

## 兰花科创 (600123.SH) 优质无烟煤标的, 低估值高弹性

2022年05月08日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

陈晨 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

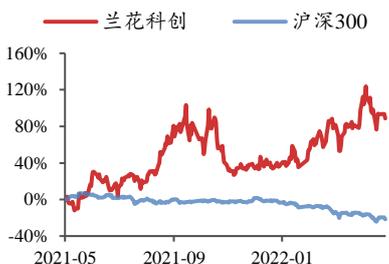
chenchen1@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790522040001

日期	2022/5/6
当前股价(元)	13.18
一年最高最低(元)	16.45/6.05
总市值(亿元)	150.57
流通市值(亿元)	150.57
总股本(亿股)	11.42
流通股本(亿股)	11.42
近3个月换手率(%)	298.15

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

#### ● 低估值高弹性无烟煤标的, 具备三方面亮点, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司具备三方面亮点, 一是公司煤炭业务偏市场化定价, 充分享受市场价格上涨带来的业绩增厚; 二是化肥化工业务原料主要为内部供应煤, 伴随原油价格高位, 该项业务有望贡献增量业绩; 三是仍有 420 万吨/年的在建矿井, 煤矿未来产能增量可观。我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 33.1 /37.0/41.1 亿元, 同比增长 40.6%、12%、11%, 折合 EPS 分别是 2.90/3.24/3.59 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.1/3.7 倍, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

#### ● 煤炭业务: 煤质优越, 具备一定产能增长空间

公司主力矿井位于山西晋城市, 位于沁水煤田, 生产优质无烟煤, “兰花牌”无烟煤享誉国内, 截至 2021 年末可采储量 7.2 亿吨。目前公司在产主力矿井 8 座, 合计产能 1200 万吨, 权益产能为 1038 万吨。在建整合矿合计产能 420 万吨, 产能增长空间为 35%, 是行业稀缺的具有产能增长企业。

#### ● 煤炭业务: 偏市场化定价, 煤矿盈利能力较强

公司煤炭业务定价偏市场化, 2021 综合售价为 807 元/吨 (+73%), 单位综合成本为 261 元/吨 (+13%), 单位毛利为 545 元/吨 (毛利率为 68%), 创多年来新高, 山西同行比较来看, 2017 年以来公司毛利率表现持续好于山西煤企平均值, 盈利能力强劲。2021 年公司煤炭毛利中, 77%来自无烟煤, 10%来自焦煤, 13%来自动力煤。

#### ● 煤化工业务: 拓展了产业链下游, 尿素景气度较高

公司现有尿素企业 3 个, 年尿素产能 100 万吨 (权益占比 100%), 2021 年三个尿素厂实现利润总额为 1.6 亿元。化工产品主要为二甲醚 (20 万吨, 权益占比 76%) 和己内酰胺 (14 万吨, 权益占比 100%)。2021 年, 二甲醚和己内酰胺对公司整体盈利贡献较小。

**风险提示:** (1) 煤价超预期下跌风险; (2) 安全生产风险; (3) 新建产能不及预期风险; (4) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

#### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,626	12,860	16,346	17,770	19,235
YOY(%)	-16.6	94.1	27.1	8.7	8.2
归母净利润(百万元)	375	2,353	3,307	3,701	4,105
YOY(%)	-43.5	527.8	40.6	11.9	10.9
毛利率(%)	34.4	47.5	48.0	48.7	49.4
净利率(%)	5.7	18.3	20.2	20.8	21.3
ROE(%)	2.3	15.5	18.9	18.9	18.7
EPS(摊薄/元)	0.33	2.06	2.90	3.24	3.59
P/E(倍)	40.2	6.4	4.6	4.1	3.7
P/B(倍)	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况 .....	3
2、 煤炭业务：煤质优越，具备一定产能增长空间 .....	4
2.1、 主产优质无烟煤，且有产能增长空间 .....	4
2.2、 煤矿盈利能力强劲 .....	5
3、 煤化工业务：拓展了产业链下游，尿素景气度较高 .....	7
3.1、 尿素产能合计为 100 万吨，行业景气度较高 .....	7
3.2、 二甲醚、己内酰胺目前对公司整体盈利贡献较小 .....	8
4、 盈利预测与投资建议 .....	9
5、 风险提示 .....	12
附：财务预测摘要 .....	13

