

兰花科创

2012年11月09日

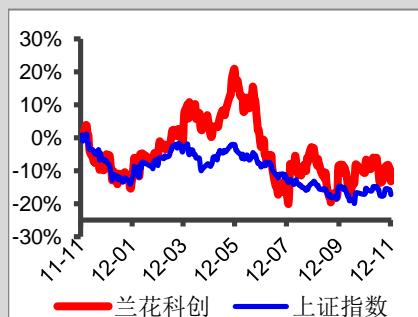
投资评级：增持（首次）

目标价格（未来半年）：21.00元

市场数据：2012年11月08日

收盘价（元）	18.61
一年内最高/最低（元）	25.95/17.02
市盈率	10.71
市净率	2.3
总股本/流通A股（百万）	11.42/11.42
A股市值（亿元）	212.60

一年内股价与大盘对比走势



分析师：田渭东

证书编号：S0790512030001

联系人：马小龙

邮箱：maxiaolong@kysec.cn地址：西安市高新区锦业路1号
都市之门B座5层

电话：(029) 88447618

开源证券有限责任公司

<http://www.kysec.cn>兰花科创（600123）：
煤炭产能高增长带来业绩稳定增长

● 公司煤质好，盈利能力高

■公司无烟煤煤质好：公司地处山西晋城地区无烟煤腹地，该地区无烟煤煤质优良，煤层较厚，煤质稳定，具有三高两低一适中——发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰低硫、可磨指数适中，属于稀缺煤种。同时，公司煤炭地质条件简单，易开采，成本相对较低。

■较高的煤质和较低的成本保证了公司明显高于行业的盈利能力，公司2011年煤炭业务毛利率72.99%，2012年上半年煤炭业务毛利率70.79%，远高于行业业内其他上市公司。

● 公司今后几年煤炭产量增长迅速

■公司煤炭储备丰富：公司地处山西省晋城市沁水煤田腹地，该地区是全国最大的无烟煤储地之一。目前，公司拥有矿井面积达157.50平方公里，可采储量8.31亿吨，其中无烟煤6.60亿吨、动力煤1.36亿吨、焦煤0.36亿吨。

■到2015年煤炭产能接近翻番：公司现有煤炭产能约570万吨，都是盈利能力较高的无烟煤。公司控制的在建和整合矿产能合计约780万吨，复合增长率约24%。增产的有优质无烟煤和炼焦煤，以及部分动力煤。另外公司持股36%的大宁煤矿400万吨产能，每年投资收益约5.7亿元。

● 化肥业务随着化肥价格上涨，公司化肥业务扭亏，同时煤炭价格的下降提升化肥毛利率。己内酰胺项目约三年后投产，目前不能看清未来情况。

● 首次给予公司“增持”评级：我们预计公司2012-2014年归属于上市公司股东净利润分别为19.26亿元、19.6亿元和27.4亿元，每股收益分别为1.69元、1.72元和2.4元，对应当前股价市盈率分别为11.01倍、10.82倍和7.8倍，给予公司“增持”评级。

● 风险提示：尿素价格回落，煤炭价格继续下调。

● 财务和估值摘要

(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	7,607.96	7,334.26	7,699.62	9,587.47
增长(%)	30.91%	-3.60%	4.98%	24.52%
净利润	1,662.63	1,925.89	1,960.11	2,743.93
增长(%)	26.51%	15.83%	1.78%	39.99%
毛利率	59.39%	49.08%	52.34%	52.54%
净利率	21.85%	26.26%	25.46%	28.62%
每股收益	1.46	1.69	1.72	2.40

目录

1、公司基本情况.....	3
2、我国无烟煤行业长期向好.....	4
3、公司煤质好，盈利能力高.....	5
4、公司今后几年煤炭产量增长迅速.....	6
5、化肥业务.....	8
6、己内酰胺项目.....	8
7、财务及估值.....	8

