

强烈推荐-A (维持)

兰花科创 600123.SH

目标估值: 13.9-13.9 元

当前股价: 8.04 元

2016 年 12 月 23 日

煤炭化工双双反弹, 估值处于底部区间

基础数据

上证综指	3140
总股本(万股)	114240
已上市流通股(万股)	114240
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	92
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	-3.1
资产负债率	58.6%
主要股东	山西兰花煤炭实业集
主要股东持股比例	45.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	16	2
相对表现	3	10	16



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《兰花科创(600123)——煤价有所回升, 亏损主要来自尿素业务》2016-06-02
- 2、《兰花科创(600123)——煤炭板块仍有盈利, 化工转向精细化》2016-03-07
- 3、《兰花科创(600123)——化肥业务扭亏为盈, 煤炭业务利润大幅减少》2015-08-04

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

沈菁

021-68407401
shenjing3@cmschina.com.cn
S1090516090003

研究助理

刘晓飞
021-68407539
liuxiaofei@cmschina.com.cn

公司是优质无烟煤企业, 煤炭和化肥化工产品价格均上涨, 明年业绩有望反转, 目前估值处于底部, PB1.0 倍, 远低于其他煤炭股。测算煤炭板块和化肥化工板块 17 年可实现利润 10.6 亿元, EPS0.93 元/股, 给予 15 倍估值, 目标价 13.9 元/股, “强烈推荐-A”的评级。

- **煤炭量价齐升, 明年贡献近 10 亿利润。**无烟煤价格上涨滞后于其他品种, 四季度开始贡献业绩, 短期价格有望维持高位, 回调幅度较小, 预计明年煤炭业务仍能实现 118 元/吨的净利润。276 政策放宽及矿井的陆续投产使得明年产量有所增加, 量价齐升预计能为公司贡献近 10 亿利润。
- **尿素涨价有望实现盈亏平衡。**目前尿素价格 1470 元/吨, 公司的完全成本大致在 1488 元/吨, 目前仍亏损。2017 年无烟煤价格若回落, 也会带动尿素成本大幅下降, 同期由于下游化肥终端及经销商库存低位, 供求关系趋紧, 需求有所回暖, 预计明年尿素能够维持在相对稳定合理的价格区间, 那么明年兰花的 120 万吨尿素有望实现盈亏平衡。
- **二甲醚扭亏增厚业绩。**下属 2 家化工企业年产 40 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚。我们测算二甲醚的完全成本约 3089 元/吨, 目前时点已扭亏为盈。兰花二甲醚的含税售价在 3730 元/吨, 平均吨二甲醚的利润在 226 元左右, 权益产能 15 万吨, 年化贡献净利润 2543 万元。
- **己内酰胺一期(10 万吨)开始投入生产, 产量会逐步提升。**目前已内酰胺价格涨幅加大, 实际价格已达到 16000 元/吨, 我们测算兰花的完全成本 12825 元/吨, 净利 638 元/吨, 可贡献利润 6380 万元。
- **维持“强烈推荐-A”的投资评级。**公司是优质无烟煤企业, 煤炭和化肥化工产品价格均上涨, 明年业绩有望反转; 目前估值处于底部, PB1.0 倍, 远低于其他煤炭股。测算煤炭板块和化肥化工板块 17 年可实现利润 10.6 亿元, EPS0.93 元/股, 给予 15 倍估值, 目标价 13.9 元/股, “强烈推荐-A”的评级。
- **风险提示: 化肥化工产品价格低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5216	4565	4108	5135	5392
同比增长	-21%	-12%	-10%	25%	5%
营业利润(百万元)	123	17	(131)	1470	576
同比增长	-90%	-86%	-866%	-1220%	-61%
净利润(百万元)	67	14	(492)	1064	465
同比增长	-93%	-79%	-3687%	-316%	-56%
每股收益(元)	0.06	0.01	(0.43)	0.93	0.41
PE	137.5	669.2	-18.7	8.6	19.8
PB	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 煤价回升帮助公司走出困境.....	4
1、 无烟煤资源禀赋优异，毛利高于同类公司.....	5
2、 下游供需关系改善，量价回升明显.....	8
3、 成本控制合理，盈利改善可持续.....	9
二、 化工品价格反弹成为公司新亮点.....	10
1、 尿素涨价，有望盈亏平衡.....	10
2、 二甲醚价格上涨增厚业绩.....	11
3、 己内酰胺明年陆续投产.....	13
三、 业绩反转，估值底部，给予“强烈推荐-A”的评级.....	15

图表目录

图 1 2016 年环渤海动力煤指数暴涨.....	4
图 2 2016 年港口煤价暴涨.....	4
图 3 港口焦煤价格走势.....	4
图 4 港口喷吹煤价格走势.....	4
图 5 产地无烟煤价格走势.....	5
图 6 无烟煤公司 2016 年单季盈利.....	5
图 7 公司股权结构.....	6
图 8 主要产品营收占比.....	6
图 9 晋城沁水无烟中块含税坑口价（元/吨）.....	9
图 10 晋城沁水无烟末煤含税坑口价（元/吨）.....	9
图 11 尿素价格开始回升（元/吨）.....	11
图 12 二甲醚价格开始回升.....	12
图 13 甲醇价格开始回升.....	12
图 14 己内酰胺市场中间价（元/吨）.....	14
图 15：兰花科创历史 PE Band.....	16
图 16：兰花科创历史 PB Band.....	16
表 1：公司煤矿明细.....	6
表 2：主要产品经营数据.....	7
表 3：主要无烟煤公司煤炭业务毛利率比较.....	8

表 4: 分煤矿产销量数据.....	8
表 5: 煤炭产销量及价格数据	9
表 6: 煤炭生产成本明细 (元/吨)	9
表 7: 尿素产品产销量数据.....	10
表 8: 尿素产品价格成本.....	10
表 9: 公告尿素成本分拆.....	10
表 10: 兰花尿素成本分拆.....	11
表 11: 二甲醚产品产能明细	12
表 12: 二甲醚产销量数据.....	12
表 13: 二甲醚价格成本数据.....	12
表 14: 甲醇生产成本测算.....	13
表 15: 二甲醚完全成本测算	13
表 16: 以内酰胺原材料来源.....	13
表 17: 己内酰胺生产成本测算	14
表 18: 2017 年煤炭板块贡献利润测算.....	15
表 19: 上市公司估值比较.....	16
附: 财务预测表	18