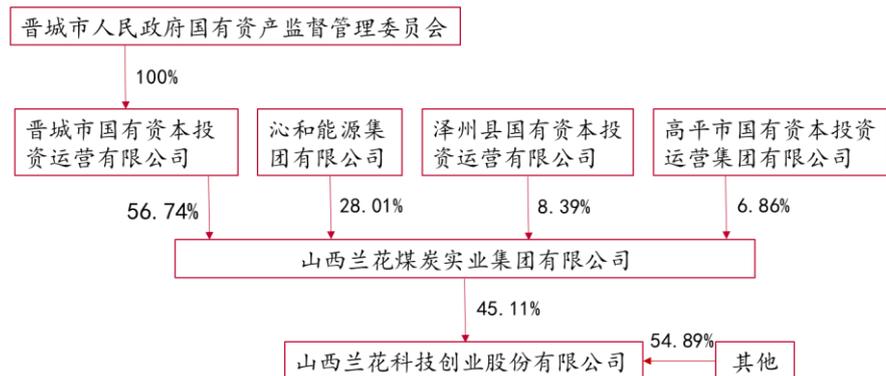
## 图表目录

图 1： 兰花煤炭实业集团持股比例为 45.11%（2021 年末） .....	3
图 2： 兰花科创收入主要来源于煤炭和化工 .....	3
图 3： 兰花科创利润主要来源于煤炭 .....	3
图 4： 2022Q1 公司收入实现大幅增长 51% .....	4
图 5： 2022Q1 公司归母净利润实现大幅增长 286% .....	4
图 6： 近年来公司煤炭产量持续增长（万吨 %） .....	6
图 7： 近年来公司煤炭销量持续增长（万吨 %） .....	6
图 8： 2021 年公司煤炭综合售价为 807 元/吨（元/吨， %） .....	6
图 9： 近年来公司煤炭单位销售成本表现稳健（元/吨， %） .....	6
图 10： 2021 年公司煤炭单位毛利达到 545 元/吨（元/吨， %） .....	6
图 11： 2021 年公司煤炭毛利率达到 68%（%） .....	6
图 12： 2021 年公司尿素售价 2168 元/吨（元/吨， %） .....	8
图 13： 2021 年公司尿素吨成本 1732 元/吨（元/吨， %） .....	8
图 14： 2021 年公司尿素单位毛利及 436 元/吨（元/吨， %） .....	8
图 15： 2021 年公司尿素毛利率为 20%（%） .....	8
表 1： 截至 2021 年末兰花科创可采储量为 7.2 亿吨 .....	4
表 2： 截至 2021 年末兰花科创核定产能 1200 万吨/年 .....	5
表 3： 兰花科创毛利率位居山西煤企前列 .....	7
表 4： 兰花科创尿素项目 2021 年利润总额超过 1.6 亿元 .....	7
表 5： 兰花科创二甲醚和己内酰胺项目 2021 年利润总额略亏 .....	9
表 6： 兰花科创自产商品煤业务拆分及预测 .....	10
表 7： 兰花科科创煤化工业务拆分及预测 .....	10
表 8： 兰花科创在主要煤炭公司中估值较低 .....	11

## 1、公司概况

兰花煤炭实业集团有限公司持股 45.11%，属于地方性大型国资企业。兰花科创（6000123.SH）成立并上市于 1998 年 12 月，是山西省第一家煤炭上市企业。截至 2021 年末，控股股东兰花煤炭实业集团有限公司持股 45.11%，晋城市国有资本投资运营有限公司持有兰花集团 56.74% 股权，是集团第一大股东，实控人为晋城市国资委。

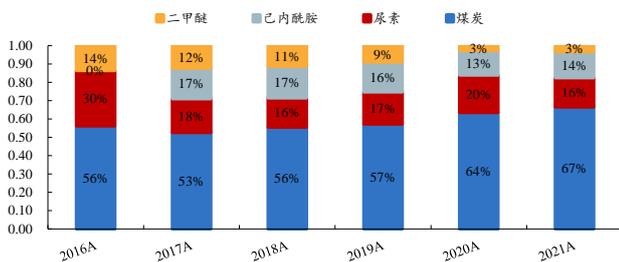
图1：兰花煤炭实业集团持股比例为 45.11%（2021 年末）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

