

分析师: 李晶

执业证书编号: S0050510120015

Tel: 010-59355904

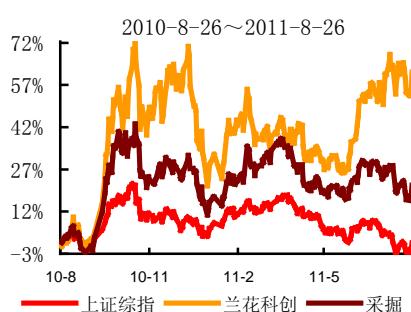
Email: lijing@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)**采掘****投资评级**

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	59

**市场数据**

市价(元)	46.23
上市的流通 A 股(亿股)	5.71
总股本(亿股)	5.71
52 周股价最高最低(元)	28.58-52.59
上证指数/深证成指	2615.26/11598.93
2010 年股息率	2.16%

**52 周相对市场表现****相关研究****兰花科创 (600123. SH)**

煤海奇葩香正浓

**投资要点**

- 1、公司主产优质无烟煤，盈利能力强。公司是集煤炭、化肥、精细化工等多元化产业为一体的大型现代化企业，是全国化肥原料基地之一。公司地处全国沁水煤田腹地，资源优势突出。
- 2、煤炭业务主导成长和盈利。公司在产煤矿合计产能 540 万吨，2011 年上半年本部煤炭业务毛利率达到 74.5%，居全行业之首；公司参股的亚美大宁矿销售净利率约 49%，为公司贡献的投资收益占净利润的 30% 左右；在山西晋城、临汾、朔州地区整合煤矿产能合计 540 万吨，预计 2013 年投产；在建玉溪煤矿预计 2014 年投产，贡献产能 240 万吨。2015 年公司产能合计约 1340 万吨，是目前产能的 2.4 倍。
- 3、化肥业务盈利改善，化工业务准备复产。2011 年 5 月以来尿素价格持续上涨，公司化肥业务盈利状况明显改善，6 月份当月已经扭亏。2011 年 7 月 1 日至 10 月 31 日尿素出口执行淡季关税，预计尿素价格将保持高位，下半年尿素业务有望盈亏平衡。目前丹峰化工公司正在筹备复产。
- 4、维持买入评级。假设 2011-2013 年煤炭价格同比分别增长 28%、3%、0%，煤炭生产成本分别增长 17%、10%、5%，化肥与化工业务小幅亏损，预计 2011-2013 年 EPS 为 2.96、3.73、4.26 元/股，对应 2011 年动态 PE15.6 倍，2012 年动态 PE12.4 倍，相对行业平均水平具有估值优势。看好公司化肥业务弹性、煤炭业务高成长及高盈利能力，维持“买入”评级。主要风险是尿素价格超预期回落、成本增长超预期、在建矿井进展存在不确定性。

**公司财务数据及预测**

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5811.57	7007.61	7919.62	9318.39
增长率(%)	3.48	20.58	13.01	17.66
归属于母公司的净利润(百万元)	1314.23	1693.36	2130.95	2435.35
增长率(%)	3.43	28.85	25.84	14.28
毛利率(%)	44.55	45.53	44.32	44.26
净资产收益率(%)	20.08	21.29	21.68	20.39
EPS(元)	2.30	2.96	3.73	4.26
P/E(倍)	20.09	15.59	12.39	10.84
P/B(倍)	4.04	3.32	2.69	2.21

来源: 公司年报、民族证券

## 正文目录

主产优质无烟煤 .....	3
煤炭业务主导成长和盈利 .....	3
保守预计 2012-2015 年煤炭权益产量增幅 5-15% .....	3
2011 年无烟块煤价格涨幅可观 .....	5
2012 年大宁矿贡献投资收益增量 1.07 元/股 .....	5
2013 年整合矿投产 2014 年玉溪矿矿产 .....	6
化肥业务盈利改善 .....	6
甲醇业务亏损 .....	7
维持买入评级 .....	8

