

香溢久远，利好预期渐浓

买入维持

目标价格：57 元

投资要点：

- 大宁矿复产、整合矿分批投产增强未来成长确定性及连续性
- 尿素产品阶段性盈利，化肥业务降本增效进行时
- 无烟煤价稳定，抗市场风险，1 季度公司业绩增速有望超市场预期

报告摘要：

- 1 季度煤价趋稳，同比去年涨幅显著。**目前公司商品煤均价与去年 4 季度保持稳定，同比涨幅可能超过 20%。而分类型看，预计无烟末煤（含税价）为 900 元/吨，精煤（含税价）在 1100-1150 元/吨之间，块煤（含税价）约为 1350 元/吨，而下游供销稳定，回款正常，也间接增强了煤价的稳定性。
- 尿素阶段性盈利，化肥业务整体减亏。**1 月份以来山西兰花尿素价格有所上涨，均价在 2150 元/吨以上，预计单季实现盈亏平衡的概率较大，可能较去年减亏约 1.3 亿元，对应 EPS0.23 元。在考虑其盈利仍会有波动的情况下，我们预计近 3 年化肥业务整体贡献 EPS 分别为 -0.43 元、-0.33 元和 -0.31 元。
- 大宁矿是稳定增量，整合矿分批投产。**整合矿中，2012 年兰兴和宝欣两矿有望投产，随之 2013 年口前和永胜两矿投产，2014 年百胜、同宝两矿投产，当年玉溪矿也有望建成，因此整合、在建矿分批投产进一步增强公司成长的确定性和连续性。此外，大宁矿复产后，预计较去年将增厚 EPS 近 0.9 元，是今年业绩增长的稳定来源。
- 玉溪矿：不容忽视的又一个“大宁”。**该矿与“大宁矿”资源规模相近，盈利能力相近，投产时点可能会提前，且产能提升也有空间。
- 维持“买入”评级。**估值上，预计未来 3 年 EPS2.88 元、3.95 元和 4.98 元，估值优势明显。尿素减亏、煤价上涨以及大宁复产使得公司 1 季度业绩增长有望超预期，加上高送转的可能，股价上涨动力充足。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	5811.57	7816.47	8681.38	11277.32
YOY	3.49%	34.50%	11.07%	29.90%
归属母公司净利润	1314.23	1647.26	2257.75	2842.66
YOY	3.44%	25.34%	37.06%	25.91%
EPS(元)	2.30	2.88	3.95	4.98
PE	-	16	12	9

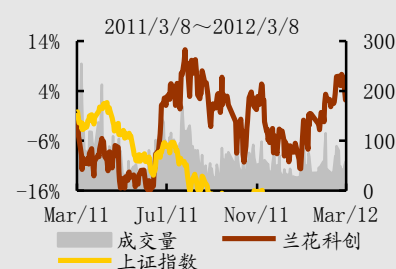
分析师：

王京乐 (S1180511080003)

电话：010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

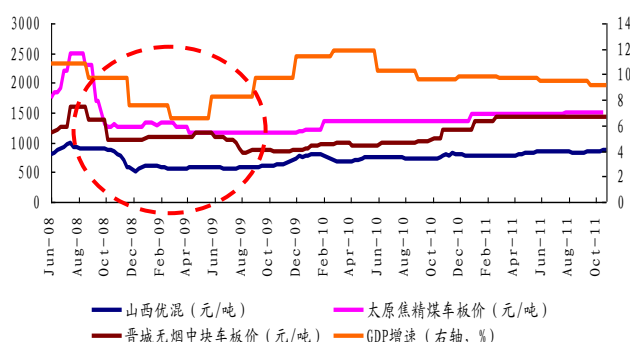
- 1 《宏源证券 * 调研简报 * 兰花科创：业绩确定性增长，期待寒冬绽放 * 600123 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》，2011.11
- 2 《宏源证券 * 公司季报简评 * 兰花科创：Q3 增长提速，业绩释放有保障 * 600123 * 煤炭行业 * 王京乐.doc》，2011.10

一、1 季度煤价趋稳，同比去年涨幅显著

无烟煤是去年涨幅最大的煤炭品种，自 2010 年 10 月以来幅度累计已达 25% 以上，公司作为行业龙头充分受益，我们预计其去年年初不含税均价约 700 多元/吨，2011 年综合均价为 905 元/吨，今年 1 季度商品煤价与去年 4 季度保持稳定，因此同比涨幅可能超过 20%。而分类型看，预计目前无烟末煤(含税价)为 900 元/吨，精煤(含税价)在 1100-1150 元/吨之间，块煤(含税价)约为 1350 元/吨。

