

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: 44.84元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2380.85
总股本(百万)	571
流通股本(百万)	571
流通市值(亿)	256
EPS	2.91
每股净资产(元)	13.93
资产负债率	42.61%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兰花科创	-5.24	18.04	13.44
采掘	-3.94	6.49	-8.73
沪深300指数	-3.11	8.37	-4.22

**相关报告**

兰花科创 - 权益产量未来三年将翻番, 业绩快速成长可期 2011-12-25

兰花科创**600123****强烈推荐****业绩符合预期, 未来三年公司仍将继续快速增长**

事件: 兰花科创公布 2011 年年报及 2012 年一季报。公司 2011 实现了原煤产量 601.28 万吨 (+0.05%) , 营业收入 76.08 亿元 (+30.91%) , 归属于母公司的净利润为 16.63 亿元 (+26.51%) 。实现每股收益 2.91 元, 每 10 股拟派现 6 元, 并转增 5 股、送 5 股。2012 年一季度公司实现营业收入 21.34 亿元 (+22.4%) , 归属母公司的净利润为 5.13 亿元 (+52.05%) , 实现每股收益 0.90 元。

投资要点:

- **煤炭业务和化肥业务盈利提升促公司 2011 年业绩符合预期。**公司 2011 年综合煤价为 832 元/吨 (+17.5%) , 吨煤成本为 225 元/吨 (-18.3%) , 受益于煤价上涨与生产成本下降, 2011 年公司煤炭业务毛利率上升至 73%。化肥业务方面, 受益于尿素价格的上涨, 公司化肥业务毛利率上升为 3.6% (2010 年为 -1.3%) , 同比减亏约 2.5 亿元左右。在煤炭和化肥的双重推动下, 公司年度业绩符合我们预期的 2.89 元。
- **亚美大宁矿复产促 2012 年一季度业绩高增长。**公司亚美大宁矿一季度贡献投资收益约 1.35 亿元 (2010Q1 为 -0.35 亿元) , 折合每股收益约 0.18 元, 在亚美大宁矿复产的促进下, 公司 2012 一季度实现 EPS 为 0.90 元, 同比增长 52.05%。
- **未来三年公司业绩在亚美大宁矿复产、整合矿和在建玉溪矿逐步投产的促进下, 仍有希望维持快速增长。**2012 年亚美大宁预计产量为 440 万吨左右, 贡献投资收益 6.3 亿元, 对应 EPS 为 0.83 元, 这也是公司 2012 年增长的主要来源。而公司在临汾、朔州和晋城整合的 540 万吨产能目前处于技改阶段, 预计将在未来两三年逐步复产, 在建的玉溪矿 (300 万吨) 也预计将在 2014 年投产, 整合矿和在建玉溪矿的逐步投产将保障公司未来两三年内原煤产量和经营业绩的持续快速增长。
- **20 万吨己内酰胺项目对公司未来业绩短期影响有限, 但随着全国在建产能的逐步释放, 行业景气度可能下行, 从而使得项目未来投产后的盈利能力存在一定不确定性。**公司公告拟投资 45 亿元建设 20 万吨己内酰胺项目, 建设期预计为 2 年。由于项目建设期的贷款利息会部分资本化, 因此预计短期内该项目对公司的业绩影响有限。不过 2011 年全国己内酰胺表观消费量为 116.1 万吨, 而目前国内主要的己内酰胺在建产能总计为 153.5 万吨, 且均将在 2014 年左右投产, 因此公司项目若投产后将可能面临较大的市场竞争, 产品盈利能力亦存在一定的不确定性。
- **维持对公司“强烈推荐”的投资评级。**尽管己内酰胺项目在未来的盈利能力存在一定的不确定性, 不过该项目尚需两年才投产, 建设期内对公司业绩的影响有限, 同时亚美大宁复产、整合矿及在建玉溪矿的投产将促公司权益产量在未来三年翻番, 公司业绩亦将随之快速增长, 因此我们仍维持对公司的“强烈推荐”评级, 预计 2012~2014 年公司 EPS 为 3.85 元、4.94 元和 6.35 元。

风险提示:

- 整合在建矿产能释放低于预期; 化肥业务盈利下滑; 己内酰胺项目的建设影响业绩。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7608	8100	9962	12139
收入同比(%)	31%	6%	23%	22%
归属母公司净利润	1663	2197	2821	3627
净利润同比(%)	27%	32%	28%	29%
毛利率(%)	46.4%	45.5%	48.4%	50.3%
ROE(%)	20.9%	21.6%	22.2%	22.6%
每股收益(元)	2.91	3.85	4.94	6.35
P/E	15.40	11.66	9.08	7.06
P/B	3.22	2.52	2.02	1.60
EV/EBITDA	9	7	6	4

资料来源: 中投证券研究所

亚美大宁矿复产是公司 2012 年业绩增长的主要来源。预计亚美大宁矿 2012 年可实现产量 440 万吨，按吨煤净利 400 元/吨计算，预计可为公司带来投资收益 7.22 亿元，对应 EPS 贡献为 0.83 元。