## 图表目录

图 1：兰花科创公司地理位置 .....	3
图 2：2009-2011 年山西晋城无烟煤坑口价走势（元/吨） .....	5
图 3：2009-2011 年山西晋城无烟煤车版价走势（元/吨） .....	5
图 4：国产尿素批发价（元/吨） .....	7
图 5：甲醇出厂价（元/吨） .....	7
表 1：兰花科创公司所属煤矿 .....	4
表 2：兰花科创公司所属煤矿产量预测（单位：万吨） .....	4
表 3：大宁公司盈利预测（单位：百万元） .....	5
表 4：大宁矿贡献 EPS 与产量、煤价涨幅敏感性分析 .....	6
表 5：兰花科创尿素业务产能（单位：万吨） .....	6
附录：财务预测表 .....	9

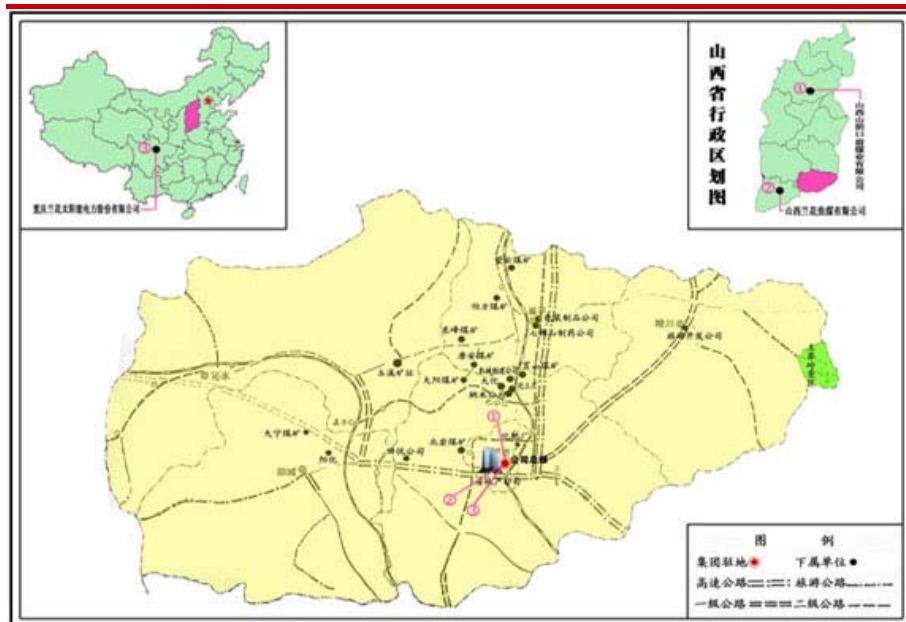
## 主产优质无烟煤

公司是集煤炭、化肥、精细化工等多元化产业为一体的大型现代化企业，是全国化肥原料基地之一。主导产品包括“兰花”牌煤炭、化肥系列产品，全部为省级名牌产品，并顺利通过 ISO9001 国际质量体系、ISO14001 环境管理体系、G/BT28001 职业健康安全管理体系认证。其中久负盛名的“兰花”牌无烟煤为山西名牌产品。

公司地处全国最大的煤田——沁水煤田腹地，资源优势突出。公司的无烟煤储量大、煤质好、煤层厚、易开采、成本低。公司煤炭资源探明储量 14.21 亿吨，可采储量 6.87 亿吨。公司煤炭产品具有“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，备受国内外化工、电力、冶金、建材等行业用户的青睐。煤炭产品畅销国内 20 多个省、市，并远销欧洲、日本、韩国、东南亚等国家和地区。“兰花”牌大颗粒尿素也深受广大用户的好评，产销率达到 100%，畅销华东、东北、西南十多个省市，并成功打入国际市场，出口量稳步上升。