一、煤价回升帮助公司走出困境

今年5月以来的煤炭行业供给侧结构性改革使深陷寒冬的煤炭企业逐渐走出困境，276政策实施后产量大幅收缩，供需状况逆转，煤价止跌回升，涨幅远超预期。环渤海动力煤指数 Q5500K 从年初 1 月的 371 回升到 600；秦皇岛 Q5500K 从 351 元/吨上涨到 741 元/吨，涨幅 111%。

图 1 2016 年环渤海动力煤指数暴涨



资料来源：wind、招商证券

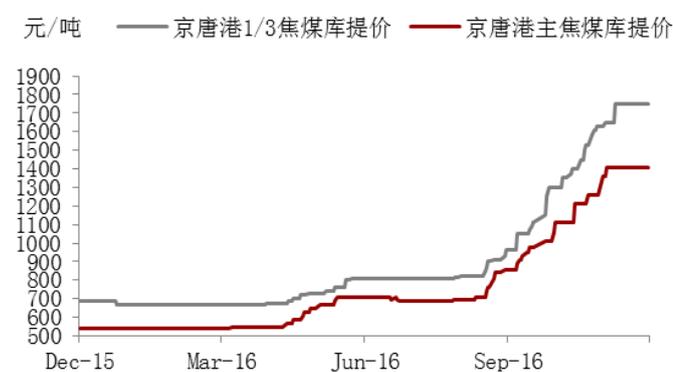
图 2 2016 年港口煤价暴涨



资料来源：wind、招商证券

焦煤和喷吹煤价格较动力煤晚一个月左右才开始上涨，主要受淡旺季影响，京唐港主焦煤从年初的 670 元/吨上涨到 1750 元/吨，涨幅超过 160%；日照港喷吹煤价格从年初 600 元/吨上涨到 1110 元/吨，涨幅 85%。

图 3 港口焦煤价格走势



资料来源：wind、招商证券

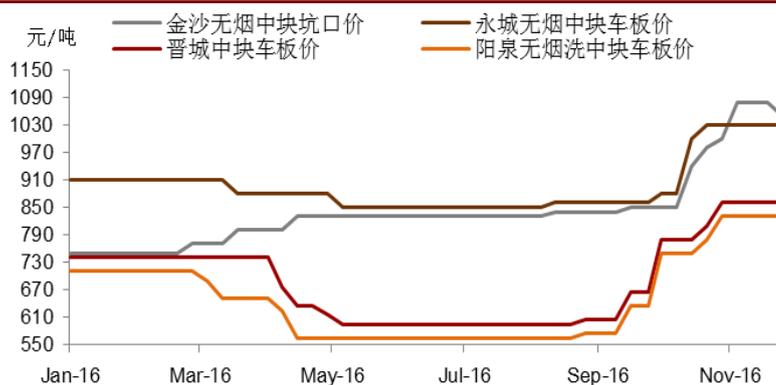
图 4 港口喷吹煤价格走势



资料来源：wind、招商证券

无烟煤的价格九月中旬以后才开始上扬，此前一直低位运行，因此无烟煤企业受益于供给侧改革的影响相对较小，晋城中块煤车板价从八月底 595 元/吨上涨到 860 元/吨，涨幅 45%；阳泉无烟洗中块煤车板价从 565 元/吨上涨到目前 830 元/吨，涨幅 47%。

图 5 产地无烟煤价格走势

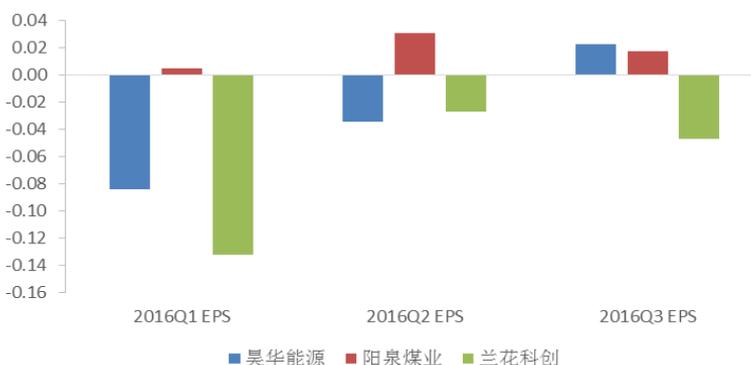


资料来源: wind、招商证券

无烟煤的价格相对于其他煤种上涨幅度较小,且涨价滞后三个月,因此涨价带来的盈利改善并没有体现在无烟煤公司的前三季度报表中。按中信行业一级分类的无烟煤公司中,昊华能源(601102)前三季度 EPS-0.1 元/股,阳泉煤业(600348) 0.05 元/股,兰花科创(600123) -0.2 元/股。

前期无烟煤公司股价表现弱于其他煤种龙头,我们认为随着四季度无烟煤价格补涨以及下游化工行业需求的回暖,作为优质无烟煤品牌的兰花科创值得投资者积极关注,估值处于底部区间,1.0 倍 PB 远低于其他煤炭股,且年初至今涨幅仅 2%,估值增长空间很大。我们预计煤价持续回升后企稳,有望使公司明年业绩反转,帮助公司逐步走出困境。

图 6 无烟煤公司 2016 年单季盈利



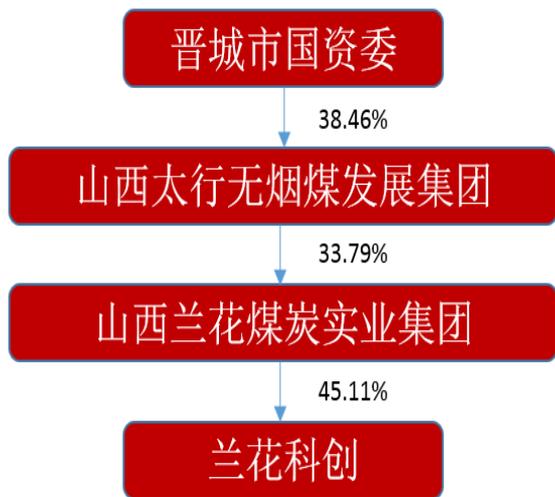
资料来源: 公司公告、招商证券

1、无烟煤资源禀赋优异,毛利高于同类公司

兰花科创是晋城市国资委下属上市平台,国有股权占比 45.11%,主要经营煤炭和化肥的生产和销售。化肥和煤炭产品的营收占比分别为 44.9%和 51.1%,细分品种为无烟煤、尿素、合成氨、甲醇和二甲醚等。