表 1 亚美大宁将是公司今年业绩的主要增长来源

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
大宁矿产量（万吨）	347	120	440	440	600
吨煤净利（元/吨）	302	400	400	450	500
亚美大宁净利润（亿元）	10.47	1.66	17.60	19.80	30.00
亚美大宁投资收益(亿元)	3.77	0.60	6.34	8.12	12.30
净利润贡献(亿元)	2.83	1.08	4.75	6.09	9.23
EPS 贡献(元)	0.49	0.19	0.83	1.07	1.62
EPS 贡献增量(元)	-0.06	-0.31	0.64	0.23	0.55

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)

公司在临汾、朔州和晋城整合了六个煤矿，总产能为 540 万吨，矿井目前均处于技改阶段，预计将在未来两三年内复产。同时，300 万吨产能的玉溪矿目前处于基建阶段，预计将在 2014 年投产，该矿煤质佳，投产后将可能会是另一个亚美大宁矿。公司整合矿和在建玉溪矿的投产将保障公司煤炭权益产量和业绩在未来两三年内的快速增长。

表 2 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		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 年和 2014 年主要来源于整合矿和在建玉溪矿的逐步投产，公司业绩也将随权益产量翻番而实现快速增长。

表 3 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	2011	2012E	2013E	2014E
本部主力矿		570	553	569	570	570	570
伯方矿	100%	180	200	200	200	200	200
望云矿	100%	90	72	70	70	70	70
唐安矿	100%	150	165	165	165	165	165
大阳矿	100%	150	116	134	135	135	135
参股矿井		400	347	120	440	440	600

亚美大宁煤矿	36%	400	347	120	440	440	600
整合矿井		540	48	32	50	240	450
兰花焦煤公司	80%						
宝欣煤业	55%	90	10	8	15	60	90
兰兴煤业*		60	8	8	15	40	60
永胜煤业	100%	120	15	8	10	60	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	635	762	925	1275	
权益产量同比				-11.3%	19.9%	21.4%	37.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司公告拟投资 45 亿元用于建设 20 万吨己内酰胺项目。己内酰胺 (CPL) 是一种重要的化工原料，作为聚合单体用于生产聚酰胺，主要用于生产锦纶、尼龙树脂和薄膜，广泛应用于纺织、汽车、电子、机械、医药等领域。由于己内酰胺的技术难度较高，目前国内产量较少，主要依靠国外进口，对外依存度一直较高。

表 4 中国己内酰胺产量及进口量、出口量一览

年份	产量(万吨)	进口量(万吨)	出口量(万吨)	表观消费量(万吨)	对外依存度
2004	22.8	44.9	0.0	67.7	66%
2005	21.1	49.3	0.2	70.3	70%
2006	29.1	44.5	0.0	73.6	60%
2007	30.2	47.1	0.0	77.3	61%
2008	29.0	45.0	0.2	73.8	61%
2009	33.7	60.1	0.1	93.7	64%
2010	49.4	63.1	0.1	112.4	56%
2011	53.6	63.3	0.8	116.1	55%

资料来源：中纤网、中投证券研究所

目前由于国内己内酰胺的产量较少，主要依靠进口，己内酰胺的售价也维持在较高位置，吨产品净利高达 3000~4000 元/吨。在巨大利润驱使下，国内在建己内酰胺的产能也逐渐扩张，目前国内主要的己内酰胺在建产能已达到 153.5 万吨，且均将在 2014 年左右投产。

表 5 国内主要在建的己内酰胺产能一览

公司	产能(万吨)	备注
巴陵石化	10	扩建，计划于 2012 年投产
中石化浙江恒逸	20	计划于 2012 年上半年投产
山东海力	10	预计 2013 年建成
湖北枝江三宁化工	10	预计 2013 年建成
中石化福建	20	预计 2013 年建成
中石化海南	20	预计 2013 年建成

南京帝斯曼	20	扩建, 预计 2013 年建成
浙江巨化	3.5	扩建, 预计 2013 年建成
鲁西化工	20	预计 2014 年建成
中石化茂名	20	预计 2014 年建成
总计	153.5	

资料来源：中投证券研究所

由于国内主要的己内酰胺在建产能都将在 2014 年左右集中释放产能，因此预计公司己内酰胺项目未来若投产后，将可能面临较激烈的市场竞争，产品盈利能力也将面临一定的不确定性。不过，该项目尚需两年的建设期，而项目建设期的贷款利息会部分资本化，因此预计短期内该项目对公司业绩的影响有限。

由于己内酰胺项目短期对公司业绩影响有限，同时，亚美大宁复产、整合矿及在建玉溪矿的投产将促公司权益产量在未来三年翻番，公司业绩亦将随之快速增长，因此我们仍维持对公司的“强烈推荐”评级，预计 2012~2014 年公司 EPS 为 3.85 元、4.94 元和 6.35 元。

表 6 兰花科创煤炭产量预测 (单位: 万吨)

	2011	2012E	2013E	2014E
本部主力矿总计	569	570	570	570
整合矿井总计	32	50	240	450
煤炭产量总计	601	620	810	1020

