

兰花科创 (600123.SH)

1 季度扭亏为盈，几内酰胺项目已试生产

● 17 年 1 季度盈利 2.2 亿元

公司 16 年净利润-6.6 亿元，折合每股收益-0.58 元。17 年 1 季度净利润 2.2 亿元，扭亏为盈（16 年 1 季度亏损 1.5 亿元）。

● 17 年 1 季度销售明显改善，煤炭和尿素销售价格环比上涨 6% 和 34%

煤炭板块：16 年煤炭分部亏损 2.9 亿元，煤炭产量 659.3 万吨，同比持平。吨煤销售价格 393.3 元，同比上涨 1%；吨煤生产成本 205.4 元；同比减少 4.4%。17 年 1 季度生产煤炭 168 万吨，环比减少 4%；根据销售收入、销售成本测算，吨煤价格 569 元，环比上涨 6%；吨煤净利在 100 元以上。

煤化工板块：16 年煤化工分部亏损约 4.5 亿元。全年生产尿素 119.9 万吨，同比减少 4%；尿素销售价格和生产成本分别为 1059 元/吨和 1192 元/吨，同比下跌 29% 和 11%。二甲醚方面，产量同比增长 30%，销售价格和生产成本分别同比下降 6% 和 11%。

● 17 年煤炭产量预计增长 29%，几内酰胺项目已经试生产

根据 16 年年报披露，公司拥有煤炭总产能 2020 万吨。其中，在产矿井 6 座（产能 840 万吨）。参股华润大宁（41%，400 万吨）。在建玉溪煤矿（240 万吨），公司计划 17 年 11 月底首采面联合试运转。资源整合矿井 6 个（540 万吨），永胜煤矿（120 万吨）三期建设工程正在收尾，公司计划 17 年 6 月投入试运转。公司 17 年计划煤炭产量 848 万吨，同比增加 29%。

公司 20 万吨己内酰胺一期项目已于 16 年 6 月竣工进入试运行，17 年计划生产己内酰胺 9 万吨。

● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.55、0.49 和 0.51 元

受益于煤价和化工产品价格回升，公司 17 年 1 季度业绩已经明显改善。17 年公司煤炭、化肥等多个项目计划投产，预计 17 年全年业绩有望进一步增厚。公司目前估值较低，PB 为 1 倍左右，17 年 PE 约 14 倍，我们维持“谨慎增持”评级。

● **风险提示：**煤价和化肥化工产品价格超预期下跌，新建项目建设进度不及预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,564.52	4,357.61	6,258.84	6,041.75	6,041.75
增长率(%)	-12.49%	-4.53%	43.63%	-3.47%	0.00%
EBITDA(百万元)	605.28	485.35	1,804.26	1,646.60	1,645.28
净利润(百万元)	13.73	-660.04	632.89	554.57	584.11
增长率(%)	-79.45%	-4,908.88%	195.89%	-12.37%	5.33%
EPS(元/股)	0.012	-0.578	0.554	0.485	0.511
市盈率(P/E)	668.35		14.24	16.25	15.43
市净率(P/B)	0.95	1.07	1.00	0.94	0.89
EV/EBITDA	25.52	35.41	9.76	10.32	9.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

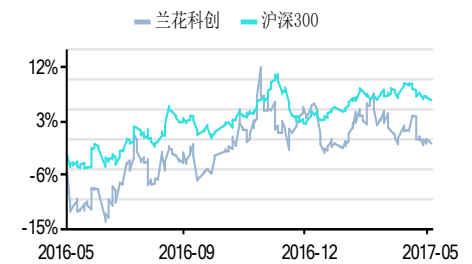
公司评级 谨慎增持

当前价格 7.63 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-05-05

相对市场表现



分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

相关研究：

兰花科创(600123.SH)：上 2016-07-28

半年亏损，煤炭和尿素价格同比降约 20%

兰花科创(600123.SH)：预 2014-10-30

计 15 年净利润同比明显改善

兰花科创(600123.SH)：上 2014-09-01

半年扣非净利润同比降 74%，短期改善有限

联系人：宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年亏损严重，17 年 1 季度盈利 2.2 亿元

公司16年净利润-6.6亿元（15年盈利0.14亿元），折合每股收益-0.58元，亏损较严重主要是16年4季度煤价、尿素和二甲醚等主要产品价格开始显著回升，16年整体均价仍处于低位。此外，公司对口前煤业等资源整合矿井计提无形资产、商誉等资产减值损失3.53亿元。公司整合矿井中同宝、沁裕、芦河等资源整合矿井停缓建，利息等费用支出停止资本化减利9365万元。

4季度净利润-3.5亿元，不考虑资产减值损失、投资收益、营业外收支等，4季度亏损约0.7亿元，亏损幅度较前三季度有所收窄。公司17年1季度经营继续改善，实现净利润2.2亿元，同比实现扭亏（16年1季度亏损1.5亿元）。

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	16A 同比	Q4 环比
营业收入	45.6	43.6	7.5	10.0	10.9	15.2	-4.5%	39.3%
营业成本	33.4	33.3	7.1	7.5	8.4	10.3	-0.2%	22.6%
毛利率	26.9%	23.5%	5.2%	24.7%	23.0%	32.2%	-3.3%	9.2%
管理费用	7.4	8.0	1.3	1.8	1.8	3.2	9.5%	79.1%
销售费用	1.7	1.7	0.3	0.4	0.4	0.5	-1.1%	24.3%
财务费用	1.7	3.2	0.3	0.9	0.6	1.4	90.1%	115.7%
期间费用率	23.5%	29.7%	26.4%	30.2%	26.1%	33.6%	6.2%	7.5%
营业利润	0.2	-7.3	-1.7	-0.7	-0.6	-4.3	-	-
净经营现金流	-0.02	0.7	-0.5	-1.4	0.3	2.3	-	685.6%
销售商品现金/收入	70.0%	74.7%	94.8%	57.3%	66.3%	82.2%	4.7%	16.0%
EPS	0.01	-0.58	-0.13	-0.03	-0.05	-0.37	-	-

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

17 年 1 季度销售明显改善，煤炭和尿素价格环比上涨 6%和 34%

◇ 煤炭板块

2016年：公司煤炭分部亏损2.9亿元，口前煤矿（90万吨/年）转入生产矿井。全年生产煤炭659.3万吨，与15年基本持平；销售煤炭619.7万吨，同比减少6.6%；其中，无烟煤的产销量占比均达到92%。吨煤销售价格393.3元，同比上涨1%；吨煤生产成本205.4元，同比下跌4.4%；吨煤亏损约45元。大阳、唐安和伯方煤矿盈利较好，分别实现利润总额1.6亿元、1.5亿元和1.2亿元。

16年4季度：生产煤炭175.1万吨，环比增加7.5%；销售煤炭186.8万吨，环比持平；根据销售收入、销售成本测算，吨煤价格和吨煤成本分别为536.7元和269.5元，环比上涨55%和48%。

17年1季度：生产煤炭168万吨，销售煤炭145.4万吨，同比增加27%和71%，环比减少4%和22%；根据销售收入、销售成本测算，吨煤价格569元，同比上涨85%，环比上涨6%。吨煤净利在100元以上。

◇ 煤化工板块

2016年：公司煤化工分部亏损约4.5亿元。全年生产尿素119.9万吨，同比减少4%；销售尿素121.4万吨，同比增加2%；尿素销售价格和生产成本分别为1059元/吨和1192元/吨，同比下跌29%和11%。二甲醚方面，产销量分别同比增长30%和26%，销售价格和生产成本分别同比下降6%和11%。

16年4季度：根据销售收入、销售成本测算，尿素价格和成本分别为1064元/吨和1296元/吨，环比上涨9%和14%。二甲醚产销量环比上涨15%和6%，销售价格和生产成本环比上涨31%和21%。

17年1季度：尿素产销量分别为27.6万吨和26.5万吨，同比下降12%和增加5%。根据销售收入、销售成本测算，尿素价格和成本分别为1427元/吨和1340元/吨，同比上涨31%和12%，环比上涨34%和3%。

二甲醚产销量分别为7.1万吨和6.5万吨，同比增加17%和5%。根据销售收入、销售成本测算，二甲醚价格和成本分别为3263元/吨和2839元/吨，同比上涨57%和20%，环比上涨14%和11%。

表 2：公司煤炭和煤化工产品经营数据

	2015A	2016A	16 同比	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	Q4 环比
一、煤炭产品								
产量 (万吨)	663.0	659.3	-0.6%	132.2	188.4	163.6	175.1	7.1%
销量 (万吨)	663.2	619.7	-6.6%	85.1	160.0	187.8	186.8	-0.5%
价格 (不含税) (元/吨)	389.6	393.3	0.9%	307.2	327.7	345.7	536.7	55.2%
成本 (元/吨)	214.9	205.4	-4.4%	183.5	169.8	181.7	269.5	48.3%
二、尿素产品								
产量 (万吨)	125.1	119.9	-4.2%	31.5	30.4	29.1	28.9	-0.9%
销量 (万吨)	118.8	121.4	2.2%	25.4	31.1	33.1	31.9	-3.7%
价格 (不含税) (元/吨)	1480.3	1058.6	-28.5%	1090.4	1115.7	975.2	1064.2	9.1%
成本 (元/吨)	1335.7	1191.8	-10.8%	1195.8	1140.3	1137.1	1295.6	13.9%
三、二甲醚产品								
产量 (万吨)	19.7	25.5	29.6%	6.1	6.0	6.2	7.2	14.9%
销量 (万吨)	19.7	24.8	26.0%	6.2	6.0	6.1	6.5	6.0%
价格 (不含税) (元/吨)	2510.2	2368.6	-5.6%	2083.9	2287.1	2200.2	2873.7	30.6%
成本 (元/吨)	2604.4	2309.0	-11.3%	2373.4	2163.8	2119.1	2560.2	20.8%

数据来源：wind、公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：公司主营业务分行业基本情况（单位：亿元）

	2015A	2016A	16 同比	2016H1	2016H2	H2 环比
营业收入	45.6	43.6	-4.5%	17.5	26.06	48.8%
产品	45.1	42.8	-5.1%	17.0	25.82	52.2%
化肥产品	23.9	20.3	-14.9%	9.5	10.84	14.3%
煤炭产品	27.2	26.4	-2.7%	8.4	18.02	114.2%
其他收入	2.1	2.2	4.6%	1.3	0.92	-29.3%
内部抵消	-8.1	-6.2	-	-2.2	-3.97	-
营业成本	33.4	33.3	-0.2%	14.7	18.68	27.5%
产品	32.9	32.8	-0.5%	14.2	18.55	30.5%
化肥产品	22.9	21.4	-6.5%	10.0	11.42	13.8%
煤炭产品	16.1	15.5	-3.8%	5.3	10.23	94.3%
其他收入	2.0	2.0	-1.2%	1.2	0.80	-30.9%
内部抵消	-8.1	-6.1	-	-2.2	-3.90	-
毛利	12.3	10.2	-16.4%	2.9	7.4	158.2%
产品	12.2	10.0	-17.7%	2.7	7.3	164.5%
化肥产品	0.9	-1.1	-218.5%	-0.5	-0.6	-
煤炭产品	11.1	10.9	-1.0%	3.2	7.8	147.3%
其他收入	0.1	0.3	88.9%	0.1	0.1	-15.4%
毛利率 (%)	26.9	23.5	-12.4%	16.3	28.3	12.0
产品	27.0	23.4	-13.3%	16.2	28.2	12.0
化肥产品	4.0	-5.5	-239.1%	-	-5.3	-
煤炭产品	40.7	41.4	1.7%	37.5	43.3	5.8
其他收入	6.4	11.6	80.6%	10.7	12.8	2.1

数据来源：wind、公司公告、广发证券发展研究中心

17 年煤炭产量预计增长 29%，几内亚项目已经试生产

公司目前拥有煤炭总产能2020万吨。其中，在产矿井6座（含望云、伯方、唐安、大阳、宝欣、口前），共840万吨。参股华润大宁（41%，400万吨）。在建玉溪煤矿（240万吨），公司计划17年11月底首采面联合试运转。资源整合矿井6个（540万吨），其中，同宝、芦河、沁裕、兰兴、百盛五个项目，因开工报告注销或资金问题处于停工状态，永胜煤矿（120万吨）三期建设工程正在收尾，公司计划17年6月投入试运转。公司17年计划煤炭产量848万吨，同比增加29%。

公司20万吨几内亚一期项目已于16年6月竣工进入试运行，年产10万吨，17年计划生产几内亚9万吨。此外，煤化工复合肥项目和田悦乌洛托品项目，公司计划6月竣工试投产。

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.55、0.49 和 0.51 元

受益于煤价和化工产品价格回升，公司17年1季度业绩已经明显改善。根据16年年报披露，17年公司煤炭、化肥等多个项目计划投产，预计17年全年业绩有望进一步增厚。公司目前估值较低，PB为1倍左右，17年PE约14倍，我们维持“谨慎增持”评级。

风险提示

下游需求低于预期，煤价和化肥化工产品价格超预期下跌，新建项目建设进度不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5740	4843	5585	6105	6674
货币资金	2049	1916	1312	1940	2509
应收及预付	2931	1985	3342	3234	3234
存货	490	557	546	546	546
其他流动资产	270	385	385	385	385
非流动资产	16381	19259	19141	19052	18965
长期股权投资	923	1001	1001	1001	1001
固定资产	4451	4906	4907	4909	4911
在建工程	5556	6936	6936	6936	6936
无形资产	5319	6332	6241	6151	6062
其他长期资产	131	84	55	55	55
资产总计	22121	24101	24726	25157	25640
流动负债	5517	7759	8050	8006	8006
短期借款	2190	2497	2497	2497	2497
应付及预收	2187	3560	3860	3816	3816
其他流动负债	1140	1701	1692	1692	1692
非流动负债	6422	6924	6983	7046	7112
长期借款	1982	2712	2712	2712	2712
应付债券	3010	3016	3016	3016	3016
其他非流动负债	1430	1196	1256	1318	1384
负债合计	11939	14682	15033	15052	15118
股本	1142	1142	1142	1142	1142
资本公积	389	260	260	260	260
留存收益	7480	6538	6918	7251	7601
归属母公司股东权	9626	8600	9007	9567	10145
少数股东权益	555	819	685	538	377
负债和股东权益	22121	24101	24726	25157	25640

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-2	75	263	1470	1401
净利润	-120	-870	499	408	422
折旧摊销	510	680	775	773	772
营运资金变动	-595	-345	-1055	63	0
其它	202	609	43	226	206
投资活动现金流	-479	-712	-330	-340	-320
资本支出	-653	-827	-9	-38	-38
投资变动	180	125	180	198	218
其他	-7	-10	-500	-500	-500
筹资活动现金流	18	403	-537	-503	-512
银行借款	3873	4134	0	0	0
债券融资	-3065	-3127	55	58	61
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-790	-604	-592	-560	-572
现金净增加额	-463	-234	-604	628	569
期初现金余额	2438	2049	1916	1312	1940
期末现金余额	1975	1815	1312	1940	2509

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-12.5	-4.5	43.6	-3.5	-
营业利润增长	-86.0	-4,386.	195.6	-17.4	3.4
归属母公司净利润增长	-79.4	-4,908.	195.9	-12.4	5.3
获利能力(%)					
毛利率	26.9	23.5	44.4	42.4	42.4
净利率	-2.6	-20.0	8.0	6.7	7.0
ROE	0.1	-7.7	7.0	5.8	5.8
ROIC	3.8	-1.3	4.4	3.8	3.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.0	60.9	60.8	59.8	59.0
净负债比率	0.6	0.8	0.9	0.8	0.7
流动比率	1.04	0.62	0.69	0.76	0.83
速动比率	0.88	0.52	0.60	0.66	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.19	0.26	0.24	0.24
应收账款周转率	51.71	44.81	44.81	44.81	44.81
存货周转率	6.64	6.37	6.37	6.37	6.37
每股指标(元)					
每股收益	0.01	-0.58	0.55	0.49	0.51
每股经营现金流	-	0.07	0.23	1.29	1.23
每股净资产	8.43	7.53	7.88	8.37	8.88
估值比率					
P/E	668.4	-13.9	14.2	16.3	15.4
P/B	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	25.5	35.4	9.8	10.3	10.0

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4565	4358	6259	6042	6042
营业成本	3339	3333	3477	3477	3477
营业税金及附加	227	248	357	344	344
销售费用	169	167	240	231	231
管理费用	735	805	1156	1116	1116
财务费用	170	323	464	448	448
资产减值损失	44	396	44	44	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	136	180	180	198	218
营业利润	17	-734	702	580	599
营业外收入	35	39	39	39	39
营业外支出	71	110	110	110	110
利润总额	-19	-806	666	544	563
所得税	101	64	166	136	141
净利润	-120	-870	499	408	422
少数股东损益	-134	-210	-134	-147	-162
归属母公司净利润	14	-660	633	555	584
EBITDA	605	485	1804	1647	1645
EPS(元)	0.01	-0.58	0.55	0.49	0.51

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。