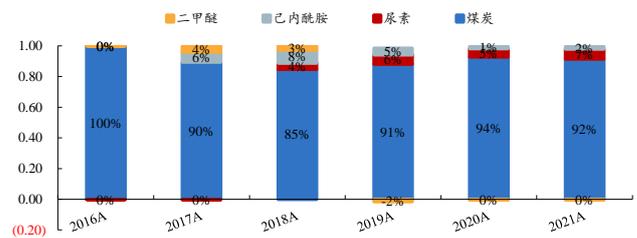
兰花科创主要利润来源于煤炭，毛利占比连续超过 90%。公司以煤炭、化肥、化工等业务为主导，煤化工业务用煤可由自产煤供给，形成了产业一体化优势。公司主要产品包括煤炭、尿素、己内酰胺、二甲醚，其中 2021 年煤炭在公司的主营业务收入占比为 64%；其次为尿素业务，2021 年收入占比为 15%，己内酰胺和二甲醚占比分别为 14% 和 3%。毛利主要来源于煤炭业务，多年来毛利占比连续超过 90%，2021 年为 92%，尿素、己内酰胺和二甲醚 2021 占比分别为 7%、2% 和 -0.5%。

图2：兰花科创收入主要来源于煤炭和化工



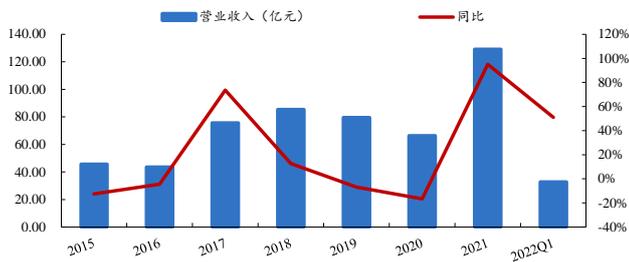
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：兰花科创利润主要来源于煤炭



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022 年 Q1 业绩继续表现亮眼。由于 2021 年煤价大幅上涨，公司产品产销量两旺，盈利能力实现了大幅回升。2021 年，公司实现营业收入 129.07 亿元，同比增长 95%；归母净利润为 23.42 亿元，同比大幅增长 525%。2022 年以来，煤炭产品继续量、价齐升，2022 年第一季度实现营业收入 32.7 亿元，同比+51%，归属于上市公司股东净利润为 8.75 亿元，同比增长 286%。

**图4：2022Q1 公司收入实现大幅增长 51%**

**图5：2022Q1 公司归母净利润实现大幅增长 286%**


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、煤炭业务：煤质优越，具备一定产能增长空间

### 2.1、主产优质无烟煤，且有产能增长空间

**生产优质无烟煤，储量丰富。**公司主要生产矿井地处全国最大的无烟煤基地：沁水煤田腹地，煤炭资源储量丰富，截至2021年末，资源量为15.8亿吨，剩余可采储量7.2亿吨。公司生产的“兰花牌”无烟煤是重要的煤化工原料，为稀缺品种；除生产无烟煤外，公司生产煤种还包括焦煤以及动力煤，煤种齐全，用途广泛。

**在产主力矿井8座，合计产能1200万吨，权益产能为1038万吨。**公司在产矿井8座，合计产能1200万吨，权益产能1038万吨（占比86%），分别是大阳煤矿（180万吨/年，2021年利润总额9.7亿元）、唐安煤矿（180万吨/年，2021年利润总额9.3亿元）、伯方煤矿（210万吨/年，2021年利润总额9.7亿元）、望云煤矿（90万吨/年，2021年利润总额1.4亿元）、宝欣煤矿（90万吨/年，2021年利润总额3.8亿元）、口前煤矿（90万吨/年，2021年利润总额3.3亿元）、永胜煤矿（120万吨/年，2021年利润总额1.9亿元）以及2021年3月转入生产矿井的玉溪煤矿（240万吨/年，2021年净利润-3.3亿元）。另外，公司参股华润大宁矿（400万吨/年），持股比例41%，权益产能164万吨，2021年该矿净利润7.2亿元。

**在建整合矿合计产能420万吨，产能增长空间为35%。**公司在建整合煤矿5座，合计产能420万吨，权益产能220万吨，分别为百盛煤矿（90万吨）、同宝煤矿（90万吨）、兰兴煤矿（60万吨）、芦河煤矿（90万吨）和沁裕煤矿（90万吨）。其中，百盛煤矿、同宝煤矿和沁裕煤矿预计投产时间相对较快些。

