

兰花科创 (600123)

增持/维持评级

股价: RMB41.86

分析师

陈亮

SAC 执业证书编号:S1000511030003

(021) 5010 6012

chenliang@mail.hthsc.com.cn

唐宗辰

SAC 执业证书编号:S1000510120047

(0755)8236 4432

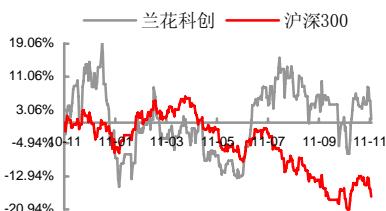
tangzc@mail.hthsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	571
流通 A 股 (百万股)	571
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	23,910

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

天生丽质, 静待气价改革催化剂

—兰花科创深度报告

兰花科创过去 3 年盈利增速较低 (3 年复合增长率仅为个位数), 且尿素业务亏损, 是公司 P/E 估值水平长期低于煤炭行业平均水平 20% 的主要原因。

但是, 上述两点因素有望在 2012-2014 这三年间得到显著改观。

煤炭业务方面: 盈利能力极强的亚美大宁矿在停产 8 个月后于 2011 年 9 月复产, 且兰花科创对其的持股比例从 36% 上升至 41%, 成为公司 2012 年的增长点; 盈利能力与亚美大宁接近的玉溪煤矿 (产能 240 万吨), 预计在 2013 年下半年至 2014 年上半年建成投产。

尿素业务方面: 行业产能过剩局面仍将持续, 但转折契机在于气价上涨推升气头尿素成本。根据能源“十二五”规划, 2015 年中国天然气进口依赖度将从 2010 年的 11% 增长至 35%, 国内气价必然向进口到岸价靠拢, 而目前国内气价低于进口气价 20%-50%。气价上涨必然推升气头尿素成本, 进而对尿素价格形成支撑, 公司尿素业务盈利状况有望从底部缓慢向上。

从公司先天条件看, 由于地处山西晋城矿区, 公司煤质具有“三高两低一适中”(发热量高、机械强度高、含炭量高、低灰、低硫、可磨指数适中) 的特点, 属于稀缺煤种, 在市场上供不应求。这令公司煤炭业务的毛利率水平高达 60% 以上。即使把尿素业务算上, 公司的销售毛利率和销售净利率也长期处于煤炭上市公司前 20-30% 的位置。其资源的先天优势, 是其他公司无法模仿的。

由于尿素业务的存在, 公司的管理能力显得很一般, 2008-2010 年, 三项费用率在业内处于后 20-30% 的位置。但是, 公司三项费用率在近 3 年呈现出逐年下降趋势, 显示出公司已开始注意控制费用的增长。

综上分析, 我们认为, 只要公司对尿素业务维持现状, 不再继续扩大产能, 公司未来 2 年的估值水平存在提升的可能性。维持对公司的“增持”评级。保守型投资者可在 2012 年 10 倍 PE 附近买入。

风险提示: 作为资源类行业, 煤炭公司最大的风险来自于税赋的大幅提升。煤炭行业长期 (5 年后) 的估值水平和股价弹性会逐渐向石油行业靠拢。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5811.6	8116.0	9506.0	11404.0
(+/-%)	3.5	39.7	17.1	20.0
归属母公司净利润(百万元)	1314.2	1605.0	2102.0	2432.0
(+/-%)	3.4	22.1	31.0	15.7
EPS(元)	2.30	2.87	3.80	4.53
P/E(倍)	18.19	14.59	11.00	9.24

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、 股票分析及投资建议	6
二、 公司基本情况：无烟煤、尿素一体化公司	6
三、 无烟煤行业分析：景气将长期持续	8
供给制约主导行业景气	8
细分产品有所分化，块煤景气更高	10
四、 煤炭业务比较优势：先天条件好	13
全国主要地区无烟煤矿区比较	13
晋城煤质“三高两低一适中”是化工行业首选原料	14
毛利率业内领先	15
大客户依赖度低，定价能力强	16
产品全部现货销售，业绩弹性较高	17
五、 煤炭业务成长性：“十二五”末权益产能有望翻番	17
本部煤矿产量基本稳定	17
亚美大宁矿是2012年最大看点	17
玉溪矿+整合矿：2013年后的增长点	18
六、 尿素业务：行业产能过剩、公司成本畸高	19
尿素行业：产能过剩的局面未来两年仍将持续	19
公司尿素生产成本处于业内高位	20
尿素业务三季度扭亏为盈，四季度再现亏损	21
尿素业务敏感性分析	22
七、 尿素未来的转折契机：气价上涨推升气头尿素成本	22
“十二五”天然气进口依赖度将从12%提升至35%	22
现行国内气价低于进口气价至少20%	22
气价与国际接轨趋势不可逆，气头尿素成本上升对煤头尿素是利好	24
八、 业内公司财务指标横向比较	24
历史上ROE水平位于前列，2010年下降因亚美大宁矿停产	24
毛利率位于业内前列	25
“三费”率在业内偏高，但三年持续下降	26
九、 公司在资本市场上融资与分红	26
融资：3次融资，共计10亿元	26

历年分红: 连续 10 年分红, 共计 14.3 亿元.....	26
十、 盈利预测与估值	27
盈利预测假设	27
盈利预测	27
风险提示	28

图表目录

图 1: 2008—2011H1 收入结构	7
图 2: 2008—2011H1 毛利结构	7
图 3: 公司煤炭产品产量占比情况	7
图 4: 兰花科创股权结构	8
图 5: 无烟煤产量增长缓慢	9
图 6: 我国无烟煤的储量分布	10
图 7: 10 年我国无烟煤产量分布情况	10
图 8: 07 年以来各煤种走势对比	11
图 9: 11 年各煤种价格涨幅对比	11
图 10: 过去十年喷煤比不断上升	12
图 11: 无烟煤与喷吹煤价格走势对比	12
图 12: 无烟煤与喷吹煤价差情况	12
图 13: 无烟末煤与动力煤价格走势对比	13
图 14: 11 年无烟末煤和动力煤涨幅对比	13
图 15: 各主要无烟煤上市公司块煤成块率比较	14
图 16: 晋城地区无烟块煤和无烟末煤走势对比	15
图 17: 2011 年中报各上市公司煤炭业务毛利率对比情况	15
图 18: 07 年以来煤炭业务毛利率情况	16
图 19: 亚美大宁矿股权构成	17
图 20: 山西地区尿素价格走势	21
图 21: 无烟煤和尿素价格走势具有较高的相关性	24
 表格 1: 部分无烟煤在建矿井情况	9
表格 2: 2010 年 6 月 1 日国产陆上天然气出厂基准价格调整表 (供化肥用气)	11
表格 3: 全国主要地区无烟煤原煤煤质对比	13
表格 4: 南京化肥厂对主要产地无烟煤生产试验表	14
表格 5: 中国主要无烟煤矿区的块煤抗碎强度	14
表格 6: 公司地质构造简单	15
表格 7: 国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比	16
表格 8: 公司本部煤炭产能情况	17
表格 9: 亚美大宁矿投资收益情况	18
表格 10: 公司整合矿井产能情况	18
表格 11: 兰花科创尿素产能情况	19
表格 12: 国内尿素新增产能	19
表格 13: 块煤尿素生产成本情况	20
表格 14: 粉煤尿素生产成本情况	20
表格 15: 气头尿素生产成本情况	21
表格 16: 尿素业务敏感性分析	22
表格 17: 中国天然气进口依赖度	22
表格 18: 2010 年 6 月 1 日国产陆上天然气出厂 (或首站) 基准价格调整表	23
表格 19: 煤炭公司 ROE 比较	25

表格 20: 兰花科创多项营运指标在业内排名情况.....	25
表格 21: 兰花科创历史融资情况.....	26
表格 22: 兰花科创历年分红.....	26
表格 23: 煤炭业务产量价格假设	27
表格 24: 亚美大宁矿投资收益假设	27
表格 25: 尿素业务产量价格假设	27
表格 26: 经营预测与估值.....	27

一、股票分析及投资建议

兰花科创过去3年盈利增速较低（3年复合增长率仅为个位数），且尿素业务亏损，是公司P/E估值水平长期低于煤炭行业平均水平20%的主要原因。

但是，上述两点因素有望在2012-2014这三年间得到显著改观。

煤炭业务方面：盈利能力极强的亚美大宁矿在停产8个月后于2011年9月复产，且兰花科创对其的持股比例从36%上升至41%，成为公司2012年的增长点；盈利能力与亚美大宁接近的玉溪煤矿（产能240万吨），预计在2013年下半年至2014年上半年建成投产。

尿素业务方面：行业产能过剩局面仍将持续，但转折契机在于气价上涨推升气头尿素成本。根据能源“十二五”规划，2015年中国天然气进口依赖度将从2010年的11%增长至35%，国内气价必然向进口到岸价靠拢，而目前国内气价低于进口气价20%-50%。气价上涨必然推升气头尿素成本，进而对尿素价格形成支撑，公司尿素业务盈利状况有望从底部缓慢向上。

