

煤炭开采
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 王理廷

S0960111080447

0755-82026908

wangliting1@cjis.cn

6-12个月目标价: 53.76元

当前股价: 38.67元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2204.78
总股本(百万)	571
流通股本(百万)	571
流通市值(亿)	220
EPS	2.30
每股净资产(元)	11.46
资产负债率	47.52%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兰花科创	-5.68	-15.35	2.71
采掘	-14.53	-19.07	-23.81
沪深300指数	-9.59	-12.16	-18.89


相关报告
兰花科创
600123
强烈推荐
权益产量未来三年将翻番，业绩快速增长可期

兰花科创是国内无烟煤上市公司中成长性最佳的煤炭企业，未来三年公司权益产量将翻番，公司业绩也将随之进入快速增长期，值得投资者关注。

投资要点:

- 公司煤炭业务成长性极佳，化肥业务逐渐改善。公司煤种为无烟煤，目前整合及在建矿井产能(840万吨)是在产能(570万吨)的1.5倍，参股的亚美大宁矿(400万吨)也已复产。公司化肥业务随尿素价格上涨，盈利也逐步改善，业绩拖累减少。
- 稀缺无烟煤供不应求现象长期存在，无烟煤价长期看涨。受制资源稀缺，无烟煤产量近年来基本无增长。而化工用无烟块煤、高炉喷吹煤及动力用无烟末煤需求保持稳定增长，供需偏紧压力使得稀缺无烟煤防御煤价下跌能力强，无烟煤价长期看涨。
- 公司无烟煤资源禀赋优异，且为市价销售模式，最大化享有无烟煤价格上涨收益。公司无烟煤是业内化工造气的首选原料煤，也是优质冶金煤和动力煤。公司煤炭销售全部采用市价销售模式，在无烟煤价长期看涨的趋势下，公司业绩受益最大。
- 公司未来三年煤炭权益产量将翻番。公司煤炭权益产量增长短期看亚美大宁的复产，长期看整合矿井及在建玉溪矿的逐步投产，2011~2014年权益产量为670万吨、809万吨、975万吨和1305万吨，公司也将随产量扩张而进入业绩的快速增长期。
- 公司化肥业务成功减亏，未来发展契机在国内天然气价格的上涨。公司化肥业务连续多年亏损，不过今年5月随尿素价格的上涨，化肥业务盈利状况好转，全年预计能减亏2.5亿元左右。未来国内天然气价格上涨是大概率事件，尿素价格也将随之逐渐提高，公司化肥业务盈利将逐步改善。
- 给予公司“强烈推荐”的投资评级。预测公司未来三年EPS为2.84元、3.84元和4.91元。目前股价对应2012年EPS仅为10倍。短期内公司股价的催化剂是亚美大宁矿复产带来的四季度业绩提升，中长期股价的支撑是整合及在建矿井的投产。

风险提示:

- 宏观经济增速失控下滑；亚美大宁及整合在建矿复产低于预期；化肥业务拖累业绩

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5812	7819	8500	10709
收入同比(%)	3%	35%	9%	26%
归属母公司净利润	1314	1623	2195	2802
净利润同比(%)	3%	24%	35%	28%
毛利率(%)	44.6%	44.9%	43.5%	45.0%
ROE(%)	20.1%	20.6%	22.4%	22.8%
每股收益(元)	2.30	2.84	3.84	4.91
P/E	17.22	13.95	10.31	8.08
P/B	3.46	2.87	2.31	1.84
EV/EBITDA	9	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：成长性极佳的无烟煤企业，未来三年煤炭产能将翻番	3
二、无烟煤行业分析：供不应求现象未来将长期存在，稀缺无烟煤资源的价格长期看涨	4
2.1 受制于资源稀缺，近年来我国无烟煤供给基本无增长	4
2.2 受下游需求支撑，我国无烟煤供需偏紧状况难以解决	5
2.3 海外无烟煤进口量占比较低，不足以解决国内供需矛盾	11
三、公司业务分析：煤炭业务景气持续，未来产量增长确定性高，化肥业务成功减亏，对业绩拖累减少	12
3.1 公司矿井资源禀赋优异，且全为市价销售，充分受益无烟煤价上涨	12
3.2 大宁矿复产及公司整合、在建矿投产促公司煤炭权益产量三年翻番	13
3.3 公司化肥化工业务成功减亏，预计未来对业绩拖累将逐渐减少	16
四、盈利预测及投资建议：“强烈推荐”	17

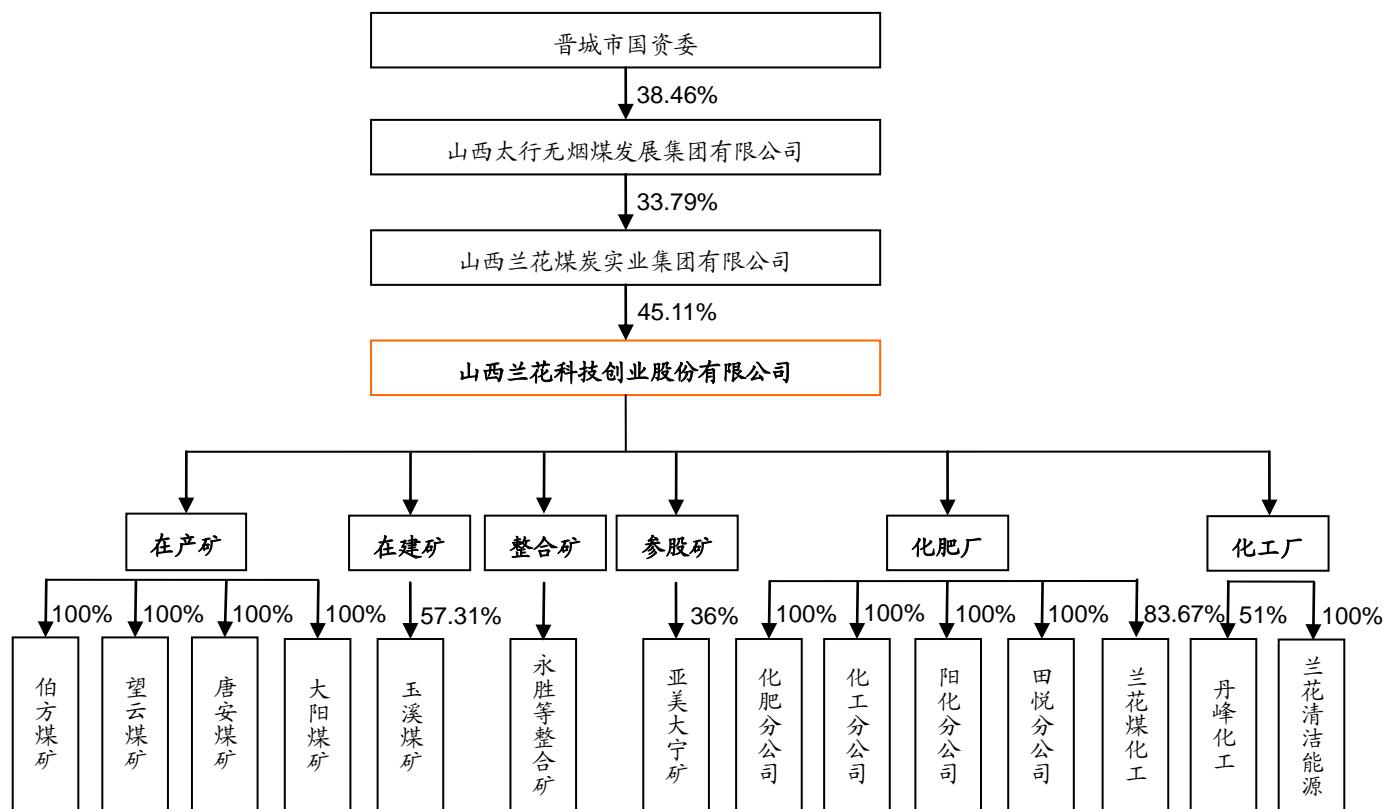
一、公司简介：成长性极佳的无烟煤企业，未来三年煤炭

产能将翻番

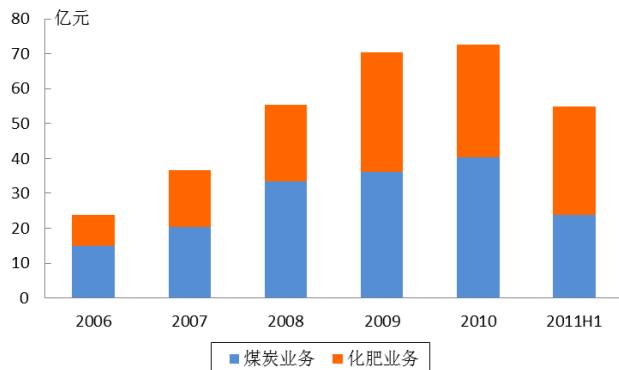
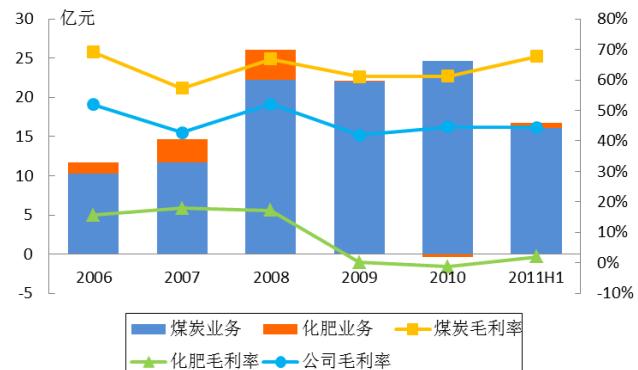
兰花科创位于山西沁水煤田腹地区域，是山西省煤炭行业的首家上市公司，也是晋城市唯一的上市公司。公司成立于1998年，由兰花煤炭实业集团独家发起，同年于上交所上市。目前公司总股本为5.71亿股，全部为非限售流通股。