**表1：截至2021年末兰花科创可采储量为7.2亿吨**

主要矿区	主要煤种	资源量(吨)	可采储量(吨)
大阳煤矿	无烟煤	146,756,000	67,280,900
唐安煤矿	无烟煤	247,568,000	91,308,000
伯方煤矿	无烟煤	261,218,000	150,048,700
望云煤矿	无烟煤	134,199,200	45,792,300
宝欣煤业	焦煤	47,193,000	24,530,000
口前煤矿	动力煤	73,595,000	32,153,000
永胜煤矿	动力煤	164,797,000	56,356,000

主要矿区	主要煤种	资源量 (吨)	可采储量 (吨)
玉溪煤矿	无烟煤	215,192,000	133,901,700
同宝煤矿	无烟煤	97,940,000	29,891,000
百盛煤矿	无烟煤	59,683,000	24,052,000
兰兴煤业	焦煤	13,320,000	7,660,000
芦河煤业	无烟煤	72,120,000	30,865,500
沁裕煤矿	无烟煤	44,130,000	26,915,000
合计	-	1,577,711,200	720,754,100

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：截至 2021 年末兰花科创核定产能 1200 万吨/年**

矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	核定产能	权益产能
大阳煤矿	公司本部	山西省泽州县	无烟煤	100%	180	180
唐安煤矿	公司本部	山西省高平市	无烟煤	100%	180	180
伯方煤矿	公司本部	山西省高平市	无烟煤	100%	210	210
望云煤矿	公司本部	山西省高平市	无烟煤	100%	90	90
宝欣煤矿	兰花焦煤公司-宝欣煤业	山西临汾市古县	焦煤	44%	90	40
口前煤矿	口前煤业	山西省朔州市	动力煤	100%	90	90
永胜煤矿	永胜煤业	山西省朔州市	动力煤	100%	120	120
玉溪煤矿	玉溪煤矿公司	山西省沁水县	无烟煤	53%	240	128
百盛煤矿	百盛煤业	山西省高平市	无烟煤	51%	90	46
同宝煤矿	同宝煤业	山西省高平市	无烟煤	51%	90	46
兰兴煤矿	兰花焦煤公司-兰兴煤业	山西临汾市蒲县	焦煤	57%	60	34
芦河煤矿	芦河煤业	山西省阳城县	无烟煤	51%	90	46
沁裕煤矿	沁裕煤业	山西省沁水县	无烟煤	53%	90	48
在产-合计				86%	1,200	1,038
在建-合计				52%	420	220
总合计				78%	1,620	1,258
华润大宁矿 (参股)	华润大宁	山西省晋城市阳城县	无烟煤	41%	400	164

数据来源：公司公告、开源证券研究所

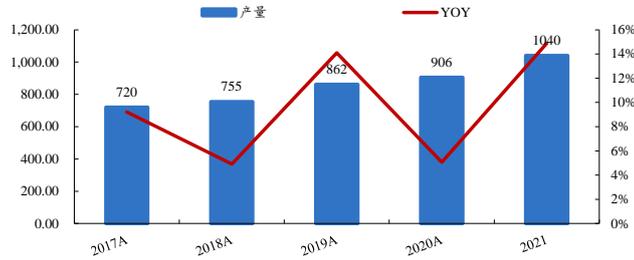
备注：百盛、同宝、兰兴、芦河、沁裕 5 个煤矿为在建矿

## 2.2、煤矿盈利能力强劲

2021 年商品煤产量为 1040 万吨，同比增长 15%，销量为 1027 万吨，同比增长 15%，产销量自 2017 年以来持续增长，公司煤炭业务定价市场化，2021 综合售价为 807 元/吨，同比增加 73%，单位综合成本为 261 元/吨，同比增加 13%，单位毛利为 545 元/吨，创多年来新高。其中无烟煤产量 720.9 万吨，同比增长 17%，销量 715 万吨，同比增长 19%；焦煤产量 90.8 万吨，同比下降 2%，销量 90.3 万吨，同比下降