而从公司先天条件看，由于地处山西晋城矿区，煤质具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含炭量高、低灰、低硫、可磨指数适中）的特点，属于稀缺煤种，市场上供不应求。这令公司煤炭业务的毛利率水平高达60%以上。即使把尿素业务算上，公司的销售毛利率和销售净利率也长期处于煤炭上市公司前20-30%的位置。其资源的先天优势，是其他公司无法模仿的。

由于尿素业务的存在，公司的管理能力显得很一般，2008-2010年，三项费用率在业内处于后20-30%的位置。但是，公司三项费用率在近3年呈现出逐年下降趋势，显示出公司已开始注意控制费用的增长。

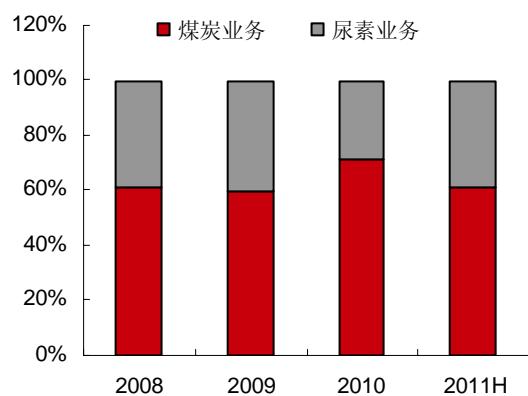
综上分析，我们认为，只要公司对尿素业务维持现状，不再继续扩大产能，公司未来2年的估值水平存在提升的可能性。维持对公司的“增持”评级。保守型投资者可在2012年10倍PE附近买入。

风险提示：作为资源类行业，煤炭公司最大的风险来自于税赋的大幅提升。煤炭行业长期（5年后）的估值水平和股价弹性会向石油行业靠拢。

二、公司基本情况：无烟煤、尿素一体化公司

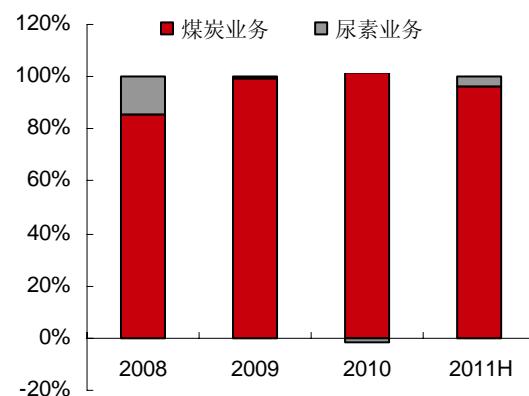
兰花科创主营业务包括煤炭和尿素，2011年上半年公司煤炭业务收入占比61.3%，而毛利占比96.3%，煤炭业务是公司利润主要来源。

图 1: 2008—2011H1 收入结构



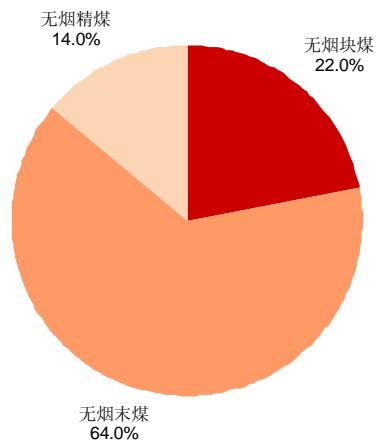
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2: 2008—2011H1 毛利结构



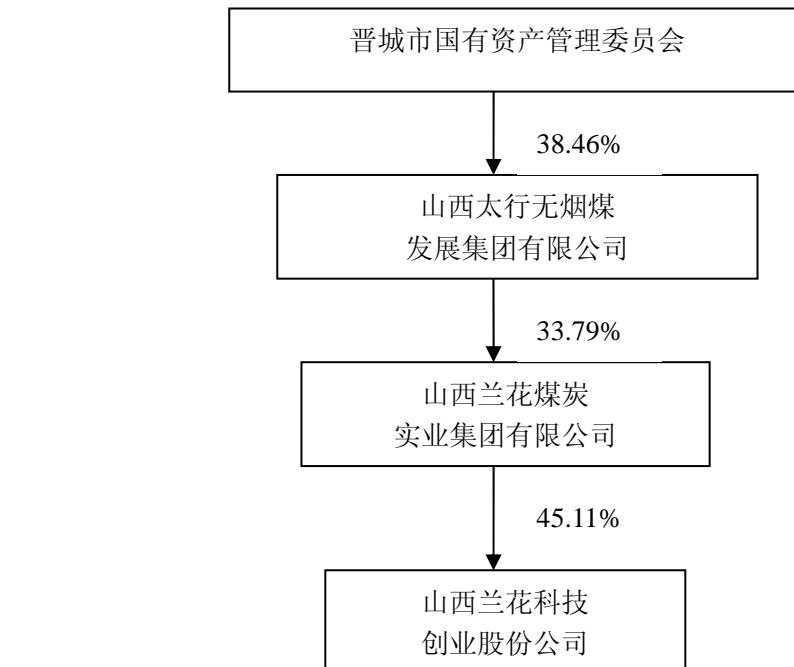
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3: 公司煤炭产品产量占比情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4: 兰花科创股权结构



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

三、 无烟煤行业分析: 景气将长期持续

无烟煤是煤化程度最深的煤种, 其具有固定碳含量高、挥发分低、发热量高等特点, 经洗选后产品分为无烟块煤、无烟精煤和无烟末煤, 其中块煤主要应用于化工及民用, 精煤用于高炉喷吹, 而无烟末煤则主要用于化工及发电。

我们认为相比下游需求, 供给层面的制约是维持行业景气的主要原因。首先, 无烟煤资源稀缺, 且产地较为集中, 定价权高, 而山西大力发展煤化工将进一步导致煤炭外运减少, 加剧局部地区的无烟煤供需紧张; 其次, 中央政府的稀缺性煤种保护性开发政策及地方政府出于自身利益考量可能出台的各种政策都将制约无烟煤产量的提升。第三, 下游化工、钢铁行业产能过剩, 集中度低、无序竞争、议价能力缺失。

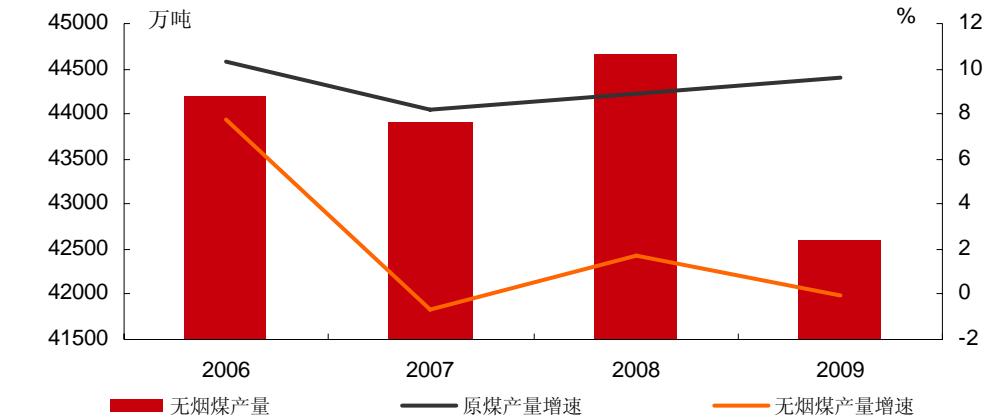
供给制约主导行业景气

资源稀缺、产量增长缓慢

无烟煤在我国属于稀缺煤种, 截止 2009 年, 我国煤炭总保有储量为 10,026 亿吨, 其中, 无烟煤为 1,131 亿吨, 仅占煤炭总保有储量的 13.0%。

06-09 年我国无烟煤产量基本稳定, 甚至小幅减少, 而同期我国煤炭生产总量则保持年均 9%以上的增速。

图 5: 无烟煤产量增长缓慢



资料来源: 煤炭工业统计年报, 华泰联合证券研究所

目前, 在建的无烟煤大型矿井包括阳煤集团七元矿、泊里矿, 晋煤集团东大矿、郑庄矿、胡底矿、龙湾矿等, 预计 2015 年前后方能投产。

表格 1: 部分无烟煤在建矿井情况

	设计产能	备注
七元矿	800	正在开展前期工作
泊里矿	800	正在开展前期工作
东大煤矿	500	2011 年 3 月开工奠基
郑庄矿	400	正在开展前期工作
胡底矿	400	2010 年开工建设, 预计 15 年建成
龙湾矿	400	2010 年开工建设

