

评级：审慎推荐

太化股份

公司研究报告

第一创业研究所

分析师：练伟、巨国贤

电话：0755-25832906

邮件：lianwei@fcsc.cn

交易数据

| | |
|-------------|------------|
| 52周内股价区间(元) | 4.41-12.20 |
| 总市值(百万元) | 5,236.61 |
| 流通股本(百万股) | 514.40 |
| 流通股比率(%) | 100.0% |

资产负债表摘要(06/09)

| | |
|-------|----------|
| 股东权益 | 1,219.87 |
| 每股净资产 | 2.37 |
| 市净率 | 4.29 |
| 资产负债率 | 67.1% |

公司与沪深300指数比较

相关报告

太化股份 (600281)

—— 搬迁搬出新天地

摘要：

- **煤化工业务实力雄厚：**公司主要生产多种化学肥料、煤焦深加工产品等多种化工产品原料，现有的66种产品中21种属高新技术产品，有30多种获国家、部、省优质产品奖。公司拥有15万吨PVC、10万吨烧碱、2万吨离子膜碱技改项目和2万吨纳米碳酸钙项目的年生产能力，此外公司和宝钢集团联手打造的国内规模最大、技术最新的30万吨/年粗苯加氢精制项目一期工程已建成投产。
- **以焦炭深加工为主、多元化发展：**公司业务中，焦炭及深加工系列占比最大，为41.73%，其次为氨系列，占比19.35%，粗苯精制系列占比15.45%，铂网占比10.90%，聚氯乙烯系列占比8.66%，氯碱系列占比3.19%。公司目前主要业务在华北和华东，其销售收入分别占公司总销售收入的60%和26%；另外公司前五大客户的销售收入占比相对比较集中，前五大客户的销售收入占到了公司总销售收入的35%。客户需求的稳定，有利于公司未来进一步的开拓市场。
- **公司搬迁提升业绩：**公司拥有的700多亩厂区，位于太原市未来规划中的商务、文化、旅游中心，升值空间巨大。山西省煤化工产业振兴规划明确提出：以太化搬迁为契机，按煤、电、化、冶金多联产模式，打造国际一流的煤化工精品园区。在太原市发展规划中，涉及到公司的搬迁。我们认为，在政府大力支持公司发展的前提下，由于山西煤炭资源丰富，政府对公司搬迁的补偿，很大可能还是会落实到煤炭资源上。
- **盈利预测及估值：**2009年山西省国有重点煤炭企业累计平均售价为475元/吨，平均生产成本为258元/吨。我们预计未来煤炭平均售价每年将会有5%-10%的增长，煤炭生产成本也将会有小幅上涨。在假设政府给予公司300万吨、500万吨、700万吨煤炭产能作为搬迁对价的情况下分别予以测算，不考虑煤化工业务，并假设公司所获煤矿为山西省平均品质煤矿的情况下，可分别为公司增厚业绩EPS达0.58元、0.97元、1.36元，按15倍PE估值，这部分煤炭业务可在公司现有股价基础上，可分别增加估值8.75元、14.58元和20.41元；
- **投资建议：**考虑到公司搬迁对价的不确定性，目前暂给予公司“审慎推荐”的评级。



1、煤化工业务实力雄厚

公司的控股股东是太原化学工业集团公司，集团公司是我国最早的三大化工基地之一。公司集生产经营、产品研发、销售服务、铁路运输为一体，是大型的综合型煤化工企业。公司主要生产多种化学肥料、煤焦深加工产品等多种化工产品原料，现有的 66 种产品中 21 种属高新技术产品，有 30 多种获国家、部、省优质产品奖。公司拥有 15 万吨 PVC、10 万吨烧碱、2 万吨离子膜碱技改项目和 2 万吨纳米碳酸钙项目的年生产能力，此外公司和宝钢集团联手打造的国内规模最大、技术最新的 30 万吨/年粗苯加氢精制项目一期工程已建成投产。

公司募集资金承诺项目已完成多项，除年产 3 万吨环己酮技改项目因金融危机暂缓投入、年产 2 万吨纳米级超细碳酸钙项目因市场形势发生变化效益不佳推迟外，其余项目多已投产。