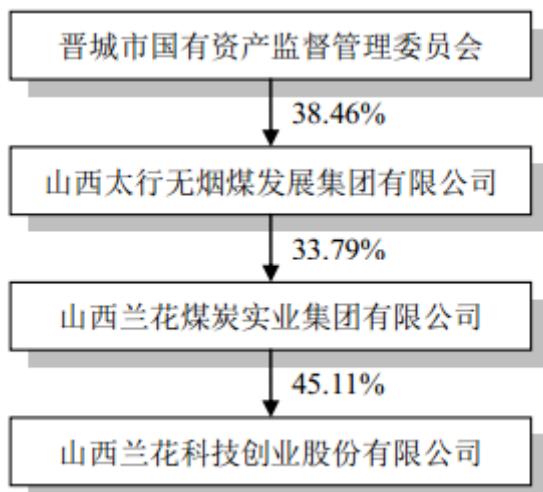
图表目录

图表 1 公司股权结构.....	3
图表 2 公司收入结构.....	3
图表 3 公司利润结构.....	3
图表 4 全国无烟煤才产量.....	4
图表 5 尿素产量.....	4
图表 6 天然气价格.....	5
图表 7 无烟煤进出口.....	5
图表 8 无烟煤价格与天然气价格.....	5
图表 9 煤炭上市公司 2011 和 2012 上半年煤炭业务毛利率情况.....	6
图表 10 公司煤炭业务毛利率.....	6
图表 11 已有煤矿及产能:	7
图表 12 公司煤炭产能将快速增长:	7
图表 13 公司煤矿及产量情况预测.....	7
图表 14 公司化肥业务毛利率.....	8
图表 15 尿素价格走势.....	8
图表 16 公司利润表预测:	9

1、公司基本情况

股权结构: 公司控股股东为山西兰花煤炭实业集团有限公司，兰花集团为本公司第一大股东，占公司总股份的44.11%。另外，兰花集团将其持有的发行人股份1,142.40万股，作为担保证券存入西南证券客户信用交易担保证券账户开展融资业务，占公司总股份的1.00%。公司的实际控制人是晋城市国有资产监督管理委员会。

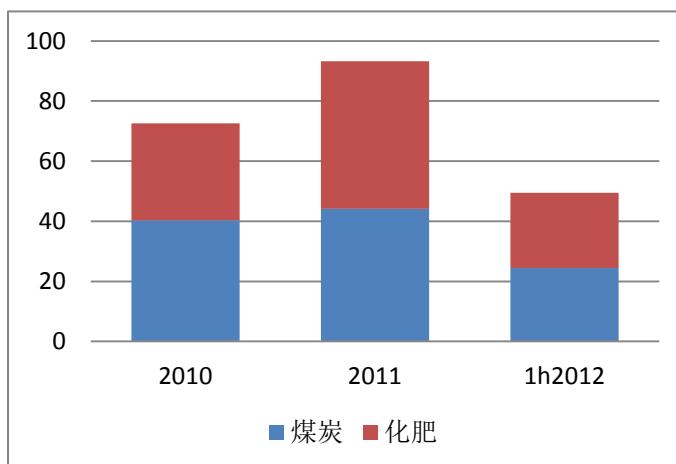
图表 1 公司股权结构



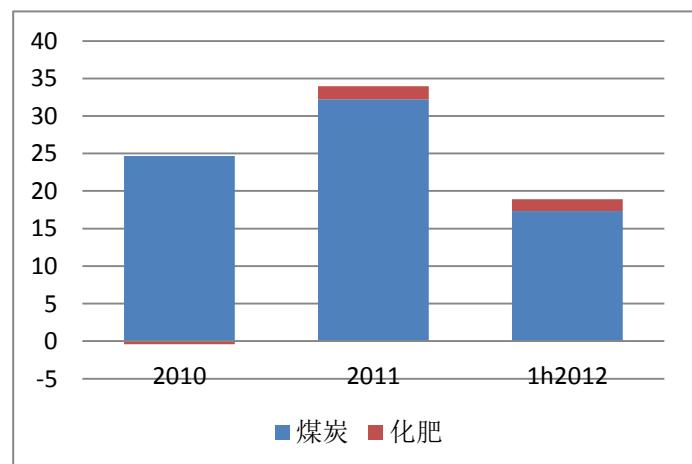
数据来源：公司公告，开源证券研究所

主营业务: 公司主营业务有煤炭的开采和销售，煤化工产品的生产和销售。2012年上半年煤炭和化肥业务收入分别为24.46亿元和25.01亿元，占比分别是49.44%和50.56%，毛利分别为17.32亿元和1.6亿元，分别占91.54%和8.46%，煤炭业务是公司主要的利润来源。