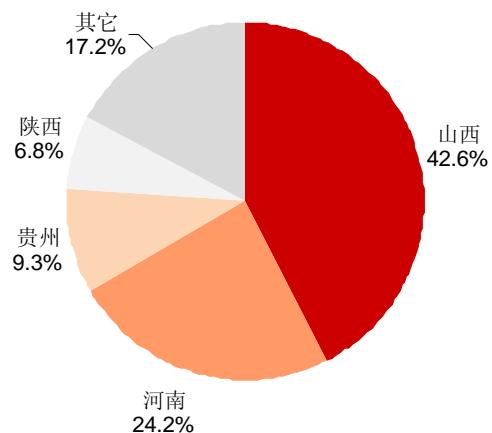
数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所整理

另外, 煤炭工业十二五规划征求意见稿提出: 十二五期间对优质焦煤和无烟煤资源实行保护性开发, 一旦国家从总量上对无烟煤开采进行控制, 无烟煤的产量增速将会进一步放缓。

供给集中度高, 山西转化率提高进一步加剧区域性供给紧张

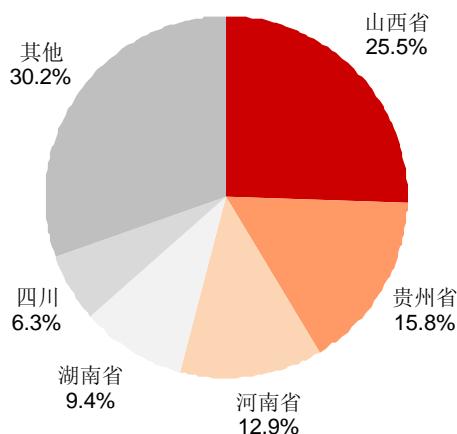
从资源分布来看, 无烟煤主要分布在山西、河南、贵州、陕西等省份, 其储量分别占全国储量的 42.6%、24.2%、9.3% 和 6.8%, 其他区域占 17.2%。晋城矿区、阳泉矿区和永城矿区是我国最大的三个无烟煤生产基地。

图 6：我国无烟煤的储量分布



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

图 7：10 年我国无烟煤产量分布情况



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

2010 年山西无烟煤产量占全国产量 26%。为促进地方经济发展，山西正在计划加大煤炭就地转化的力度。

《中共山西省委关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》提出，“在煤、水和土地资源富集区，大力发展现代煤化工等资源深加工产业”。

《晋城市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》提出，“按照以煤为基、多元发展的思路，通过产业升级、产业延伸、产业多元、产业集聚四条路径，提高煤炭就地转化率，提高资源加工深度”。

我们认为，这会导致山西无烟煤输出减少，进一步加剧无烟煤紧张的局面。

细分产品有所分化，块煤景气更高

无烟块煤：成块率下降，供应持续偏紧

无烟块煤仍是未来几年煤制气的主流选择

我国煤头尿素多以无烟块煤为原材料，部分甲醇、二甲醚等新型煤化工项目也采用块煤制气。尽管新建煤化工项目采用新的煤炭气化技术，在节约成本的同时又摆脱了对无烟块煤的依赖，但由于资金投入门槛过高及技术稳定性等原因，尚不具备推广的条件，而现有设备尚未到淘汰年限，且产能严重过剩，因此块煤仍是未来几年煤制气的主流选择。

在我们近两年持续的调研过程中了解到，随着国内机采率的不断提升，无烟煤的成块率正在下降。原因在于，在机采过程中，煤被采煤机直接破碎。

集中度高，议价能力强

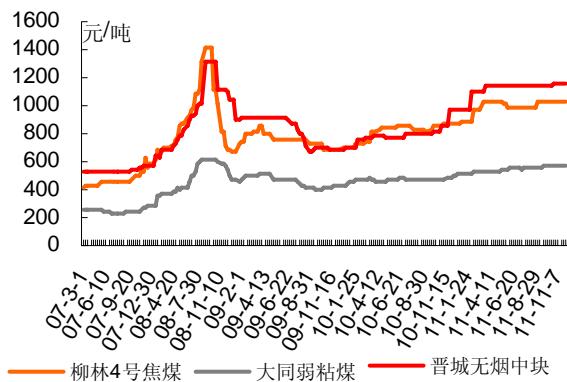
据我们测算，仅晋城、阳泉地区无烟块煤产量占全国无烟块煤产量的近 40%，相较而言，我国的尿素产量分布则相对分散，前五大尿素生产省市产量仅占全国总产量的 50%，而山东省作为全国最大的尿素生产基地，其尿素产量占比仅为 17%，且所需无烟煤基本从山西、河南外购。

随着产煤大省纷纷发展煤化工，提高煤炭的就地转化率，区域性的煤炭供给紧张将进一步加剧，无烟块煤的高景气仍将延续。

2011年无烟煤价格涨幅显著高于其他煤种

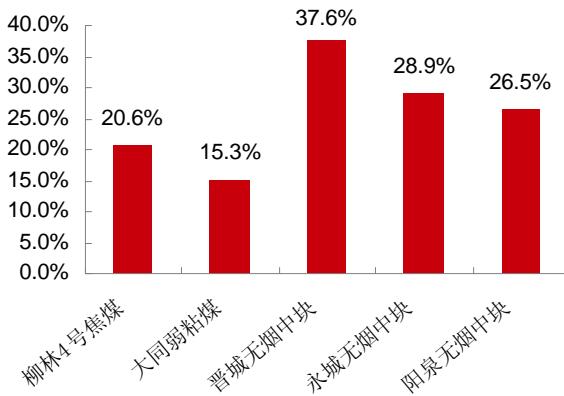
从图9可以看出，2011年无烟煤价格涨幅显著高于其他煤种涨幅。我们认为，原因是两方面：2010年6月1日起国内天然气出厂基准价（供化肥用气）上调幅度普遍在30%左右，气头尿素成本显著上涨，变相增加无烟块煤需求；由于机采导致出块率下降。

图8：07年以来各煤种走势对比



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

图9：11年各煤种价格涨幅对比



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

表格2：2010年6月1日国产陆上天然气出厂基准价格调整表（供化肥用气）

油气田	调整前基准价 (元/千立方米)	调后基准价 (元/千立方米)	涨幅
川渝气田	690	920	33.3%
长庆油田	710	940	32.4%
青海油田	660	890	34.8%
新疆各油田	560	790	41.1%
其它油田	980	1210	23.5%
西气东输	560	790	41.1%
忠武线	911	1141	25.2%
陕京线	830	1060	27.7%

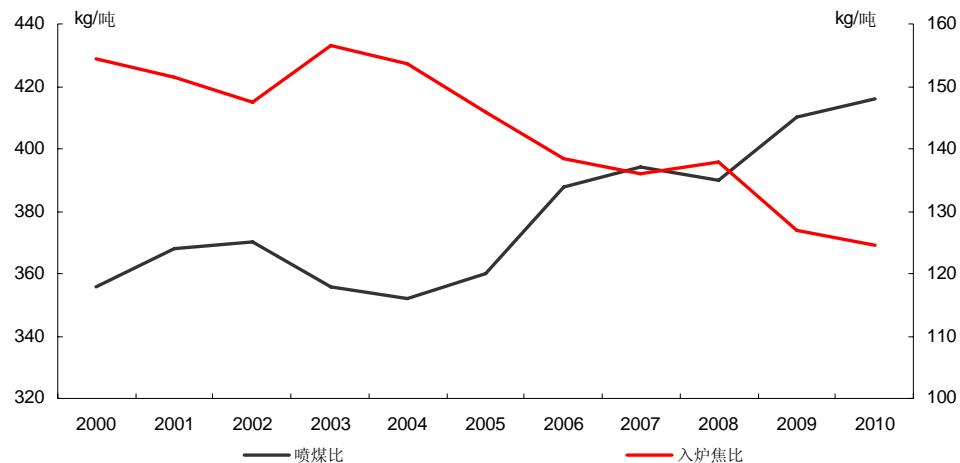
数据来源：国家发改委公告

无烟精煤：与焦煤价格联动性增强

无烟精煤主要用于高炉喷吹，替代焦炭起到提供热量和还原剂的作用。过去十年，受益国内高炉大型化、优质焦煤稀缺、喷吹煤自身成本优势等因素，喷吹煤需求稳定增长，喷吹煤比不断上升，由118千克/吨升至148千克/吨，年均增加3千克/吨。

目前，国外先进水平高炉的喷煤比约为180-200kg/吨，大幅高于国内148kg/吨的水平，这也意味着十二五期间随着国内高炉进一步大型化，国内的喷煤比仍有较大的提升空间。作为优质焦煤的替代品，二者之间的替代性及价格联动性将进一步增强。

