

单位：元

	2009-06-30	2010-06-30	同比
一、营业总收入	356,544,926.51	683,436,463.33	91.7%
营业收入	356,544,926.51	683,436,463.33	91.7%
二、营业总成本	339,678,466.98	667,357,614.78	96.5%
营业成本	302,995,367.21	627,367,711.98	107.1%
营业税金及附加	438,826.59	444,934.65	1.4%
销售费用	2,434,819.59	3,806,756.75	56.3%
管理费用	23,343,995.80	20,926,755.85	-10.4%
财务费用	9,205,108.95	12,722,056.91	38.2%
资产减值损失	1,260,348.84	2,089,398.64	65.8%
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	-756,002.58	0.00	
投资净收益	11,289,139.09	20,575,997.50	82.3%
四、营业利润	27,399,596.04	36,654,846.05	33.8%
加：营业外收入	680,718.36	4,441,592.96	552.5%
减：营业外支出	47,069.32	205,587.73	336.8%
其中：非流动资产处置净损失	39,938.70	106,568.11	166.8%
五、利润总额	28,033,245.08	40,890,851.28	45.9%
减：所得税	1,544,131.18	2,242,138.36	45.2%
六、净利润	26,489,113.90	38,648,712.92	45.9%
减：少数股东损益	2,313,896.20	2,941,655.44	27.1%
归属母公司所有者净利润	24,175,217.70	35,707,057.48	47.7%
七、每股收益：	0.04	0.03	-27.8%

资料来源：公司公告

二、分业务分析

从公司的利润构成来看，2010年上半年，公司化工、医药主营业务利润为1608万元，占营业利润的比重为43.87%，参股天平保险的投资收益为2058万元，占比为56.13%，参股金融企业的投资收益占主要比重。

表2、投资收益所占比例

单位：元

	金额	占比
营业利润	36,654,846.05	
主营利润	16,078,848.55	43.87%
投资收益	20,575,997.50	56.13%

资料来源：公司公告

表3、化工及医药产品毛利率

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入同比	毛利率同比
医药收入	15,722.07	13,001.66	17.30%	36.03%	-5.53%
化工收入	52,621.57	49,735.11	5.49%	118.38%	-5.79%
合计	68,343.65	62,736.77	8.20%	91.68%	-6.82%

资料来源：公司公告

1、**新能源化工领域：**根据中国能源政策和产业趋势，结合中国煤资源丰富的条件和公司的技术及产品优势，公司介入新型能源化工领域，以煤制甲醇、二甲醚，打造一条新型能源产业链。目前公司已具备50万吨/年燃料级二甲醚的生产能力，成为全国最大的二甲醚生产商之一。

2、**原料药领域：**公司在现有的原料药、制剂品种的基础上，巩固和发展解热镇痛原料药，通过上规模、添品种、增效益使公司成为国际国内有重要影响力的解热镇痛原料药生产基地。同时适度推进特色原料药的研发，及时进行产业化，快速跟进国际药政，以出口为主推动产品的销售。

3、**金融投资领域：**2010年上半年，本公司参与了天平汽车保险股份有限公司的增资，本公司以5元/股的价格向天平汽车保险股份有限公司增资8000万元，增资完成后天平汽车保险股份有限公司注册资本变更为6.3亿元人民币，本公司持有天平汽车保险股份有限公司12,600万股，占该公司总股本的20%。2010年上半年，本公司参与了国华人寿保险股份有限公司的增资，本公司以1元/股的价格向国华人寿保险股份有限公司增资4008万元，增资完成后，国华人寿保险股份有限公司注册资本变更为10亿元人民币，本公司持有国华人寿保险股份有限公司20,000万股，占该公司总股本的20%。

三、保险业务增长迅速

公司分别参股天平汽车保险和国华人寿20%的股权。天平汽车保险自2005年成立以来发展迅速，保费以年均473.7%的速度增长，市场份额从2005年的0.024%增长到2010年的0.81%。2008年公司承保开始实现盈利，2010年上半年，公司实现净利润1.03亿元，为天茂集团贡献2058万元，占比为56.13%。