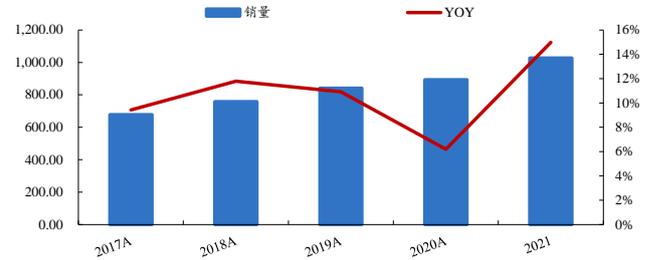
3%；动力煤产量 228.6 万吨，同比增长 15%，销量 221.5 万吨，同比增长 11%。2021 年公司煤炭毛利中，77%来自无烟煤，10%来自焦煤，13%来自动力煤。

图6：近年来公司煤炭产量持续增长（万吨 %）



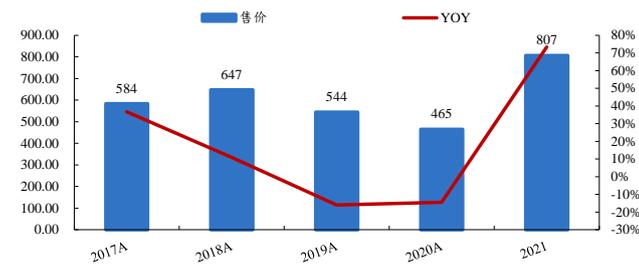
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：近年来公司煤炭销量持续增长（万吨 %）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年公司煤炭综合售价为 807 元/吨（元/吨，%）



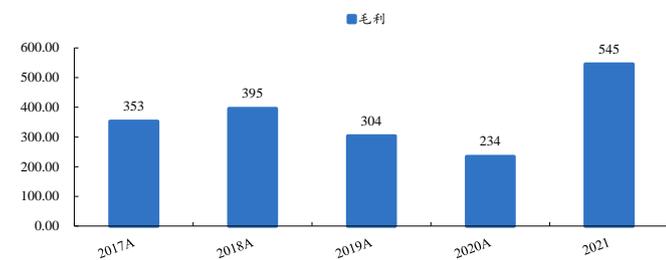
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：近年来公司煤炭单位销售成本表现稳健（元/吨，%）



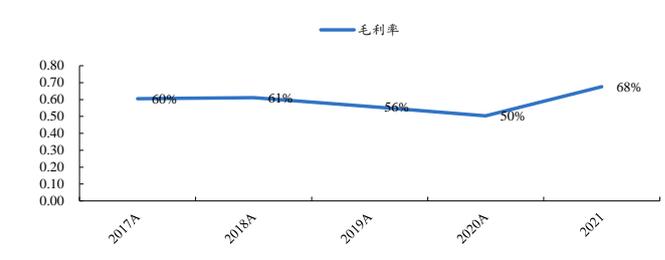
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021 年公司煤炭单位毛利达到 545 元/吨（元/吨，%）



资料来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021 年公司煤炭毛利率达到 68%（%）



资料来源：Wind、开源证券研究所

山西同行比较来看，2017 年以来公司毛利率表现好于山西煤企平均值，盈利能力仅次于山煤国际。

**表3：兰花科创毛利率位居山西煤企前列**

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
兰花科创	41.4%	60.5%	61.1%	55.8%	50.3%
潞安环能	40.2%	45.3%	43.1%	41.9%	35.8%
山西焦煤	54.5%	57.6%	55.6%	58.3%	44.4%
山煤国际	56.1%	62.4%	66.3%	62.7%	52.3%
永泰能源	44.0%	53.0%	58.0%	57.0%	42.0%
晋控煤业	50.4%	54.6%	54.1%	56.9%	36.5%
平均	47.8%	55.6%	56.4%	55.4%	43.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

备注：根据新会计准则，2020年开始销售费用中运费调整至营业成本中，导致毛利率下降

### 3、煤化工业务：拓展了产业链下游，尿素景气度较高

#### 3.1、尿素产能合计为100万吨，行业景气度较高

公司现有尿素企业3个，年尿素产能100万吨（权益占比100%）。其中化工分公司产能为20万吨/年（阳化分公司20万吨/年已于2021年关闭），田悦分公司、煤化工分公司产能为40万吨/年。2021年公司累计生产尿素92.82万吨，同比增长9%；销售91.42万吨，同比增长5%。

得益于尿素价格高位，且销售价格涨幅大于成本，行业景气度较高。2021年尿素综合售价2168元/吨，同比增加42%，单位综合成本为1732元/吨，同比增加25%，单位毛利为436元/吨，创多年来新高。2021年，三个尿素厂实现利润总额为1.6亿元。