图表 2 公司收入结构



图表 3 公司利润结构



数据来源：公司公告，开源证券研究所

数据来源：公司公告，开源证券研究所

2、我国无烟煤行业长期向好

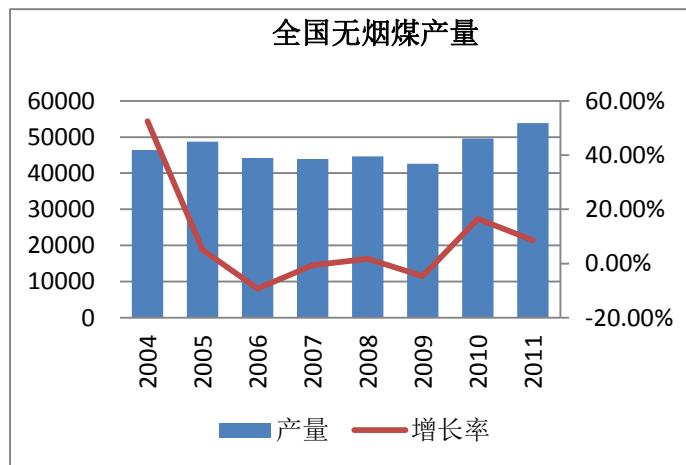
无烟煤为煤化程度最深的煤，含碳量最多，灰分不多，水分较少，发热量很高，可达 $25000\sim32500\text{ kJ/kg}$ ，挥发分释出温度较高。我国无烟煤总的储量较低，产量增长缓慢有限，这也是制约无烟煤行业景气度的关键因素。

无烟煤储量低：中国无烟煤预测储量为4740亿吨，占全国煤炭总资源量的10%，年产2亿吨。储量主要分布在山西、贵州、河南、四川等省，其中，山西省占32%，河南省占18%，贵州省占11%，山西省在资源储量、预测储量、总资源储量上均居全国首位。中国有六大无烟煤基地：北京京煤集团，晋城煤业集团，焦作煤业集团，河南永城矿区，神华宁煤集团，阳泉煤业集团。

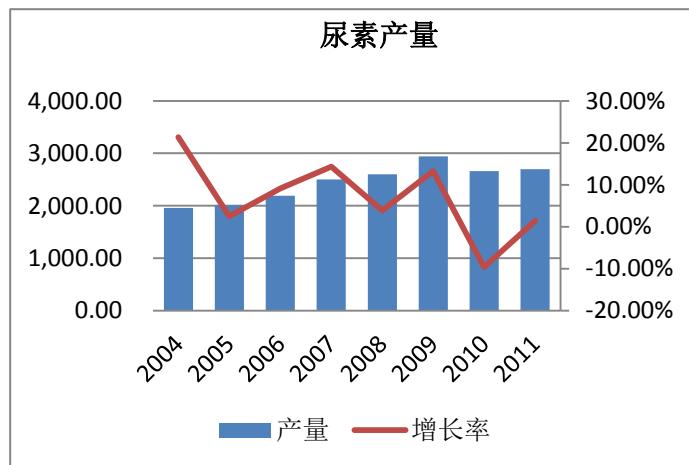
中国无烟煤主要供应化肥工业，中国最适合化肥使用的无烟煤产于晋城、宁夏、焦作、阳泉等四矿区。晋东矿区（包括阳泉矿区、晋城矿区）是全国无烟煤储量最集中的地区，占山西省无烟煤储量的65%，占全国无烟煤储量的26%，资源数量优势明显。地域的相对集中使得无烟煤市场呈现一定的垄断特征。

我国无烟煤产量增长缓慢：我国无烟煤产量增长较慢，2011年预估产量在5.39亿吨左右，同比增长8.6%。2004-2011年产量复合增长率约为2.17%，低于原煤7.56%的增速。

