

## 下半年：大宁煤矿复产、化肥减亏 2012-2015年煤炭权益产量可翻番

投资要点：

- **2011上半年EPS1.31元，稍好于我们预期**

公司7月29日披露2011半年度报告，上半年生产煤炭313.42万吨，增12.45%，生产尿素75.17万吨，增11.84%；营业收入38.17亿元，增29%，净利润7.09亿元，增5.65%，EPS1.31元。

- **无烟煤价同比上涨30%以上是公司上半年业绩增长的基础**

目前公司业务主要分为5个部分：本部4矿煤炭业务，亚美大宁矿的投资收益（36%），化肥化工业务，新建玉溪煤矿，整合矿井业务。其中，上半年亚美大宁矿处于停产状态，玉溪煤矿和整合矿井目前均尚处基建阶段，最早2012年可试生产；上半年公司盈利主要由本部4矿和化肥化工业务贡献。

1季度晋城地区无烟煤价明显上涨，同比去年涨幅在30%以上，无烟块煤涨幅更达40%，4月份以来煤价总体稳定；公司本部4矿产能稳定在600万吨左右，煤价上涨是上半年公司业绩增长的主要动力。我们测算上半年本部煤炭业务约贡献EPS1.5-1.6元。

- **亚美大宁矿3-4季度有望复产**

上半年亚美大宁矿一直处于停产状态，1-6月份净利润-2.05亿元，贡献公司投资收益-7393万元，折EPS-0.13元。

亚美大宁矿的股权纷争告一段落，公司已不太可能取得控股权，由于该矿盈利较高（吨煤净利逾300元），分享36%的投资收益对公司已相当可观。若3-4季度复产，假设年内生产200万吨，可为公司贡献EPS近0.4元；该矿目前可具备500-600万吨产能，若2012年产500万吨，则全年可为公司贡献EPS近1元。

- **化肥业务减亏可提振公司业绩表现**

1季度化肥价格基本在2000元/吨左右徘徊，加之无烟煤价上涨较多，公司化肥业务继续亏损；5月份以来化肥价格小幅上涨，6月底已接近2250元，而2季度无烟煤价格环比持平，公司化肥业务2季度不但减亏，且目前的价格下已基本实现盈亏平衡；我们估算公司化肥业务上半年亏损约在1.1亿元左右。公司上半年对于化肥业务模块的管理进行了调整，注销子公司，改为分公司，可减少相关费用及税费支出，有助减亏目标实现。

- **2012-2015年公司煤炭权益产量有望翻番**

公司未来煤炭产量增量主要来自玉溪煤矿（300万吨，53.34%）和整合矿井（合计规划630万吨），二者均有望2012年下半年开始逐步投产，2015年可完全达产，公司煤炭产量可增长160%，权益产量能够翻番。

- **投资建议**

我们预计公司2011-2013年营业收入分别为78、85、123亿元，净利润分别为16.7、21.1、25.2亿元，EPS分别为2.92、3.70、4.41元，对目前股价PE分别为16X、12X、11X。以14-17X动态PE估值，6个月合理估值51-63元，维持“推荐”的投资评级。

**兰花科创（600123.SH）**

**推荐 维持评级**

**6个月合理估值：51-63元**

**分析师**

赵柯

电话：(8610) 6656 8707

邮箱：zhaoke@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070001

市场数据	时间 2011.07.28
A股收盘价（元）	46.04
A股一年内最高价（元）*	52.59
A股一年内最低价（元）*	28.58
上证指数	2,708.78
市净率	3.96
总股本（万股）	57,120
实际流通A股（万股）	57,120
限售的流通A股（万股）	0.00
流通A股市值（亿元）	2,629.805

注：\*价格未复权

**相关研究**

《2011年中期煤炭行业报告：“周期性”&“成长性”——短波周期中的投资机会》

2011.07.01

**相对沪深300指数表现图**



资料来源：中国银河证券研究部

**表 1：主要财务指标**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,615.4	5,811.6	7,814.9	8,472.7	12,331.3
收入增长率%	14.33%	3.49%	34.47%	8.42%	45.54%
EBITDA（百万元）	1,959.4	2,292.9	2,625.7	2,808.7	3,119.2
净利润（百万元）	1,270.3	1,314.2	1,667.4	2,114.8	2,519.3
摊薄 EPS（元）	2.22	2.30	2.92	3.70	4.41
PE	20.70	20.01	15.77	12.44	10.44
EV/EBITDA	13.86	11.43	9.40	8.05	6.15
PB	4.95	4.02	3.30	2.69	2.15
ROIC	10.64%	10.58%	12.60%	11.68%	11.09%
ROE	23.92%	20.08%	20.94%	21.61%	20.62%