公司所产无烟煤属于稀缺煤种，国家有关稀缺煤种保护性开采政策的预期出台，有利于提升无烟煤的稀缺价值，在公司估值上应享受一定的溢价。

**图 1：兰花科创公司地理位置**



数据来源：公司网站 民族证券

## 煤炭业务主导成长和盈利

**保守预计 2012-2015 年煤炭权益产量增幅 5-15%**

公司目前在产煤矿主要集中在晋城市属 4 个分公司，合计产能 540 万吨，实际产量可达 600 万吨。本部煤矿埋藏浅，煤质优良，主要为无烟块煤、无烟末煤、洗精煤，盈利能力强。2011 年上半年本部煤炭业务毛利率达到 74.5%，居全行业之首。

公司参股的大宁矿主产无烟块煤，出块率高达 40%，销售净利率约 49%，为公司贡献的投资收益占净利润的 30% 左右。

公司在山西晋城、临汾、朔州地区整合煤矿产能分别为 180、150、210 万吨，合计 540

万吨，目前正在进行技改。其中，临汾地区的兰兴煤业项目设计产能 60 万吨，2010 年 12 月 7 日取得开工报告，正在进行主副斜井和回风立井建设，截止 2011 年 6 月底完成投资 11%；临汾地区宝欣煤业 2011 年底完成机械化改造；朔州地区口前矿设计生产能力 90 万吨/年，于 2010 年 10 月 18 日取得开工报告，目前主斜井、副斜井和回风斜井已完工，正在开展三条大巷、机修车间、矿井废水及生活污水处理站等工程，截止 6 月底累计完成投资 1.24 亿元，进度 43%。在建矿井玉溪矿 2011 年 2 月底取得采矿许可证，目前在建设主副斜井和其他地面工程，进回风立井掘至探煤为止，截止 2011 年 6 月底累计完成投资的 19%。

整合矿井预计 2013 年贡献产量，在建的玉溪矿预计 2014 年投产，预计 2012-2015 年权益产量增速为 5-15%，2015 年产能将达到 1380 万吨，是目前产能的 2.4 倍。

**表 1：兰花科创公司所属煤矿**

	持股比例	产能-万吨	煤种
唐安	100%	150	无烟煤
伯方	100%	180	无烟煤
大阳	100%	150	无烟煤
望云	100%	90	无烟煤
<b>本部小计</b>		<b>540</b>	
<b>在建矿</b>			
玉溪矿	57.31%	240	无烟煤
<b>兰花焦煤集团（80%）整合临汾煤矿</b>			
宝欣煤业	55%	90	主焦煤
兰兴公司	80%	60	主焦煤
<b>临汾整合小计</b>		<b>150</b>	
<b>朔州整合煤矿</b>			
永胜煤业	100%	120	动力煤
万鑫煤业	100%		动力煤
口前矿	100%	90	动力煤
<b>朔州整合小计</b>		<b>210</b>	
<b>晋城市整合煤矿</b>			
同宝煤业		90	无烟煤
百胜煤业		90	无烟煤
<b>晋城整合小计</b>		<b>180</b>	
亚美大宁公司	41%	400	无烟煤
<b>合计</b>		<b>1720</b>	