公司主营业务是煤炭和化肥。未来三年公司煤炭业务将快速增长，目前整合及在建煤矿产能（共840万吨）是在产矿产能（570万吨）的1.5倍，且整合、在建产能将在未来两三年大规模释放。公司参股36%的亚美大宁矿（400万吨）也已于今年9月复产，5%的股权转让正在进行中，600万吨的核定验收工作也有望在明年启动。在亚美大宁复产及整合在建矿投产的促进下，公司煤炭权益产量将翻番。化肥方面，公司旗下五家化肥公司的尿素总产能为116万吨，实际生产能力已达140万吨，旗下两家化工厂的甲醇产能为30万吨。随着今年尿素价格的上涨，从5月起公司化肥业务开始盈利，前三季度同比减亏约3亿元，全年预计能减亏2.5亿元左右。

图1 公司拥有主要生产资源情况一览



公司营业收入也主要来源于煤炭业务与化肥业务，2006~2010年公司营业收入以26.4%的复合增长率由22.8亿元增长至58.1亿元。公司煤种主要是优质无烟煤，近年来随着无烟煤价格的持续上涨，煤炭业务的毛利率及毛利贡献逐年增加。目前公司约95%的营业毛利来源于煤炭业务，而来自化肥业务的毛利贡献较少。

图 2 公司营业收入由煤炭业务和化肥业务组成

图 3 公司营业毛利主要来源于煤炭业务


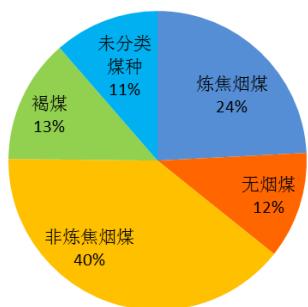
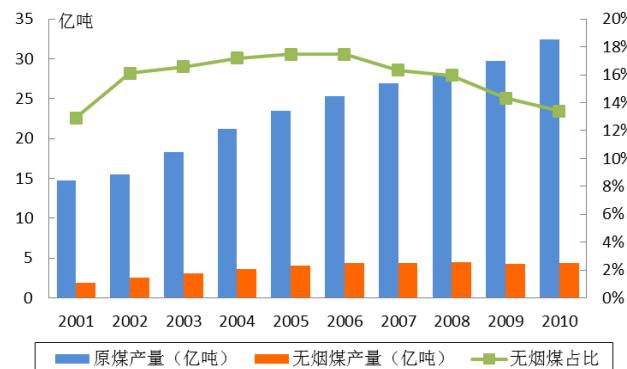
资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：未扣除内部交易抵消，煤炭和化肥总收入大于营业收入）

二、无烟煤行业分析：供不应求现象未来将长期存在，稀缺无烟煤资源的价格长期看涨

公司所产煤种主要是无烟煤。无烟煤是煤化程度最高的煤种，俗称白煤或红煤。无烟煤燃点高，燃烧时不冒烟，无烟煤之名亦由此而得，其可燃基发热量可达8000千卡/公斤，高于其他煤种。无烟煤的固定碳含量一般在90%以上，挥发分产率低于10%，其中，挥发分含量特大的称作半无烟煤，特小的称作高无烟煤。

2.1 受制于资源稀缺，近年来我国无烟煤供给基本无增长

尽管中国煤炭储量仅次于美国、俄罗斯，但无烟煤的储量非常匮乏，全国无烟煤查明储量为1130亿吨，占比仅为11.5%。2010年，我国无烟煤的产量为4.34亿吨，产量占比为13.4%，产量比高于储量比，说明我国无烟煤开发程度较高，受制于资源稀缺和开发程度，近年来无烟煤产量基本无增长，产量占比也从2005年高峰的17.5%逐步滑落至2010年的13.4%。

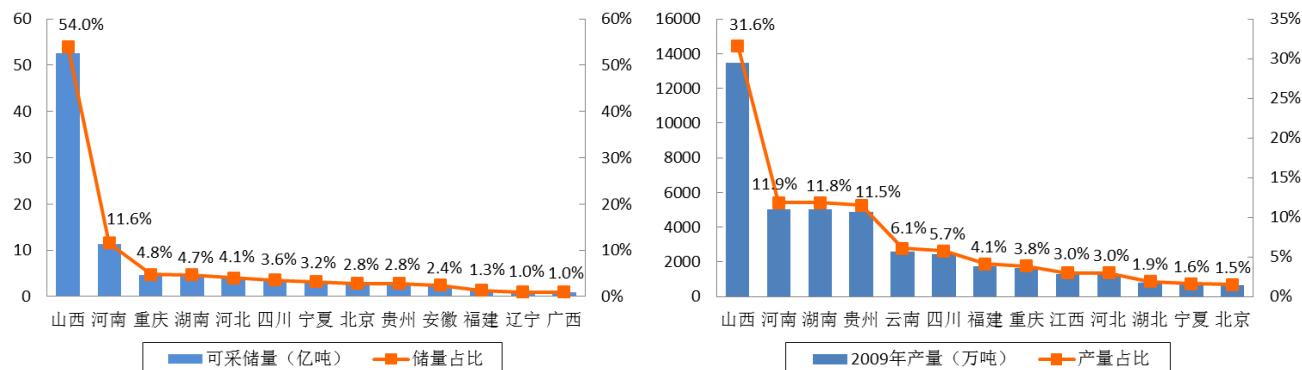
图 4 我国无烟煤储量占比低，稀缺性明显

图 5 近年来我国无烟煤产量基本无增长


资料来源：Sxcoal、中投证券研究所

资料来源：煤监局、统计局、中投证券研究所

中国无烟煤储量和产量比较集中，主要分布在山西、河南、湖南等省，具体产地而言，山西阳泉矿区、晋城矿区、河南永城矿区、焦作矿区、宁夏汝箕沟矿区、北京京西矿区是我国无烟煤的六大主要矿区，矿区内的主要企业的无烟煤产量占全国总产量31.6%左右。

图 6 中国无烟煤资源的储量及产量相对集中，主要分布在山西、河南、湖南等省市



资料来源：煤监局、汾渭能源、中投证券研究所

表 1 我国六大无烟煤生产矿区情况一览（2010 年）

省份	六大矿区	生产企业	无烟煤可采储量 (亿吨)	无烟煤产量 (万吨)	对应上市公司	上市公司 无烟煤产量
山西	阳泉矿区	阳煤集团	22.58	4746	阳泉煤业	2621
	晋城矿区	晋煤集团	14.86	4597		
河南	永城矿区	兰花集团	6.84	785	兰花科创	601
		永煤集团	10.57	1265*		
河南	焦作矿区	神火集团	3.18	483	神火股份	483
		焦作煤业	5.14	748**		
宁夏	汝箕沟矿区	神华宁煤	3.44	612*		
北京	京西矿区	京煤集团	2.23	500	昊华能源	500

资料来源：煤监局、中投证券研究所整理 (*永煤、神华宁煤为 2008 年数据，**焦作煤业为 2009 年数据)

“十二五”期间我国无烟煤新增产能相对有限，主要在建大矿是阳煤集团的七元矿（800 万吨）、泊里矿（800 万吨）、寺家庄矿（600 万吨），晋煤集团的东大矿（600 万吨）、郑庄矿（500 万吨）、胡底矿（300 万吨）和兰花科创的玉溪矿（300 万吨），但在建煤矿大多需到 2014 年左右才能投产，同时，山西整合的无烟煤矿井也要到 2013 年才能大规模释放产能。此外，无烟煤作为稀缺资源，属于“十二五”规划中拟进行保护性开发的煤种，宁夏无烟煤就已被当地政府列为限制和保护性开采的煤种，难有增量贡献。因此我们预计，我国无烟煤产量在未来五年内仍将维持低增速，且 2013 年前难有显著增长。

表 2 预计未来五年我国无烟煤产量仍将保持缓慢增长（单位：万吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
无烟煤产量	44668	42599	43386	43820	44258	45143	46046	46967
同比增速		-4.6%	1.8%	1.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%

