

证券研究报告

公司研究——事项点评

天华院（600579.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2015.08.26

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 研究助理

联系电话：+86 10 63081089

邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

刘斌斌 研究助理

联系电话：+86 10 63081341

邮箱：liubinbin@cindasc.com

相关研究

《期待科研成果厚积薄发》2015.8

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

控股股东打造国际化先进化工装备板块

2016年01月11日

事件：2016年1月10日，青岛天华院化学工程股份有限公司（简称“本公司”）收到控股股东《关于控股股东及关联公司收购橡塑及化工机械制造商克劳斯玛菲集团的通知》，本公司实际控制人中国化工集团公司及其控股公司中国化工装备有限公司在德国设立的项目公司作为一方，与加拿大 Onex 公司控股的 Munich Holdings II Corporation S. à r.l. 于2016年1月9日签署《股份购买协议》，收购了加拿大 Onex 公司旗下的德国 KraussMaffeiGroupGmbH（克劳斯玛菲集团公司，“目标公司”）100%股权。

点评：

- **控股股东资产证券化加速，收购海外化工装备公司致力于打造国际化先进化工装备板块。**公司实际控制人中国化工集团公司在其总经理任建新的带领下，一直秉承以资本运营为主，海外并购与国内板块同业的全球领先公司，借其专业能力整合国内协同资产，通过旗下上市公司平台分板块实现证券化的战略思路，对其旗下的资产进行整合，加速其证券化的进程。已完成旗下轮胎板块、蛋氨酸板块、农化板块的资产整合工作，目前收购克劳斯玛菲公司 100% 股权，显示公司在致力于打造国际化的先进化工装备板块，天华院作为其旗下的化工装备上市平台将存在较大的资产注入预期。
- **德国克劳斯玛菲集团公司是全球提供塑料、橡胶生产和加工设备和系统的领先供应商之一。**克劳斯玛菲集团依靠创新实现发展，以标准和定制化的解决方案形式提供产品、工艺和服务，为客户的增值链带来持续的附加值。公司的产品和服务全面涵盖注射和反应成型及挤出技术，为公司在业内独树一帜奠定了基础。公司旗下克劳斯玛菲、克劳斯玛菲-贝尔斯托夫和耐驰特品牌面向的是汽车、包装、医疗、建筑、电气、电子和家用电器行业的客户。由 30 多家子公司和 10 多家工厂组成的全球网络，并有 570 家左右的销售和服务合作伙伴提供支持，公司可以为全球客户提供就近服务。2011 年的销售收入，9.28 亿欧元，毛利 2.01 亿欧元，毛利率高达 21.7%。
- **非公开发行股票获国资委批复，募投项目主要用来增加褐煤干燥设备及城市污泥处理装置的产能。**公司非公开发行不超过 7487 万股方案已获得国资委批复，发行完成后公司总股本不超过 4.67 亿股，目前对应增发后市值 62 亿元。公司南京天华一期已于 2010 年建成投产，目前已不能满足下游订单的需要。本次募集的资金用于南京天华二期项目，主要用于增加褐煤干燥设备及城市污泥处理装置的产能。公司为保证公司专利技术不流失，核心部件主要都是在公司的南京基地进行生产，周期较长，以褐煤干燥设备为例，1 台设备需 1 年时间才能交货，因此二期项目建成之后，将有效提高公司的产能水平，进而提高公司在市场上的竞争力。

- **石化设备受市场影响持续低迷，转型环保行业前景广阔。**公司第一大主业是干燥设备，早期干燥设备主要用于石化行业，但近期石化行业受产能过剩价格走低等市场影响而持续低迷，公司石化订单大幅缩减。公司配合国家对于环保的需求，通过对设备设计研发，开发出包括褐煤干燥设备、城市污泥处理装置等一系列环保概念的干燥设备，由于公司在干燥设备行业的龙头地位，国外订单也持续增长，转型环保行业将有很好的竞争力，前景十分广阔。
- **公司研发能力突出，后续技术储备丰厚。**公司长期以来承担和完成了诸多国家级科研开发课题，获得了多项国家及省部级重大科技成果奖励，截止 2014 年末，公司共取得重大科技成果 452 项。除褐煤干燥和城市污泥处理设备外，其他如粮食加工行业干燥设备应用、电解槽新材料技术、超高分子聚乙烯、芳纶技术等都是公司的后备技术力量，有望在未来实现产业突破。
- **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 2015-2017 年归属母公司净利润分别为 8029 万元、8856 万元和 9670 万元，2015-2017 年摊薄 EPS 分别为 0.20 元、0.23 元和 0.25 元，对应 2016 年 1 月 8 日收盘价（12.76 元/股）的动态 PE 分别为 62、56、52，考虑到公司转型环保行业的广阔市场空间及控股股东资产整合预期，上调公司评级至“增持”评级。
- **风险因素：**设备订单不及预期；国家税费优惠政策调整等。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,245.90	823.86	800.26	834.16	868.06
增长率 YoY %	185.25%	-33.87%	-2.86%	4.24%	4.06%
归属母公司净利润(百万元)	-41.51	63.02	80.29	88.56	96.70
增长率 YoY%	-519.73%	-251.83%	27.40%	10.30%	9.19%
毛利率%	16.39%	25.17%	30.66%	31.71%	31.75%
净资产收益率 ROE%	-29.43%	9.69%	12.22%	13.10%	12.58%
每股收益 EPS(元)	-0.10	0.16	0.20	0.23	0.25
市盈率 P/E(倍)	-121	79	62	56	52
市净率 P/B(倍)	8.08	7.34	7.92	6.94	6.12

