



持有

7% ↑

目标价格:人民币 8.98

原目标价格:人民币 8.56

600123.CH

价格:人民币 8.37

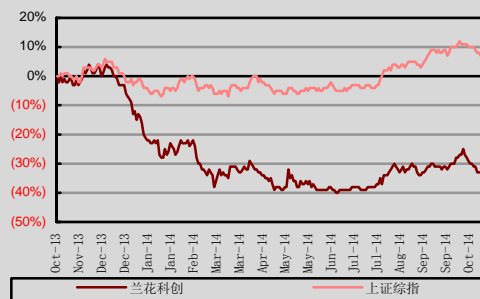
目标价格基础:1.05 倍 14 年市净率

板块评级:中立

本报告要点

- 业绩中规中矩, 尽管盈利能力较好, 业绩释放比较正常, 但缺少题材性可以使得股价催化剂略显不足。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20.6)	(3.0)	3.5	(31.9)
相对上证指数	(31.4)	(2.6)	(3.9)	(41.5)

发行股数(百万)	1,142
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	9,562
3 个月日均交易额(人民币 百万)	176
净负债比率(%) (2014E)	20
主要股东(%)	
山西兰花煤炭实业集团有限公司	45

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2014 年 10 月 28 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

兰花科创

业绩中规中矩, 题材性略显不足

2014 年 1-9 月归属母公司净利润同比下滑 98% 至 0.18 亿元, 每股收益 0.02 元, 基本符合预期, 业绩降幅较大主要是化肥厂搬迁计提 2.67 亿元减值, 扣非后业绩预计同比下滑 70% 左右, 跌幅与行业平均相似。投资净收益同比下降 44% 至 1.6 亿元, 亚美大宁矿总体盈利情况较好, 投资净收益下降幅度小于行业平均水平。第 3 季度归属母公司净利润环比下降 42% 至 0.26 亿元, 每股收益 0.02 元, 符合预期。毛利率由 26% 升至 28%, 经营利润率由 5% 下滑至 3.4%, 净利率下降 1 个百分点至 2%。与其他煤炭公司, 特别是多数山西煤炭公司不到 1% 的净利率率相比, 公司 2% 的净利率率水平好于同业。尽管公司的业绩一如既往比较正常, 盈利能力较好, 但可能缺少题材性, 股价催化剂或略显不足。历史上公司估值较行业平均折价 20% 左右, 基于 1.05 倍 14 年市净率, 将目标价提升至 8.98 元, 维持持有的评级。

支撑评级的要点

- 化肥厂搬迁导致业绩大幅下滑。2014 年 1-9 月归属母公司净利润同比下滑 98% 至 0.18 亿元, 每股收益 0.02 元, 基本符合预期。报告期内实现营业收入 38 亿元, 同比下降 21%; 毛利润下滑 35% 至 12 亿元。由于计提了 2.67 亿元化肥厂搬迁引起的资产减值损失, 营业利润同比大幅下降 97% 至 0.33 亿元。投资净收益同比下降 44% 至 1.6 亿元, 亚美大宁矿总体盈利情况较好, 投资净收益下降幅度小于行业平均水平。
- 前三季度经营数据基本符合预期。前三季度煤炭产量 521 万吨, 同比增长 14.3%, 符合预期, 但是销量只增长 2% 至 483 万吨。综合煤炭售价 476 元, 同比下降 21.5%。吨煤生产成本 246 元, 同比下降 7.4%。尿素产量 90 万吨, 同比下降 26%, 主要受化肥厂搬迁影响。尿素价格下降 17% 至 1,555 元, 吨尿素成本下降 12% 至 1,467 元。
- 第 3 季度归属母公司净利润环比下降 42% 至 0.26 亿元, 每股收益 0.02 元, 符合预期。毛利率由 26% 升至 28%, 经营利润率由 5% 下滑至 3.4%, 净利率下降 1 个百分点至 2%, 净资产收益率由 0.4% 继续下滑至 0.3%。与其他煤炭公司, 特别是多数山西煤炭公司不到 1% 的净利率率相比, 公司 2% 的净利率率水平好于同业。