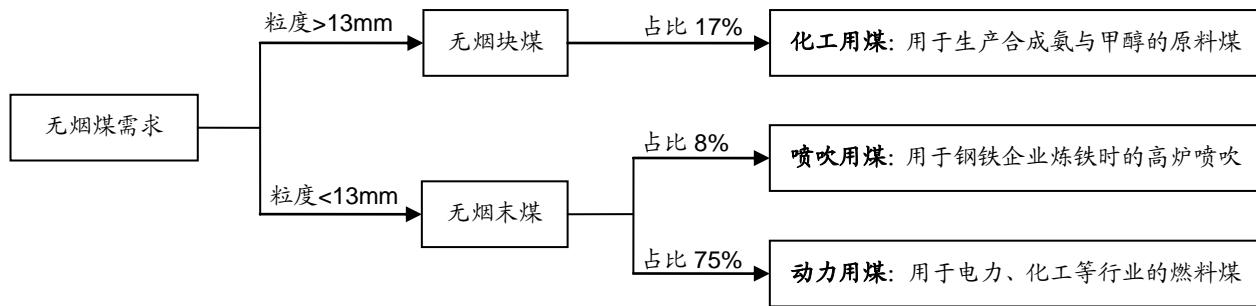
资料来源：中投证券研究所预测

2.2 受下游需求支撑，我国无烟煤供需偏紧状况难以解决

无烟煤依据粒度可分为无烟块煤和无烟末煤。无烟块煤粒度在 13mm 以上，其中 13~25mm 的称为无烟小块，25mm~80mm 的称为无烟中块，块煤主要用于化工造气，生产合成氨及甲醇。粒度在 13mm 以下的称为无烟末煤，可用作高炉喷吹煤和一般动力煤。

在无烟煤总供给量将保持缓慢增长的前提下，关键就看无烟煤的下游需求。化工造气用无烟块煤暂无完美替代品，在块煤率下滑和需求刚性双重作用下，面临的供需失衡压力最大。喷吹煤受益于应用喷煤装置冶炼生铁量的增加和喷煤比的提高，喷煤需求会不断增长，而无烟煤喷吹与贫煤、贫瘦煤喷吹相比，性能并无明显差异，因此需求量也会维持稳定增长。动力末煤则具有热值高于其他动力煤种的优势，被广泛用作电力、化工、水泥、钢铁等高能耗行业的燃料煤。

图 7 无烟煤的需求结构一览



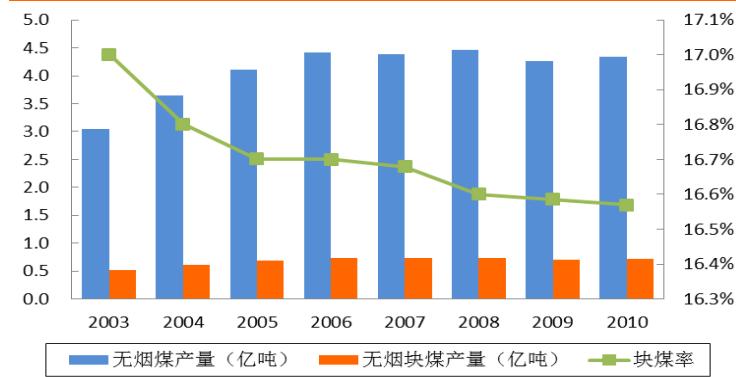
资料来源：中投证券研究所

化工用煤：块煤产率下滑和下游需求刚性使得供需缺口长期存在

块煤产率下滑：无烟块煤的产率与煤质抗碎性和开采条件相关，而煤炭抗碎性与产地有关，我国晋城地区无烟煤抗碎性最好，块煤率在 20%~30%左右，阳泉地区在 10%~15%左右，其他地区大多在 10%以下。

机采设备的应用尽管能大幅提高生产效率，但也会使块煤的产量减少。随着机械化开采在全国范围内的普及，无烟煤的成块率也逐年下滑，目前全国平均成块率在 16.6%左右。“十二五”期间，我国计划将煤矿机械化率由 2009 年的 58%提高至 2015 年的 75%。随着机械化率的提高，无烟块煤产率将会进一步降低。

图 8 我国无烟块煤产率随采煤普及而逐渐下滑



资料来源：Sxcoal、CCTD、中投证券研究所

表 3 2005~2010 年无烟块煤产量增速低于无烟煤及煤炭

	无烟块煤	无烟煤	煤炭
期间产量增速	4.95%	5.78%	37.87%
年均复合增速	0.97%	1.13%	6.63%

资料来源：中投证券研究所

下游需求刚性：无烟块煤主要用于化工造气，再以生成的合成气 (CO、H₂) 为基础进行合成氨及甲醇的生产。合成氨主要用于尿素等氮肥的生产，近年来由于国际、国内氮肥市场需求的饱和，我国合成氨产量停滞不前，且在未来几年内仍将

维持 1% 的低增速。甲醇可直接作为能源，也可用于烯烃等下游精细化工的生产，其中，煤基甲醇制烯烃是我国煤化工发展的方向之一。未来几年随着我国煤基甲醇制烯烃设备的相继建成及甲醇燃料的发展，预计甲醇的需求将继续维持增长，并逐渐消化过剩产能。

图 9 我国合成氨产量近年维持稳定

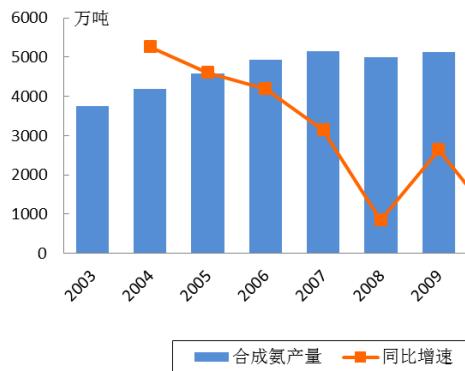
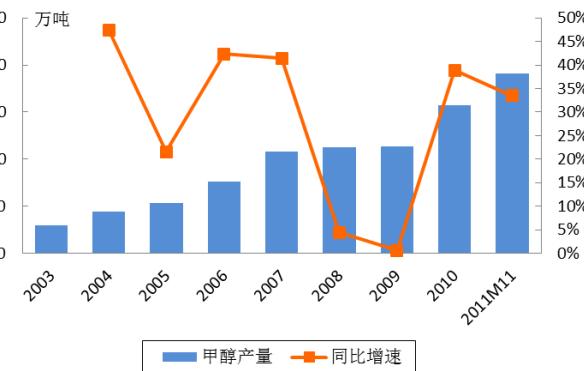


图 10 我国甲醇产量近年增长迅速



资料来源：CEIC、统计局、中投证券研究所

资料来源：Sxcoal、统计局、中投证券研究所

我国天然气储产量较少，因此和国外以天然气为主的格局不同，我国合成氨和甲醇主要以无烟块煤为原料，约 70% 的合成氨及甲醇是由无烟块煤所制，天然气原料占比较少。此外，炼焦回收的焦炉煤气也可用作生产原料。

合成氨和甲醇对无烟块煤有较强需求刚性，我国天然气产量少，且优先满足民用，难扩大原料占比。焦炉煤气需集中、大型的焦炭产能作为支撑，方能提供稳定的煤气供应，因此需等待焦炭产能整合的推进。煤炭方面，仅壳牌、德士古等少数气化炉可用烟煤等作为原料，但由于炉子对煤种品质有要求，并未大范围普及。无烟末煤需用粘结剂制成煤棒才能用于造气，但煤棒热强度受制于粘结剂性能，大规模应用尚需时日。因此其他原料对无烟块煤的替代将会是一个较漫长的过程，预计“十二五”末期，无烟块煤仍将提供约 65% 的原料。

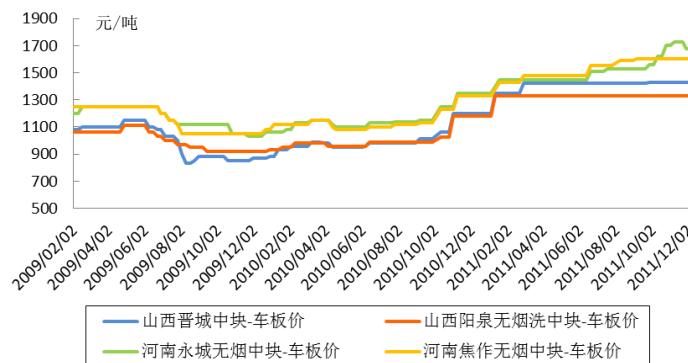
受制于机械化开采，未来块煤率将进一步降低，从而使无烟块煤产量难有增长。而下游的合成氨及甲醇对于无烟块煤的需求刚性较强，短期内难摆脱对无烟块煤的依赖。预计未来我国无烟块煤供需将长期偏紧，“十二五”期间每年供需缺口将在 1000 万吨左右，无烟块煤价格也受缺口影响而处于高位，并将长期看涨。

表 4 预计未来五年我国无烟块煤每年的供需缺口在 1000 万吨左右（单位：万吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
无烟煤产量	44668	42599	43386	43820	44258	45143	46046	46967
无烟块煤产量	7415	7065	7189	7230	7258	7358	7459	7562
合成氨产量	4995	5136	4963	5052	5103	5154	5206	5258
无烟块煤制合成氨产量	3497	3595	3474	3486	3470	3453	3436	3417
无烟块煤需求量：合成氨	4895	5033	4864	4881	4858	4834	4810	4784
甲醇产量	1126	1133	1574	2047	2190	2343	2507	2683
无烟块煤制甲醇产量	788	793	1102	1412	1489	1570	1655	1744
无烟块煤需求量：甲醇	1104	1111	1543	1977	2085	2198	2317	2441
无烟块煤需求量：民用等	1431	1326	1443	1400	1400	1400	1400	1400
无烟块煤总需求量	7430	7470	7850	8258	8343	8432	8527	8626
供需缺口	15	405	661	1027	1084	1074	1067	1064