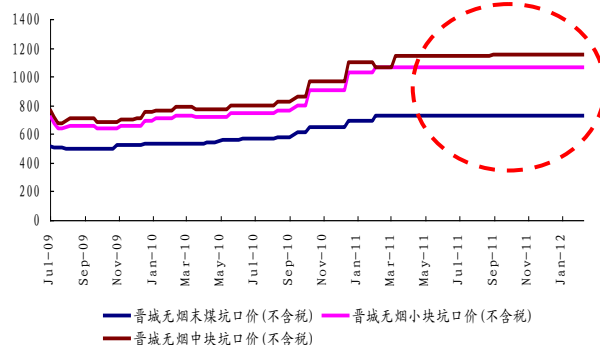
此外，由于公司煤质优良，客户认可度较高，现下游销售状况稳定，且在去年 4 季度施行票据结算加价的措施以来，回款效率保持正常，也间接增强了煤价的稳定性。

图 1：无烟煤价在经济放缓中防御性强



资料来源：WIND、宏源证券

图 2：晋城无烟煤价走势

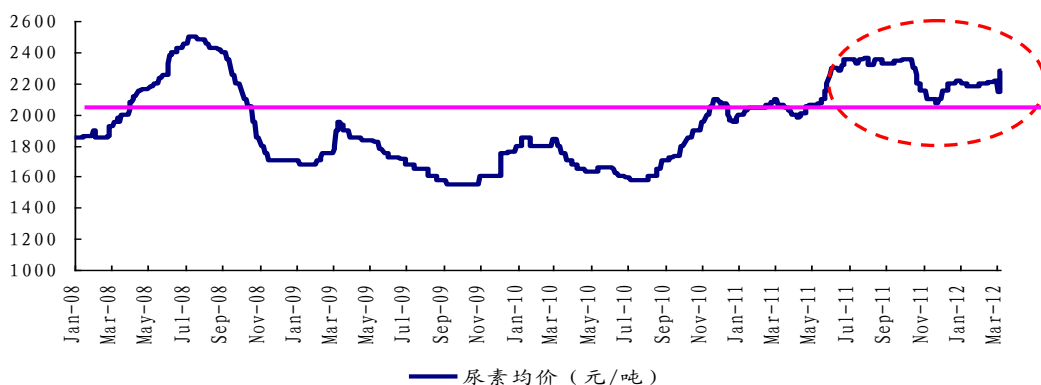


资料来源：WIND、宏源证券

二、尿素阶段性盈利，化肥业务整体减亏

由于春节后经销商补库，1 月份以来山西兰花尿素价格有所上涨，目前均价在 2150 元/吨以上，明显高于公司的盈亏平衡点，使得此项业务实现扭亏为盈，而甲醇、二甲醚产品仍可能继续亏损，因此假如目前状况可维持，预计 1 季度化肥业务实现盈亏平衡的概率较大，可较去年减亏约 1.3 亿元，对应 EPS0.23 元。在考虑其盈利仍会有波动的情况下，我们预计近 3 年可贡献 EPS 分别为 -0.43 元、-0.33 元和 -0.31 元。

从中长期来看，“十二五”期间天然气价改及出口依存度提升带来较大的提价空间，也将明显增加气头尿素的成本，且自然灾害增多，粮价也有望持续上涨，均会对公司煤头尿素价格上行提供支持，但国家可能会对尿素价格实行管制，顾及农民的切身利益，因此提价空间不可预期过高。此外，自去年以来，公司在节能降本方面也加强了管理，措施包括：1) 满负荷生产，不停工，节能降耗，对生产装备进行必要改造；2) 加速资金周转，建物资超市，抵御成本波动；3) 变子公司为分公司，在税收上获得实惠等。

图 3：近期尿素价格回升


资料来源：宏源证券

表 1：公司化肥业务盈利预测

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
尿素产量	133.17	106.4	140	140	140
尿素销量	143.22	99.07	145	145	145
尿素吨价	1589	1651	2100	2150	2250
尿素业务收入	2275.8	1635.6	3045.0	3117.5	3262.5
YOY		-28%	86%	2%	5%
其他化工业务收入	1163.6	1585.5	1902.6	2283.1	2739.8
YOY		36%	20%	20%	20%
化肥业务收入	3439.4	3221.15	4947.6	5400.6	6002.3
YOY	56.50%	-6.3%	53.6%	9.2%	11.1%
尿素吨成本	1582	1671	2000	2057	2125
其中 原料煤	783	753	990.195	1040	1092
燃料煤	165	224	257.6	263	268
电力	256	273	297	300	310
人力	72	100	115	115	115
折旧	146	146	150	150	150
其他	160	176	190	190	190
尿素业务成本	2265.7404	1655.46	2899.7	2983.3	3080.8
其他化工业务成本	1167.4596	1608.44	1997.7	2283.1	2739.8
化肥业务成本	3433.2	3263.9	4897.4	5266.4	5820.6
化肥业务毛利率	0.18%	-1.33%	1.0%	2.5%	3.0%
净利润	-285.6	-491.2	-246.7	-189.8	-178.4
贡献 EPS	-0.5	-0.86	-0.43	-0.33	-0.31