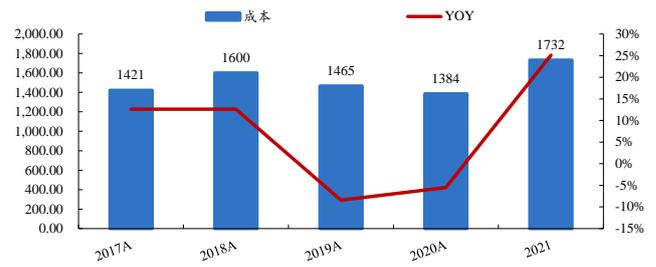
**表4：兰花科创尿素项目2021年利润总额超过1.6亿元**

单位名称	产量（万吨）	销量（万吨）	销售单价（元/吨）（不含税）	销售收入（万元）	销售成本（万元）	利润总额（万元）
化工分公司	17.75	17.74	2185.22	38760	31772	4193
田悦分公司	37.19	36.47	2167.23	79030	65489	3422
煤化工公司	37.88	37.21	2159.83	80363	61051	8431

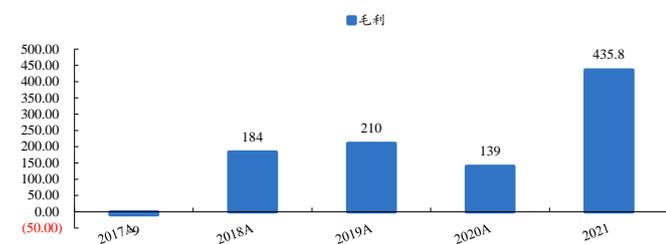
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图12: 2021 年公司尿素售价 2168 元/吨 (元/吨, %)**

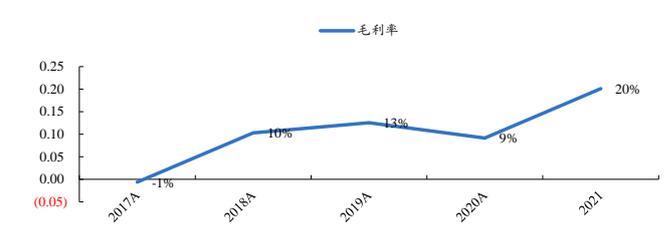

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图13: 2021 年公司尿素吨成本 1732 元/吨 (元/吨, %)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 2021 年公司尿素单位毛利及 436 元/吨(元/吨, %)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 2021 年公司尿素毛利率为 20% (%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、二甲醚、己内酰胺目前对公司整体盈利贡献较小

化工产品为二甲醚和己内酰胺。清洁能源分公司、丹峰化工分公司皆分别拥有 20 万吨甲醇转 10 万吨二甲醚产能，合计 20 万吨二甲醚生产能力，新材料分公司目前拥有 14 万吨己内酰胺产能。二甲醚主要用于制药（喷射剂、制冷剂）、汽车燃料以及民用燃料，己内酰胺是制造锦纶的原材料，锦纶则主要用于纺织、工程塑料制造。

2021 年二甲醚产量为 14 万吨，同比增长 76%，销量为 13 万吨，同比增长 69%，2021 二甲醚综合售价 3236 元/吨，同比增加 42%，单位综合成本为 3472 元/吨，同比增加 44%，单位毛利为-236 元/吨，处于多年来低位。2 个二甲醚厂合计利润总额为-3.5 亿元。

2021 年己内酰胺产量为 15 万吨，同比增长 45%，销量为 14 万吨，同比增长 43%，2021 己内酰胺综合售价 12182 元/吨，同比增加 41%，单位综合成本为 11500 元/吨，同比增加 37%，单位毛利为 682 元/吨。2 个二甲醚厂合计利润总额为-0.33 亿元。

**表5：兰花科创二甲醚和己内酰胺项目 2021 年利润总额略亏**

单位名称	产量 (万吨)	销量 (万吨)	销售单价 (元/吨) (不含税)	销售收入 (万元)	销售成本 (万元)	利润总额 (万元)
清洁能源	4.07	3.88	3141.17	12180	14084	-28035
丹峰化工	9.58	8.96	3278.67	29372	30494	-6549

单位名称	产量 (万吨)	销量 (万吨)	销售单价 (元/吨) (不含税)	销售收入 (万元)	销售成本 (万元)	利润总额 (万元)
新材料分公司	14.59	14.49	12181.76	176521	166640	-3253