资料来源：公司公告 民族证券

**表 2：兰花科创公司所属煤矿产量预测（单位：万吨）**

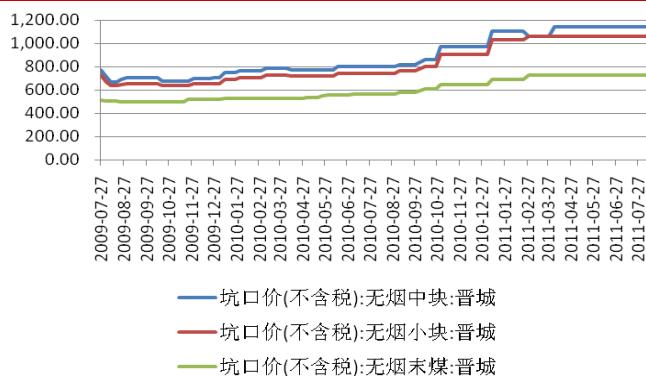
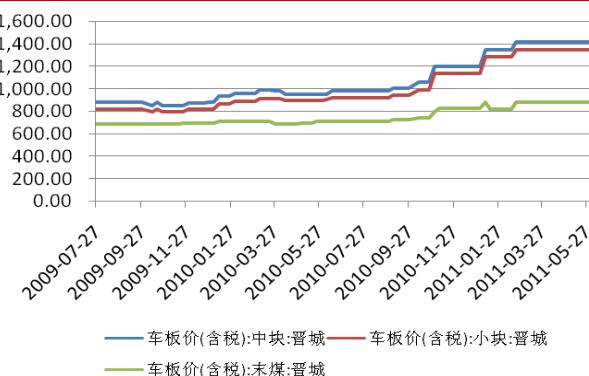
	股权	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
晋城市属四矿	100%	590	600	600	600	600	600
玉溪煤矿	57.31%	0	0	0	0	100	240
<b>收购晋城当地小煤矿</b>							
同宝煤业	51%		0	0	30	60	90
百胜煤业	51%		0	0	30	60	90
<b>临汾收购煤矿项目</b>							
宝欣煤业	55%		0	0	30	60	90

兰兴煤业	80%	0	0	20	40	60
<b>收购朔州小煤矿</b>	<b>100%</b>					
平鲁永胜煤业	100%	0	0	40	80	120
朔州万鑫煤业	100%	0	0			
朔州矿业(口前煤矿)	100%	0	0	30	60	90
<b>煤炭产量-不含大宁矿</b>	<b>590</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	<b>780</b>	<b>1,060</b>	<b>1,380</b>
%			0.00%	30.00%	35.90%	30.19%
<b>权益产量-不含大宁矿</b>	<b>590</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	<b>630</b>	<b>717</b>	<b>828</b>
%			0.00%	5.00%	13.86%	15.37%
<b>大宁矿</b>	<b>41%</b>	<b>300</b>	<b>150</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>

资料来源：公司公告 民族证券 假设晋城市整合矿持股比例 51%

### 2011 年无烟块煤价格涨幅可观

2011 年以来公司所在晋城地区无烟煤价格稳中有升，截止 2011 年 7 月 25 日晋城地区无烟中块、小块、末煤的坑口不含税价分别为 1140、1060、730 元/吨，较年初上涨 13-18%，同比上涨 28-43%。一方面由于 2011 年上半年无烟煤市场需求较好，价格出现明显上涨，另一方面由于同期基数较低，2011 年上半年山西地区化肥用无烟煤价格涨幅突出。公司直接受益，2011 年上半年公司煤炭业务营收同比上涨 27%。

**图 2：2009-2011 年山西晋城无烟煤坑口价走势（元/吨）**

**图 3：2009-2011 年山西晋城无烟煤车版价走势（元/吨）**


资料来源：sxcoal，民族证券

资料来源：sxcoal，民族证券

### 2012 年大宁矿贡献投资收益增量 1.07 元/股

公司受让亚美大宁（香港）控股有限公司持有的山西亚美大宁能源有限公司 5% 的股权，目前正在证照换发过程中，预计 9、10 月份复产，保守预计 2011 年贡献产量 100 万吨。假设销售利润率 48%，考虑上半年停产损失及持股比例的变化，预计 2011 年大宁矿可贡献投资收益 1 亿元，贡献 EPS0.18 元/股。2012 年公司享受的合资企业减半优惠税率政策到期，公司所得税将恢复 25%，这将影响公司吨煤净利下降 60 元/吨左右。简单预测 2012-2015 年公司每年贡献投资收益 6.12 亿元，贡献 EPS1.07 元/股。