图表 4 全国无烟煤产量



图表 5 尿素产量



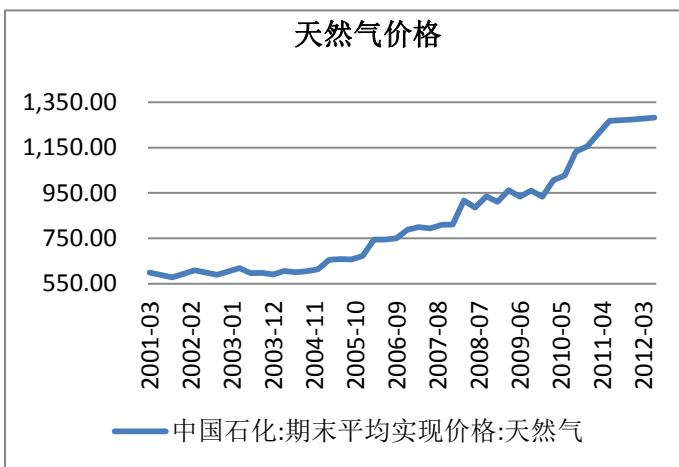
数据来源：中国煤炭资源网，开源证券研究所

数据来源：wind资讯，开源证券研究所

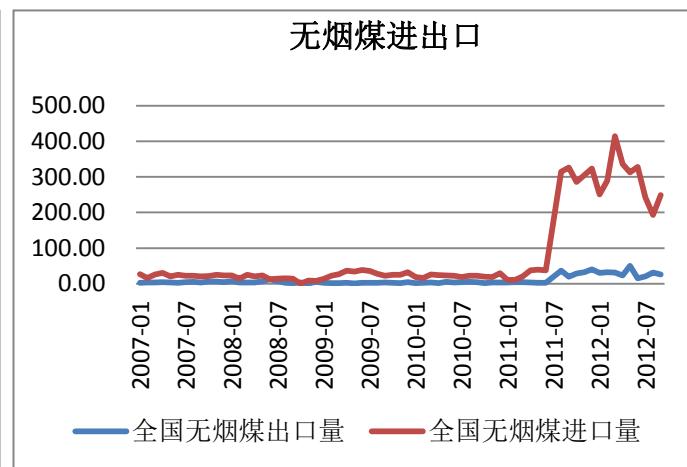
尿素产量增长快于无烟煤增长：2011年全国尿素产量2,696.98万吨，同比增长1.42%。2004-2011年复合增长率4.69%，略高于无烟煤产量2.17%复合增长率。

天然气价格上涨显现出煤头成本优势：尿素生产原料主要有天然气和煤炭，原材料价格的高低和供应状况对尿素生产成本有明显影响。在目前阶段，由于石油和天然气价格的迅速上涨，以煤为原料显现出成本优势，许多以天然气为原料的尿素生产企业纷纷开展“煤代气”改造工作。