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 1 月 8 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	936.90	940.51	873.76	976.40	1,090.18
货币资金	170.58	153.90	126.39	201.25	284.14
应收票据	30.03	58.32	56.65	59.05	61.45
应收账款	438.83	477.57	463.89	483.54	503.19
预付账款	65.86	60.30	54.28	55.72	57.95
存货	228.70	178.69	160.84	165.12	171.73
其他	2.90	11.73	11.73	11.73	11.73
非流动资产	443.18	419.40	415.04	410.70	405.60
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	250.02	231.57	230.20	228.72	227.13
无形资产	181.56	175.68	169.15	162.63	156.10
其他	11.61	12.15	15.69	19.35	22.37
资产总计	1,380.09	1,359.92	1,288.81	1,387.10	1,495.79
流动负债	740.76	658.37	637.23	646.97	658.96
短期借款	308.00	311.00	311.00	311.00	311.00
应付账款	167.87	172.45	155.22	159.35	165.73
其他	264.89	174.92	171.02	176.62	182.23
非流动负债	20.43	19.63	19.63	19.63	19.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.43	19.63	19.63	19.63	19.63
负债合计	761.19	678.00	656.86	666.60	678.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	618.90	681.92	631.94	720.50	817.20
负债和股东权益	1380.09	1359.92	1288.81	1387.10	1495.79

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,245.90	823.86	800.26	834.16	868.06
同比	185.25%	-33.87%	-2.86%	4.24%	4.06%
归属母公司净利润	-41.51	63.02	80.29	88.56	96.70
同比	-519.73%	-251.83%	27.40%	10.30%	9.19%
毛利率	16.39%	25.17%	30.66%	31.71%	31.75%
ROE	-29.43%	9.69%	12.22%	13.10%	12.58%
每股收益(元)	-0.10	0.16	0.20	0.23	0.25
P/E	-121	79	62	56	52
P/B	8.08	7.34	7.92	6.94	6.12
EV/EBITDA	58.04	42.62	35.17	32.61	30.41

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,245.90	823.86	800.26	834.16	868.06
营业成本	1,041.73	616.47	554.87	569.65	592.45
营业税金及附加	8.62	6.29	5.82	6.07	6.31
营业费用	51.77	26.61	30.74	32.04	33.34
管理费用	134.35	87.86	85.82	89.46	93.09
财务费用	46.23	17.97	22.76	22.97	22.46
资产减值损失	29.80	8.48	19.09	20.44	16.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-66.59	60.18	81.16	93.54	103.43
营业外收入	42.73	16.48	16.48	16.48	16.48
营业外支出	4.00	0.09	0.09	2.42	2.42
利润总额	-27.86	76.57	97.55	107.60	117.49
所得税	13.65	13.55	17.26	19.04	20.79
净利润	-41.51	63.02	80.29	88.56	96.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-41.51	63.02	80.29	88.56	96.70
EBITDA	92.42	124.68	151.09	162.97	174.76
EPS (摊薄)	-0.11	0.16	0.20	0.23	0.25

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	118.93	5.48	18.24	124.57	134.35
净利润	-41.51	63.02	80.29	88.56	96.70
折旧摊销	75.00	29.63	30.13	31.98	33.87
财务费用	45.29	18.48	23.40	23.40	23.40
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	13.48	-111.35	-0.99	-38.48	-35.87
其它	26.68	5.70	-114.59	19.12	16.26
投资活动现金流	-84.23	-4.34	-22.36	-26.31	-28.06
资本支出	-84.20	-4.34	-22.36	-26.31	-28.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-346.11	-15.48	-23.40	-23.40	-23.40
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-220.10	3.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	41.84	18.48	23.40	23.40	23.40
现金净增加额	-311.41	-14.34	-27.52	74.86	82.89

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞 能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生 能源化工行业研究员。清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历，2015 年 3 月加盟信达证券。

刘斌斌 能源化工行业研究员。清华大学化工系学士，核研院核化工专业硕士，中国核电工程公司 4 年工作经验，2015 年 4 月加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。