评级面临的主要风险

- 煤价下降。
- 化工业务继续亏损。

估值

- 历史上公司估值较行业平均折价 20% 左右, 基于 1.05 倍 14 年市净率, 将目标价由 8.56 元提升至 8.98 元, 维持持有的评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	7,601	6,578	5,146	6,058	6,830
变动(%)	(0.1)	(13.5)	(21.8)	17.7	12.7
净利润(人民币 百万)	1,891	1,025	37	197	252
全面摊薄每股收益(人民币)	1.63	0.88	0.05	0.16	0.20
变动(%)	(44.0)	(46.2)	(94.5)	220.3	31.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.10	0.25	0.31
调整幅度(%)			(51.5)	(37.9)	(34.3)
全面摊薄市盈率(倍)	4.6	8.6	154.8	48.3	36.9
每股现金流量(人民币)	0.89	(0.34)	0.62	0.59	0.59
价格/每股现金流量(倍)	8.4	(22.1)	12.1	12.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	7.7	343.0	97.6	60.1
每股股息(人民币)	0.60	0.26	0.02	0.06	0.07
股息率(%)	8.0	3.5	0.2	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014 年前三季度净利润同比下滑 98%至 0.18 亿元

公司 2014 年 1-9 月归属母公司净利润同比下滑 98%至 0.18 亿元，每股收益 0.02 元，基本符合预期。报告期内实现营业收入 38 亿元，同比下降 21%；毛利润下滑 35%至 12 亿元。由于计提了 2.67 亿元化肥厂搬迁引起的资产减值损失，营业利润同比大幅下降 97%至 0.33 亿元。投资净收益同比下降 44%至 1.6 亿元，亚美大宁矿总体盈利情况较好，投资净收益下降幅度小于行业平均水平。上半年利润率水平下滑严重，毛利率下降 6 个百分点至 31%，经营利润率下降 21 个百分点至 1%，净利率由 17%降至 0.46%。净资产收益率由 8.5%降至只有 0.2%，每股经营活动产生现金流下滑 228%，为 0.33 元，主要由于期内煤价下跌以及票据结算增加。

三项费用控制效果不佳，期间费用率同比上涨 6 个百分点至 26%。其中销售费用下降 27%至 1.3 亿元，占比最大的管理费用同比上升 8%至 7.4 亿元，财务费用同比上升 11%至 1.2 亿元，有效税率由 30%上升至 277%。

前三季度煤炭产量 521 万吨，同比增长 14.3%，符合预期，但是销量只增长 2%至 483 万吨。综合煤炭售价 476 元，同比下降 21.5%。吨煤生产成本 246 元，同比下降 7.4%。尿素产量 90 万吨，同比下降 26%，主要受化肥厂搬迁影响。尿素价格下降 17%至 1,555 元，吨尿素成本下降 12%至 1,467 元。

第 3 季度净利润环比下滑 42%至 0.26 亿元，符合预期

公司 14 年 3 季度归属母公司净利润环比下降 42%至 0.26 亿元，每股收益 0.02 元。营业收入环比下降 8%至 13 亿元，营业成本环比下降 10%至 9 亿元，毛利润环比下滑 4%至 3.5 亿元。管理费用环比下降 10%至 2.3 亿元，但销售费用上涨 77%至 0.47 亿元，财务费用上升 34%至 0.5 亿元，这导致期间费用率由 26%提高至 28%。3 季度投资净收益下滑 33%至 0.33 亿元，显示亚美大宁矿盈利情况较好。营业利润下降 35%至 0.43 亿元。毛利率由 26%升至 28%，经营利润率由 5%下滑至 3.4%，净利率下降 1 个百分点至 2%，净资产收益率由 0.4%继续下滑至 0.3%。与其他煤炭公司，特别是多数山西煤炭公司不到 1%的净利润率相比，公司 2%的净利润率水平好于同业。

图表 1.2014 年 1-9 月业绩同比摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1-9 月	2014 年 1-9 月	同比变动(%)
营业收入	4,885	3,839	(21.4)
营业成本	3,078	2,665	(13.4)
毛利润	1,807	1,175	(35.0)
营业税金及附加	55	49	(11.1)
销售费用	172	127	(26.6)
管理费用	690	744	7.8
财务费用	107	118	10.6
资产减值损失	18	268	1,415.5
投资净收益	292	164	(44.0)
营业利润	1,057	33	(96.9)
营业外收入	14	21	50.7
营业外支出	16	25	54.7
税前利润	1,054	28	(97.3)
所得税	321	78	(75.6)
少数股东损益	(96)	(68)	29.6
归属于母公司所有净利润	829	18	(97.9)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.73	0.02	(97.9)
每股经营活动产生现金净流量(元)	(0.26)	0.33	(228.3)
毛利率(%)	37	31	
经营利润率(%)	22	1	
净利润率(%)	17	0.46	
净资产收益率(%)	8.5	0.2	
期间费用率(%)	20	26	
应收账款+应收票据	2,017	1,889	(6.4)
有效税率(%)	30	277	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.2014 年第 3 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2014 年 2 季度	2014 年 3 季度	环比变动(%)
营业收入	1,379	1,267	(8.1)
营业成本	1,015	917	(9.6)
毛利润	364	350	(4.0)
营业税金及附加	15	16	4.6
销售费用	26	47	77.1
管理费用	253	227	(10.3)
财务费用	37	50	33.5
资产减值损失	16	0	(98.0)
投资净收益	49	33	(33.3)
营业利润	65	43	(34.6)
营业外收入	4	14	217.6
营业外支出	5	15	226.8
税前利润	65	42	(36.1)
所得税	48	32	(33.3)
少数股东损益	(26)	(16)	40.3
归属于母公司所有净利润	44	26	(41.7)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.04	0.02	(41.7)
毛利率(%)	26	28	
经营利润率(%)	5	3.4	
净利润率(%)	3	2.0	
净资产收益率(%)	0.4	0.3	
期间费用率(%)	23	26	
有效税率(%)	73	76	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.1-9 月经营数据

项目	2014 年 1-9 月	2013 年 1-9 月	同比增减(%)
一、煤炭产品			
产量(万吨)	520.97	455.81	14.30
销量(万吨)	482.62	472.43	2.16
价格(不含税)(元/吨)	475.78	605.96	(21.48)
生产成本(元/吨)	246.49	266.19	(7.40)
二、尿素产品			
产量(万吨)	90.02	122.18	(26.32)
销量(万吨)	89.1	119.21	(25.26)
价格(元/吨)	1,555.13	1,875.84	(17.10)
生产成本(元/吨)	1,466.88	1,673.94	(12.37)
三、二甲醚产品			
产量(万吨)	14.05	15.61	(9.99)
销量(万吨)	14.14	15.87	(10.90)
价格(不含税)(元/吨)	3,176.55	3,181.75	(0.16)
生产成本(元/吨)	3,108.53	3,464.11	(10.26)

资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,601	6,578	5,146	6,058	6,830
销售成本	(4,193)	(4,257)	(3,540)	(4,668)	(5,199)
经营费用	(1,437)	(1,316)	(1,580)	(1,280)	(1,437)
息税折旧前利润	1,970	1,005	26	110	195
折旧及摊销	526	513	863	946	1,044
经营利润(息税前利润)	2,520	1,555	931	1,102	1,290
净利息收入/(费用)	(166)	(128)	(154)	(185)	(222)
其他收益/(损失)	2,520	1,555	931	1,102	1,290
税前利润	2,345	1,259	82	135	183
所得税	(629)	(350)	(90)	(31)	(44)
少数股东权益	185	125	90	99	119
净利润	1,891	1,025	37	197	252
核心净利润	1,863	1,001	55	178	233
每股收益(人民币)	1.631	0.876	0.049	0.155	0.204
每股股息(人民币)	0.600	0.263	0.018	0.057	0.074
收入增长(%)	(0)	(13)	(22)	18	13
息税前利润增长(%)	(16)	(49)	(97)	318	77
息税折旧前利润增长(%)	(11)	(38)	(40)	18	17
每股收益增长(%)	(44)	(46)	(94)	220	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,306	1,226	54	107	155
折旧与摊销	549	550	(905)	(992)	(1,095)
净利息费用	166	128	154	185	222
运营资本变动	(910)	(1,642)	(162)	(429)	(609)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(1,089)	(651)	1,568	1,805	2,002
经营活动产生的现金流	1,022	(389)	710	676	675
购买固定资产净值	(1,143)	(1,201)	(1,100)	(1,100)	(1,200)
投资减少/增加	(596)	838	1	2	3
投资活动产生的现金流	(1,738)	(363)	(1,098)	(1,096)	(1,194)
净增权益	247	55	(1)	(2)	(3)
净增债务	(952)	418	800	300	800
支付股息	(357)	(847)	134	120	138
其他融资现金流	2,924	87	(153)	(183)	(219)
融资活动产生的现金流	1,862	(288)	782	239	722
现金变动	1,146	(1,040)	394	(180)	202
期初现金	2,063	3,209	2,170	2,561	2,374
公司自由现金流	(677)	(711)	(356)	(387)	(485)
权益自由现金流	(1,834)	(463)	257	(305)	59

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,209	2,170	2,561	2,374	2,568
应收帐款	3,079	3,660	3,044	3,437	3,769
库存	724	561	467	615	685
其他流动资产	70	461	241	241	241
流动资产总计	7,082	6,852	6,312	6,667	7,262
固定资产	6,687	7,771	8,007	8,162	8,218
无形资产	4,760	4,750	5,467	6,179	6,892
其他长期资产	1,844	1,110	1,111	1,112	1,113
长期资产总计	13,292	13,631	14,586	15,453	16,223
总资产	20,374	20,483	20,898	22,120	23,485
应付帐款	2,081	1,771	1,926	1,881	2,373
短期债务	1,883	1,145	2,900	3,500	4,001
其他流动负债	775	593	588	588	588
流动负债总计	4,739	3,508	5,415	5,970	6,963
长期借款	508	1,681	1,800	2,000	2,200
其他长期负债	1,809	1,815	173	173	173
股本	1,142	1,142	1,142	1,142	1,142
储备	8,389	8,564	8,600	8,717	8,870
股东权益	9,532	9,706	9,742	9,859	10,013
少数股东权益	792	773	863	962	1,081
总负债及权益	20,374	20,483	20,898	22,120	23,485
每股帐面价值(人民币)	8.34	8.50	8.53	8.63	8.76
每股有形资产(人民币)	4.17	4.33	3.73	3.21	2.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.72)	0.57	1.87	2.74	3.18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.1	23.6	18.1	18.2	18.9
息税前利润率(%)	25.9	15.3	0.5	1.8	2.8
税前利润率(%)	30.3	18.6	1.1	1.8	2.3
净利率(%)	24.5	15.2	1.1	2.9	3.4
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.0	1.2	1.1	1.0
利息覆盖率(倍)	9.6	5.9	0.1	0.5	0.8
净权益负债率(%)	净现金	4.2	20.2	28.9	32.8
速动比率(倍)	1.3	1.8	1.1	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	4.6	8.6	154.8	48.3	36.9
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	8.4	(22.1)	12.1	12.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	7.7	343.0	97.6	60.1
周转率					
存货周转天数	72.8	55.1	53.0	42.3	45.7
应收帐款周转天数	148.0	187.0	237.8	195.2	192.5
应付帐款周转天数	107.9	106.9	131.1	114.7	113.7
回报率					
股息支付率(%)	36.8	30.0	36.1	36.4	36.3
净资产收益率(%)	21.3	10.4	0.6	1.8	2.3
资产收益率(%)	8.1	3.5	(0.1)	0.4	0.6
已运用资本收益率(%)	16.4	8.0	0.4	0.9	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371