图表 6 天然气价格



图表 7 无烟煤进出口

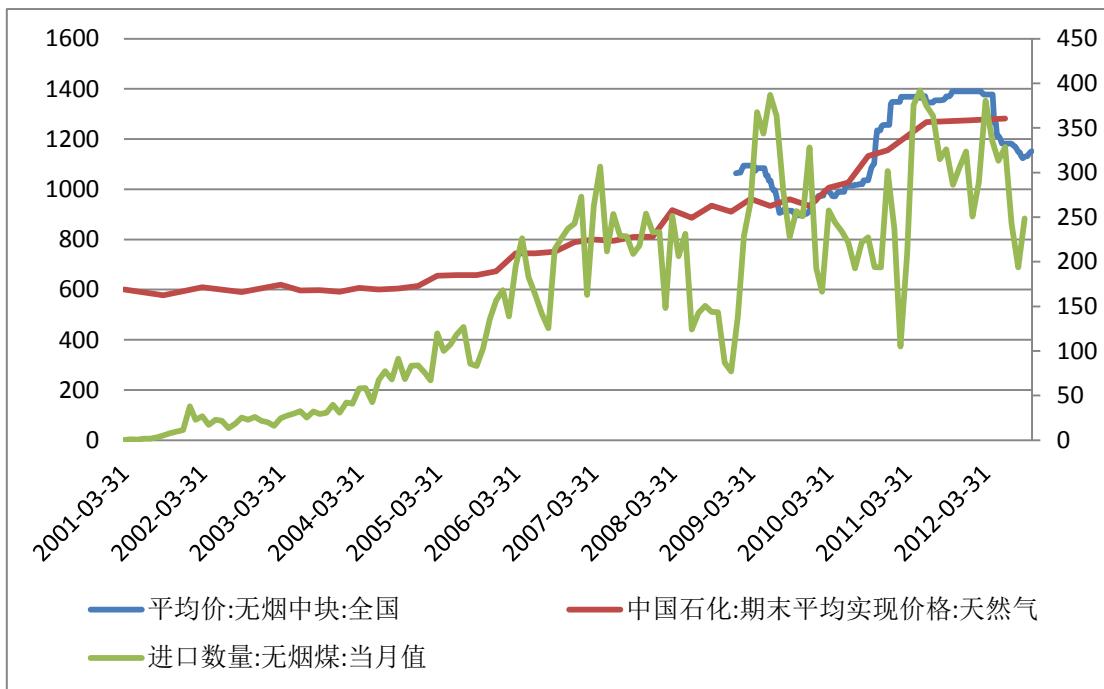


数据来源: wind资讯, 开源证券研究所

数据来源: wind资讯, 开源证券研究所

无烟煤进口量持续增加反应国内需求: 我们分析认为, 天然气价格的上涨使得气头尿素转向煤头, 无烟煤需求增加。无烟煤需求的增加一方面导致无烟煤进口量大增, 一方面是国内无烟煤价格的上涨。

图表 8 无烟煤价格与天然气价格



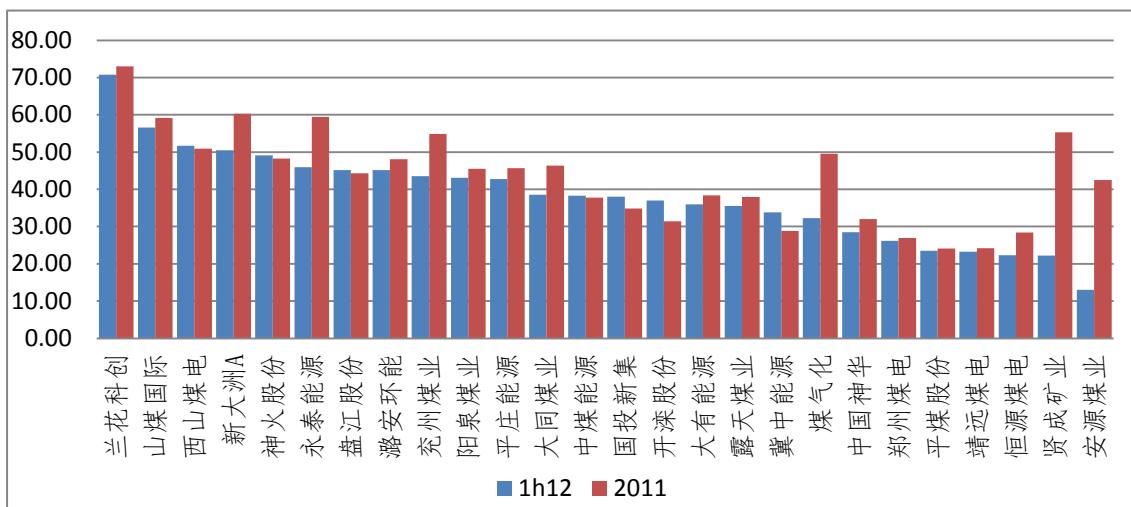
数据来源: wind资讯, 开源证券研究所

3、公司煤质好, 盈利能力高

公司无烟煤煤质好: 公司地处山西晋城地区无烟煤腹地, 该地区无烟煤煤质优良, 煤层较厚, 煤质稳定, 具有三高两低一适中——发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰低硫、可磨指数适中, 属于稀缺煤种。同时, 公司煤炭地质条件简单, 易开采, 成本相对较低。