敏感性分析发现，大宁矿多产 10 万吨煤炭，可增厚 EPS0.03 元/股，煤价涨幅多 2%，可增厚 EPS0.02 元/股。因此大宁矿的产量变化对公司业绩贡献的影响较大。

**表 3：大宁公司盈利预测（单位：百万元）**

	2011H	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
产量-万吨	0	100	400	400	400	400

权益	36%	41%	41%	41%	41%	41%
价格-元/吨	917	906	934	934	934	934
收入-百万元		906	3734	3734	3734	3734
净利率		48%	40%	40%	40%	40%
净利	-205	435	1494	1494	1494	1494
吨煤净利		435	373	373	373	373
投资收益	-73.8	178	612	612	612	612
股本-百万股		571	571	571	571	571
每股收益贡献	0.18	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07

资料来源：公司公告 民族证券 2012年公司优惠税率政策到期，所得税恢复，因此净利率下降

**表4：大宁矿贡献EPS与产量、煤价涨幅敏感性分析**

EPS 贡献	大宁矿产量				
	400	450	500	550	600
煤 价 增 幅 1%	1.05	1.18	1.31	1.45	1.58
3%	1.07	1.21	1.34	1.47	1.61
5%	1.09	1.23	1.37	1.50	1.64
7%	1.11	1.25	1.39	1.53	1.67

资料来源：公司公告 民族证券

### 2013年整合矿投产 2014年玉溪矿矿产

从新增产量的盈利能力来看，除了朔州地区整合煤矿主产动力煤，盈利能力预计相对较低外，临汾和进程地区主产焦煤、无烟煤，盈利能力看好。根据整合矿及在建的玉溪矿吨煤净利假设，预测贡献盈利情况如下：

综合分析，2011-2015年煤炭业务每股收益贡献逐年增长，其中2012年增速最快，得益于大宁矿股权比例提高，若产量超预期的话，盈利贡献还有增长。

### 化肥业务盈利改善

**表5：兰花科创尿素业务产能（单位：万吨）**

	股权比例	产能
化肥、化工、阳化分公司	100%	56
田悦化肥分公司	100%	30
兰花煤化工	80.31%	30
产能小计	-	116
权益产能小计	-	110