资料来源：中投证券研究所预测

图 11 我国无烟块煤价格受供需缺口影响而逐渐上涨



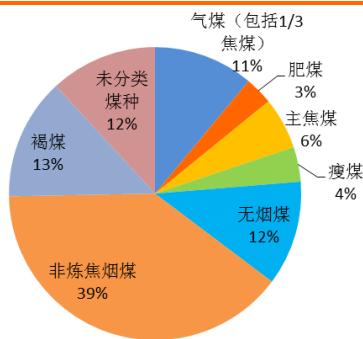
资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

喷吹用煤: 无烟喷吹煤稳定增长, 增速瓶颈在于无烟煤供给, 而非需求

高炉喷吹煤粉指从高炉风口直接向炉内喷吹研磨好的煤粉, 煤粉在炉内燃烧提供热能, 同时未燃煤粉与铁矿石反应, 起还原剂的作用。因此, 喷吹煤的应用可以替代焦炭的热源和还原剂的作用, 从而降低焦炭的用量。

焦炭由炼焦煤经焦化而成。我国炼焦煤特别是强粘性的主焦煤、肥煤储量占比低, 属于稀缺煤种。由于资源稀缺, 我国炼焦精煤的产量增速常年低于焦炭, 使得国内炼焦精煤常年无法满足需求, 预计今年国内炼焦精煤的供需缺口为 6000 万吨。

图 12 炼焦煤尤其是主焦煤和肥煤储量占比少



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

图 13 资源稀缺使炼焦精煤产量增速低于焦炭



资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

炼焦煤的供不应求使焦化厂获取原料难度骤增, 制约了焦炭产量增长。同时, 炼焦煤价格受供需缺口影响而逐渐上涨, 焦炭价格在炼焦煤成本压力下, 也维持着高位运行。尽管近期喷吹煤在下游旺盛需求推动下, 价格上涨明显, 但相对昂贵焦炭而言, 钢铁企业应用较低价的喷吹煤仍可大幅降低营业成本。

图 14 炼焦煤价随供需缺口扩大水涨船高

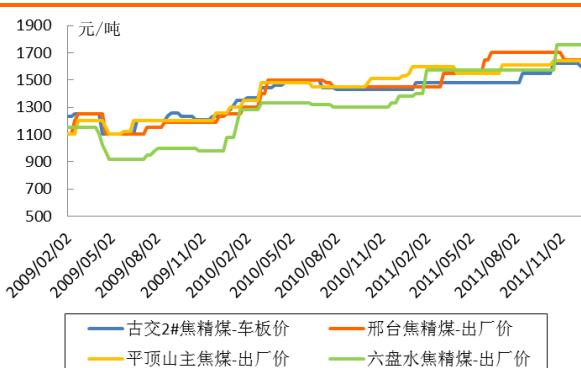
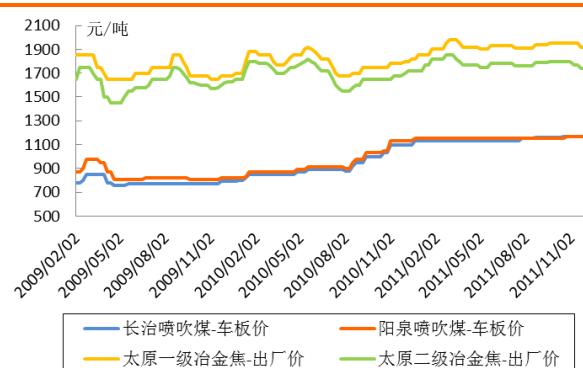


图 15 喷吹煤价格要远低于焦炭价格



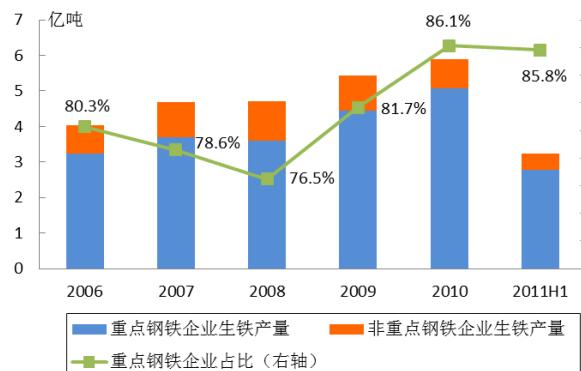
资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

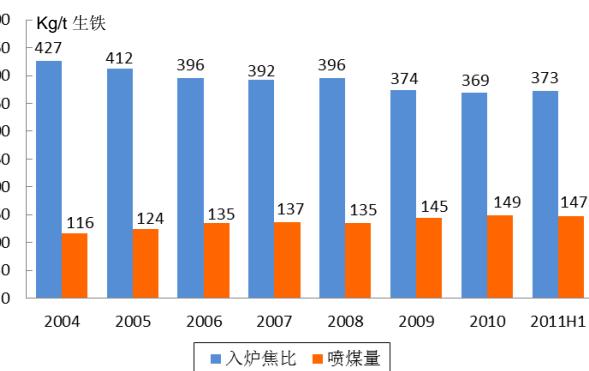
目前，喷吹煤和焦炭的价差约为 600 元/吨，按置换比 0.85，喷煤比 149Kg/吨计算，应用喷吹后，每吨生铁可降低 48 元的生产成本，这对吨铁毛利仅 350 元左右的炼铁行业来说至关重要。因此提高喷吹煤用量、减少焦炭消耗也是钢铁企业降低成本，改善盈利的重要手段。

此外，喷吹煤的吨煤耗能仅为 20~35kg 标准煤，而重点钢企焦化耗能为 106kg 标准煤，用喷吹煤替代焦炭，可以显著降低钢铁企业生产能耗，同时焦炭产量的减少可以降低焦化废料的排放量，减轻对周边环境的污染，符合国家节能减排的政策方向，受到政策的鼓励。工信部 2010 年出台的《钢铁行业生产经营规范条件》就将 2005 年之后建造的高炉必须安装有喷吹装置列为钢铁业经营的准入条件。

由于喷吹煤对焦炭具有资源、经济和政策三方面的替代价值，我国钢铁企业对于喷吹煤的需求保持着持续增长。不过喷吹煤的应用无法随心所欲进行，它的普及由应用喷煤装置冶炼的生铁量及喷煤比决定。由于喷煤装置主要应用于重点钢铁企业的冶炼高炉，而地方钢铁企业基本不喷煤，因此重点钢铁企业的生铁产量就可以代表应用喷煤装置冶炼的生铁量，而喷煤比则指冶炼 1 吨生铁所喷吹的煤粉量。

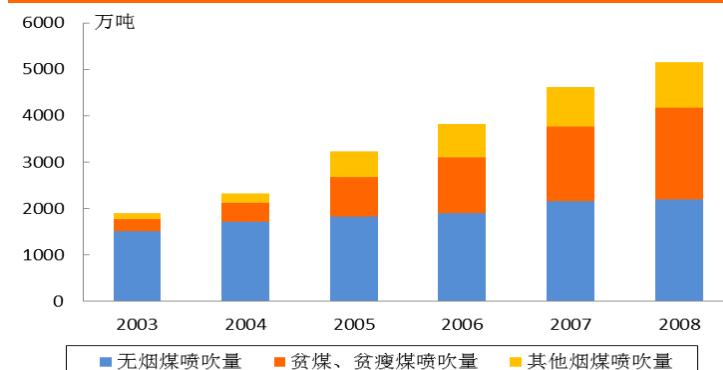
图 16 我国重点钢铁企业生铁产量稳步增长


资料来源: 中国金属学会、中投证券研究所

图 17 我国重点钢铁企业近年来喷煤比提升较快


资料来源: 中国金属学会、中投证券研究所

我国高炉喷煤量随重点钢铁企业生铁产量和喷煤比的提升而逐年增加。而随着喷煤技术的进步，贫煤、贫瘦煤及其他烟煤也逐渐应用于高炉喷吹，且占比量不断提升，相应的，无烟煤喷吹的占比逐渐由 2003 年的 80% 降低至 2008 年的 42.6%。

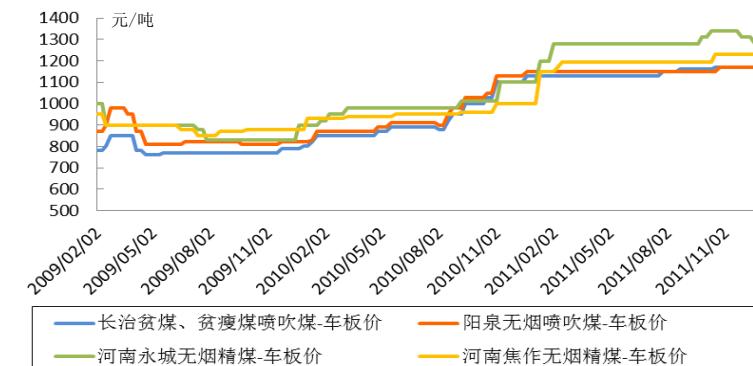
图 18 我国高炉喷煤量逐年增加，无烟煤喷吹占比下滑


资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

不过我们认为，无烟煤喷吹量增长缓慢、占比下滑更多的是源于供应限制，而非需求下滑。高炉喷吹要求煤粉低灰、低硫，符合这一要求的无烟喷吹煤集中于山西、河南等地，产量受制于无烟煤总产量的缓慢增长而增加有限，导致钢铁企业对