资料来源：宏源证券

三、大宁矿是稳定增量，整合矿分批投产

从产量上看，公司近几年的增长主要来自整合矿井、在建玉溪矿和亚美大宁矿，其中整合矿中 2012 年下半年兰兴和宝欣两个焦煤矿有望陆续投产，新增权益产能近 100 万吨，吨净利可能达 500 元/吨以上，随之 2013 年下半年口前和永胜两个动力煤矿陆续投产，新增权益产能 210 万吨，吨净利约 80 元/吨，而 2014 年下半年百胜、同宝两个无烟煤矿陆续投产，新增权益产能 180 万吨，吨净利在 400 元/吨，同时高盈利的玉溪矿也将建成。可见整合矿及在建矿分批投产进一步提高了公司成长的确定性和连续性。在此基础上，我们预计 2012-2014 年公司权益产量（考虑大宁矿）分别为 821 万吨、1021 万吨和 1283 万吨，年复合增速超过 20%。

表 2：公司煤炭产量预测

项目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
本部煤矿合计	600	600	600	600	600
伯方矿	200	200	200	200	200
唐安矿	160	160	160	160	160
大阳矿	150	150	150	150	150
望云矿	90	90	90	90	90
参股煤矿合计	358	140	420	450	450
亚美大宁（36%/41%）	358	140	420	450	450
在建矿合计				60	240
玉溪矿（57%）				60	240
整合技改矿合计		15	75	255	450
山阴口前煤矿		0	0	45	90
兰花焦煤（80%）			75	150	150
1、兰兴公司（80%）			30	60	60
2、宝欣煤业（55%）			45	90	90
平鲁永胜煤业			0	60	120
百盛煤业（60%）			0	0	45
同宝煤业（60%）			0	0	45
产量合计（考虑亚美大宁）	958	755	1095	1365	1740
YOY	-3.1%	-21.2%	45.0%	24.7%	27.5%
权益产量（考虑亚美大宁）	728.88	657.4	820.95	1021.2	1282.8
YOY	2.1%	-9.8%	24.9%	24.4%	25.6%

资料来源：宏源证券

表 3: 公司整合矿井基本情况

煤矿	持股比例	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (亿吨)
口前矿	100%	动力煤	7979	6450	90
永胜煤业	100%	动力煤	11000	-	120
宝欣煤业	55%	焦煤	4681	-	90
兰兴煤业	80%	焦煤	5388	-	60
百胜煤业	-	无烟煤	5517	-	90
同宝煤业	-	无烟煤	9331	-	90
合计	-	-	43896	-	540

资料来源: 公司公告、宏源证券

除此之外, 公司参股的亚美大宁矿在去年 4 季度正式复产, 2012 年产量可能达到 400 万吨以上, 综合售价在 950 元/吨左右, 预计较去年增厚 EPS 近 0.9 元, 成为业绩增长的稳定来源。此外, 未来大宁矿产量扩至 600 万吨尚存预期, 但审批及技改的进度存在不确定性。

表 4: 亚美大宁矿盈利预测

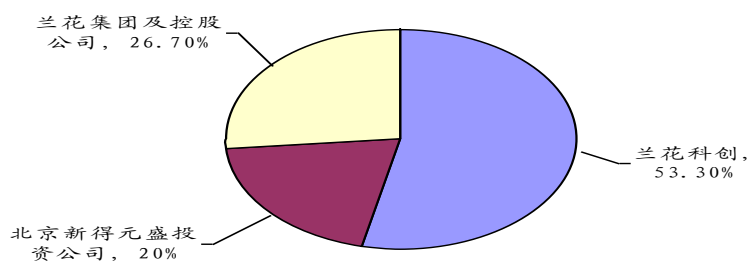
项目	2010	2011E	2012E	2011 年 1 月	2013E
亚美大宁产量 (万吨)	358	140	420	19	450
销售均价 (元/吨)		890	950	950	960
所得税率	12.5%	12.5%	25%	25%	25%
税后净利润 (亿元)	11.77	2.9	15.1	0.68	16.2
持股比例	36%	36%	41%	36%	41%
权益利润 (亿元)	4.24	1.04	6.2	0.24	6.6
贡献 EPS (元)	0.74	0.18	1.09	0.04	1.16

资料来源: 宏源证券

四、玉溪矿: 不容忽视的又一个“大宁”