资料来源：公司公告 民族证券

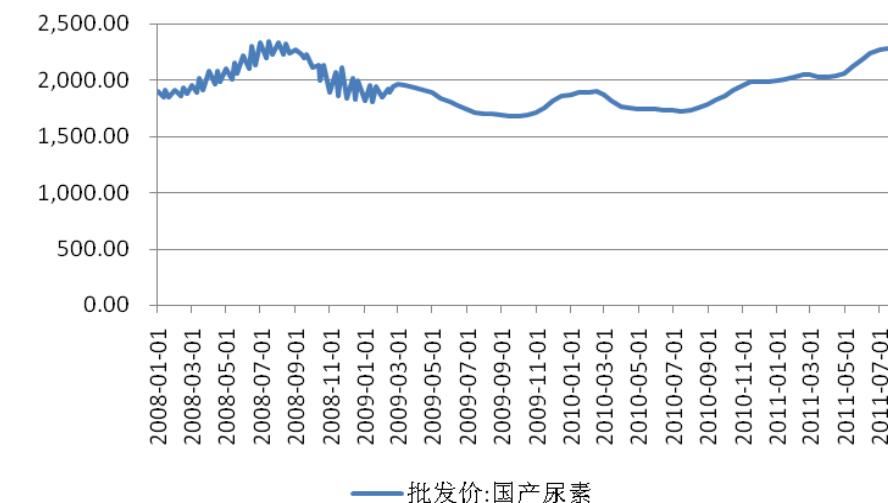
公司尿素业务设计产能116万吨，实际可达140万吨生产能力。

2011年5月以来尿素价格持续上涨，公司化肥业务盈利状况明显改善，6月份当月已经扭亏。2011年7月1日至10月31日尿素出口执行淡季关税，税率为7%。

当前国际市场尿素需求旺盛，价格处于高位。8月下旬国际尿素市场价格暂稳，中国散装小颗粒尿素离岸价500-505美元/吨，只有部分近港企业操作；尤日内小颗粒尿素港口离岸报价在470-475美元/吨，上涨5美元/吨；阿拉伯海湾地区小颗粒尿素港口离岸报价510-515美元/吨，继续持稳。

2011 年尿素淡季出口优惠关税持续到 10 月底，较 2010 年延长 1 个月，较高的国际市场价格有利于吸引国内化肥企业增加出口，从而间接为国内尿素价格提供支撑。预计下半年公司尿素业务可维持盈亏平衡。

**图 4：国产尿素批发价（元/吨）**



数据来源：wind 民族证券

## 甲醇业务亏损

公司甲醇业务主要为清洁能源公司（持股 100%）的 20 万吨甲醇制 10 万吨二甲醚，本部还有少量产能，丹峰化工公司（持股 51%）一期工程 10 万吨甲醇/年。受到醇醚市场低迷、区域限电的影响，2010 年 7 月 15 日起丹峰化工公司停产。目前丹峰化工公司正在筹备复产，预计 9 月 1 日可转入正常生产。

甲醇业务目前仍然处于亏损状态，假设 2011 年甲醇市场持续低迷，考虑丹峰化工公司复产，预计 2011 年甲醇业务亏损 1.2 亿元，影响每股收益 0.21 元/股。

**图 5：甲醇出厂价（元/吨）**



数据来源：wind 民族证券

## 维持买入评级

保守假设 2011-2013 年煤炭价格同比分别增长 28%、3%、0%，煤炭生产成本分别增长 17%、10%、5%，化肥与化工业务持续小幅亏损，预计 2011-2013 年 EPS 为 2.96、3.73、4.26 元/股，对应 2011 年动态 PE15.6 倍，2012 年动态 PE12.4 倍，相对行业平均水平具有估值优势。若甲醇、化肥业务盈利状况好于预期，则公司业绩还有较大提升空间。

综合分析，公司资源优势突出，煤质优良，开采成本低，成长性好，所产无烟煤属于稀缺煤种，将受益于稀缺煤种保护性开采政策的预期出台；同时煤炭与化肥业务周期具有差异，未来化肥业务具有持续改善的预期，为公司业绩提供弹性，维持“买入”评级。