资料来源：中国银河证券研究部

**表 2：公司煤炭产量情况（单位：万吨）**

亿吨、万吨	权益 %	煤种	产能	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
伯方煤矿	100%	无烟煤	180	194.5	194	194	194	194
望云煤矿	100%	无烟煤	90	78.1	90	90	90	90
唐安煤矿	100%	无烟煤	150	167.6	168	168	168	168
大阳煤矿	100%	无烟煤	150	160.8	161	161	161	161
<b>本部四矿合计</b>			<b>570</b>	<b>600.96</b>	<b>613</b>	<b>613</b>	<b>613</b>	<b>613</b>
玉溪煤矿	53.34%	无烟煤	300	0	0	50	150	300
参股：亚美大宁煤矿	36.00%	无烟煤	400	390	200	500	600	600
<b>整合项目：</b>			<b>630</b>	<b>0</b>	<b>37</b>	<b>70</b>	<b>460</b>	<b>660</b>
1、朔州矿业口前煤矿	100%	动力煤、炼焦煤	90	0	10	20	90	120
2、兰花焦煤兰兴煤业公司：	80%		180	0	17	20	120	180
(1) 蒲县中立煤业	56%	1/3 焦煤	30	0	5	5	20	30
(2) 蒲县瑞兴煤业	41%	1/3 焦煤	30	0	5	5	20	30
(3) 蒲县沙坪子煤业	44%	1/3 焦煤	30	0	5	5	20	30
(4) 古县玉生煤业	55%	主焦煤	90	0	2	5	60	90
3、山西朔州平鲁区兰花永胜煤 业有限公司：	100%	动力煤	120	0	5	10	90	120
(1) 山西平鲁永胜煤业公司	100%	动力煤	21					
(2) 山西朔州万鑫煤业公司	100%	动力煤	30					
4、晋城地区整合矿井	51%	无烟煤	240	0	5	20	160	240
<b>产量总计</b>			<b>1,900</b>	<b>601</b>	<b>650</b>	<b>733</b>	<b>1,223</b>	<b>1,573</b>
<b>增长%</b>				7.51%	8.20%	12.76%	66.82%	28.61%
<b>权益产量总计</b>				<b>741</b>	<b>711</b>	<b>870</b>	<b>1,232</b>	<b>1,443</b>
<b>增长%</b>				3.34%	-4.10%	22.36%	41.63%	17.16%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3:公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	234,747	399,079	571,184	879,456	营业收入	581,157	781,489	847,273	1,233,127
应收票据	43,772	58,861	63,816	92,878	营业成本	322,214	456,246	497,056	799,056
应收账款	1,049	1,410	1,529	2,225	营业税金及附加	7,806	10,496	11,380	16,562
预付款项	33,199	47,008	51,213	82,329	销售费用	20,884	28,083	30,447	44,313
其他应收款	109,400	147,111	159,495	232,130	管理费用	59,055	72,679	78,796	114,681
存货	71,955	101,886	110,999	178,440	财务费用	15,535	18,290	19,168	19,167
长期股权投资	109,932	136,977	196,841	275,860	资产减值损失	3,947	3,947	3,947	3,947
固定资产净额	468,882	470,846	463,216	444,508	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	77,776	82,217	69,075	52,589	投资收益	36,410	27,045	59,863	79,019
无形资产净值	181,258	178,913	175,134	170,640	营业利润	188,127	218,793	266,343	314,419
递延所得税资产	2,023	2,023	2,023	2,023	营业外净收入	(16,705)	(5,429)	(5,429)	(5,429)
资产总计	1,356,165	1,648,971	1,886,936	2,435,215	税前利润	171,421	213,365	260,914	308,991
短期借款	157,918	173,778	189,638	205,498	所得税	47,600	52,217	55,463	61,658
应付票据	1,356	1,356	1,356	1,356	净利润	123,821	161,148	205,451	247,333
应付账款	91,768	129,941	141,564	227,576	归属母公司净利润	131,423	166,738	211,483	251,933
预收款项	100,676	142,555	155,306	249,667	少数股东损益	(7,602)	(5,590)	(6,032)	(4,599)
应付职工薪酬	12,582	17,816	19,409	31,202	基本每股收益	2.30	2.92	3.70	4.41
应交税费	15,549	17,057	18,117	20,141	摊薄每股收益	2.30	2.92	3.70	4.41
其他应付款	69,910	98,990	107,845	173,369	财务指标	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
一年内到期的非流动负债	27,000	38,231	41,651	66,957	成长性				
长期借款	151,192	162,130	167,599	170,333	营业收入增长率	3.5%	34.5%	8.4%	45.5%
长期应付款	0	0	0	0	EBIT 增长率	19.4%	25.0%	7.3%	12.6%
专项应付款	0	0	0	0	净利润增长率	3.5%	26.9%	26.8%	19.1%
其他非流动负债	6,503	9,208	10,031	16,126	盈利能力				
负债合计	644,410	801,018	862,472	1,172,180	毛利率	44.6%	41.6%	41.3%	35.2%
所有者权益合计	711,755	847,953	1,024,464	1,263,035	净利润率	22.6%	21.3%	25.0%	20.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBITDA/营业收入	39.5%	33.6%	33.1%	25.3%
净利润	123,821	161,148	205,451	247,333	ROE	20.1%	20.9%	21.6%	20.6%
折旧与摊销	58,092	48,589	51,276	53,404	ROIC	10.6%	12.6%	11.7%	11.1%
经营活动现金流	129,478	226,288	228,111	341,663	估值指标				
投资活动现金流	(42,574)	(53,135)	(26,567)	(13,478)	PE	20.0	15.8	12.4	10.4
融资活动现金流	3,402	(8,822)	(29,439)	(19,914)	P/S	4.5	3.4	3.1	2.1
净现金流	90,305	164,332	172,105	308,272	P/B	4.0	3.3	2.7	2.2
期初现金余额	144,441	234,747	399,079	571,184	EV/EBITDA	11.4	9.4	8.0	6.1
期末现金余额	234,747	399,079	571,184	879,456	股息收益率	0.7%	1.1%	1.3%	1.7%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**赵柯，煤炭行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

### 覆盖股票范围：

A股：中国神华（601088.SH）、大同煤业（601001.SH）、兖州煤业（600188.SH）、潞安环能（601699.SH）、阳泉煤业（600348.SH）、兰花科创（600123.SH）、盘江股份（600395.SH）、平煤股份（601666.SH）、开滦股份（600997.SH）、西山煤电（000983.SZ）、煤气化（000968.SZ）、冀中能源（000937.SZ）、神火股份（000933.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908