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 公司自产商品煤和煤化工等核心业务拆分的主要预测依据：

(1) 考虑 2021 年玉溪煤矿开始试生产以及后续整合煤矿投产预期，我们预测 2022/23/24 年商品煤产量分别为 1160/1260/1360 万吨，假设产销率皆为 99%，自产煤销量分别为 1149/1248/1347 万吨。

(2) 考虑 2022 年行业维持高景气，我们预测 2022/23/24 年公司自产煤单位售价分别为 984/1004/1024 元/吨。自产煤成本涨幅预期低于价格涨幅，2022/23/24 年分别为 324/330/337 元/吨。

(3) 考虑公司煤化工产品产能实际情况，我们预测 2022/23/24 年尿素、己内酰胺、二甲醚产量分别为 90/90/90 万吨、14/14/14 万吨、15/17/20 万吨，销量分别是 90/90/90 万吨、14/14/14 万吨、15/17/20 万吨。

(4) 考虑 2022 年一季度经营表现及结合原油、原料煤价格上涨情况，我们预测 2022/23/24 年尿素、己内酰胺、二甲醚销售价格分别为 2428/2500/2550 元/吨、12791/13175/13439 元/吨、3398/3500/3570 元/吨，单位成本分别是 2165/2230/2274 元/吨、12650/13030/13290 元/吨、3819/3934/4012 元/吨。

**盈利预测与估值：**我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司的净利润分别为 33.1/37.0/41.1 亿元，同比增长 40.6%、12%、11%，折合 EPS 分别是 2.90/3.24/3.59 元/股，当前股价对应 PE 分别为 4.6/4.1/3.7 倍，我们选取业务与公司相近的 7 家公司，中国神华、兖矿能源、陕西煤业、晋控煤业、山煤国际、潞安环能、电投能源，2022-2023 年 PE 分别为 5.6/5.3，中煤估值在同行中明显偏低，考虑公司具备三方面亮点，一是公司煤炭业务定价市场化，充分享受市场价格上涨带来的业绩增厚；二是化肥化工业务原料主要为内部供应煤，随着原油价格高位，有望贡献增量业绩；三是仍有 420 万吨/年的在建矿井，煤矿产能增量可观。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**表6：兰花科创自产商品煤业务拆分及预测**

名称	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
产量	万吨	720	755	862	906	1040	1160	1260	1360
销量	万吨	678	758	841	893	1027	1149	1248	1347
产销率	%	94.2%	100.3%	97.6%	98.6%	98.7%	99.0%	99.0%	99.0%
不含税价格	元/吨	584	647	544	465	807	984	1004	1024
不含税成本	元/吨	231	252	240	231	261	324	330	337
吨毛利	元/吨	353	395	304	234	545	660	673	687
毛利率	%	60.5%	61.1%	55.8%	50.3%	67.6%	67.1%	67.1%	67.1%
不含税收入	百万元	3959	4907	4573	4156	8282	11303	12522	13786
不含税成本	百万元	1565	1909	2021	2064	2682	3720	4122	4538
毛利	百万元	2394	2997	2552	2092	5600	7583	8401	9249

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表7：兰花科科创煤化工业务拆分及预测**

名称	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
尿素	产量	万吨	92	79	86	85	93	90
	销量	万吨	98	79	83	87	91	90
	产销率	%	107%	100%	97%	103%	98%	100%
	不含税价格	元/吨	1412	1784	1675	1524	2168	2428
	不含税成本	元/吨	1421	1600	1465	1384	1732	2165
	吨毛利	元/吨	(9)	184	210	139	436	263
	毛利率	%	-0.6%	10.3%	12.5%	9.2%	20.1%	10.8%
	不含税收入	百万元	1385	1410	1397	1331	1982	2185
	不含税成本	百万元	1394	1264	1221	1210	1583	1948
	毛利	百万元	(9)	145	175	122	398	237
己内酰胺	产量	万吨	10	11	12	10	15	14
	销量	万吨	10	11	12	10	14	14
	产销率	%	102.3%	100.6%	99.3%	100.7%	99.3%	100.0%
	不含税价格	元/吨	12122	14017	10851	8670	12182	12791
	不含税成本	元/吨	10461	11292	9786	8369	11500	12650
	吨毛利	元/吨	1661	2724	1065	301	682	141
	毛利率	%	13.7%	19.4%	9.8%	3.5%	5.6%	1.1%
	不含税收入	百万元	1251	1528	1301	876	1765	1791
	不含税成本	百万元	1080	1231	1173	845	1666	1771