图1、天平保险保费收入增速及市场份额

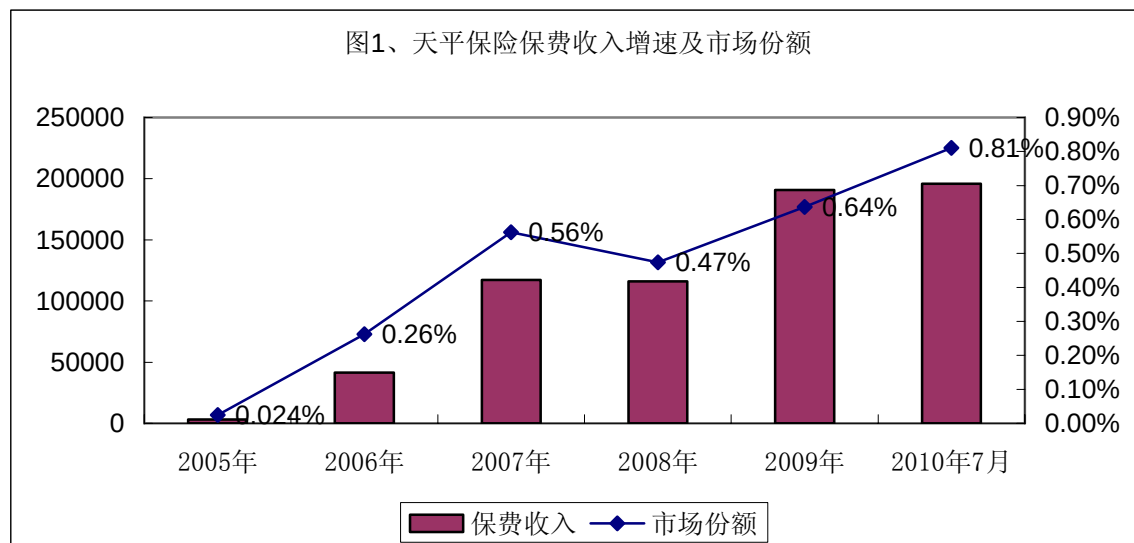


表4、天平车险盈利状况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半 年
总资产	229661156	485026334	1401371338	1369668563	2527466602	3707283735
净资产	191983787	145981103	257353292	424077812	606126967	968783312
营业收入	31234303	415180323	791232634	990850576	1509422356	1201259608
净利润	-28016213	-126002684	11372189	37157242	140321661	102879987
承保利 润	-31515222	-147295962	-31255616	17079764	19669715	
投资收 益	3501260	10526429	34671759	11922454	157751950	

资料来源：东北证券研究所

公司参股20%国华人寿的股权，国华人寿于2007年成立，2009年，在投资环境比较好的环境下，国华人寿实现净利润2748万元。但寿险公司的盈利周期长，需经过几年的持续投入才能实现利润贡献。

表5、国华人寿盈利状况

	2007 年	2008 年	2009 年
总资产	311,349,079	1,761,630,753	6,067,054,498
净资产	295,329,678	467,378,631	714,491,859
营业收入	4,409,872	822,722,903	4,090,866,288
投资收益	15,372	20,655,726	280,372,656
净利润	-5,848,581	-159,880,887	27,483,993

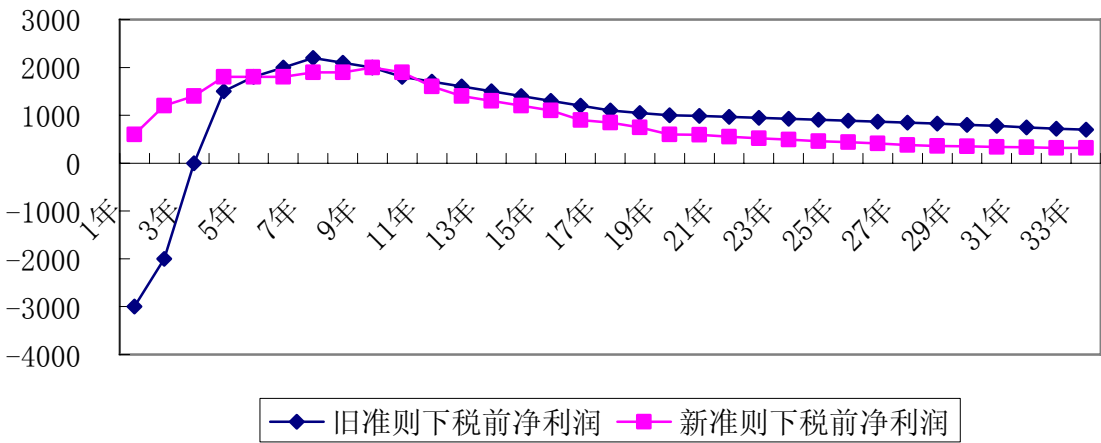
资料来源：东北证券研究所

在2009年年底，由于新会计准则的实施，对整个保险行业的财务处理方法产生

了重大变革。新会计准则改变了新业务亏损的局面，使新承保业务在前几个保单年度也能在财报中确认利润。

新会计准则改变了准备金计提的方式，其中重要改动之一是改变了评估利率，由原先的不高于定价利率2.5%改为符合最优估计，这样做，改变了原先新业务首年需计提大量准备金的局面，新会计规定下，准备金计提更加科学，产品利润释放提前且更加平滑。这样国华人寿虽然是新成立的保险公司，利润贡献可能提前。

图2、新旧准则下保险公司税前净利润示意图



资料来源：东北证券研究所

四、盈利预测及投资评级

我们预测天茂集团2010年的每股收益为0.07元，2011年的每股收益为0.14元，尽管目前公司估值比较高，但公司参股的两家保险公司成长速度比较快，贡献的投资收益不断增长，基于此，我们给予谨慎推荐投资评级。

表 6、盈利预测

单位：万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	96,460	163,180	191,900	210,000
减：营业成本	86,615	145,965	163,671	170,000
营业税金及附加	85	403	455	590
资产减值损失	83	0	1	0
销售费用	912	1,289	1,455	1500
管理费用	4,287	5,157	5,819	6,200
财务费用	2,131	3,223	3,455	4,500
投资净收益	3,048	4,500	6,500	7,600
二、营业利润	5,320	11,643	23,544	34,810
加：营业外收入	620	620	620	680
减：营业外支出	19	0	0	0

三、利润总额	5,921	12,263	24,164	35,490
减：所得税费用	391	2452.6	4,833	7098
四、净利润	5,529	9,810	19,331	28,392
少数股东权益	503	801	996	1100
归属母公司所有者的净利润	5,027	9,009	18,335	27,292
EPS(全面摊薄/元)	0.07	0.07	0.14	0.20

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。