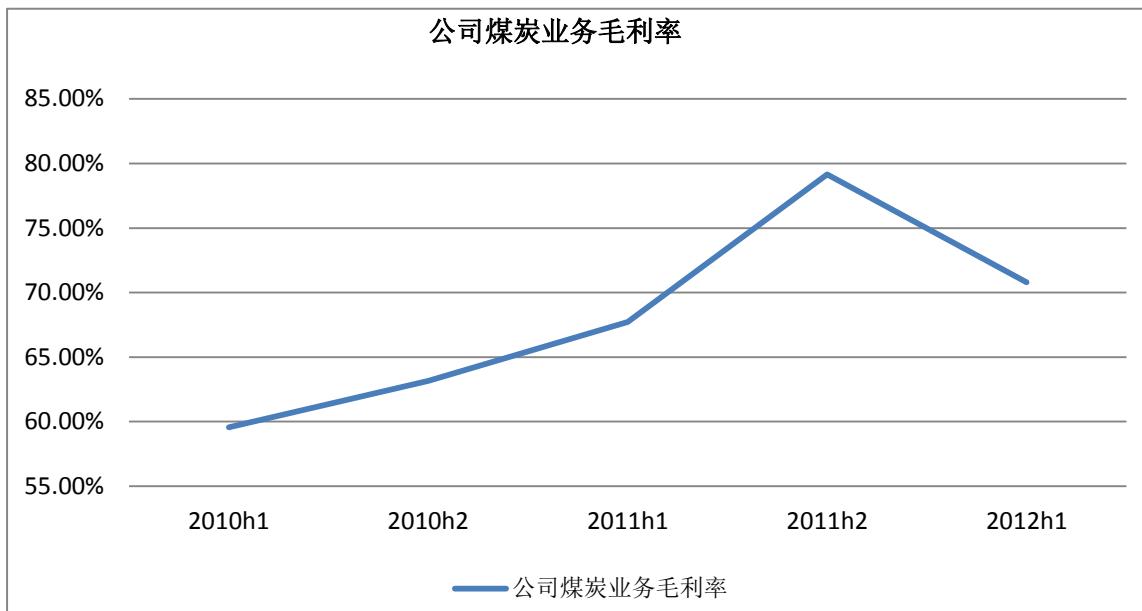
较高的煤质和较低的成本保证了公司明显高于行业的盈利能力，公司2011年煤炭业务毛利率72.99%，2012年上半年煤炭业务毛利率70.79%，远高于行业业内其他上市公司。

图表 9 煤炭上市公司 2011 和 2012 上半年煤炭业务毛利率情况



数据来源：上市公司公告，开源证券研究所

图表 10 公司煤炭业务毛利率



数据来源：公司公告，开源证券研究所

4、公司今后几年煤炭产量增长迅速

公司煤炭储备丰富：公司地处山西省晋城市沁水煤田腹地，该地区是全国最大的无烟煤储地之一。目前，公司拥有矿井面积达157.50平方公里，可采储量8.31亿吨，其中无烟煤6.60亿吨、动力煤1.36亿吨、焦煤0.36亿吨。

到2015年煤炭产能接近翻番：到2015年煤炭产能接近翻番：公司现有煤炭产能约570万吨，都是盈利能力较高的无烟煤。公司控制的在建和整合矿产能合计约780万吨，复合增长率约24%。增产的有优质无烟煤和炼焦煤，以及部分动力煤。另外公司持股36%的大宁煤矿400万吨产能，每年投资收益约5.7亿元。

近期收购煤炭增强公司成长性：公司11月2日发布公告，收购兰花集团控股子公司东峰煤矿资源整合矿井芦河煤业51%的股权、兰花集团莒山煤矿资源整合矿井沁裕煤矿有限公司53.2%的股权。两个矿井都是无烟煤，合计保有储量11812万吨，核定产能180万吨，权益保有储量6125万吨，权益产能94万吨。两矿井都是整合矿井，建设进度可能较慢。

图表 11 已有煤矿及产能：

煤矿	可采储量(亿吨)	煤种	设计产能
伯方煤矿	1.78	无烟煤	180
唐安煤矿	1.16	无烟煤	150
大阳煤矿	0.88	无烟煤	150
望云煤矿	0.59	无烟煤	90
已有权益产能	3.68		570

数据来源：公司公告，开源证券研究所

图表 12 公司煤炭产能将快速增长：

煤矿名称	可采储量（万吨）	煤种	权益比 (%)	设计产能	预计投产时间
兰兴煤矿	766	主焦煤	60.00%	60	2012年
宝欣煤业	2785	主焦煤	44%	90	2012年
口前煤业	3626	动力煤	100%	90	2013年
永胜煤业	9938	动力煤	100%	120	2014年
玉溪煤矿	1.64	无烟煤	57.31%	240	2014年
同宝煤矿		无烟煤	51%	90	2014年
百盛煤业		无烟煤	51%	90	2014年
新增产能总量				870	
增加权益产能				605	

数据来源：公司公告，开源证券研究所

我们预测2012-2015年公司煤炭产量分别为620万吨、810万吨、1140万吨、1440万吨，同比分别增长3.33%、30.65%、40.74%、26.32%，复合增长率19.14%。

图表 13 公司煤矿及产量情况预测

已有煤矿	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
伯方煤矿	180	180	180	180	180
唐安煤矿	150	150	150	150	150
大阳煤矿	150	150	150	150	150
望云煤矿	90	90	90	90	90
新建和兼并矿井					
兰兴煤矿		15	60	60	60

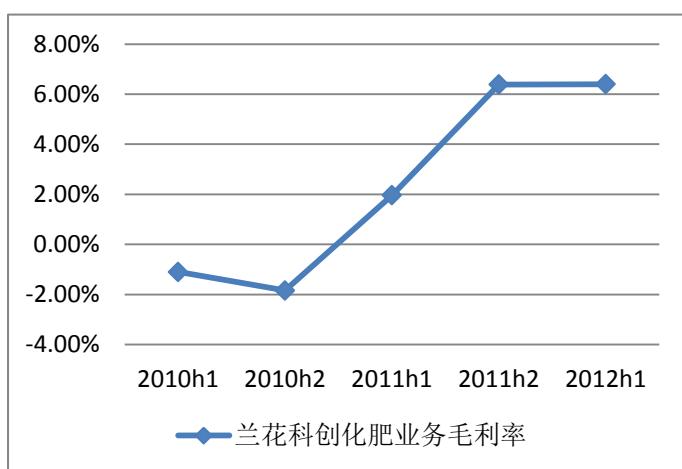
宝欣煤业	20	40	90	90
口前煤业		45	90	90
永胜煤业			60	120
玉溪煤矿			120	240
同宝煤矿			45	90
百盛煤业			45	90
总产能	570	605	715	1080
				1350

数据来源：公司公告，开源证券研究所

5、化肥业务

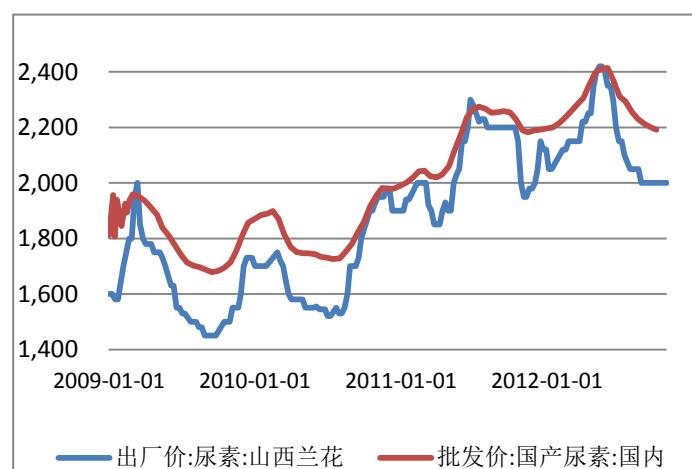
化肥价格上涨，公司化肥业务扭亏：随着尿素价格的上涨，2011年公司化肥业务实现扭亏，毛利率3.58%，2012年上半年毛利率持续提升至6.4%。

图表 14 公司化肥业务毛利率



数据来源：公司公告，开源证券研究所

图表 15 尿素价格走势



数据来源：wind资讯，开源证券研究所

煤价下降提升化肥毛利率：煤炭价格下降带来煤炭业务收入和毛利率的降低，但同时也压低了化肥业务的成本。化肥收入占公司总收入的半壁江山，2012年上半年化肥业务收入25.01亿元，占总收入50.56%，今年化肥业务毛利率的提高也在一定程度上提升公司业绩。

6、己内酰胺项目

己内酰胺目前进口依赖度较高，存在进口替代的需要和过程，但国内扩产较快，预计短期盈利较好，但三五年后己内酰胺前景不明。公司投资45亿元建设的己内酰胺一期工程产能10万吨，预计2015年建成，前景难以判断。

7、财务及估值

我们认为，公司盈利能力强，内生成长性好：公司煤炭煤质优良盈利能力强，今后几年煤炭产量增长较快，将带来公司煤炭业务收入的快速增长。且煤炭业务贡献公司绝大部分利润，公司成长性好。化肥业务我们认为走过盈利低点，将来将持续盈利，贡献部分业绩。

图表 16 公司利润表预测：

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	7,607.96	7,334.26	7,699.62	9,587.47
主营业务成本	5,402.43	5,417.19	5,660.22	6,555.47
其中：营业成本	4,076.45	4,111.37	4,303.32	4,908.29
营业税金及附加	97.73	95.35	100.10	124.64
销售费用	221.75	242.03	254.09	316.39
管理费用	807.50	770.10	808.46	1,006.68
财务费用	139.76	136.74	134.20	130.44
资产减值损失	59.26	61.61	60.06	69.03
投资净收益	52.61	576.00	576.00	576.00
营业利润	2,258.14	2,493.07	2,615.40	3,608.00
营业外净收入	-145.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,112.49	2,493.07	2,615.40	3,608.00
减：所得税费用	544.82	623.27	640.56	914.64
净利润	1,567.67	1,869.80	1,921.67	2,743.93
少数股东损益	-94.95	-56.09	-38.43	0.00
归属于母公司所有者的净利润	1,662.63	1,925.89	1,960.11	2,743.93
每股收益	2.91	1.69	1.72	2.40

数据来源：开源证券研究所

开源证券研究所投资评级

股票投资评级

买入（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
增持（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 5%至 20%之间）
持有（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在-10%至 5%之间）
卖出（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级

看好（预计 6 个月内，行业指数表现超越市场整体表现）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现与整体市场表现基本持平）
看淡（预计 6 个月内，行业指数表现弱于整体市场表现）

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，开源证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

开源证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

开源证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给开源证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为开源证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为开源证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

开源证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。



开源证券研究所

地址：西安市高新区锦业路 1 号都市之门 B 座 5 层

邮编：710065

电话：029-88447618

传真：029-88447618

公司简介

开源证券有限责任公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，主要股东为陕西煤业化工集团有限责任公司、佛山市顺德区美的技术投资有限公司、佛山市顺德区诚顺资产管理有限责任公司、佛山市顺德区德鑫创业投资有限公司，注册资本 13 亿元，公司经营范围为：证券经纪、证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券自营；证券资产管理。

业务简介：

- **代理买卖证券业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券代理买卖证券业务，主要包括：证券的代理买卖（沪、深 A 股、证券投资基金、ETF、LOF、权证、国债现货、国债回购、可转换债券、企业债券等）；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户。公司通过集中交易系统可以为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网和手机等多种委托渠道，可满足投资者通买通卖的交易需求。公司目前与多家银行开通客户资金第三方存管业务，确保投资者资金安全流转，随时随地轻松理财。
- **证券投资咨询业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券投资咨询业务，为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、看法或建议；
- **与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问：**我公司经中国证监会批准，开展财务顾问业务，为上市公司收购、重大资产重组、合并、分立、股份回购、发行股份购买资产等上市公司资产、负债、收入、利润和股权结构产生重大影响的并购重组活动，提供交易估值、方案设计、出具专业意见等专业服务。
- **证券自营业务：**我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务，使用自有资金和依法筹集的资金，以公司名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价值证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。
- **资产管理业务：**我公司经中国证监会批准，开展资产管理业务，接受客户委托资产，并负责受理客户委托资产的投资管理，为客户提供专业的投资管理服务。服务对象为机构投资者以及大额个人投资者，包括各类企业、养老基金、保险公司、教育机构和基金会等。

公司下设十二家营业部：

西大街营业部:西安市西大街 495 号(西门里 200 米路北)	电话:029-87617788
长安路营业部:西安市长安南路 447 号(政法学院正对面)	电话:029-85389098
纺织城营业部:西安市纺织城三厂什字西南角(纺正街 426 号)	电话:029-83542958
榆林航宇路营业部:榆林市航宇路中段长丰大厦三层	电话:0912-3258261
榆林神木营业部:榆林市神木县东兴街融信大厦四层	电话:0912-8018710
商洛名人街营业部:商洛市名人街旅游局大楼一层	电话:0914-2981717
安康石泉营业部:安康石泉县向阳路中段	电话:0915-8228999
铜川正阳路营业部:铜川新区正阳路东段华荣商城一号	电话:0919-3199313
渭南朝阳大街证券营业部:渭南市朝阳大街中段	电话:0913-8189866
咸阳兴平证券营业部:兴平市金城路中段金城一号天镜一号	电话:029-38615030
咸阳世纪大道证券营业部:咸阳市秦都区世纪大道世纪家园三期 A 座 6 号	电话:029-33660530
西安锦业三路证券营业部:西安市锦业三路紫薇田园都市 C 区 S2-2	电话:029-81881435