表 1：公司募集资金所投项目完成情况

| 承诺项目名称 | 是否变更项目 | 拟投入金额 | 实际投入金额 | 是否符合计划进度 | 产生收益情况 |
|------------------------------|--------|--------|--------|----------|--------|
| 年产 30 万吨尿(硝)基 NPK 项目(复合肥) | 否 | 11,000 | 10,370 | 是 | 1085 |
| 合成氨系统节能增产技术改造项目 | 否 | 4,444 | 7,730 | 是 | 284 |
| 年产 30 万吨粗苯加氢二期 12 万吨 / 年工程项目 | 否 | 4,873 | 4,873 | 是 | 764 |
| 年产 3 万吨环己酮技改项目 | 否 | 4,255 | 3,678 | 否 | |
| 年产 2 万吨纳米级超细碳酸钙项目 | 否 | 4,416 | 4,194 | 否 | |
| 年产 8 万吨 PVC 技改扩建项目 | 否 | 21,945 | 20,933 | 是 | -118 |
| 焦化系统煤气净化装置改进项目 | 否 | 4,512 | 3,178 | 是 | |

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

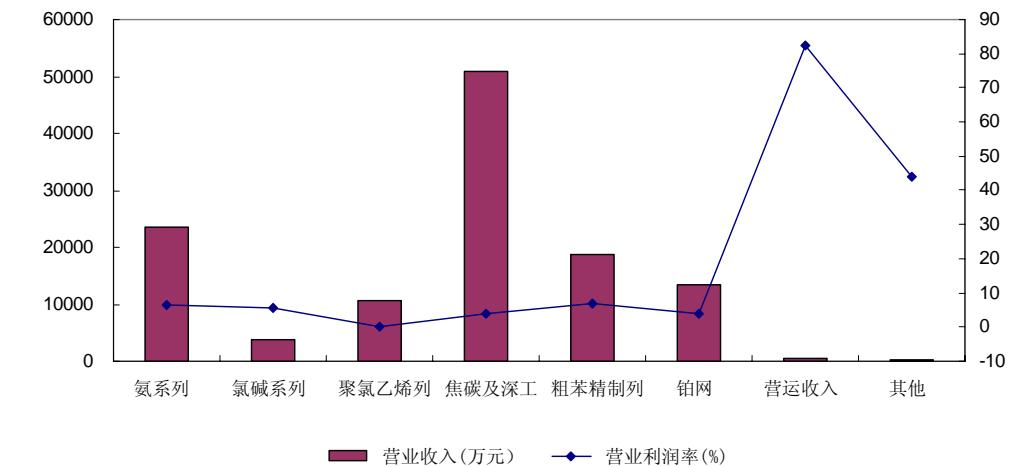
2、公司基本业务情况

根据公司已公布的 2009 年的半年报显示，公司上半年主营业务收入中，焦炭及深加工系列占比最大，为 41.73%，其次为氨系列，占比 19.35%，粗苯精制系列占比 15.45%，铂网占比 10.90%，聚氯乙烯系列占比 8.66%，氯碱



系列占比 3.19%。

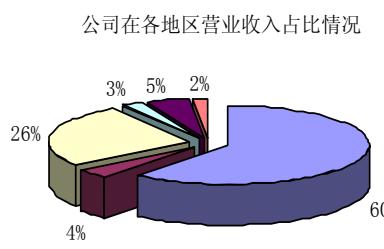
图 1：公司业务结构及利润情况



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

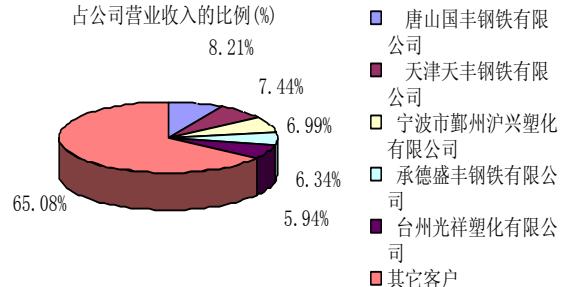
公司目前主要业务在华北和华东，其销售收入分别占公司总销售收入的 60% 和 26%；另外公司前五大客户的销售收入占比相对比较集中，前五大客户的销售收入占到了公司总销售收入的 35%。客户需求的稳定，有利于公司未来进一步的开拓市场。

图 2：公司各地区营业收入占比



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 3：公司前五大客户销售收入占比



3、公司搬迁提升业绩空间

公司拥有 700 多亩的厂区，位于晋源、小店交界附近，未来该区域将是山西商务、文化、旅游中心；未来的太原市博物馆、山西省煤炭交易中心等均在附近，规划中的多处旅游景点，如晋阳湖、晋祠等也离此较近。该区域增值空间巨大。在太原市发展规划中，涉及到公司的搬迁。



图 2：公司厂房位于太原市示意图（图中 E 处）



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

山西省煤化工产业振兴规划明确提出：以太化搬迁为契机，按煤、电、化、冶金多联产模式，打造国际一流的煤化工精品园区。

而工信部在去年 12 月下发的《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》通知中，特别提出“按照煤化一体化原则，依托山西晋煤、阳煤、太化、河南煤化、中平能化、淮化等骨干企业，加速整合省内外煤化工上下游产业，打造大型煤化工企业集团”。

有媒体前期报道，“太化股份的迁建投资规模将达 400 亿元，获得政府给的煤炭资源、煤制天然气及土地对价可获得 7.5 亿元、固定资产可获得对价约 17-20 亿元、引进技术型战略投资者”。公司对此进行了澄清，并表示“就具体搬迁工作，山西省有关部门尚在研究中，为积极支持太化集团搬迁工作，2009 年 9 月省发改委下达西山整治专项资金 8400 万元，作为太化集团对方案、选址及项目预可研进行论证。”

我们认为，在政府大力支持公司发展的前提下，由于山西煤炭资源丰富，政府对公司搬迁的补偿，很大可能还是会落实到煤炭资源上。

4、盈利预测、估值及投资建议

我们以政府给予公司 300 万吨、500 万吨、700 万吨煤炭产能作为搬迁对价分别予以测算，不考虑煤化工业务，并假设公司所获煤矿为山西省平



均品质煤矿。

2009 年山西省国有重点煤炭企业累计平均售价为 475 元/吨，平均生产成本为 258 元/吨。

图 4：2009 年山西五大集团煤炭生产成本

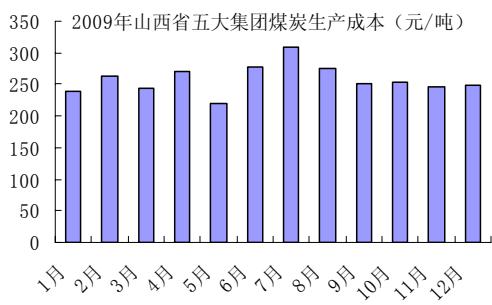
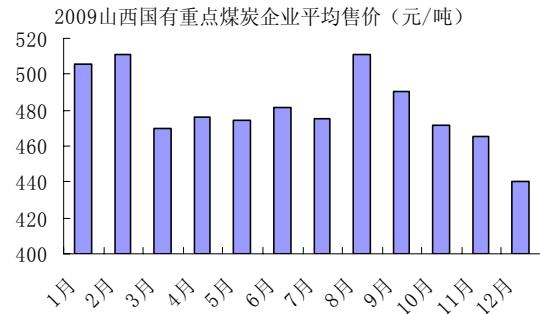


图 5：2009 年山西国有重点煤企平均售价



数据来源：第一创业证券研究所

我们预计未来煤炭平均售价每年将会有 5%-10% 的增长，煤炭生产成本也将会有小幅上涨。

则公司吨煤盈利水平将如下：

表 2：吨煤盈利预测表

| 吨煤盈利 | 2009 年 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------|--------|-------|-------|-------|
| 平均售价 | 475 | 510 | 530 | 550 |
| 生产成本 | 258 | 270 | 280 | 290 |
| 各项费用 | 95 | 102 | 106 | 110 |
| 吨煤利润 | 122 | 138 | 144 | 150 |
| 净利润 | 91.5 | 103.5 | 108 | 112.5 |

资料来源：第一创业证券研究所

以每吨煤炭产能贡献净利润 100 元计算，则 300 万吨、500 万吨、700 万吨产能每年可分别为公司贡献净利润 3 亿、5 亿、7 亿，对应每股 EPS 分别为 0.58 元、0.97 元、1.36 元。

表 3：煤炭业务盈利预测表

| 盈利测算 | 300 万产能 | 500 万产能 | 700 万产能 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 贡献净利润（万元） | 30000 | 50000 | 70000 |
| 折合 EPS | 0.58 | 0.97 | 1.36 |

资料来源：第一创业证券研究所

按目前煤炭行业 15 倍 PE 估值，这部分煤炭业务可在公司现有股价基础上，分别增加估值 8.75 元、14.58 元和 20.41 元。

考虑到公司搬迁对价的不确定性，目前暂给予公司“审慎推荐”的评级。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| 行业投资评级 | 回避 | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| | 推荐 | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120