图 10：过去十年喷煤比不断上升

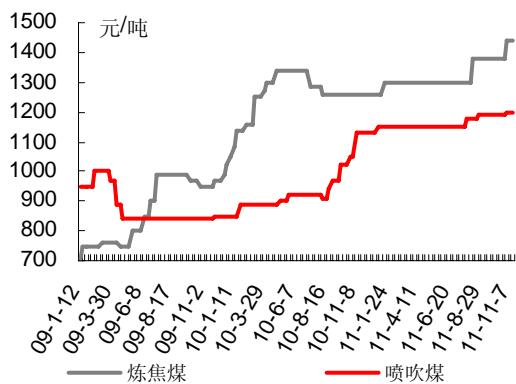


资料来源：钢铁工业年鉴，华泰联合证券研究所

10年来喷吹煤和炼焦煤的走势也充分体现了二者之间的替代关系和价格联动性。由于喷吹煤的成本优势及喷吹技术的进步，钢厂加大了对喷吹煤的使用量，导致喷吹煤价格涨幅明显高于炼焦煤。而随着价差缩小，喷吹煤价格优势逐渐消失，两者走势又趋于一致。

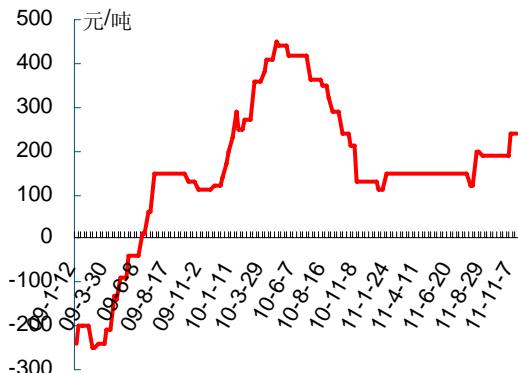
因此，未来喷吹煤价格走势将很大程度上取决于炼焦煤价格走势。

图 11：无烟煤与喷吹煤价格走势对比



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

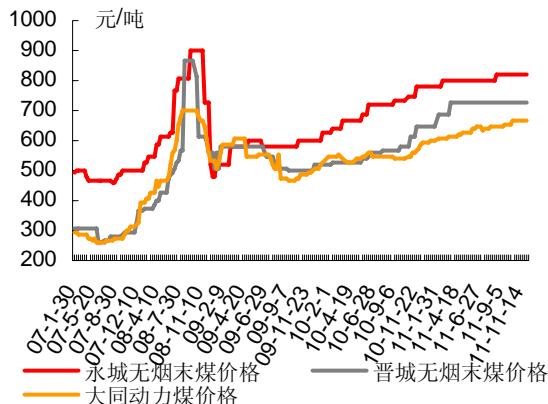
图 12：无烟煤与喷吹煤价差情况



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

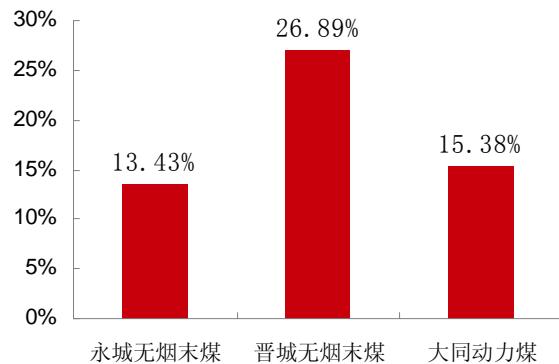
无烟末煤：受益国内电煤供应偏紧

无烟末煤视煤质可用于化工、电力和建材等，其中化工用煤占比 25%，电力及其它占比 75%。我们认为受运力瓶颈制约，未来三年国内动力煤仍处于供需偏紧的状态，煤炭价格易涨难跌，而无烟末煤作为动力煤的重要组成部分，无疑将受益。

图 13: 无烟末煤与动力煤价格走势对比


资料来源: 煤炭资源网, 华泰联合证券研究所

备注: 永城地区无烟末煤多用于电力, 而晋城地区多用于化工

图 14: 11 年无烟末煤和动力煤涨幅对比


资料来源: 煤炭资源网, 华泰联合证券研究所

四、 煤炭业务比较优势: 先天条件好

全国主要地区无烟煤矿区比较

表格 3: 全国主要地区无烟煤原煤煤质对比

指标	晋城新区	晋城旧区	山西阳泉	河南焦作	北京京西	宁夏汝箕沟
灰分 (d) %	7.31	16.2	16.05	17.33	16.02	8.97
挥发分 (ad) %	5.8	7.76	9.71	8.4	5.8	5.94
硫分 (d) %	0.46	0.5	1.2	0.36	0.2	0.18
炭 (ad) %	85.22	79.9	77.85	78.58	N/A	87.74
氢 (ad) %	2.53	3.1	3.26	2.33	N/A	3.11
氮 (ad) %	1.04	1.12	1.14	0.92	0.27	0.81
磷 (ad) %	0.02	0.03	0.02	N/A	0.02	0.04
耐磨指数 (HGI)	36-46	60	57	50	N/A	49
灰溶度 (° C)	1,500	1,446	1,500	1,350	1,140	1,200
热量 (Kcal/kg)	7,809	6,555	7,250	6,900	6,600	7,767

资料来源: 晋煤集团 2009 年第一期中期票据募集说明书, 华泰联合证券研究所

山西晋城矿区: 该矿区的无烟煤具有低灰、低硫、低挥发份、热稳定性好的特点。兰花科创的本部四矿位于晋城旧区, 亚美大宁和玉溪矿位于晋城新区。

河南焦作矿区: 焦作矿区属中灰、低硫, 高发热量, 高固定碳、机械强度大、热稳定性好的优质无烟煤, 有“香煤”之称, 但是由于面临资源的短缺, 焦作矿区的生产量逐渐下降。

北京京西矿区: 靠中国东岸最近, 交通运输方便, 但该区因后期地质挤压作用, 块煤很少, 抗碎强度很差, 热稳定性差。

宁夏汝箕沟矿区: 该矿区所产煤为“太西煤”, 是世界著名的优质无烟煤, 具有低灰、低硫、低磷、高发热等优良品性, 但资源储量有限, 目前该地区地方政府对“太

“西煤”实行严格保护政策。根据《宁夏回族自治区煤炭资源勘查开发与保护条例（草案）》，“太西煤”未来年产量将控制在500万吨以下。另一方面，宁夏到东岸的运距至少是其他主要矿区的三倍以上，内陆运输成本高。

山西阳泉矿区：该矿区资源丰富，产量大。地质构造复杂，断层及陷落柱多。

河南永城矿区：该矿区资源较丰富，建井的内外部条件较好，且矿区交通四通八达，非常方便，与严重缺煤的华东工业区毗邻。

晋城煤质“三高两低一适中”是化工行业首选原料

国内最适合化肥工业用的无烟块煤主要产自晋城、阳泉、焦作和宁夏四矿区。

其中，兰花科创煤矿所在地晋城地区块煤因具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含炭量高、低灰、低硫、可磨指数适中）的显著特点，在同等条件下，合成氨产量最高，而单位煤耗最少，因而成为化工行业原料煤首选。

表格 4：南京化肥厂对主要产地无烟煤生产试验表

	晋城	阳泉	汝箕沟	京西
单炉日产合成氨(吨)	64.7	56	40.4	44
吨氨煤耗(kg)	1290	1307	1292	1610

资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

无烟块煤的抗碎强度以晋城、焦作等矿区的无烟煤最好，因而这些矿区的无烟煤主要用作制造化肥的优质原料；北京矿区等无烟煤虽然抗碎强度较高，但热稳定性不好，故一般不适用于作大中型化肥厂的原料；阳泉矿区等无烟煤的热稳定性和抗碎强度均低于晋城矿区无烟煤，其无烟末煤一般用作电厂用煤和喷吹煤。

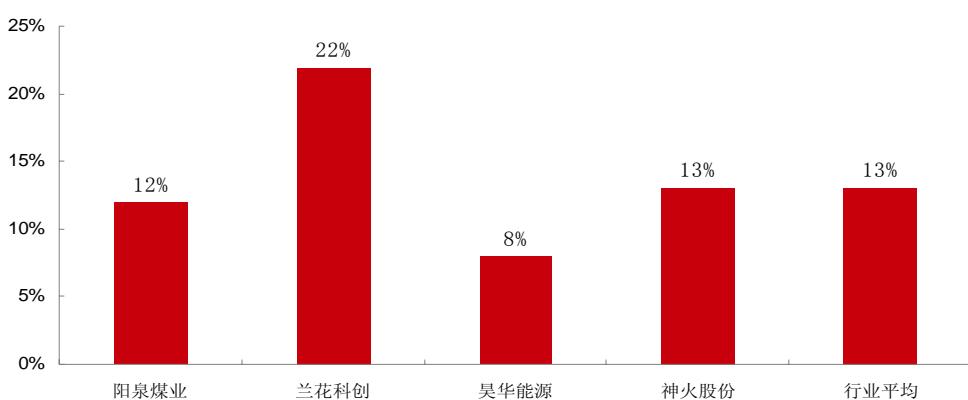
表格 5：中国主要无烟煤矿区的块煤抗碎强度

矿区	北京	阳泉	晋城	焦作
抗碎强度%	86.2	51.6	92.4	83.7

资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

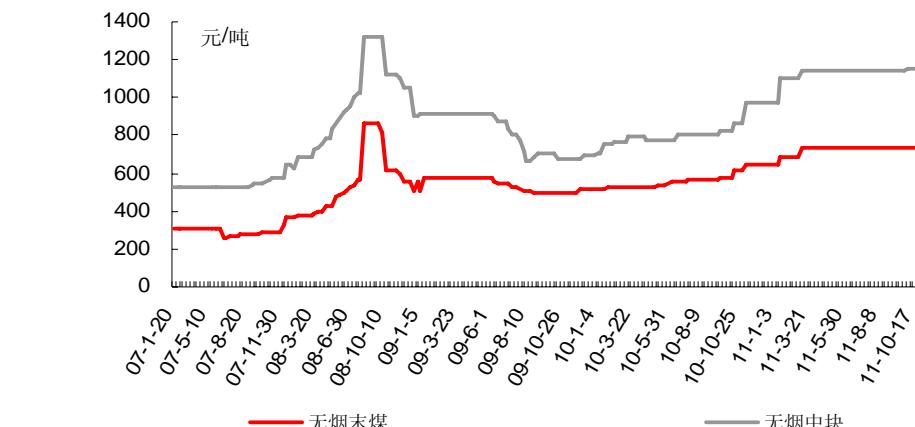
从块煤产出率来看，公司无烟块煤洗出率约22-23%，明显高于行业平均15%的水平。

图 15：各主要无烟煤上市公司块煤成块率比较



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 16: 晋城地区无烟块煤和无烟末煤走势对比



资料来源: 煤炭资源网, 华泰联合证券研究所

毛利率业内领先

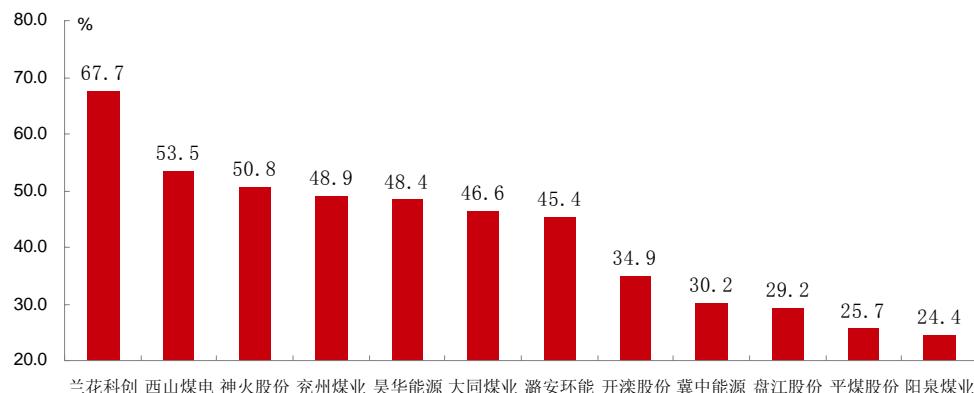
在煤质优异的同时,公司煤矿地质条件相对简单,易开采、成本在业内处于较低水平。正是基于以上优势,公司煤炭业务盈利能力突出,07-10年的平均毛利率为63%,2011年上半年毛利率高达67.71%,在行业内处于领先水平。

表格 6: 公司地质构造简单

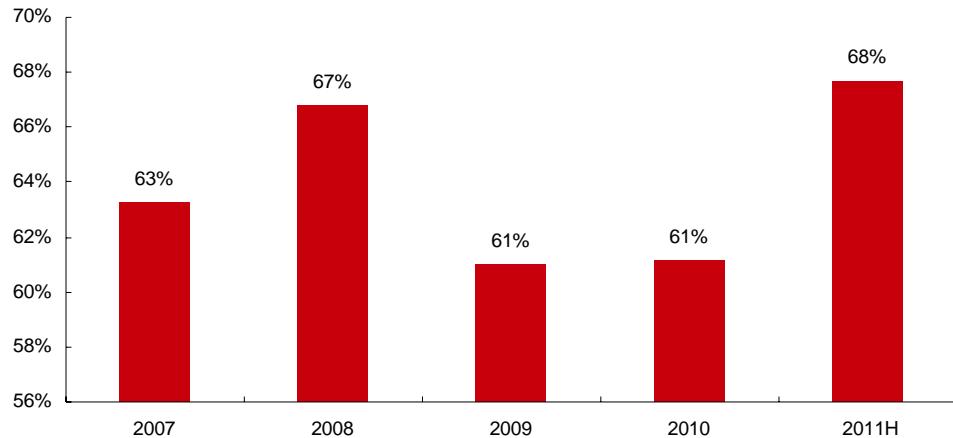
	晋城	阳泉	焦作	永城	汝箕沟	京西
瓦斯含量	高	高	高	1-3 级	高	中
含水	低	高	低	高	低	中
地质构造	简单	复杂	中等	中等	简单	复杂

资料来源: 中国煤炭资源网, 华泰联合证券研究所

图 17: 2011 年中报各上市公司煤炭业务毛利率对比情况



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 18: 07 年以来煤炭业务毛利率情况


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

大客户依赖度低，定价能力强

由于公司下游客户多是化工企业，而化工行业产业集中度较低，公司没有明显的大客户依赖，因此公司的定价能力较强。

在 A 股所有煤炭上市公司中，兰花科创前五大客户营业收入占合并报表收入比重，仅为 18%，在所有公司里位居第三。

表格 7：国内煤炭上市公司前五大客户营业收入占比

名称	2010 上市公司前五大客户营 业收入占合并报表收入比重	2010 上市公司前五大客户营 业收入占母公司收入比重
中煤能源	15%	41%
神火股份-铝	17%	
兰花科创	18%	18%
国阳新能	18%	53%
平庄能源	22%	22%
山煤国际	22%	32%
潞安环能	22%	25%
中国神华	24%	9%
兖州煤业	25%	31%
西山煤电	30%	33%
恒源煤电	32%	32%
上海能源	33%	36%
平煤股份	33%	31%
冀中能源	37%	41%
国投新集	40%	66%
神火股份-煤	43%	96%
昊华能源	49%	54%
露天煤业	51%	52%

煤气化	52%	52%
盘江股份	54%	54%
开滦股份	55%	57%
大同煤业	71%	33%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

产品全部现货销售，业绩弹性较高

公司块煤全部供应化肥公司，而喷吹煤及无烟末煤则全部市价对外销售，因此相比业内其他无烟煤上市公司，公司享有更高的业绩弹性。

五、煤炭业务成长性：“十二五”末权益产能有望翻番

本部煤矿产量基本稳定

公司本部有伯方、望云、唐安、大阳四座煤矿，产能合计 570 万吨，煤种为无烟煤，目前各矿基本达产，进一步提升空间有限。

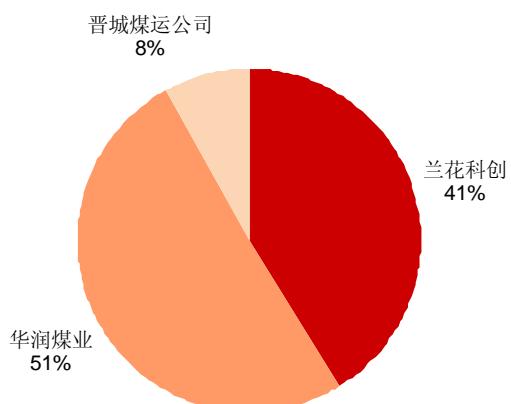
表格 8：公司本部煤炭产能情况

	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	煤种	核定产能（万吨）
伯方煤矿	3.24	1.98	无烟煤	180
望云煤矿	3.98	0.06	无烟煤	90
唐安煤矿	3.39	1.66	无烟煤	150
大阳煤矿	3.13	2.1	无烟煤	150
合计	13.74	5.8		540

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

亚美大宁矿是 2012 年最大看点

图 19：亚美大宁矿股权构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

大宁煤矿开采井田位于沁水煤田南部，井田面积 38.83 平方公里，主要可采煤层为 3 号煤层。矿井所产的无烟煤具有发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰、低硫、可磨指数适中等显著特点，是优质的化工及动力用煤，可广泛应用于化工、冶金、建材、电力等行业。亚美大宁矿核定产能 400 万吨，成块率高达 40%。

亚美大宁矿的投资收益是公司利润的重要来源，2010 年亚美大宁矿实现净利润 11.77 亿元，贡献投资收益 4.24 亿元，折合每股收益 0.56 元，占公司净利润 24%。

受股权纠纷影响，2011 年上半年大宁矿一直处于停产状态，1-6 月贡献投资收益 -7393 万元，预计 1-8 月累计贡献投资收益 -1 亿元。

2011 年 9 月 9 日，亚美大宁矿正式复产，股权纠纷终于尘埃落定。假设 9-12 月大宁矿煤炭产量 130 万吨，按吨煤净利 400 元、持股比例 41% 测算，预计全年贡献投资收益 1.13 亿元，折合每股收益 0.15 元。

2012 年随着 12.5% 的优惠税率取消，预计吨煤净利将降至 360 元，假设全年产量 400 万吨，将贡献投资收益 5.9 亿元，折合每股收益 0.78 元。

表格 9：亚美大宁矿投资收益情况

	2007	2008	2009	2010	2011H	2011E	2012E
净利润(万元)	259	80711	117700	117700	-20536	25000	144000
股权比例 (%)	36	36	36	36	36	41	41
投资收益 (万元)	93.384	29056	42372	42372	-7393	10250	59040
大宁矿所得税税率 (%)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	25

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

玉溪矿+整合矿：2013 年后的增长点

公司 08 年以来先后整合煤炭产能 540 万吨，权益产能 393 万吨，目前各整合矿井仍处于技改阶段，预计 12 年底开始陆续投产。当然，这些技改矿井的吨煤盈利能力与兰花科创本部的盈利能力比要低。

在建中的山西兰花科创玉溪煤矿为国家煤炭工业发展“十一五”规划项目和省、市重点工程建设，设计生产能力 240 万吨/年，2008 年 10 月 31 日经国家发改委核准，同年 11 月 26 日奠基开工，预计 2014 年上半年投产，2015 年达产。矿井位于晋城规划矿区东南部，3 号煤资源储量 21669 万吨，服务年限为 50.7 年。煤种属优质无烟煤，煤质为低中灰分、中磷、特低硫~低硫、特高热值、较高软化温度，是优质的化工原料煤和动力煤，成块率预计可达 40%。

预计到“十二五”末期，公司权益煤炭产量将达到 1200 万吨，较目前增长一倍。

表格 10：公司整合矿井产能情况

煤矿名称	股权比例	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)
朔州煤业口前煤矿	100%	动力煤	7979	6450	120
焦煤公司	80%	炼焦煤	5996	4458	180
其中：中立煤业	70%	主焦煤	412	291	30
瑞兴煤业	51%	主焦煤	303	206	30

沙坪子煤业	100%	主焦煤	500	375	30
玉生煤矿	55%	主焦煤	4781	3586	90
平鲁永胜煤业	100%	动力煤	14876		120
两地方整合矿	51%	无烟煤			120
合计				540	
权益产能					393

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

六、尿素业务：行业产能过剩、公司成本畸高

公司现有尿素产能 116 万吨，实际产量可达 150 万吨。

表格 11：兰花科创尿素产能情况

	股权比例 (%)	尿素产能 (万吨)
化肥分公司（晋城第一化肥厂）		30
化工分公司（巴工化肥厂）		13
阳化分公司		13
田悦化肥		30
兰花煤化工	80.31	30
合计		116

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

受尿素行业产能整体过剩及公司尿素成本高企等因素影响，公司尿素业务近年来一直处于亏损状态。

尿素行业：产能过剩的局面未来两年仍将持续

2009 年全国尿素产能在 6500 万吨以上，而国内需求 5500 万吨左右，产能过剩 1000 多万吨，考虑到未来两年仍有大量尿素产能投产，尿素供过于求的局面难有改观。

表格 12：国内尿素新增产能

年份	企业名称	尿素产能 (万吨)	原料	投产时间
2009	建峰工业集团二化项目	80	天然气	2010 年初
2010	山东瑞星集团	100	煤	2009 年底
2010	华鲁恒升	20	煤	计划 2009.12
2010	山东鲁西化工股份有限公司	30	煤	预计 2010 年完成
2010	内蒙古锡林河煤化工有限责任公司	80	煤	2010
2010	河南晋开集团	30	煤	2010 年初投产
2010	国电赤峰化工有限公司	52	煤	2010(2009.6 招标)
2010	大唐呼伦贝尔化肥有限公司	30	煤	2010.5
2010	内蒙古天润化肥股份有限公司	52	煤炭	2010 正式投产
2010	合计	474		
2010	赤天化	52	煤	2010 年二季度

2010	河南延化化工有限责任公司	60	煤	2010 年
2010	泸天化	70	煤	2010 年底
2010	神华宁煤集团灵武宁东大化肥项目	92	煤	2010 年底
2011	河北东光化肥厂 100 万吨尿素技改	40		2011 年将全部达产
2011	奎屯锦疆化工有限公司	52	煤	2009.6-2011.10
2011	呼伦贝尔金新化工（云天化）	80	褐煤	2011.6
2011	新华煤化工有限公司	104	煤	2008.8-2011.8
2011	合计	550		
2011	潞安新疆煤化工（集团）有限公司	52	煤	2009-2011
2011	新疆明基化工有限公司	52	煤	2011 年
2012	安徽省颍上鑫泰化工有限责任公司	52	煤	2008-2012
2012	合计	156		

资料来源：华泰联合证券研究所整理

公司尿素生产成本处于业内高位

国内尿素企业中，大约 72%为煤头、26%为气头。其中，煤头尿素中又分为块煤制气和粉煤制气，兰花科创主要采用块煤造气技术。

按目前价格测算，以块煤、粉煤和天然气为原料的尿素企业的生产成本分别为 1866 元/吨、1749 元/吨和 1426 元/吨，块煤制尿素成本明显高于粉煤和气头尿素成本。

表格 13：块煤尿素生产成本情况

块煤尿素生产成本			
原料	单耗	含税价	成本
原料块煤	0.85	1250	1063
电力	700	0.45	315
蒸汽	1.8	160	288
折旧			100
人工			50
其他			50
总成本			1866

数据来源：华泰联合证券研究所预测

表格 14：粉煤尿素生产成本情况

粉煤尿素生产成本			
原料粉煤	1	880	880
电力	900	0.45	405
蒸汽	2.2	120	264
折旧			100
人工			50
其他			50
总成本			1749

数据来源：华泰联合证券研究所预测

表格 15：气头尿素生产成本情况

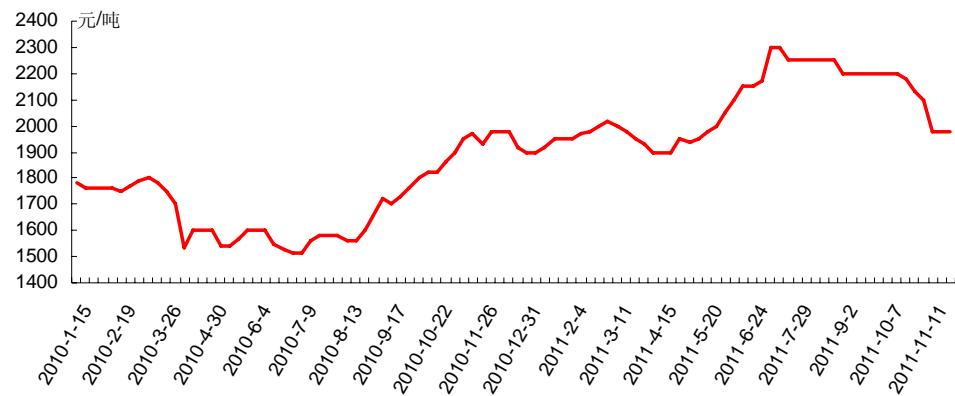
气头尿素生产成本			
原料	单耗	含税价	成本
天然气	700	1	700
电力	600	0.45	270
蒸汽	1.6	160	256
折旧			100
人工			50
其他			50
总成本			1426

数据来源：华泰联合证券研究所预测

尿素业务三季度扭亏为盈，四季度再现亏损

5-6月，受国内限电及国内大部分地区处于农业用肥的备肥或用肥期、而经销商手中尿素库存均处于低位等因素影响，国内尿素价格快速上涨，7月山西地区尿素价格最高涨至2300元/吨，此后逐级回落，目前报价1980元/吨，低于公司2000元/吨的完全成本，尿素业务再次出现亏损。

我们认为，受尿素出口减少、工业尿素需求下降及下游贸易商采购意愿不强等因素综合影响，四季度尿素价格将维持弱势。

图 20：山西地区尿素价格走势


资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

尿素业务敏感性分析

表格 16：尿素业务敏感性分析

EPS	尿素价格 (元/吨)								
	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600	2700	
无烟块煤含税价 (元/吨)	1200	0.08	0.28	0.48	0.67	0.87	1.07	1.26	1.46
	1250	-0.02	0.18	0.38	0.58	0.77	0.97	1.17	1.36
	1300	-0.11	0.09	0.29	0.48	0.68	0.88	1.08	1.27
	1350	-0.20	0.00	0.20	0.39	0.59	0.79	0.98	1.18
	1400	-0.29	-0.09	0.10	0.30	0.50	0.70	0.89	1.09
	1450	-0.38	-0.18	0.01	0.21	0.41	0.60	0.80	1.00