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 兰花科创未来三年收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
煤炭业务				
煤炭产量 (万吨)	601	620	810	1020
煤炭销量 (万吨)	531	558	729	918
综合煤价 (元/吨)	832	840	880	920
吨煤成本 (元/吨)	225	240	270	300
煤炭业务收入 (亿元)	44	47	64	84
煤炭业务成本 (亿元)	12	13	20	28
煤炭业务毛利率	72.99%	71.43%	69.32%	67.39%
亚美大宁投资收益				
大宁煤矿产量	120	440	440	600
吨煤净利	400	400	450	500
亚美大宁净利润	2	18	20	30
亚美大宁投资收益	1	6	8	12
化肥业务				
营业收入 (亿元)	49	52	54	57
营业成本 (亿元)	47	49	52	54
化肥业务毛利率	3.57%	4.03%	4.49%	4.94%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 兰花科创未来三年盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7608	8100	9962	12139
营业成本	4076	4411	5138	6032
营业税金及附加	98	109	133	163
营业费用	222	243	299	364
管理费用	807	891	1146	1457
财务费用	140	214	194	172
资产减值损失	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	634	812	1230
营业利润	2258	2866	3864	5182
营业外收入	41	31	0	0
营业外支出	187	44	0	0
利润总额	2112	2853	3864	5182
所得税	545	713	966	1295
净利润	1568	2140	2898	3886
少数股东损益	-95	-57	77	259
归属于母公司净利润	1663	2197	2821	3627
EBITDA	2893	3612	4760	6231
EPS (元)	2.91	3.85	4.94	6.35

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	6098	7228	8528	12091
应收账款	2063	2971	3385	5900
其他应收款	15	23	28	34
预付账款	1134	1179	1449	1766
存货	388	441	514	603
其他流动资产	947	994	1158	1360
非流动资产				
长期投资	1550	1621	1993	2429
固定资产	9089	10124	11988	12678
无形资产	1182	1181	1181	1181
其他非流动资产	4634	5459	7149	7692
资产总计	1898	1881	1864	1847
流动负债				
短期借款	1375	1602	1794	1958
应付账款	1676	1400	1400	1400
其他流动负债	1036	1147	1336	1568
非流动负债				
长期借款	2795	2987	3349	3770
其他非流动负债	965	963	963	963
负债合计	803	803	803	803
少数股东权益	15187	17352	20516	24769
股本	162	160	160	160
资本公积	642	642	642	642
留存收益	6170	8367	10902	14244
归属母公司股东权益	7958	10154	12689	16031
负债和股东权益	758	701	778	1037

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1175	2360	2649	3309
净利润	1568	2140	2898	3886
折旧摊销	496	532	703	877
财务费用	140	214	194	172
投资损失	-53	-634	-812	-1230
营运资金变动	-1124	112	-336	-400
其他经营现金流	148	-4	2	4
投资活动现金流	-796	-929	-1756	-337
资本支出	680	1550	2550	1550
长期投资	-109	-1	-1	-1
其他投资现金流	-225	619	794	1212
筹资活动现金流	-663	-523	-479	-457
短期借款	97	-276	0	0
长期借款	-709	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-98	0	0	0
其他筹资现金流	47	-247	-479	-457
现金净增加额	-285	908	414	2515

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	7608	8100	9962	12139
营业成本	4076	4411	5138	6032
营业税金及附加	98	109	133	163
营业费用	222	243	299	364
管理费用	807	891	1146	1457
财务费用	140	214	194	172
资产减值损失	59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	634	812	1230
营业利润	2258	2866	3864	5182
营业外收入	41	31	0	0
营业外支出	187	44	0	0
利润总额	2112	2853	3864	5182
所得税	545	713	966	1295
净利润	1568	2140	2898	3886
少数股东损益	-95	-57	77	259
归属母公司净利润	1663	2197	2821	3627
EBITDA	2893	3612	4760	6231
EPS (元)	2.91	3.85	4.94	6.35

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	6.5%	23.0%	21.9%
营业利润	20.0%	26.9%	34.8%	34.1%
归属于母公司净利润	26.5%	32.1%	28.4%	28.6%
获利能力				
毛利率	46.4%	45.5%	48.4%	50.3%
净利率	21.9%	27.1%	28.3%	29.9%
ROE	20.9%	21.6%	22.2%	22.6%
ROIC	20.6%	24.2%	25.9%	31.4%
偿债能力				
资产负债率	42.6%	37.4%	34.4%	31.1%
净负债比率	48.08	43.15%	39.77	36.40%
流动比率	1.11	1.31	1.40	1.79
速动比率	0.93	1.12	1.21	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.50	0.53	0.54
应收账款周转率	513	401	368	366
应付账款周转率	4.17	4.04	4.14	4.15
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.91	3.85	4.94	6.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.06	4.13	4.64	5.79
每股净资产(最新摊薄)	13.93	17.78	22.22	28.07
估值比率				
P/E	15.40	11.66	9.08	7.06
P/B	3.22	2.52	2.02	1.60
EV/EBITDA	9	7	6	4

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.china-invs.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