公司面临的主要风险是尿素价格超预期回落、甲醇业务持续低迷、煤炭开采成本增长超预期、在建矿井进展存在不确定性。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>4,943</b>	<b>4,877</b>	<b>5,870</b>	<b>6,849</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,812</b>	<b>7,008</b>	<b>7,920</b>	<b>9,318</b>
现金	2,347	2,449	3,116	3,607	营业成本	3,222	3,817	4,410	5,194
应收账款	448	491	554	652	营业税金及附加	78	91	103	121
其它应收款	1,094	960	1,085	1,276	营业费用	209	210	238	280
预付账款	332	576	651	766	管理费用	591	561	634	745
存货	721	401	464	547	财务费用	155	140	158	186
其他	0	0	0	0	资产减值损失	39	42	48	56
<b>非流动资产</b>	<b>8,619</b>	<b>11,129</b>	<b>13,006</b>	<b>15,578</b>	<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期投资	1,099	1,279	1,876	2,485	投资净收益	364	180	597	609
固定资产	5,668	7,708	8,712	10,250	<b>营业利润</b>	<b>1,881</b>	<b>2,326</b>	<b>2,927</b>	<b>3,345</b>
无形资产	1,813	2,102	2,376	2,796	营业外收入	0	0	0	0
其他	39	40	42	47	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,562</b>	<b>16,006</b>	<b>18,876</b>	<b>22,426</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,881</b>	<b>2,326</b>	<b>2,927</b>	<b>3,345</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,773</b>	<b>5,717</b>	<b>6,554</b>	<b>7,717</b>	所得税	476	698	878	1,004
短期借款	1,579	1,752	1,980	2,330	<b>净利润</b>	<b>1,238</b>	<b>1,628</b>	<b>2,049</b>	<b>2,342</b>
应付账款	931	1,164	1,346	1,585	少数股东损益	-76	-65	-82	-94
其他	2,262	2,801	3,228	3,802	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,693</b>	<b>2,131</b>	<b>2,435</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1,671</b>	<b>1,829</b>	<b>2,067</b>	<b>2,432</b>	EBITDA	2,208	2,483	2,710	3,184
长期借款	1,512	1,612	1,822	2,143	EPS (元)	2.30	2.96	3.73	4.26
其他	159	217	246	289					
<b>负债合计</b>	<b>6,444</b>	<b>7,546</b>	<b>8,621</b>	<b>10,149</b>					
少数股东权益	573	508	426	332					
股本	571	571	571	571					
资本公积金	740	740	740	740					
留存收益	4,793	5,979	7,470	9,175					
归属母公司股东权益	6,544	7,952	9,829	11,945					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,562</b>	<b>16,006</b>	<b>18,876</b>	<b>22,426</b>					

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,251</b>	<b>2,646</b>	<b>2,037</b>	<b>2,404</b>	ROE	20.08%	21.29%	21.68%	20.39%
净利润	1,314	1,693	2,131	2,435	ROIC	12.38%	13.69%	14.52%	13.93%
折旧摊销	496	154	174	205	<b>偿债能力</b>				
财务费用	155	140	158	186	资产负债率	47.52%	47.14%	45.67%	45.26%
投资损失	-364	-180	-597	-609	净负债比率	25.26%	23.69%	22.70%	22.48%
营运资金变动	-311	816	190	200	流动比率	1.04	0.85	0.90	0.89
其它	-39	22	-19	-14	速动比率	0.88	0.78	0.82	0.82
<b>投资活动现金流</b>	<b>-518</b>	<b>-2,484</b>	<b>-1,451</b>	<b>-2,163</b>	<b>营运能力</b>				
资本支出	-507	-2,484	-1,451	-2,163	总资产周转率	0.43	0.44	0.42	0.42
长期投资	-11	0	0	0	应收账款周转率	12.97	14.29	14.29	14.29
其他	1	2	3	4	应付帐款周转率	124.68	116.00	116.00	116.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>169</b>	<b>-61</b>	<b>81</b>	<b>251</b>	<b>每股指标(元)</b>				
短期借款	159	173	228	350	每股收益	2.30	2.96	3.73	4.26
长期借款	219	100	210	322	每股经营现金	2.19	4.63	3.57	4.21
普通股增加	92	0	0	0	每股净资产	11.46	13.92	17.21	20.91
资本公积增加	26	0	0	0	<b>估值比率</b>				
其他	-325	-333	-357	-421	P/E	20.09	15.59	12.39	10.84
<b>现金净增加额</b>	<b>903</b>	<b>101</b>	<b>667</b>	<b>491</b>	P/B	4.04	3.32	2.69	2.21
					EV/EBITDA	13.77	12.37	11.48	9.98

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

管理学硕士学位，工学学士。曾在大型国有煤炭企业和投资咨询机构工作，熟悉煤炭企业运作模式，具有煤炭行业研究经验，对煤炭行业运行有较深刻理解，能够准确及时的把握煤炭行业运行拐点，熟悉各煤炭企业上市公司。曾在国际金融、中国证券报等媒体发表文章。具有证券行业从业资格，目前供职于民族证券研发中心，负责煤炭行业研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn