

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 煤炭开采

报告原因：业绩报告

2019年8月26日

## 兰花科创（600123.SH）

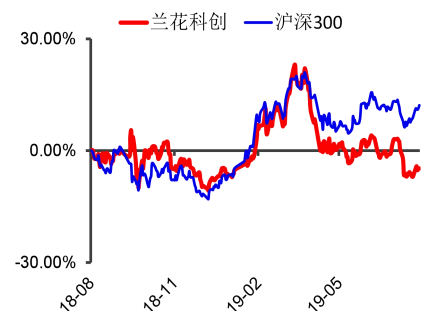
主营产品产销增加但价格下滑，增收未增利

## 首次评级

增持

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月26日

收盘价(元):	6.50
年内最高/最低(元):	8.50/6.17
流通A股/总股本(亿):	11.42/11.42
流通A股市值(亿):	74.26
总市值(亿):	74.26

基础数据：2019年6月30日

基本每股收益(EPS)	0.48
摊薄每股收益:	0.48
每股净资产(BPS)(元):	9.20
净资产收益率(ROE):	5.26%

分析师：张旭

执业证书编号：S0760511010001

电话：0351-8686986

邮箱：zhangxu@sxzq.com

研究助理：

刘贵军：0351-8686775

邮箱：liuguijun@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件描述

➤ 公司8月26日发布2019年中报：报告期实现营业收入41.23亿元（+1.11%），归母净利润5.45亿元（-13.35%），其中Q1、Q2分别为2.10和3.35亿元，公司扣非后的归母净利润为5.52亿元（-3.44%），每股收益0.48元/股（-12.73%），加权平均ROE为5.27%（-3.26pct）。

### 事件点评

➤ **新矿投产及整体产能利用率提高，煤炭板块维持增长。**报告期内随着永胜煤矿投产，公司生产矿井变为7个（望云、伯方、唐安、大阳、宝欣、口前、永胜），年煤炭生产能力由840万吨增加到960万吨。公司1-6月份煤炭产量实现463.30万吨（+23.32%），销量实现415.73万吨（21.8%）。产销量的增加除新投产的永胜煤矿贡献产量43.36万吨，销量34.71万吨外，主要得益于公司产能利用率的提高，扣除永胜煤矿后的其余6矿井生产煤炭419.94万吨，折算产能利用率99.99%，同比增长了10.54pct。也正因此，虽然公司煤炭平均吨煤售价下调9.28%（主要因为4个无烟煤生产矿井望云、伯方、唐安、大阳平均销售单价同比下跌5.06%，焦煤矿井宝欣煤矿销售单价下跌5.99%），销售成本有所上升0.49%，吨煤毛利（337元/吨）同比下降了15.11%，但公司煤炭业务仍实现营收23.94亿元（+10.49%），实现毛利14.03亿元（+3.39%），维持了小幅增长。

➤ **尿素产销稳定，受益于成本下降实现毛利大幅增长。**报告期内公司化肥板块仍为4家尿素企业，产能120万吨，实现产量44.53万吨（+0.29%），销量42.97万吨（+0.07%），产销基本稳定。售价方面，上半年公司尿素平均售价1738元/吨（-0.06%），变化不大，但公司通过加大节支降耗、修旧利废，将尿素平均生产成本下降到1496.5（-6.38%），使得尿素业务毛利率由9.28%提高到14.57%，增加5.29pct。尿素业务整体得以实现营收7.55亿元（+0.01%），实现毛利1.10亿元（+57.01%），增长明显。

➤ **二甲醚和己内酰胺售价下跌，化工板块表现不佳。**报告期内，公司第三大业务板块仍为化工板块，包括3家企业（清洁能源和丹峰化工生产二甲醚，合计产能20万吨/年；新材料分公司生产己内酰胺，产能10万吨/年）。二甲醚方面，公司上半年产量14.46万吨（+4.86%）、销量14.36万吨（+3.83%），产销均有一定增长，但受原油价格大幅下跌带动等影响，二



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明 1

甲醚销售价格下跌明显，公司二甲醚上半年均价 2904.09 元/吨（-17.64%），使得这项业务营收实现 4.17 亿元（-14.52%），毛利为-0.28 亿元，出现亏损；己内酰胺产品方面，受环保限产及贸易战影响，公司上半年产量 5.85 万吨（-2.99%）、销量 5.73 万吨（-4.82%），产销量及价格均有一定下降，公司己内酰胺上半年销售均价 11413.29 元/吨（-16.08%），使得营收实现 6.55 亿元（-20.07%），毛利 0.63 亿元（-57.24%），下降较多。

➤ **新建项目稳步推进，国企改革方兴未艾。**公司主营业务仍有进一步增长空间：煤矿业务方面，公司仍有 7 座未投产矿井，设计产能 1060 万吨，是目前在产产能的一倍之多，其中大部分为无烟煤矿井，投产可能性很大，如玉溪煤矿（240 万吨产能，煤种为无烟煤）预计 11 月联合试运转，望云西区接替项目井巷三期工程已完成，预计 9 月联合试运转等；化工项目方面，新材料分公司己内酰胺节能增效技术改造项目基本按计划推进，省市重点项目巴公园区“气化岛”项目建设也在快速推进。同时，2019 年 3 月 4 日，晋城国投受让原晋城市国土资源局和原太行无烟煤发展集团有限公司无偿划转的合计 56.74% 的兰花集团股权后间接持有兰花科创 45.11% 的股权，公司成为晋城市国资委旗下唯一上市平台，在国企改革的进行方兴未艾的情况下，公司有望在资源配置，重组整合等方面受益。

#### 投资建议

➤ 我们预计公司 2019/2020/2021 年分别实现归属于母公司股东净利润 9.91/11.70/12.70 亿元，折合 EPS 分别是 0.87/1.02/1.11 元/股，对应 8 月 26 日收盘价 6.50 元/股，PE 分别为 7.5/6.3/5.8，PB 分别为 0.7/0.6/0.6。目前公司估值处于历史低位，而成本端压减效果明显，业绩仍有改善空间，并推动估值修复，给予“增持”评级。

#### 存在风险

➤ 宏观经济低迷；煤炭消费下滑超预期；贸易战影响超预期，化工产品量价大幅下行；二级市场下跌超预期等。

#### 财务数据与估值

重要财务指标				单位:百万元
主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8529	8912	9313	9825
收入同比(%)	13%	4%	4%	5%
归属母公司净利润	1081	991	1170	1270
净利润同比(%)	38%	-8%	18%	9%
毛利率(%)	42.5%	42.7%	43.0%	43.5%
ROE(%)	8.7%	9.6%	10.4%	10.1%
每股收益(元)	0.95	0.87	1.02	1.11
P/E	6.87	7.50	6.34	5.84
P/B	0.73	0.71	0.65	0.58
EV/EBITDA	5	5	5	4

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,822	4,480	4,507	5,354	营业收入	8,529	8,912	9,313	9,825
现金	1,329	1,610	1,378	2,013	营业成本	4,908	5,104	5,308	5,547
应收账款	310	366	459	511	营业税金及附加	510	490	512	540
其他应收款	237	269	332	377	销售费用	233	258	279	305
预付账款	99	150	120	104	管理费用	1,174	1,248	1,313	1,395
存货	594	699	800	912	财务费用	427	351	335	332
其他流动资产	1,253	1,386	1,418	1,437	资产减值损失	254	350	200	200
非流动资产	19,485	19,941	20,608	21,461	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	648	800	800	800	投资净收益	308	350	350	350
固定资产	6,672	7,547	7,887	8,206	营业利润	1,347	1,461	1,715	1,856
无形资产	5,980	6,014	6,140	6,308	营业外收入	105	90	90	90
其他非流动资产	6,185	5,580	5,781	6,147	营业外支出	146	150	150	150
资产总计	23,307	24,421	25,115	26,816	利润总额	1,306	1,401	1,655	1,796
流动负债	9,788	10,849	10,431	10,689	所得税	384	350	414	449
短期借款	5,104	5,095	5,089	5,077	净利润	922	1,051	1,241	1,347
应付账款	1,692	2,237	1,891	2,128	少数股东损益	(159)	60	71	77
其他流动负债	2,991	3,516	3,452	3,484	归属母公司净利润	1,081	991	1,170	1,270
非流动负债	2,896	2,592	2,696	2,792	EBITDA	2,727	2,638	2,941	3,148
长期借款	1,722	1,422	1,322	1,422	EPS (元)	0.95	0.87	1.02	1.11
其他非流动负债	1,174	1,170	1,374	1,370	主要财务比率				
负债合计	12,684	13,441	13,127	13,481	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	419	479	549	626	成长能力				
股本	1,142	1,142	1,142	1,142	营业收入	12.72%	4.49%	4.50%	5.50%
资本公积	220	220	220	220	营业利润	35.28%	8.43%	17.40%	8.25%
留存收益	8,149	9,139	10,076	11,346	归属于母公司净利润	38.27%	-8.33%	18.15%	8.54%
归属母公司股东权益	10,205	10,502	11,438	12,709	获利能力				
负债和股东权益	23,307	24,421	25,115	26,816	毛利率(%)	42.46%	42.73%	43.00%	43.54%
现金流量表					净利率(%)	12.67%	11.12%	12.57%	12.93%
单位:百万元					ROE(%)	8.68%	9.57%	10.35%	10.10%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC(%)	7.67%	7.65%	8.78%	8.57%
经营活动现金流	2,194	2,912	1,339	2,562	偿债能力				
归母净利润	922	991	1,170	1,270	资产负债率(%)	54.42%	55.04%	52.27%	50.27%
折旧摊销	1,008	827	891	960	净负债比率(%)	30.08%	27.62%	35.42%	21.77%
财务费用	406	351	335	332	流动比率	0.39	0.41	0.43	0.50
投资损失	(308)	(350)	(350)	(350)	速动比率	0.33	0.35	0.36	0.42
营运资金变动	(343)	684	(979)	74	营运能力				
其他经营现金流	510	410	271	277	总资产周转率	0.36	0.37	0.38	0.38
投资活动现金流	(739)	(952)	(1,200)	(1,450)	应收账款周转率	62.88	104.57	82.69	74.95
资本支出	0	(1,150)	(1,550)	(1,800)	应付账款周转率	4.87	4.54	4.51	4.89
长期投资	273	(152)	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(1,012)	350	350	350	每股收益(最新摊薄)	0.95	0.87	1.02	1.11
筹资活动现金流	(1,386)	(575)	(176)	(283)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.92	2.55	1.17	2.24
短期借款	(69)	(9)	(6)	(12)	每股净资产(最新摊薄)	8.93	9.19	10.01	11.12
长期借款	(234)	(300)	(100)	100	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	6.9	7.5	6.3	5.8
资本公积增加	(32)	0	0	0	P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
其他筹资现金流	(1,050)	(266)	(69)	(372)	EV/EBITDA	5.29	5.28	4.97	4.48
现金净增加额	69	1,385	(37)	829					

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