喷吹煤的新增需求主要由贫煤、贫瘦煤等烟煤来满足，最终使得无烟煤喷吹量占比逐年下滑。但无烟煤喷吹和烟煤喷吹相比，性能并无明显劣势，钢铁企业也大多采用混合喷吹工艺，对两者的需求并无明显差异。因此我们预计无烟煤喷吹量会继续稳步增加，价格将与贫煤、贫瘦煤喷吹煤一致，受下游旺盛需求推动而稳步上涨。

图 19 无烟喷吹煤价格走势与贫煤、贫瘦煤喷吹煤一致

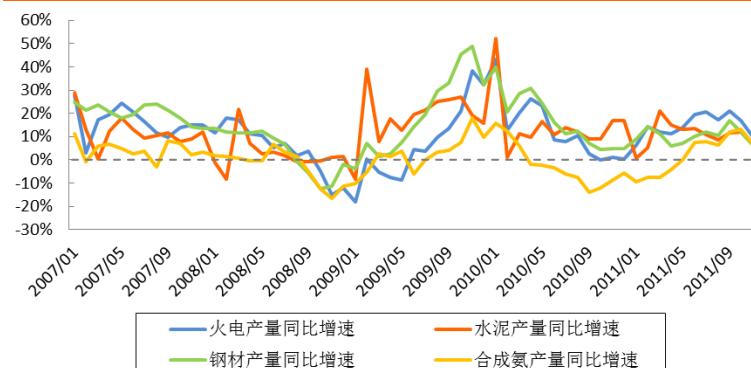


资料来源：Sxcoal、中投证券研究所

动力用煤：无烟末煤热值高，应用广，煤价走势强于其他动力煤种

无烟末煤除可用于高炉喷吹外，还可作为动力用燃料煤，广泛用于火电、水泥、钢铁、化肥化工等高能耗行业。随着我国经济的逐步企稳，火电、水泥、钢铁和化肥化工产量重回稳定增长轨迹，带来了对能源的大量需求，而我国煤多油少的能源结构则使能源需求主要由动力煤来满足，从而拉动了对动力煤的需求。

图 20 高能耗行业产量重回稳定增长轨迹

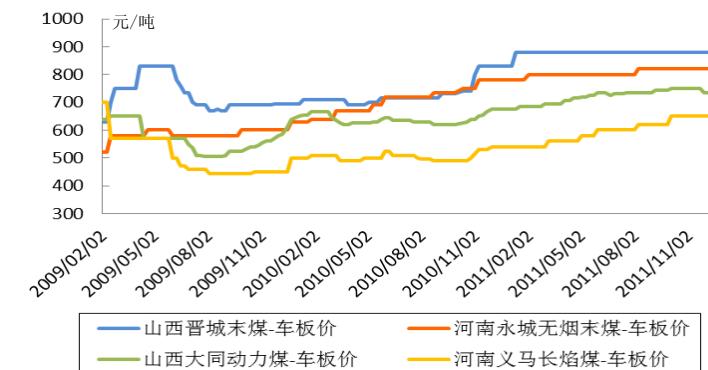


资料来源：统计局、中投证券研究所

根据中投宏观的预测，明年我国GDP增速将回落，动力煤需求增速将面临一定压力，不过本轮经济下行属政府主动调控的结果，高能耗行业产量增速像08年一样大举回落的概率较小。而在动力煤供应方面，晋中南线、张唐线等煤运铁路线需2014年才能建成通车，在此之前运力仍将是动力煤有效供应的主要瓶颈，同时山西资源整合矿井也将于2013年后才能大规模释放产能，因此，我们预计2013年前，动力煤仍将维持供需平衡状态，煤价出现08年一样大幅回调的概率较低。

无烟末煤可燃基发热量最高可达8000千卡/公斤，高于其他动力煤种，来自高能耗行业的需求较强，同时无烟末煤供给增幅有限，因此价格走势比其他动力煤种强。此外，无烟末煤除电煤用途外，还可广泛用于钢铁、化工、水泥等高能耗行业，市场价受秦皇岛等北方港口电煤平仓价限价的影响较小，因此预计未来动力用无烟末煤的价格仍将维持稳定，煤价下行空间有限。

图 21 无烟末煤的煤价走势要强于其他动力煤种



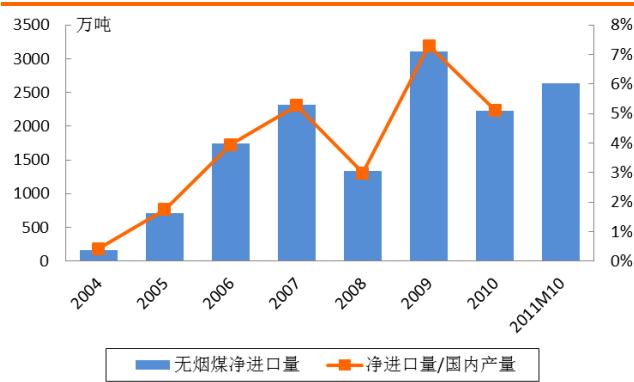
资料来源: Sxcoal、中投证券研究所

2.3 海外无烟煤进口量占比较低, 不足以解决国内供需矛盾

近年来我国无烟煤产量增长缓慢, 随着国内化工、钢铁、电力等行业需求的增加, 从 2004 年起我国就转变为无烟煤的净进口国。不过由于无烟煤属于全球性的稀缺煤种, 我国无烟煤的海外进口量并不多, 2010 年无烟煤净进口量为 2220 万吨, 仅占国内无烟煤产量的 5%左右, 对国内市场的影响较小。

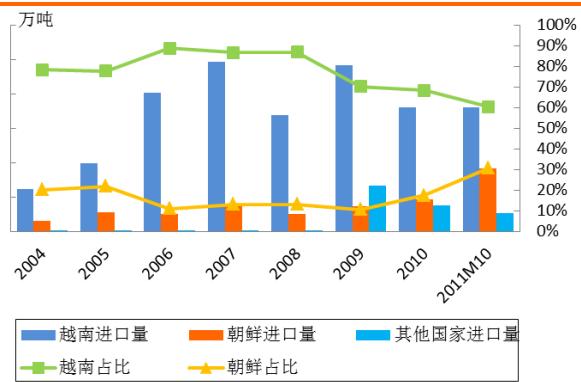
我国 90%左右的无烟煤进口自越南和朝鲜两国, 随着越南经济的发展, 其对煤炭的需求日益增长。越南政府计划明年减少 18.2%的煤炭出口量, 并在未来持续减少出口量, 2015 年将转变为煤炭净进口国。而尽管我国进口自朝鲜的无烟煤数量及占比逐渐提高, 但目前朝鲜无烟煤进口量仅为越南进口量的 50%左右, 难以完全取代越南的地位。因此随着越南煤炭出口量的减少, 我国无烟煤进口量占比仍将维持低位, 从而使得国内无烟煤供需偏紧的矛盾难以通过海外进口来解决。

图 22 我国无烟煤净进口量占比较低



资料来源: 海关总署、中投证券研究所

图 23 从越南、朝鲜进口无烟煤情况一览



资料来源: 海关总署、中投证券研究所

三、公司业务分析：煤炭业务景气持续，未来产量增长确定性高，化肥业务成功减亏，对业绩拖累减少

3.1 公司矿井资源禀赋优异，且全为市价销售，充分受益无烟煤价上涨

公司地处山西沁水煤田腹地，所产无烟煤被誉为“兰花炭”，以燃烧时无烟、无味且火焰呈蓝色而得名。晋城无烟煤资源禀赋优异，机械强度高、抗碎性好，块煤产率可达 20%以上，远高于其他无烟煤产区。公司煤炭销量中无烟块煤的占比也大约为 20%，高于其他无烟煤上市公司。无烟块煤和无烟末煤之间存在约 600 元/吨左右的差价，公司也因优于同行的无烟块煤资源而受益最大。

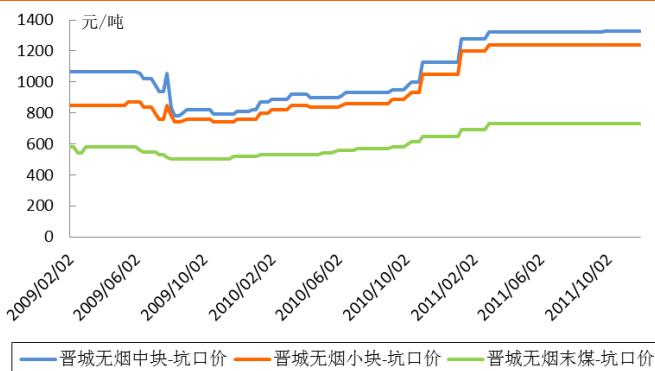
表 5 2010 年公司无烟块煤销量占比高于其他无烟煤上市公司

	兰花科创	阳泉煤业	神火股份	昊华能源	无烟煤行业
无烟块煤销量（万吨）	114	520	54	40	7189
无烟煤销量（万吨）	570	4538	467	500	43386
无烟块煤销量占比	20.0%	11.5%	11.5%	8.0%	16.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