资料来源：华泰联合证券研究所预测

七、尿素未来的转折契机：气价上涨推升气头尿素成本

“十二五”天然气进口依赖度将从 12% 提升至 35%

天然气是清洁能源，提高天然气消费比例有利于降低单位 GDP 碳排放量。

根据中国能源“十二五”规划，2015 年中国天然气消费目标为 2600 亿立方米，在一次能源结构中的比例将从 2010 年的 3.9% 提高至 8.3% 左右。供应结构为国产 1700 亿立方米、进口 900 亿立方米。预计中国的天然气进口依赖度将从 2010 年的 11.5% 增长到 2015 年的 35%。

表格 17：中国天然气进口依赖度

	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3
产量 (亿立方米)	666	761	830	967	762
进口量	39	44	76	126	120
消费量	705	805	906	1093	882
进口依赖度	5.5%	5.5%	8.4%	11.5%	13.6%

资料来源：WIND，国家统计局，华泰联合证券研究所

现行国内气价低于进口气价至少 20%

目前中亚进口管输天然气价格与原油价格挂钩，结算周期以季度为单位。根据海关数据，2010 年中国管道天然气进口量为 36.1 亿立方米，进口来源为中亚，进口口岸为新疆霍尔果斯。进口贸易额 9.9 亿美元，即 0.274 美元/立方米，按当年汇率计算约合 1.9 人民币/立方米。

而根据国家发改委 2010 年 6 月 1 日《国产陆上天然气出厂（或首站）基准价格调整表》（供需双方可以基准价格为基础，在上浮 10%、下浮不限的范围内协商确定具体价格），新疆油田出厂基准价仅为 0.79-1.215 元/立方米，西气东输出厂基准价仅为 0.79-1.19 元/立方米。即使按上限上浮 10% 计算，也较进口管道到岸价低 0.6 元/立方米。换言之，如果国内气价逐渐与进口到岸价接轨，将有至少 20%，最多 100% 涨幅。

表格 18: 2010 年 6 月 1 日国产陆上天然气出厂(或首站)基准价格调整表

油气田	用户分类	调整前基准价 (元/千立方米)	调后基准价 (元/千立方米)
川渝气田	化肥	690	920
	直供工业	1275	1505
	城市燃气(工业)	1320	1550
	城市燃气(除工业)	920	1150
长庆油田	化肥	710	940
	直供工业	1125	1355
	城市燃气(工业)	1170	1400
	城市燃气(除工业)	770	1000
青海油田	化肥	660	890
	直供工业	1060	1290
	城市燃气(工业)	1060	1290
	城市燃气(除工业)	660	890
新疆各油田	化肥	560	790
	直供工业	985	1215
	城市燃气(工业)	960	1190
	城市燃气(除工业)	560	790
其它油田	化肥	980	1210
	直供工业	1380	1610
	城市燃气(工业)	1380	1610
	城市燃气(除工业)	980	1210
西气东输	化肥	560	790
	直供工业	960	1190
	城市燃气(工业)	960	1190
	城市燃气(除工业)	560	790
忠武线	化肥	911	1141
	直供工业	1311	1541
	城市燃气(工业)	1311	1541
	城市燃气(除工业)	911	1141
陕京线	化肥	830	1060
	直供工业	1230	1460
	城市燃气(工业)	1230	1460
	城市燃气(除工业)	830	1060
川气东送		1280	1510

数据来源: 国家发改委公告

正是由于进口价与国内价格倒挂, 目前政府对进口天然气(包括液化天然气)的进口环节增值税按倒挂比例予以返还。2011年8月22日, 财政部、海关总署、国家税务总局联合下发《关于对2011-2020年期间进口天然气及2010年底前“中亚气”项目进口天然气按比例返还进口环节增值税有关问题的通知》。通知称, 2011年1月1日~2020年12月31日期间, 国家发改委批准的天然气(含液化天然气)进口项目,

其进口环节增值税将按国内外气价倒挂比例予以返还。倒挂比例 = [(进口价格-销售定价)/进口价格] × 100%。

气价与国际接轨趋势不可逆，气头尿素成本上升对煤头尿素是利好

目前，中国天然气进口依赖度只有 13%，国内气价与进口气价存在较大差距，用国内气补贴进口气，仍在企业和政府可承受范围内。但是，当中国的进口气比例逐渐提升到 35%（能源“十二五”规划目标）时，这种“双轨”制很难维持。

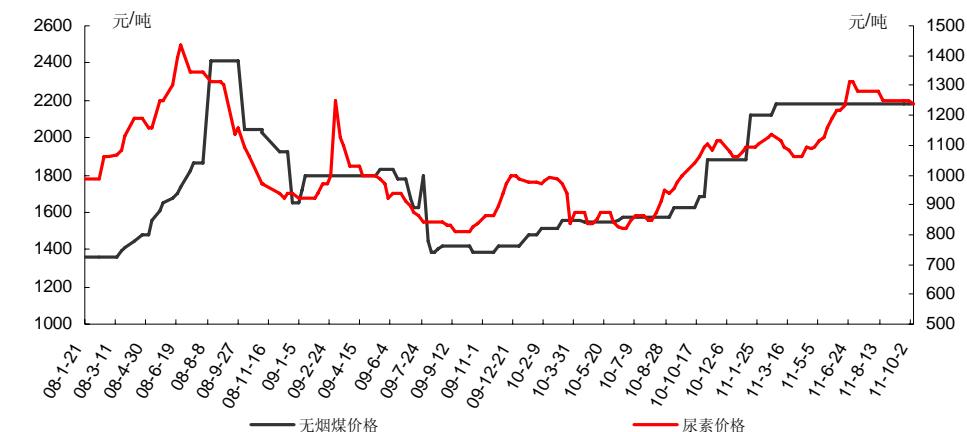
我们认为，只要中国天然气进口依赖度持续提升，中国气价的定价机制必然会向油价定价机制靠拢，即跟随国际定价，否则“气荒”必然会出现。

国内尿素企业中，大约 72% 为煤头、26% 为气头。因此，我们认为，天然气价上涨这一方面会直接推升气头尿素的成本，对煤头尿素形成间接利好。

按目前价格测算，气头尿素企业和以块煤为原料的煤头尿素企业的生产成本分别为 1426 元/吨和 1866 元/吨。如果天然气价格上涨 0.8 元，按吨尿素耗气 700 立方米测算，吨气头尿素成本将增加 560 元，气头尿素生产成本将接近 2000 元，高于煤头尿素成本 100 元以上。

随着气头尿素成本优势的消失，在行业整体生产成本上升的推动下，国内的尿素价格有望迎来一轮上涨行情，利好煤头尿素企业。而兼具尿素及其上游原材料无烟煤生产的兰花科创无疑是尿素价格上涨的煤炭上市公司中最大受益者。

图 21：无烟煤和尿素价格走势具有较高的相关性



资料来源：煤炭资源网，华泰联合证券研究所

八、业内公司财务指标横向比较

历史上 ROE 水平位于前列，2010 年下降因亚美大宁矿停产

兰花科创 ROE 水平在无烟煤公司中排名一般，但在所有煤炭公司中居于前列。

2010 年全年、2011 年前三季公司 ROE 水平显著下降，主要是因为 2010 年亚美大宁停产。但今年 4 季度起，亚美大宁矿已经恢复生产。

表格 19: 煤炭公司 ROE 比较

	煤种	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
兰花科创排名		4/25	5/25	11/25	5/25	7/25	12/25
山煤国际	动力煤	1.7	0.2	0.1	24.8	23.6	25.6
露天煤业	动力煤	36.9	22.4	30.7	26.1	38.3	24.5
大有能源	动力煤	1.6	2.2	4.6	6.5	-4.0	22.4
阳泉煤业	无烟煤	22.5	14.8	30.6	29.1	28.5	20.0
潞安环能	贫瘦喷吹煤	22.7	21.9	36.3	23.5	29.0	20.0
盘江股份	炼焦煤	5.9	5.5	30.8	18.6	21.3	18.7
神火股份	无烟煤	22.7	32.5	38.8	17.0	26.7	18.0
昊华能源	无烟煤	38.8	33.6	47.0	28.0	16.0	17.7
西山煤电	炼焦煤	18.9	18.0	37.7	21.6	20.9	17.2
冀中能源	炼焦煤	15.0	16.8	35.8	11.8	20.3	16.8
中国神华	动力煤	25.1	15.5	18.1	18.0	19.1	16.1
兰花科创	无烟煤	22.8	20.3	29.0	24.7	21.8	15.7
上海能源	炼焦煤	18.7	18.1	26.7	20.2	21.7	15.6
兖州煤业	炼焦煤、动力煤	10.0	15.0	24.2	13.7	24.5	15.5
平煤股份	炼焦煤	17.1	18.1	33.8	17.2	19.9	15.3
恒源煤电	动力煤	19.7	18.2	18.8	12.7	17.4	13.9
国投新集	动力煤	19.6	9.3	21.6	12.6	18.1	13.6
平庄能源	动力煤	-180.1	-1.0	27.9	15.8	17.7	12.9
靖远煤电	动力煤	17.7	14.4	20.3	9.4	13.1	11.0
开滦股份	炼焦煤	18.0	18.0	19.2	16.6	15.0	10.3
中煤能源	动力煤	9.5	16.4	12.1	9.2	9.2	9.5
大同煤业	动力煤	14.2	12.2	31.5	18.1	13.5	9.4
新大洲 A	动力煤	0.3	2.6	3.5	8.9	9.2	8.8
安源股份	动力煤	-7.0	0.1	-12.6	-1.8	4.8	5.7
郑州煤电	动力煤	10.9	13.3	8.1	7.7	7.5	3.5

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

毛利率位于业内前列

尽管有尿素业务的拖累, 兰花科创的整体(煤炭与尿素合并)销售毛利率和销售净利率排名, 在业内排名也位居前列。销售毛利率排名几乎保持在前 20%位置。销售净利率自 2010 年之后有所下滑, 但主要是受 2010-2011 年亚美大宁停产影响(2010 年还受到尿素业务因节能减排被停产)。

表格 20: 兰花科创多项营运指标在业内排名情况

全业务						
非煤炭单独项	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
销售毛利率	43.0	42.7	52.0	41.8	44.5	45.9
销售毛利率排名	4/25	5/25	2/25	6/25	5/25	3/25
销售净利率	18.9	16.6	28.0	21.6	21.3	19.5

销售净利率排名	3/25	4/25	2/25	4/25	7/25	7/25
三项费用率 (%)	13.7	16.5	18.5	17.6	16.4	14.0
三项费用率排名	13/25	15/25	21/25	20/25	19/25	18/25
营业费用率	3.0	3.6	4.3	3.8	3.6	2.9
营业费用率排名	12/25	17/25	21/25	19/25	19/25	18/25
管理费用率	9.1	11.6	12.2	11.1	10.2	9.4
管理费用率排名	16/25	16/25	20/25	18/25	16/25	20/25
财务费用率	1.6	1.3	1.9	2.6	2.7	1.7
财务费用率排名	17/25	13/25	19/25	22/25	22/25	18/25
归属于母公司股东 净利润(扣除非经 常性损益)增幅(%)	29.0	1.7	119.4	-7.5	8.83	11.4
排名	3/25	17/25	9/25	14/25	20/25	13/25
过去 5 年净利润复 合年增长率				25.1%		

“三费”率在业内偏高 但三年持续下降

公司的三项费用率，自 2008 年之前处于业内中游水平，但 2008 年之后在业内处于前 70-80% 的极后位置。但是，我们看到公司三费率近 3 年呈现逐年下降趋势。

九、公司在资本市场上融资与分红

融资：3 次融资，共计 10 亿元

表格 21：兰花科创历史融资情况

	1998年 首次发行新股	2000年 配股	2006年 增发	合计
实际募资金额(亿元)	3.15	2.54	4.32	10.01

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所整理

历年分红：连续10年分红，共计14.3亿元

表格 22: 兰花科创历年分红 (亿元)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	合计
2.86	1.71	3.47	1.63	1.63	1.11	0.74	0.56	0.37	0.22	14.31

资料来源: *Wijnd*, 华泰联合证券研究所整理

十、 盈利预测与估值

盈利预测假设

表格 23: 煤炭业务产量价格假设

	2009	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
煤炭产量 (万吨)	559	601	313	570	570	570
煤炭销量 (万吨)	582	570	259	542	542	542
单位售价 (元/吨)	620	708	917	921	994	1064
变动比例 (%)	0.9%	14.3%		30.0%	8.0%	7.0%
单位成本 (元/吨)	242	275	296	303	333	366
变动比例 (%)	18.4%	13.9%		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	61.0%	61.1%	67.7%	67.1%	66.5%	65.6%

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

表格 24: 亚美大宁矿投资收益假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭产量 (万吨)	440	347	130	400	400
吨煤净利 (元/吨)	268	340	400	360	380
股权比例	36%	36%	41%	41%	41%
投资收益 (百万元)	425	425	213	590	623

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

表格 25: 尿素业务产量价格假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
尿素产量 (万吨)	133	106	150	150	150
尿素销量 (万吨)	143	99	150	150	150
尿素价格 (元/吨)	1589	1750	2100	2150	2350
尿素成本 (元/吨)	1582	1760	1900	2000	2100
毛利率	0.4%	-0.6%	9.5%	6.98%	10.64%

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

盈利预测

预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 2.87 元、3.8 元和 4.53 元, 对应 PE 分别为 14.6 倍、11 倍和 9.2 倍。

表格 26: 经营预测与估值

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5812	8135	9351	11404
(+/-%)	3%	40%	15%	22%
归属母公司净利润(百万元)	1314	1639	2173	2587
(+/-%)	3%	25%	33%	19%

EPS(元)	2.30	2.87	3.80	4.53
P/E(倍)	18.2	14.6	11	9.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

风险提示

中央或山西省大幅提升煤炭行业的政策性成本(煤炭可持续发展基金、资源税等)
尿素产能严重过剩。

盈利预测

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4943	6489	9119	12216	营业收入	5812	8135	9351	11404
现金	2347	3617	5529	7661	营业成本	3222	4489	5410	6573
应收账款	10	37	32	37	营业税金及附加	78	109	126	153
其他应收款	1094	874	1271	1641	营业费用	209	277	318	388
预付账款	332	650	707	829	管理费用	591	866	973	1201
存货	720	907	1027	1348	财务费用	155	134	69	2
其他流动资产	439	403	553	700	资产减值损失	39	0	0	0
非流动资产	8619	8146	7641	7118	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1099	1099	1099	1099	投资净收益	364	100	590	623
固定资产	4689	4606	4303	3888	营业利润	1881	2360	3046	3711
无形资产	1813	1815	1814	1810	营业外收入	31	35	35	35
其他非流动资产	1018	625	425	320	营业外支出	198	50	50	50
资产总计	13562	14635	16760	19334	利润总额	1714	2345	3031	3696
流动负债	4773	4721	5069	5707	所得税	476	715	849	1035
短期借款	1579	1000	800	800	净利润	1238	1629	2182	2661
应付账款	918	1234	1505	1836	少数股东损益	-76	-9	9	74
其他流动负债	2276	2487	2764	3072	归属母公司净利润	1314	1639	2173	2587
非流动负债	1671	1452	1212	812	EBITDA	2532	2992	3645	4260
长期借款	1512	1412	1212	812	EPS (元)	2.30	2.87	3.80	4.53
其他非流动负债	159	40	0	0					
负债合计	6444	6173	6280	6519					
少数股东权益	573	564	573	647					
股本	571	571	571	571					
资本公积	740	740	740	740	成长能力				
留存收益	4793	6147	8156	10417	营业收入	3.5%	40.0%	15.0%	22.0%
归属母公司股东权益	6544	7898	9907	12168	营业利润	11.6%	25.4%	29.1%	21.8%
负债和股东权益	13562	14635	16760	19334	归属母公司净利润	3.4%	24.7%	32.6%	19.0%
					盈利能力				
					毛利率 (%)	44.6%	44.8%	42.1%	42.4%
					净利率 (%)	22.6%	20.1%	23.2%	22.7%
现金流量表					2010	2011E	2012E	2013E	
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	20.1%	20.8%	21.9%	21.3%
经营活动现金流	1295	2294	1973	2276	ROIC(%)	20.6%	27.0%	36.8%	45.4%
净利润	1238	1629	2182	2661	偿债能力				
折旧摊销	496	498	530	547	资产负债率 (%)	47.5%	42.2%	37.5%	33.7%
财务费用	155	134	69	2	净负债比率 (%)	52.16%	43.57%	36.64%	29.00%
投资损失	-364	-100	-590	-623	流动比率	1.04	1.37	1.80	2.14
营运资金变动	-272	248	-187	-322	速动比率	0.88	1.18	1.60	1.90
其他经营现金流	41	-116	-31	11	营运能力				
投资活动现金流	-426	71	561	594	总资产周转率	0.46	0.58	0.60	0.63
资本支出	460	0	0	0	应收账款周转率	267	261	205	249
长期投资	-39	0	0	0	应付账款周转率	3.55	4.17	3.95	3.94
其他投资现金流	-5	71	561	594	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	34	-1096	-621	-738	每股收益(最新摊薄)	2.30	2.87	3.80	4.53
短期借款	159	-579	-200	0	每股经营活动现金流(最新摊薄)	2.27	4.02	3.45	3.99
长期借款	219	-100	-200	-400	每股净资产负债(最新摊薄)	11.46	13.83	17.34	21.30
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	26	0	0	0	P/E	18.19	14.59	11.00	9.24
其他筹资现金流	-369	-417	-221	-338	P/B	3.65	3.03	2.41	1.97
现金净增加额	903	1269	1912	2132	EV/EBITDA	10	8	7	6

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 ±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐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。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。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以往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, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。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, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合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, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。