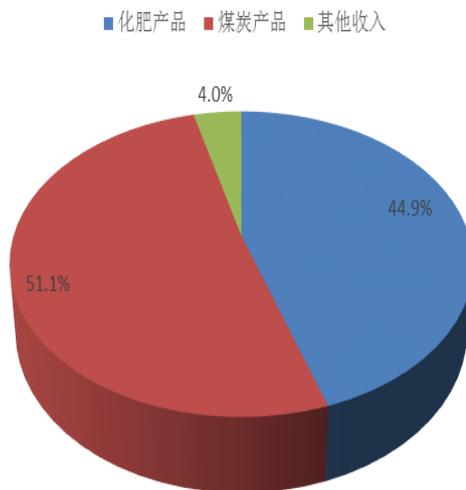
兰花位于沁水煤田的腹地,全国最大的无烟煤生产基地,煤炭资源主要集中于晋城、临汾和朔州地区,煤质优良,保有储量 16.9 亿吨,其中无烟煤 13.8 亿吨、动力煤 2.5 亿吨,焦煤 0.6 亿吨。

图 7 公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

图 8 主要产品营收占比



资料来源：公司公告、招商证券

兰花在产矿井 7 座，以无烟煤为主，核定产能 930 万吨。本部的四座全资矿井均为无烟煤，分别为伯方煤矿（210 万吨）、唐安煤矿（180 万吨）、大阳煤矿（180 万吨）和望云煤矿（90 万吨）。另有 2015 年 5 月投产的整合矿宝欣煤矿，年产 90 万吨优质焦煤；百盛矿（90 万吨）和口前矿（90 万吨）以动力煤为主，百盛矿实际目前为过渡性生产矿井，过渡生产期间核定产能 30 万吨/年，口前矿今年 6 月正式投产，也未满产。合计产能 930 万吨，276 天重新核定产能 706 万吨（现已恢复至 330 天）。

目前公司在建和停建矿井 6 座，合计产能 690 万吨。其中永胜煤矿和同宝煤矿为动力煤，合计产能 210 万吨/年；玉溪矿为新建矿井，产能 240 万吨；兰兴矿 60 万吨主要产焦煤，已进入联合试运行，但因资源禀赋较差目前处于停滞状态，短期无法贡献产量；沁峪煤矿和芦河煤矿为无烟煤，合计产能 180 万吨。在产及在建矿井产能合计 1620 万吨，受行业前期低迷和供给侧改革去产能影响在建项目进展放缓，我们预计未来 3-5 年内将逐步释放，煤炭产量有望上一台阶。

另外公司参股 41%的华润大宁煤矿，400 万吨/年产能，生产高品质无烟煤块煤，规模效益明显，为公司贡献可观的投资收益。

表 1：公司煤矿明细

单位:万吨	煤矿	煤种	权益占比	资源储量	可采储量	核定/设计产能	276 天产能	状态
本部	伯方煤矿	无烟煤	100%	27515	14280	210	160	在产
本部	唐安煤矿	无烟煤	100%	25511	10630	180	137	在产
本部	大阳煤矿	无烟煤	100%	16302	7900	180	137	在产
本部	望云煤矿	无烟煤	100%	13766	4921	90	68	在产
整合矿-临汾	宝欣煤矿	焦煤	55%	5016	206	90	68	在产
整合矿-晋城	百盛煤矿	动力煤	51%	6115	2471	90	68	在产
整合矿-朔州	口前矿	动力煤	100%	7979	6450	90	68	在产
在产小计				102204	46858	930	706	
新建矿-晋城	玉溪煤矿	无烟煤	53%	25288	16425	240	182	在建
整合矿-临汾	兰兴煤矿	焦煤	72%	1335	965	60	46	搁置

整合矿-朔州	永胜煤矿	动力煤	100%	8484	6362	120	91	在建
整合矿-晋城	同宝煤矿	动力煤	51%	9807	2980	90	68	在建
整合矿-晋城	沁峪煤矿	无烟煤	53%	4600	2810	90	68	在建
整合矿-晋城	芦河煤矿	无烟煤	51%	7212	1681	90	68	搁置
在建小计				56726	31223	690	523	
合计				158930	78081	1620	1229	
参股矿-晋城	华润大宁	无烟煤	41%	22800	17100	400	304	在产
集团矿井	东峰煤矿	无烟煤	99.91%	17135	9005	120	91	在产
集团矿井	苔山煤矿	无烟煤	99.82%	6002	5664	90	68	在产

资料来源：公司公告、招商证券

煤炭生产和销售业务在公司主营占比超过 50%，品种主要分为无烟煤和焦煤，无烟煤的比重占到 95%以上，细分包括无烟块煤、无烟末煤、洗精煤和焦煤，比重分别为 25%、60%、10%和 5%。

表 2：主要产品经营数据

百万元	2011	2012	2013	2014	201509	2015	201609	同比
营业收入	7,608	7,601	6,578	5,216	3,420	4,565	2,840	-16.9%
产品	7,479	7,554	6,529	5,159	-	4,511	-	-
化肥产品	4,910	5,019	4,271	2,746	-	2,389	-	-
煤炭产品	4,415	4,645	3,751	3,374	-	2,717	-	-
其他收入	738	564	510	176	-	212	-	-
内部抵销	-2,584	-2,674	-2,002	-1,137	-	-807	-	-
营业成本	4,076	4,193	4,257	3,635	2,403	3,339	2,304	-4.1%
产品	4,039	4,155	4,222	3,596	-	3,293	-	-
化肥产品	4,734	4,688	4,081	2,633	-	2,294	-	-
煤炭产品	1,193	1,612	1,682	1,937	-	1,611	-	-
其他收入	701	533	461	166	-	199	-	-
内部抵销	-2,589	-2,678	-2,002	-1,141	-	-811	-	-
毛利	3,532	3,407	2,321	1,580	1,017	1,226	536	-47.3%
产品	3,440	3,399	2,307	1,563	-	1,218	-	-
化肥产品	175	331	189	113	-	94	-	-
煤炭产品	3,223	3,033	2,069	1,437	-	1,106	-	-
其他收入	37	31	50	9	-	14	-	-
内部抵销	5	3	-0	4	-	4	-	-
毛利率(%)	46	45	35	30	30	27	19	-36.5%
产品	46	45	35	30	-	27	-	-
化肥产品	4	7	4	4	-	4	-	-
煤炭产品	73	65	55	43	-	41	-	-
其他收入	5	5	10	5	-	6	-	-