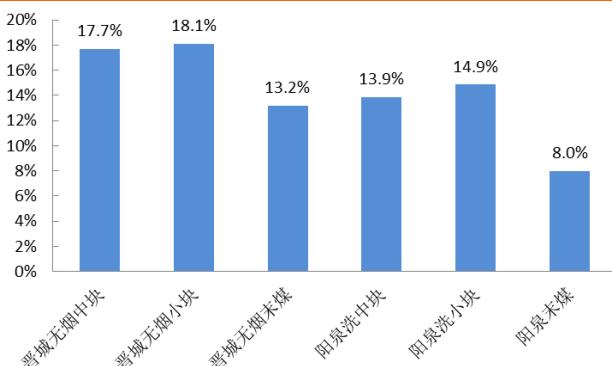
晋城无烟煤还具有低灰、低硫、高热值、高灰熔点和适中可磨性等优点，是业内公认的化工造气用的首选原料煤，同时也是优质的冶金和动力用煤。随着无烟煤供需逐渐偏紧，晋城无烟煤价格大幅上涨，2011 年的煤价涨幅高于同属沁水煤田的阳泉地区煤价涨幅。

图 24 晋城无烟煤价格随供需偏紧大幅上涨



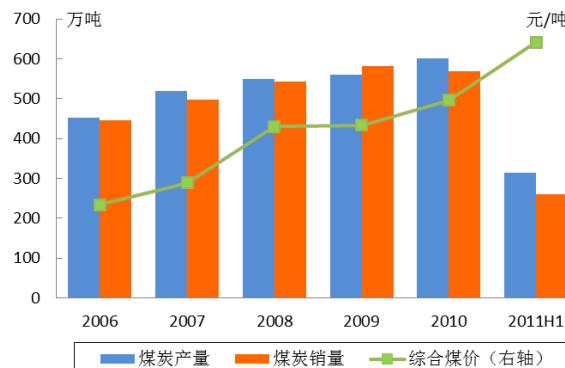
资料来源：Sxcoal、中投证券研究所

图 25 晋城无烟煤坑口价涨幅高于阳泉无烟煤



资料来源：Sxcoal、中投证券研究所

公司煤炭销售全部以市价进行结算，其中 20%的无烟块煤全部售予自有化肥公司，10%的喷吹煤售予钢铁企业，70%的无烟末煤有部分对外销售，且以化工企业为主，只有少量供应火电企业。这种销售方式使公司不仅避免了合同电煤带来的业绩负担，受发改委港口电煤限价的影响也较小，还能充分受益无烟煤价格上涨的益处，公司的综合煤价也因此逐年上涨，并居于省内同行的前列。而根据行业部分的分析，无烟煤特别是无烟块煤的价格长期看涨，而优于其他无烟煤公司的价格弹性则使公司能最大化享有上涨趋势带来的益处。

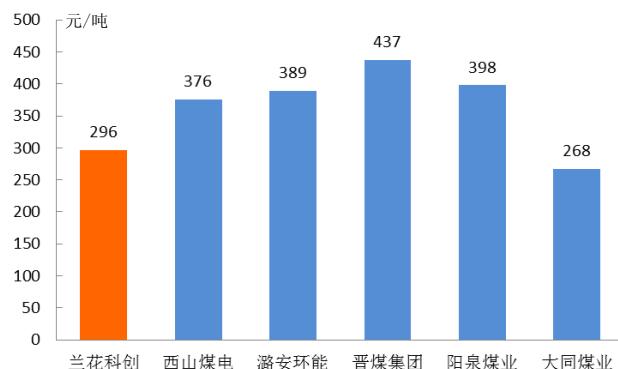
图 26 公司产销量和综合煤价稳步提升


资料来源：公司公告、中投证券研究所

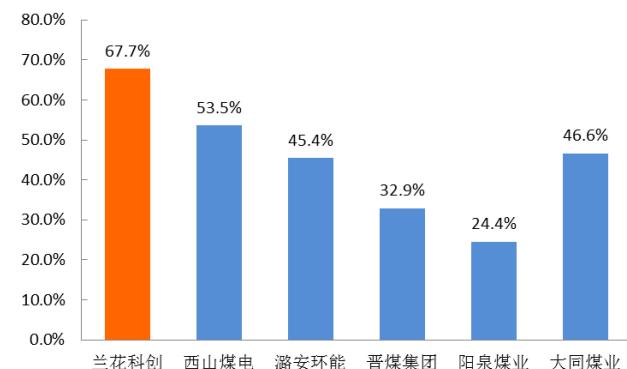
图 27 公司综合煤价居于省内同行前列 (2011H1)


资料来源：公司公告、中投证券研究所

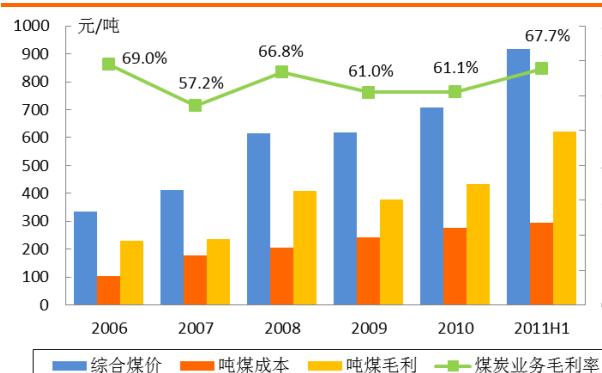
公司煤炭业务收入在综合煤价和煤炭产销量的推动下稳步增长，而由于晋城煤炭资源的地质结构简单，同时公司历史负担和社会负担远较山西五大省属煤炭企业轻，使得公司吨煤成本处于较低水平。较高综合煤价和较低吨煤成本也使公司煤炭业务毛利率一直保持高位，并居省内煤炭企业的首位。

图 28 公司吨煤成本处于较低水平 (2011H1) 图 29 公司煤炭业务毛利率居行业首位 (2011H1)


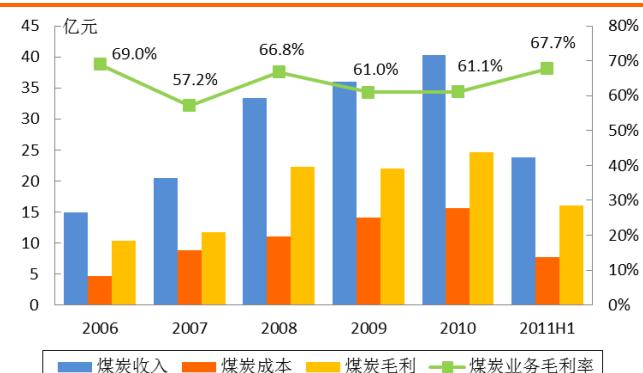
资料来源：公司公告、中投证券研究所



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 30 公司煤炭业务稳步增长，毛利率一直处于高位


资料来源：公司公告、中投证券研究所



3.2 大宁矿复产及公司整合、在建矿投产促公司煤炭权益产量三年翻番

公司未来煤炭业务的增长除综合煤价受益于稀缺无烟煤价格的长期看涨而不断提高外，另外一个重要方面就是公司参控股煤矿在未来不断释放产能带来的煤炭权益产量提升。

公司本部矿井产出稳定，未来难有大的产能增量贡献

公司本部矿井全部位于沁水煤田腹地，目前拥有伯方矿、望云矿、唐安矿和大阳矿四个主力矿井，近年来经过改扩建后产能扩张为 570 万吨，原煤产量稳定在 600 万吨左右，未来产能进一步提升的潜力较少。

表 6 公司主力生产矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量（百万吨）	产能（万吨）
伯方矿	晋城高平	100%	无烟煤	60.92	180
望云矿	晋城高平	100%	无烟煤	79.88	90
唐安矿	晋城高平	100%	无烟煤	167.02	150
大阳矿	晋城泽州	100%	无烟煤	59.59	150
主力矿井小计				367.41	570

资料来源：公司公告、中投证券研究所

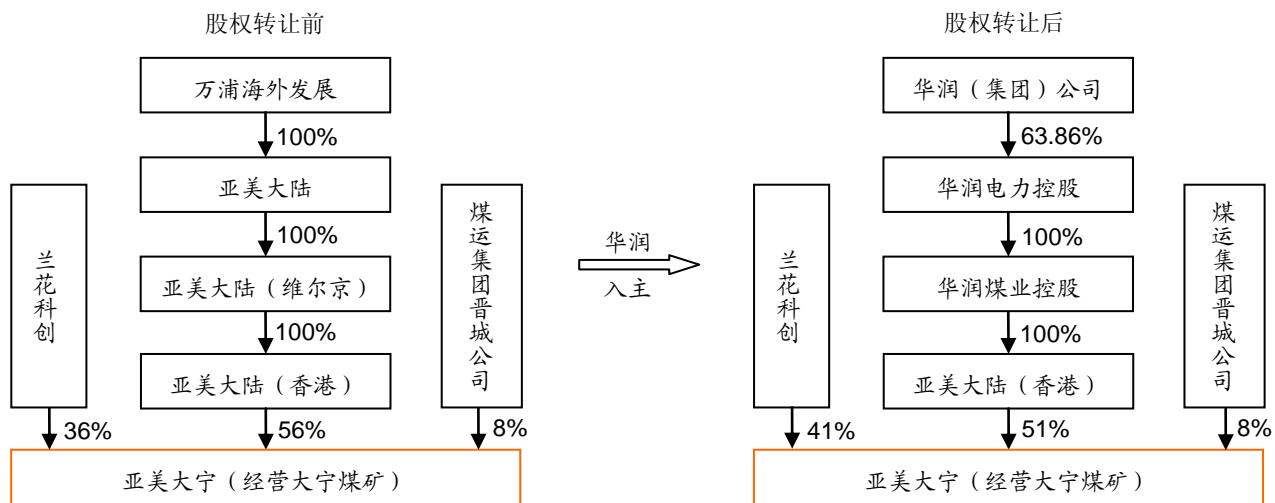
公司主力矿井产出稳定，在未来难以贡献大的煤炭产量增长。公司煤炭业务的短期增长主要依赖参股矿大宁煤矿的复产，长期的增长依靠公司新建整合矿井在未来的逐步投产。此外，集团在产的东峰矿（120 万吨）也不排除远期注入的可能。

亚美大宁的复产确保公司煤炭业务短期的增长

公司参股 36% 的亚美大宁主要经营大宁煤矿，由于公司与亚美大宁原外资控股方泰国万浦之间的股权纠纷，导致大宁煤矿安全生产许可证在 2010 年底到期后无法换发新许可证，亚美大宁也从今年年初开始停产。

今年 3 月，华润煤业收购亚美大陆（香港）100% 股权，成为了亚美大宁的实际控制人。7 月底，公司与亚美大陆（香港）签订了《股权转让意向书》，拟向亚美大陆（香港）收购亚美大宁 5% 的股权，转让完成后公司对亚美大宁的股权比例将上升至 41%。在股权纠纷顺利解决后，亚美大宁于 9 月 9 日复产。

图 31 华润入主并完成 5% 股权转让后的亚美大宁股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

大宁煤矿煤种为无烟煤，可采储量 1.8 亿吨，核定产能 400 万吨/年，已具备 600 万吨的生产能力，成功解决股权纠纷后，产能复核工程也有望在明年启动。来自亚美大宁的投资收益一直是公司净利润的重要组成部分，2009 年亚美大宁的投资收益 4.24 亿元，折合 EPS 为 0.56 元，贡献了约 26% 的净利润。2010 年受停产影响，投资收益下降至 3.77 亿元，折合 EPS 为 0.50 元，贡献约 23% 的净利润。

2011年四季度亚美大宁预计能产出110万吨，按400元的吨煤净利计算，四季度可实现净利润4.4亿元，公司可获亚美大宁投资收益1.58亿元，折合EPS为0.21元，而三季度亚美大宁贡献EPS为-0.01元，即亚美大宁的复产可在四季度为公司EPS带来0.22元的增长，环比增速为29.3%。

预计公司2012年能完成5%的股权收购，而600万吨产能复核的完成时点不确定，因此暂按400万吨产能计算。由于2012年开始亚美大宁不再享有12.5%的所得税优惠，尽管无烟煤价格长期看涨，但2012年的吨煤净利仍将与2011年四季度持平。全年产量按440万吨计算，公司可获投资收益7.22亿元，折合EPS为0.95元。2013年按吨煤净利450元计算，全年可贡献EPS将增至1.07元。

表7 亚美大宁将是公司短期业绩的主要增长来源

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
大宁矿产量(万吨)	440	347	130	440	440
吨煤净利(元/吨)	268	302	400	400	450
亚美大宁净利润(亿元)	11.77	10.47	2.06*	17.60	19.80
亚美大宁投资收益(亿元)	4.24	3.77	0.74	7.22	8.12
净利润贡献(亿元)	3.18	2.83	0.56	5.41	6.09
EPS贡献(元)	0.56	0.49	0.10	0.95	1.07
EPS贡献增量(元)		-0.07	-0.39	0.85	0.12

资料来源：公司公告、中投证券研究所 (*注：净利润包括前8个月的停产损失)

公司整合及在建产能是现有产能的1.5倍，支撑长期煤炭权益产量的增长

公司在煤炭资源方面的储备非常充分，整合及在建的煤炭产能(840万吨)是现有煤炭产能(570万吨)的1.5倍，且产能将在未来两三年内陆续释放，在整合及在建矿的支撑下，未来公司煤炭产量翻番的确定性极高。

在山西煤炭资源整合浪潮中，公司整合了540万吨产能，权益产能380万吨。目前各矿井正在进行技改，预计明年下半年逐步完成，2013年可大规模释放产能。永胜、口前两矿用作动力煤，吨煤售价及盈利低于本部无烟煤，宝欣、兰兴两矿为炼焦煤，吨煤售价及盈利高于本部无烟煤，同宝、百盛两矿吨煤盈利与本部持平。

公司的在建矿井是玉溪矿，产能为300万吨，可采储量1.64亿吨，煤种属优质无烟煤，吨煤盈利相当于另一个大宁煤矿。玉溪矿在2009年5月正式开工，预计可在2013年底达到基本生产条件，2014年可大规模释放产能与业绩。

表8 公司整合在建矿井情况一览

煤矿	地区	权益比例	主要煤种	可采储量 (百万吨)	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
兰花焦煤公司	临汾	80%	炼焦煤			
宝欣煤业	临汾古县	55%	主焦煤	47.81	90	40
兰兴煤业	临汾蒲县	80%	肥煤	53.88	60	38
永胜煤业	朔州平鲁	100%	长焰煤、气煤	148.76	120	120
口前煤业	朔州山阴	100%	气煤	87.3	90	90
同宝煤业	晋城高平	51%	无烟煤	63.63	90	46
百盛煤业	晋城高平	51%	无烟煤	56.98	90	46
玉溪矿	晋城沁水	57.31%	无烟煤	216.69	300	172
整合在建矿井小计				675.05	840	552

资料来源：公司公告、中投证券研究所

受益于亚美大宁的复产及整合在建矿井的投产,公司未来三年的权益产量将翻番。其中,2012年增长主要来源于亚美大宁复产,2013年主要来源于整合矿逐步投产,2014年主要来源于玉溪矿投产,公司业绩也将随权益产量翻番而快速增长。

表 9 受益于亚美大宁复产及整合在建矿投产,公司未来三年权益产量将翻番

煤矿	权益比例	产能	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
本部主力矿		570	553	600	600	600	600
伯方矿	100%	180	200	195	195	195	195
望云矿	100%	90	72	90	90	90	90
唐安矿	100%	150	165	165	165	165	165
大阳矿	100%	150	116	150	150	150	150
参股矿井		400	347	130	440	440	600
亚美大宁煤矿	36%	400	347	130	440	440	600
整合矿井		540	48	32	40	260	450
兰花焦煤公司	80%						
宝欣煤业	55%	90	10	8	10	60	90
兰兴煤业*	55%	60	8	8	10	40	60
永胜煤业	100%	120	15	8	10	80	120
口前煤业	100%	90	15	8	10	60	90
同宝煤业	51%	90				10	45
百盛煤业	51%	90				10	45
在建矿井		300				240	
玉溪矿	57.31%	300					240
权益产量合计			716	670	809	975	1305
权益产量同比				-6.5%	20.8%	20.4%	33.9%

资料来源:公司公告、中投证券研究所(兰兴煤业股权比例暂按55%计算)

3.3 公司化肥化工业务成功减亏,预计未来对业绩拖累将逐渐减少

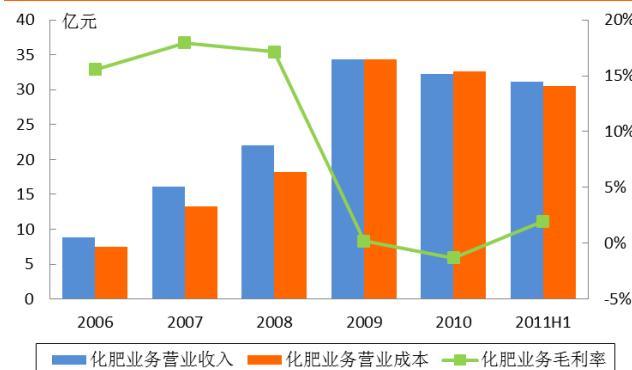
公司除了煤炭业务外,还有化肥化工业务,由旗下化肥分公司等五个化肥厂和丹峰化工、兰花清洁能源等两个化工厂组成。尿素产能为116万吨,实际生产能力已达140万吨。甲醇产能为30万吨,二甲醚产能20万吨。

表 10 公司化肥化工业务一览

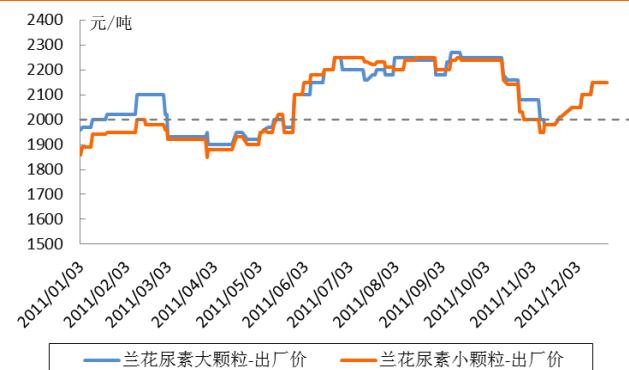
化肥业务	权益	合成氨产能	尿素产能
化肥分公司	100%	18	30
化工分公司	100%	8	13
阳化分公司	100%	8	13
田悦分公司	100%	18	30
煤化工公司	83.67%	18	30
化肥产能合计		70	116
化工业务	权益	甲醇产能	二甲醚产能
丹峰化工	51%	10	10
兰花清洁能源	100%	20	10

资料来源:公司公告、中投证券研究所

因尿素产能过剩，同时下游需求增长缓慢，公司化肥业务增收不增利，一直处于亏损状态。公司尿素完全成本为 2000 元/吨，随今年上半年尿素价格的上扬，尿素业务从 5 月份开始实现盈利，前三季度化肥化工业务亏损额减少至 2 亿以内，同比成功减亏近 3 个亿，其中，尿素业务仅亏损 2000 万左右，预计全年化肥业务的亏损能控制在 2.5 亿元以内。

图 32 公司化肥业务盈利不佳，拖累业绩


资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 33 公司尿素业务盈利随价格上涨而逐步改善


资料来源：百川资讯、中投证券研究所

未来尿素业务的转机在于国内天然气的逐渐提价。目前国内天然气价远低于进口价，化肥业对应的国产陆上天然气出厂基准价仅为 0.79~1.21 元/立方米，10 月海外进口天然气均价为 2.16 元/立方米。随着我国对天然气需求的逐渐增加，天然气进口依赖度将相应上升，推进气价改革，提高国内天然气价格，使国内外价差逐步缩小是未来的大趋势。我国目前约 20% 的尿素以天然气为原料，国内天然气价格的上涨将增加“气头”尿素的成本，并推动尿素价格的上涨，从而使得公司尿素业务盈利状况逐步改善，减少其对公司业绩的拖累。

四、盈利预测及投资建议：“强烈推荐”

盈利预测基本假设：

- 1) 玉溪矿 2013 年底才能建成，2014 年才开始贡献产量，因此公司近三年煤炭产量的增长主要来自整合矿井的逐步投产；
- 2) 永胜、口前矿煤种为气煤，主要用于动力用途，吨煤售价及盈利低于公司本部煤矿，兰兴、宝欣矿煤种为肥煤、主焦煤，吨煤售价及盈利优于公司本部煤矿，因此预计公司综合煤价将维持稳步上涨趋势；
- 3) 亚美大宁的盈利以投资收益的形式计入，随着亚美大宁的复产，公司投资收益将逐渐增加。而 600 万吨产能复核工程的推进则为未来亚美大宁投资收益的进一步增长提供了想象空间；
- 4) 在煤化工二期工程重启并完成前，公司化肥产量将保持稳定。未来随着天然气价格的上涨，预计化肥业务的盈利将逐渐改善，对公司业绩的拖累也将减少。

表 11 兰花科创煤炭产量预测 (单位：万吨)

	2010	2011E	2012E	2013E
本部主力矿总计	553	600	600	600
整合矿井总计	48	32	40	260
煤炭产量总计	601	632	640	860

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 12 兰花科创未来三年收入预测

	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭业务				
煤炭产量 (万吨)	601	632	640	860
煤炭销量 (万吨)	570	537	576	774
综合煤价 (元/吨)	708	925	935	945
吨煤成本 (元/吨)	275	300	330	360
煤炭业务收入 (亿元)	40	50	54	73
煤炭业务成本 (亿元)	16	16	19	28
煤炭业务毛利率	61.15%	67.57%	64.71%	61.90%
亚美大宁投资收益				
大宁煤矿产量	347	130	440	440
吨煤净利	302	400	400	450
亚美大宁净利润	10	2	18	20
亚美大宁投资收益	4	1	7	8
化肥业务				
营业收入 (亿元)	32	62	65	68
营业成本 (亿元)	33	61	63	66
化肥业务毛利率	-1.30%	1.61%	2.55%	3.48%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 13 兰花科创未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5812	7819	8500	10709
营业成本	3222	4312	4799	5893
营业税金及附加	78	105	114	144
营业费用	209	235	255	321
管理费用	591	860	978	1285
财务费用	155	247	226	191
资产减值损失	39	20	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	364	66	722	812
营业利润	1881	2107	2850	3687
营业外收入	31	31	0	0
营业外支出	198	44	0	0
利润总额	1714	2094	2850	3687
所得税	476	524	713	922
净利润	1238	1571	2138	2765
少数股东损益	-76	-52	-57	-37
归属于母公司净利润	1314	1623	2195	2802
EBITDA	2532	2854	3607	4440
EPS (元)	2.30	2.84	3.84	4.91

资料来源：公司公告、中投证券研究所

投资建议:

公司未来煤炭权益产量的增长主要来自亚美大宁矿的复产及整合、在建矿井的逐步投产。2011~2014年权益产量分别为670万吨、809万吨、975万吨和1305万吨，公司也将随权益产能的大规模扩张而进入业绩的快速增长期。预测未来三年EPS为2.84元、3.84元和4.91元。目前股价对应2012年EPS的PE仅为10倍，因此我们给予公司“强烈推荐”的评级，按照2012年业绩14倍PE估值，给予公司目标价为53.76元，对应2011~2013年PE分别为19、14和11倍。短期内公司股价的催化剂是亚美大宁矿复产带来的四季度业绩环比提升，中长期股价的支撑是整合及在建矿井的逐步复产。

风险因素:

- 1) 宏观经济增速明年预计将回落至8.5%左右，煤炭行业下游需求面临下滑风险。尽管稀缺无烟煤具有一定的防御性，但宏观经济增速如果出现失控下滑，公司煤炭业绩将不可避免的受到影响。此外，随着CPI在明年的回落，煤炭资源税在未来依然有可能改革为从价征收，从而给煤企未来的经营成本带来不确定因素；
- 2) 公司权益产量的高速增长来源于亚美大宁的复产及公司整合、在建矿井的逐步投产，因此如亚美大宁矿复产产量低于预期或整合、在建矿井投产进度晚于预期都将给公司业绩带来负面影响；
- 3) 公司化肥业务今年成功减亏，未来发展的契机在于天然气改革后带来国内“气头”尿素成本的上升，最终带来尿素价格的上扬。尽管国内天然气涨价是未来的趋势，但涨价时点及幅度都将为公司尿素业务带来不确定性。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4943	7562	9794	13232	营业收入	5812	7819	8500	10709
现金	2347	2015	4143	6678	营业成本	3222	4312	4799	5893
应收账款	10	18	20	25	营业税金及附加	78	105	114	144
其他应收款	1094	1896	1649	1558	营业费用	209	235	255	321
预付账款	332	345	384	471	管理费用	591	860	978	1285
存货	720	941	1047	1286	财务费用	155	247	226	191
其他流动资产	439	2347	2551	3214	资产减值损失	39	20	0	0
非流动资产	8619	8539	8497	8427	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1099	1014	1014	1014	投资净收益	364	66	722	812
固定资产	4689	4534	4358	4166	营业利润	1881	2107	2850	3687
无形资产	1813	1796	1779	1762	营业外收入	31	31	0	0
其他非流动资产	1018	1196	1347	1486	营业外支出	198	44	0	0
资产总计	13562	16101	18291	21659	利润总额	1714	2094	2850	3687
流动负债	4773	6026	6364	7253	所得税	476	524	713	922
短期借款	1579	1400	1400	1400	净利润	1238	1571	2138	2765
应付账款	918	1380	1536	1886	少数股东损益	-76	-52	-57	-37
其他流动负债	2276	3247	3428	3967	归属母公司净利润	1314	1623	2195	2802
非流动负债	1671	1672	1672	1672	EBITDA	2532	2854	3607	4440
长期借款	1512	1512	1512	1512	EPS (元)	2.30	2.84	3.84	4.91
其他非流动负债	159	160	160	160					
负债合计	6444	7698	8036	8925					
少数股东权益	573	521	464	427					
股本	571	571	571	571					
资本公积	740	740	740	740					
留存收益	4793	6131	8040	10556					
归属母公司股东权益	6544	7882	9791	12307					
负债和股东权益	13562	16101	18291	21659					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1295	600	2408	2694	成长能力				
净利润	1238	1571	2138	2765	营业收入	3.5%	34.5%	8.7%	26.0%
折旧摊销	496	500	531	562	营业利润	11.6%	12.0%	35.2%	29.3%
财务费用	155	247	226	191	归属于母公司净利润	3.4%	23.5%	35.2%	27.7%
投资损失	-364	-66	-722	-812	获利能力				
营运资金变动	-272	-1676	247	-8	毛利率	44.6%	44.9%	43.5%	45.0%
其他经营现金流	41	25	-11	-4	净利率	22.6%	20.8%	25.8%	26.2%
投资活动现金流	-426	-350	231	317	ROE	20.1%	20.6%	22.4%	22.8%
资本支出	460	484	480	480	ROIC	20.6%	20.1%	27.1%	34.5%
长期投资	-39	-86	-1	-1	偿债能力				
其他投资现金流	-5	48	711	797	资产负债率	47.5%	47.8%	43.9%	41.2%
筹资活动现金流	34	-582	-512	-477	净负债比率	52.16	43.02%	41.21	37.11%
短期借款	159	-179	0	0	流动比率	1.04	1.25	1.54	1.82
长期借款	219	0	0	0	速动比率	0.88	1.10	1.37	1.65
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	26	0	0	0	总资产周转率	0.46	0.53	0.49	0.54
其他筹资现金流	-369	-402	-512	-477	应收账款周转率	267	423	347	372
现金净增加额	903	-332	2127	2535	应付账款周转率	3.55	3.75	3.29	3.44

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

王理廷，中投证券研究所煤炭行业分析师，中山大学财务与投资学硕士，华中科技大学材料成型及控制工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.ciis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434