公司在建矿井玉溪矿位于沁水县胡底乡玉溪村, 井田面积 29.79 平方公里, 3 号煤工业储量 2.53 亿吨, 可采储量 1.64 亿吨, 为低中灰分、中磷、低硫和特高热值优质无烟煤。该矿 2008 年 10 月获得发改委核准, 并于 08 年 11 月正式开工, 建设工期 39 个月, 规划产能 240 万吨/年, 并配套相应规模洗煤厂。目前该矿股东中兰花集团合计持股约 80%, 上市公司持股约 53.3%, 假设按照 400 元的吨净利计算, 一旦投产将新增权益利润 5.12 亿元, 贡献 EPS 约 0.9 元。我们认为, 玉溪矿与公司现有“大宁矿”资源规模相近, 盈利能力相近, 是未来不容忽视的增长点之一, 且正式投产也可能会提至 2014 年之前, 且产能提升同样有空间。

图 4：玉溪矿的股权结构



资料来源：公司公告、宏源证券

五、投资建议与估值

估值上，我们预计近 3 年公司 EPS 分别为 2.88 元、3.95 元和 4.98 元，目前对应的 PE 为 12 倍，具备估值优势。鉴于公司化肥业务继续减亏，整合矿及在建矿分批投产使得成长连续性及确定性更佳，以及大宁矿复产稳定业绩增长，1 季度业绩有超市场预期概率加大，且在监管层鼓励分红政策下，也具备高送转的预期，继续维持“买入”评级，6 个月目标价 57 元。

六、风险提示

- 1) 经济“硬着陆”，无烟煤价调整超出预期
- 2) 整合矿、玉溪矿建设进度慢于预期
- 3) 尿素价格大幅调整，化肥业务亏损加大
- 4) 无烟煤前期涨幅过大抑制上涨空间

财务报表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5811.57	7816.47	8681.38	11277.32
减: 营业成本	3222.14	4292.81	4760.95	5970.55
营业税金及附加	78.06	117.25	130.22	169.16
营业费用	208.84	218.86	251.76	360.87
管理费用	590.55	805.10	894.18	1296.89
财务费用	155.35	205.07	170.69	210.55
资产减值损失	39.47	35.00	35.00	35.00
加: 投资收益	364.10	112.00	492.00	605.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1881.27	2254.39	2930.58	3839.30
加: 其他非经营损益	-167.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	1714.21	2254.39	2930.58	3839.30
减: 所得税	476.00	685.56	780.35	1132.00
净利润	1238.21	1568.82	2150.23	2707.29
减: 少数股东损益	-76.02	-78.44	-107.51	-135.36
归属母公司股东净利润	1314.23	1647.26	2257.75	2842.66
EPS	2.301	2.884	3.953	4.977
PE	-	16-	12	9

资料来源: 宏源证券

资产负债表 (单位: 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1986.83	2970.26	3298.93	4307.08
应收和预付款项	1874.19	2315.26	2430.19	3157.38
存货	719.55	760.73	853.15	1072.84
其他流动资产	1.40	1.40	1.40	1.40
长期股权投资	1099.32	1211.32	1703.32	2308.32
投资性房地产	18.66	20.95	19.15	19.05
固定资产和在建工程	5467.34	5328.39	5333.14	5330.59
无形资产和开发支出	1997.40	2002.73	2025.17	2043.31
其他非流动资产	16.09	14.55	13.00	16.50
资产总计	13180.78	14625.60	15677.45	18256.47
短期借款	1579.18	1372.63	281.10	0.00
应付和预收款项	2637.10	2850.29	3134.92	3748.66
长期借款	1511.92	1566.92	1666.92	1698.92
其他负债	335.03	435.03	435.03	435.03
负债合计	6063.23	6224.87	5517.97	5882.62
股本	571.20	571.20	571.20	571.20
资本公积	739.82	739.82	739.82	739.82
留存收益	5233.47	6595.10	8461.36	10811.10

归属母公司股东权益	6544.49	7906.12	9772.38	12122.12
少数股东权益	573.05	494.61	387.10	251.73
股东权益合计	7117.55	8400.73	10159.48	12373.86
负债和股东权益合计	13180.78	14625.60	15677.45	18256.47
现金流量表				
经营性现金净流量	1313.27	2428.89	2937.20	3041.01
投资性现金净流量	-425.74	-897.00	-1159.00	-1272.00
筹资性现金净流量	34.02	-548.46	-1449.53	-760.85
现金流量净额	921.55	983.43	328.67	1008.16

资料来源：宏源证券

分析师简介:

王京乐: 煤炭行业研究员，东北财经大学金融学硕士，2 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：盘江股份、潞安环能、神火股份、山煤国际、永泰能源、平庄能源、昊华能源、兰花科创等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。