资料来源：公司公告、招商证券

兰花的无烟煤产品质高价优，其毛利率在同类公司中较高。根据公司公告数据，过去五年兰花的煤炭业务毛利率均在 40%以上，而同时期阳泉和昊华的煤炭毛利率则不到 40%，且逐年下滑明显。今年中报兰花煤炭业务毛利率 37%，阳泉和昊华分别只有 11%和 18%。目前煤价下盈利可观，为公司贡献巨大利润。

表 3: 主要无烟煤公司煤炭业务毛利率比较

毛利率%	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
兰花科创	73	65	55	43	41	37
阳泉煤业	23	20	16	15	16	11
昊华能源	44	36	26	19	14	18

资料来源: wind、招商证券

2、 下游供需关系改善，量价回升明显

供需关系改善，产销量有望回升。今年受供给侧改革 276 天限产政策影响，前三季度产销量同比下降明显，三季报数据显示，煤炭产量 484 万吨，销量 433 万吨，产销率 89%，同比分别下降 7%和 10%，主要原因即 276 政策后所有产能按 84%重新核定生产使得产量减少，且上半年下游需求疲弱，价格颓势，量价齐跌。我们预计 276 政策放开后，在目前较好的煤价下，产量会有所上升，预计 2016 年全年产量 680 万吨，销量 612 万吨，且随着明年新增产能的陆续投产，产量有望继续增长，预计 2017 年将产量超过 800 万吨。

表 4: 分煤矿产销量数据

	2013	201406	2014	201506	2015	201606
产量 (万吨)						
大阳煤矿	170	87	184	81	179	71
唐安煤矿	180	110	184	129	185	85
伯方煤矿	195	98	196	110	199	102
望云煤矿	75	35	67	34	67	29
百盛煤业	0	22	0	0	0	9
宝欣煤业	0	0	0	15	32	25
合计	621	351	631	368	663	321
销量 (万吨)						
大阳煤矿	177	72	185	69	185	27
唐安煤矿	181	109	187	124	179	83
伯方煤矿	194	90	202	94	200	92
望云煤矿	74	26	66	27	66	23
百盛煤业	0	14	0	0	0	6
宝欣煤业	0	0	0	11	31	15
合计	626	312	640	326	661	245

资料来源: 公司公告、招商证券

前三季度价格持续下滑，9 月下旬无烟煤价格触底反弹。无烟煤价格受下游化工行业颓势影响，价格回升滞后于动力煤和焦煤。今年 9 月中旬后无烟煤价格才开始快速反弹，晋城无烟中块的价格回升 47%，反弹幅度虽小于动力煤和焦煤品种，但仍体现出供给收缩后供需关系的明显改善。

公司的无烟煤细分为无烟中块、无烟末煤和洗精煤，占比分别为 25%、60%和 10%。今年 9 月下旬无烟煤随着下游需求改善开始迅速反弹，晋城无烟中块坑口价(含税)从 585 元/吨回升到目前的 850 元/吨，涨幅 45%；晋城无烟末煤坑口价(含税)从同期的 335 元/吨回复到 645 元/吨，涨幅高达 93%。

2015 年全年均价 390 元/吨，2016 年前三季度 331 元/吨，同比下降 18%。我们近期从公司调研了解到，块煤含税时点价达到 780 元/吨以上，精煤含税时点价在 950 元/吨左右，无烟末煤含税时点价格在 630 元/左右，因此我们预测目前公司煤炭的综合售价在

570 元/吨左右（不含税），测算年度综合售价在 380 元/吨左右。目前无烟煤价格维持稳定，前期下游需求较紧张，目前有所缓和，但价格短期看仍无明显回落迹象。明年随着 276 天政策放松供给量会有所上升，我们预计煤价（包括无烟煤）会有所回落，但回落幅度有限。

表 5：煤炭产销量及价格数据

单位：万吨	2010	2011	2012	2013	2014	201509	2015	201609	2016E	同比
煤炭产量	601	577	577	630	671	523	715	484	650	-7%
煤炭销量	570	628	628	635	678	479	663	433	585	-10%
产销率	95%	109%	109%	101%	101%	92%	93%	89%	90%	-2%
价格（元/吨）	635	740	740	591	463	406	390	331	387	-18%
成本（元/吨）	207	257	257	265	249	222	215	194	200	-12%
毛利（元/吨）	428	483	483	326	214	184	175	137	210	-25%

资料来源：公司公告、招商证券

图 9 晋城沁水无烟中块含税坑口价（元/吨）



资料来源：wind、招商证券

图 10 晋城沁水无烟末煤含税坑口价（元/吨）



资料来源：wind、招商证券

3、 成本控制合理，盈利改善可持续

兰花的煤炭成本历年来相对稳定。生产成本维持在 194 元/吨左右，其中原材料 31 元/吨，人工费用 125 元/吨，其他费用 38 元/吨，期间费用 166 元左右。目前的煤价下盈利 200 元/吨，若明年煤价维持，量价齐升的情况下可为公司贡献约 12.9 亿净利润，业绩改善非常明显。

煤价预期跌幅不深，盈利改善可持续。无烟煤价格短期企稳，明年可能回落，但跌幅不深，且兰花煤炭板块的毛利率较高，成本控制稳定合理，在经营持续向好的情况下有生产成本增长的可能（2016 年人工工资平均下降了 50%，因此未来人工薪酬部分预期将适当提高），但增幅有限，因此我们测算明年年化煤炭业务能够贡献 7.6 亿左右净利润。

表 6：煤炭生产成本明细（元/吨）

煤炭单位成本	2012	201306	2013	201406	2014	201506	2015	201606
原材料	37	41	40	38	36	32	33	31
人工	119	135	132	150	133	139	123	125
摊提折旧	0	0	0	0	73	0	56	0
其他	76	97	90	88	4	59	3	72
合计	232	272	261	277	246	230	215	228

资料来源：公司公告、招商证券

二、化工品价格反弹成为公司新亮点

1、 尿素涨价，有望盈亏平衡

兰花下属 4 家化肥生产企业，其中三家分公司：化工分公司、阳化分公司和田悦分公司；一家控股子公司：煤化工公司，控股 88.61%。化肥公司合计尿素产能 120 万吨/年，合成氨产能 62 万吨/年。

表 7：尿素产品产销量数据

尿素产品	201409	2014	201503	201506	201509	2015	201603	201606	201609
产量 (万吨)	90	120	32	64	94	125	31	62	91
销量 (万吨)	89	122	22	63	85	119	25	56	90

资料来源：公司公告、招商证券

尿素年产销量维持在 120 万吨，产销率接近 100%，目前四家化肥厂生产经营状况稳定。近几年由于化工行业产能过剩且需求疲弱，尿素的经营持续处于亏损状态，价格从 2012 年高点 2300 元/吨下行到今年底部的 1085 元/吨（含税），全行业陷入亏损。

表 8：尿素产品价格成本

元/吨	201409	2014	201503	201506	201509	2015	201603	201606	201609
尿素价格	1554	1562	1618	1610	1593	1486	1118	1123	1075
尿素成本	1473	1459	1451	1431	1424	1363	1199	1187	1161
尿素毛利	81	103	167	180	168	123	-81	-63	-86

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：公告尿素成本分拆

尿素单位成本	2012	201306	2013	201406	2014	201506	2015	201606
直接材料	1634	1792	1332	1232	1179	1197	1182	1041
直接人工	128	162	127	118	117	122	120	120
制造费用	146	165	125	137	135	120	133	117
合计	1908	2118	1584	1487	1432	1439	1435	1277

资料来源：公司公告、招商证券

从公司公布的数据可以看出今年尿素毛利率为负，生产成本维持在 1161 元/吨左右，但尿素价格前三季度持续走低，低于生产成本。

9 月无烟煤价格开始反弹的同时，尿素价格也开始回升，我们测算目前时点煤价下的兰花尿素成本，完全成本大致在 1488 元/吨，目前尿素价格（含税）1470 元/吨，仍然亏损。

尿素的主要成本构成为原料成本、燃料成本、电力成本，人工工资、折旧和其他项。其中原料成本占比 37%，燃料成本占比大致 10%，耗电成本占比 24%。这三项成本构成总成本的 70%，因此无烟煤（原料）、动力煤（燃料）以及电价的波动对尿素成本变动影响很大，也驱动着尿素价格的起落。

我们认为 2017 年无烟煤价格会有所松动，动力煤已经处于回调过程中，因此兰花的尿素成本也会大幅下降，同期由于下游化肥终端及经销商库存低位，供求关系趋紧，需求有所回暖，预期明年尿素能够维持在相对稳定合理的价格区间，那么明年兰花的 120 万吨尿素板块有望实现盈亏平衡。

图 11 尿素价格开始回升 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

表 10: 兰花尿素成本分拆

单位: 元/吨)	成本
原料煤(无烟块煤)含税价格	850.00
燃料煤含税价格	527.00
原料煤比例	0.70
燃料煤比例	0.30
原料煤成本	509
燃料煤成本	135
耗电 (千瓦时)	750
含税电价 (元/千瓦时)	0.52
耗电成本	333
两煤一电成本合计	977
工资成本	120
折旧成本	190
其他成本	100
尿素生产成本合计	1387
原料煤占比	37%
燃料煤占比	10%
耗电占比	24%
两煤一电成本占比	70%
税费合计	100
完全成本	1488
尿素价格 (不含税)	1301
尿素利润	-188

资料来源: 公司公告、招商证券

2、二甲醚价格上涨增厚业绩

兰花下属 2 家化工类公司制造甲醇制二甲醚: 兰花丹峰化工和兰花清洁能源, 分别持股占比 51%和 100%。目前合计在产 40 万吨甲醇及 20 万吨二甲醚, 权益产能甲醇 30 万吨和二甲醚 15 万吨。

表 11: 二甲醚产品产能明细

万吨	权益	甲醇产能	权益产能	二甲醚产能	权益产能
丹峰化工	51%	20	10	10	5
清洁能源	100%	20	20	10	10
合计		40	30	20	15

资料来源: 公司公告、招商证券

二甲醚价格波动直接影响产销量。2014 年开始二甲醚价格从高位 5070 元/吨持续下行, 2015 年上半年产销量减少, 致使单位成本高企, 亏损严重。随着今年下半年化工产品价格整体回暖, 二甲醚的价格也开始上涨, 目前时点二甲醚价格 3730 元/吨, 较年初的 2360 元/吨上涨 1370 元/吨, 涨幅超过 58%。今年下半年产销量同比回升明显, 三季度产量 18.35 万吨, 同比增 33.6%。

表 12: 二甲醚产销量数据

二甲醚产品	201409	2014	201503	201506	201509	2015	201603	201606	201609
产量 (万吨)	14.05	20.02	2.24	7.6	13.73	19.69	6.07	12.11	18.35
销量 (万吨)	14.14	20.08	2.56	7.61	13.75	19.72	6.2	12.19	18.33

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 二甲醚价格成本数据

	201409	2014	201503	201506	201509	2015	201603	201606	201609
二甲醚价格	3177	3112	2491	2691	2624	2510	2085	2183	2190
二甲醚成本	3105	3029	3166	2844	2689	2609	2361	2265	2219
二甲醚毛利	72	82	-675	-153	-66	-98	-276	-83	-29

资料来源: 公司公告、招商证券

图 12 二甲醚价格开始回升



资料来源: wind、招商证券

图 13 甲醇价格开始回升



资料来源: wind、招商证券

二甲醚的主要成本在甲醇成本及其转化率, 而煤制甲醇的主要成本取决于原料无烟煤和燃料煤的价格, 因此随着无烟煤价格的回升, 甲醇制造成本和二甲醚的制造成本也随之上升。

我们测算了目前煤价下甲醇的生产成本 (如下表), 以晋城无烟中块作为原料, 晋城无烟末煤作为燃料, 测算后目前的甲醇生产成本大致在 2089 元/吨。甲醇转化为二甲醚的比率大致在 1.4 吨甲醇制成 1 吨二甲醚, 因此测算二甲醚的完全成本在 3089 元/吨。

目前时点二甲醚产品已扭亏为盈。兰花二甲醚的含税售价在 3730 元/吨, 平均吨二甲醚的利润在 226 元/吨左右, 年产量 20 万吨, 权益产能 15 万吨, 年化贡献净利润 2543 万元。

表 14: 甲醇生产成本测算

元	甲醇成本测算
晋城无烟中块	850
原料煤单耗	1.5
晋城无烟末煤	645
燃料单耗	0.5
电耗	560
电价	0.5
原料煤成本	1090
燃料煤成本	276
电力成本	191
折旧	252
水	30
工资	50
其他	200
生产成本合计	2089

资料来源: wind、招商证券

表 15: 二甲醚完全成本测算

元/吨	二甲醚完全成本测算
甲醇制二甲醚单耗	1.4
甲醇单价	2089
甲醇成本	2925
其他费用	150
完全成本	3075
二甲醚价格(含税)	3730
利润	226

资料来源: wind、招商证券

3、己内酰胺明年陆续投产

2012 年公司公告投资 45.31 亿元投资建设 20 万吨己内酰胺项目，副产环己烷 5 万吨、30 万吨硫酸铵，预计年收入 45.5 亿元，贡献净利润 7.86 亿元。采用环己烯法生产环己酮，采用氨肟化、液相重排技术生产己内酰胺。主要原材料纯苯通过周边省份炼油厂采购，液氨来自山西兰花煤化工，氢气原料通过新建硫酸装置生产，硫酸从山西兰花煤化工购入。

表 16: 以内酰胺原材料来源

主要原料	来源
纯苯	周边省份炼油厂采购
液氨	山西兰花煤化工
氢气	新建硫酸装置
硫酸	山西兰花煤化工

资料来源: 公司公告、招商证券

己内酰胺一期工程已于今年 6 月完工进入试运行，年产 10 万吨，现阶段产出较少，还未达产。己内酰胺的价格也有所上涨，实际价格已达到 16000 元/吨，我们测算了详细的己内酰胺生产成本，包含销售副产环己烷和硫酸铵的利润，得到兰花的己内酰胺生产成本大致在 11325 元/吨左右，毛利 2351 元/吨，净利 638 元/吨，可贡献利润 6380 万元。我们认为短期内己内酰胺价格有望维持或持续走高，若公司产量陆续释放，有望

贡献明年业绩。

图 14 己内酰胺市场中间价 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

表 17: 己内酰胺生产成本测算

己内酰胺成本拆细 (元/吨)	单耗	单价, 含税	不含税单价	吨成本
纯苯	0.714	8000	6838	4882
双氧水 27.5%	0.836	1000	855	715
液氨	0.638	2200	1880	1200
发烟硫酸	1.17	150	128	150
氢气	0.101	14000	11966	1209
片碱	0.136	3000	2564	349
新鲜水, 吨	30.6	3	3	78
循环水, 吨	1420	0.5	0.4	607
蒸汽, 吨	8	180	159	1274
电耗, 度	830	0.5	0.4	355
燃料气				200
副产硫酸铵	-1.5	450	385	-577
副产环己烷	-0.25	8500	7265	-1816
折旧费				1700
其他费用				1000
生产成本合计				11325
期间费用				1500
完全成本合计				12825
己内酰胺价格		16000	13675	
利润				850

资料来源: 招商证券

三、业绩反转，估值底部，给予“强烈推荐-A”的评级

煤炭板块

- 沁水煤田资源禀赋优良，无烟煤价格回升企稳，限产政策恢复到 330，量价齐升，盈利可观。我们预计目前公司的综合售价 560 元/吨左右，完全成本 360 元左右，目前吨煤利润 200 元/吨，年化产能 860 万吨，权益产能 815 万吨（百盛矿为过渡性生产矿井，产量核定 30 万吨），我们测算若 2017 年无烟煤价格回调 100 元/吨，公司煤炭业务仍可实现净利润 7.2 亿元左右。
- 同时参股 41% 的华润大宁煤矿盈利可观，400 万吨产量预计可贡献投资收益约 2.5 亿元，合计煤炭板块可实现净利润 9.7 亿元，每股贡献 0.85 元。

表 18：2017 年煤炭板块贡献利润测算

2017	价格	单位
时点综合售价	564	元/吨
预计明年煤价	478	元/吨
权益产能	815	万吨/年
完全成本	360	元/吨
利润	118	元/吨
总利润	9.6	亿元
净利润	7.2	亿元
华润大宁收益	2.5	亿元
合计	9.7	亿元
EPS	0.85	元/股

资料来源：公司公告、招商证券

化肥化工板块

- 尿素：我们认为 2017 年无烟煤价格会有所松动，兰花的尿素成本也会大幅下降，同期由于下游化肥终端及经销商库存低位，供求关系趋紧，需求有所回暖，预期明年尿素能够维持在相对稳定合理的价格区间，那么明年兰花的 120 万吨尿素板块有望实现盈亏平衡。
- 二甲醚：20 万吨产能，权益 15 万吨，目前兰花甲醇生产成本大致在 2089 元/吨，转化为二甲醚后的完全成本为 3089 元/吨。兰花二甲醚的含税售价在 3730 元/吨，目前已扭亏为盈，平均吨二甲醚的利润在 226 元/吨左右，2017 年可贡献净利润 2543 万元，EPS0.02 元/股。
- 己内酰胺：10 万吨刚刚开始投入生产，产量会逐步提升，目前己内酰胺价格涨幅加大，实际价格已达到 16000 元/吨，我们测算完全成本 12825 元/吨，净利 638 元/吨，可贡献利润 6380 万元，EPS0.06 元/股。

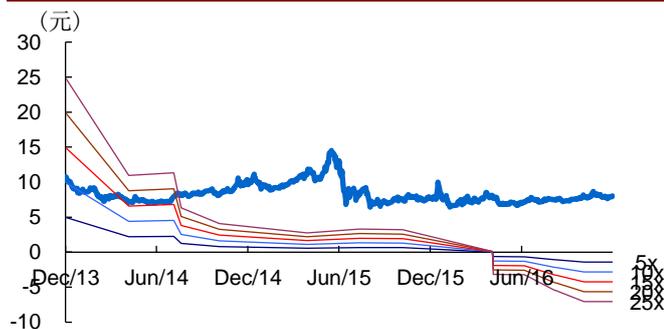
优质无烟煤公司，明年业绩反转，估值处于底部，PB1.0 倍，远低于其他煤炭股，值得关注。综上测算煤炭板块和化肥化工板块可实现利润 10.6 亿元，EPS0.93 元/股，给予 15 倍估值，目标价 13.9 元/股，“强烈推荐-A”的评级。

表 19: 上市公司估值比较

	股价	EPS (元)			P/E (x)			最新每股净资产	P/B
		15A	16E	17E	15A	16E	17E		
炼焦煤									
西山煤电	9.0	0.04	0.23	0.63	221	55	14	5.3	1.7
盘江股份	8.4	0.01	0.10	0.20	641	90	42	3.5	2.4
冀中能源	7.2	0.10	0.14	0.38	62	62	19	5.3	1.4
平煤股份	5.1	-0.91	0.06	0.18	-5	153	28	4.4	1.1
永泰能源	4.1	0.06	0.06	0.08	69	67	52	1.9	2.2
平均	6.8	-0.14	0.12	0.29	198	85	31	4.1	1.8
喷吹煤									
阳泉煤业	7.0	0.03	0.17	0.37	237	71	19	5.6	1.2
潞安环能	8.4	0.03	0.17	0.63	265	42	13	6.1	1.4
平均	7.7	0.03	0.17	0.50	251	56	16	5.8	1.3
动力煤									
中国神华	16.1	0.81	1.07	1.69	19	14	10	15.4	1.0
中煤能源	5.8	-0.19	0.10	0.20	-30	113	29	6.3	0.9
陕西煤业	5.0	-0.30	0.26	0.50	-20	42	10	3.3	1.5
*st 新集	4.6	-0.99	0.06	0.10	-4	67	46	1.8	2.6
兖州煤业	11.1	0.17	0.40	0.86	70	82	13	8.6	1.3
*st 山煤	4.2	-1.20	0.08	0.12	-3	44	35	1.7	2.5
平庄能源	6.0	-0.39	-0.47	0.05	-14	108	119	3.9	1.5
恒源煤电	6.5	-1.38	0.12	0.15	-4	154	44	5.9	1.1
大同煤业	6.3	-1.08	0.10	0.20	-6	69	31	3.1	2.1
昊华能源	6.9	0.05	0.07	0.15	131	261	46	5.4	1.3
大有能源	5.6	-0.54	0.05	0.15	-11	117	38	3.1	1.8
靖远煤电	3.8	0.16	0.22	0.26	23	17	15	2.7	1.4
露天煤业	8.9	0.33	0.31	0.35	25	33	25	5.6	1.6
郑州煤电	5.4	-0.54	0.07	0.12	-10	77	45	3.4	1.6
安源煤业	5.2	0.03	0.04	0.08	166	156	65	2.8	1.8
平均	6.9	-0.36	0.17	0.35	12	86	36	5.0	1.6
一体化									
*st 神火	6.1	-0.88	0.59	0.51	-5	8	12	3.2	1.9
兰花科创	8.0	0.01	0.02	0.10	629	378	80	8.0	1.0
开滦股份	7.3	-0.34	0.08	0.10	-19	81	73	5.6	1.3
上海能源	10.8	0.02	0.06	0.23	517	207	47	11.6	0.9
平均	8.0	-0.30	0.19	0.24	280	168	53	7.1	1.3
总平均	7.1	-0.28	0.16	0.33	111	96	36	5.2	1.6
中值	6.5	0.01	0.10	0.20	19	71	31	5.3	1.4

资料来源: wind、招商证券

图 15: 兰花科创历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 16: 兰花科创历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《供给侧改革主题发酵，行业配置价值提升——供给侧改革系列报告之一》2016/1/22
 2. 《十三五煤炭消费持续负增长成为常态——供给侧改革系列报告之二》2016/2/2
 3. 《1998-2000 年煤炭行业化解过剩产能政策回顾-供给侧改革系列报告之三》2016/2/19
 4. 《供给侧改革 1.0 侧重全面，去产能效果一般——供给侧改革系列报告之四》2016/2/29
 5. 《供给侧改革 2.0 版：加大去产能力度——供给侧改革系列报告之五》2016/3/1
 6. 《短期煤价超跌反弹，长期煤价看供给侧力度——供给侧改革系列报告之六》2016/3/8
 7. 《供求均衡下煤炭 PB 估值可高看到 2 倍——供给侧改革系列报告之七》2016/3/22
 8. 《两个超预期助推行业均衡，在 2 倍 PB 处等你——供给侧改革系列报告之八》2016/3/26
 9. 《回到 276，行业大逆转——供给侧改革系列报告之九》2016/4/24
 10. 《冶金煤弹性大，首选阳泉潞安和冀中——供给侧改革系列报告之十》2016/5/2
 11. 《从供给拉动切换到需求推动——煤炭行业 2016 年中期策略报告》2016/5/30
 12. 《供改进展超预期，产能今年退出 2.8 亿吨——供给侧改革系列报告之十二》2016/6/26
 13. 《不忘初心，供改持续发酵——供给侧改革系列报告之十三》2016/7/4
 14. 《央企化解过剩产能会议召开，去产能再下一城——供给侧改革系列报告之十四》7/10
 15. 《供给侧改革推动煤价上涨，中报业绩改善明显——供给侧改革系列报告之十五》7/12
 16. 《目前的煤炭，年初的钢铁——供给侧改革系列报告之十六》2016/7/28
 17. 《低库存降无可降，维持股票 50% 空间判断——供给侧改革系列报告之十七》2016/8/9
 18. 《改变煤价上涨路径，目标仍是供求均衡——供给侧改革系列报告之十八》2016/8/11
 19. 《未来的煤炭，今年的黄金股——供给侧改革系列报告之十九》2016/8/15
 20. 《进口煤冲击不足为虑——供给侧改革系列报告之二十》2016/8/17
 21. 《煤价上涨多少触发“煤电联动”？——供给侧改革系列报告之二十一》2016/8/27
 22. 《先进产能及影响——供给侧改革系列报告之二十二》2016/9/6
 23. 《煤价目标实现，估值目标仍需努力——供给侧改革系列报告之二十三》2016/9/20
 24. 《产业政策也相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》2016/9/27
 25. 《煤价上涨带动煤企业绩大幅改善——供给侧改革系列报告之二十五》2016/10/10
 26. 《三类释产保供，急涨煤价承压——供给侧改革系列报告之二十六》2016/10/13
 27. 《股价煤价错配调整：最后一定一致——供给侧改革系列报告之二十七》2016/10/20
- 公司深度系列

1. 《永泰能源深度报告-持续借力资本市场，助推三大产业转型》2016/3/13
2. 《山煤国际深度报告—扭亏为盈打开新纪元，转型电商提升估值》2016/3/17
3. 《阳泉煤业深度报告—供给侧改革演绎下的高弹性机会》2016/4/6
4. 《神火股份深度报告—受益供给侧改革，积极运作扭亏保壳》2016/4/13
5. 《冀中能源深度报告—高弹性低估值，供给侧行情优选标的》2016/5/1
6. 《潞安环能深度报告—喷吹煤龙头公司，煤价驱动下的高弹性品种》2016/5/13
7. 《西山煤电深度报告—供改力度和速度超预期，龙头配置正当时》2016/6/27
8. 《盘江股份深度报告—打造西南区域龙头，转型综合能源企业》2016/7/3
9. 《*ST 山煤深度报告—扭亏为盈势在必行，加码电商提升估值》2016/8/1

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6825	5740	4853	6527	8124
现金	2438	2049	1556	2745	3897
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2064	1454	1308	1635	1717
应收款项	38	139	90	112	118
其它应收款	791	937	843	1054	1107
存货	516	490	442	368	526
其他	979	671	613	612	759
非流动资产	15008	16381	15412	14547	13773
长期股权投资	785	923	923	923	923
固定资产	3912	4426	3975	3574	3219
无形资产	5076	5151	4635	4172	3755
其他	5235	5881	5879	5877	5876
资产总计	21833	22121	20265	21074	21897
流动负债	5483	5517	2777	2581	3000
短期借款	1737	2190	800	800	800
应付账款	961	996	920	766	1094
预收账款	355	206	190	158	226
其他	2429	2125	867	856	879
长期负债	6137	6422	7922	7922	7922
长期借款	1259	1982	2482	2482	2482
其他	4878	4440	5440	5440	5440
负债合计	11619	11939	10698	10503	10921
股本	1142	1142	1142	1142	1142
资本公积金	387	389	389	389	389
留存收益	7990	8095	7603	8667	9132
少数股东权益	694	555	433	373	313
归属于母公司所有者权益	9520	9626	9134	10198	10663
负债及权益合计	21833	22121	20265	21074	21897

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	81	(2)	633	1298	1262
净利润	67	14	(492)	1064	465
折旧摊销	518	510	1029	925	832
财务费用	185	294	170	190	190
投资收益	(131)	(136)	(122)	(130)	(130)
营运资金变动	(640)	(554)	202	(688)	(32)
其它	82	(130)	(153)	(62)	(62)
投资活动现金流	(1031)	(479)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(1285)	(653)	(50)	(50)	(50)
其他投资	254	173	0	0	0
筹资活动现金流	827	18	(1076)	(60)	(60)
借款变动	1464	784	(2028)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1)	1	0	0	0
股利分配	(685)	(297)	0	0	0
其他	50	(469)	952	(60)	(60)
现金净增加额	(122)	(463)	(493)	1188	1152

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5216	4565	4108	5135	5392
营业成本	3635	3339	3081	2568	3666
营业税金及附加	82	227	62	77	81
营业费用	170	169	152	190	199
管理费用	903	735	662	770	809
财务费用	144	170	170	190	190
资产减值损失	290	44	235	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	131	136	122	130	130
营业利润	123	17	(131)	1470	576
营业外收入	79	35	30	35	35
营业外支出	103	71	71	71	71
利润总额	99	(19)	(173)	1434	540
所得税	116	101	442	430	135
净利润	(17)	(120)	(614)	1004	405
少数股东损益	(84)	(134)	(122)	(60)	(60)
归属于母公司净利润	67	14	(492)	1064	465
EPS (元)	0.06	0.01	(0.43)	0.93	0.41

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-21%	-12%	-10%	25%	5%
营业利润	-90%	-86%	-866%	-1220%	-61%
净利润	-93%	-79%	-3687%	-316%	-56%
获利能力					
毛利率	30.3%	26.9%	25.0%	50.0%	32.0%
净利率	1.3%	0.3%	-12.0%	20.7%	8.6%
ROE	0.7%	0.1%	-5.4%	10.4%	4.4%
ROIC	8.5%	2.0%	0.8%	8.0%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	54.0%	52.8%	49.8%	49.9%
净负债比率	19.5%	24.0%	16.2%	15.6%	15.0%
流动比率	1.2	1.0	1.7	2.5	2.7
速动比率	1.2	1.0	1.6	2.4	2.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	6.8	6.6	6.6	6.3	8.2
应收帐款周转率	153.3	51.7	36.0	51.0	47.0
应付帐款周转率	3.7	3.4	3.2	3.0	3.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.06	0.01	-0.43	0.93	0.41
每股经营现金	0.07	-0.00	0.55	1.14	1.10
每股净资产	8.33	8.43	8.00	8.93	9.33
每股股利	0.26	0.02	0.00	0.00	0.12
估值比率					
PE	137.5	669.2	-18.7	8.6	19.8
PB	1.0	1.0	1.0	.9	.9
EV/EBITDA	16.0	17.8	11.2	4.6	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

沈菁：毕业于英国曼彻斯特大学，理学硕士，2014年3月加入招商证券。

刘晓飞：毕业于南开大学，金融学硕士，2015年7月加入招商证券。

招商煤炭研究小组所获荣誉：荣获2007~2015年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师；2010~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“金牛奖”；2008~2015年度煤炭开采行业最佳分析师“水晶球奖”。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。