名称	单位	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
毛利	百万元	171	297	128	30	99	20	20
产量	万吨	28	27	26	8	14	15	17
销量	万吨	28	27	25	8	13	15	17
产销率	%	102.3%	99.8%	98.4%	98.2%	94.1%	100.0%	100.0%
不含税价格	元/吨	3268	3602	2833	2276	3236	3398	3500
不含税成本	元/吨	2909	3238	3005	2414	3472	3819	3934
二甲醚 吨毛利	元/吨	359	365	(172)	(137)	(236)	(421)	(434)
毛利率	%	11.0%	10.1%	-6.1%	-6.0%	-7.3%	-12.4%	-12.4%
不含税收入	百万元	927	983	715	173	416	509.69	594.98
不含税成本	百万元	825	884	758	184	446	572.85	668.70
毛利	百万元	102	100	(43)	(10)	(30)	(63)	(74)

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表8：兰花科创在主要煤炭公司中估值较低**

名称	总市值 (亿元)	预期归属上市公司股东净利润 (亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国神华	6,008	503	651	699	12.0	9.2	8.6
兖矿能源	1,660	163	269	287	10.2	6.2	5.8
陕西煤业	1,629	211	246	257	7.7	6.6	6.3
晋控煤业	205	47	59	61	4.4	3.5	3.4
山煤国际	280	49	56	59	5.7	5.0	4.7
潞安环能	431	67	98	104	6.4	4.4	4.2
电投能源	276	36	60	63	7.7	4.6	4.4
均值					7.7	5.6	5.3
兰花科创	151	24	33.1	37.0	6.4	4.6	4.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2022-2023 年归母净利润预测，除了陕西煤业是 Wind 一致预期，其余皆为开源证券预测

## 5、风险提示

- (1) 煤价超预期下跌风险。若煤价大幅下跌，可能会明显影响公司业绩。
- (2) 安全生产风险，公司所处的煤炭开采和化工行业皆属于高风险行业，存在安全生产方面风险。
- (3) 新建产能不及预期风险，公司在建工程中主要包括煤矿项目，如果因为手续、政策等方面因素制约，可能存在新建产能不及预期风险。
- (4) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4419	6947	7531	8240	9182
现金	1794	2700	3300	4028	4844
应收票据及应收账款	335	550	540	476	486
其他应收款	123	113	159	164	186
预付账款	137	122	150	173	212
存货	495	607	527	545	601
其他流动资产	1536	2854	2854	2854	2854
<b>非流动资产</b>	21904	21779	22494	23650	24685
长期投资	1086	1404	2023	2641	3260
固定资产	8207	11085	11826	12734	13492
无形资产	5857	5670	5446	5226	4975
其他非流动资产	6755	3620	3199	3049	2958
<b>资产总计</b>	26323	28726	30024	31890	33868
<b>流动负债</b>	10180	11683	11243	11602	11986
短期借款	4519	5395	4500	4500	4500
应付票据及应付账款	2462	2688	2984	3094	3401
其他流动负债	3198	3600	3760	4008	4085
<b>非流动负债</b>	5216	4145	3925	3606	3186
长期借款	4058	3098	2878	2559	2139
其他非流动负债	1158	1047	1047	1047	1047
<b>负债合计</b>	15396	15828	15169	15208	15172
少数股东权益	215	-166	-659	-1210	-1821
股本	1142	1142	1142	1142	1142
资本公积	213	270	270	270	270
留存收益	8601	10840	12529	14418	16514
<b>归属母公司股东权益</b>	10713	13064	15515	17892	20517
负债和股东权益	26323	28726	30024	31890	33868

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	684	3287	4937	5115	5523
净利润	251	2003	2815	3149	3493
折旧摊销	989	1159	1094	1243	1386
财务费用	334	523	687	729	769
投资损失	-192	-280	-283	-283	-283
营运资金变动	-668	-885	625	277	157
其他经营现金流	-31	766	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-581	-815	-1525	-2116	-2138
资本支出	738	790	292	504	374
长期投资	1	-1	-618	-618	-618
其他投资现金流	158	-26	-1852	-2230	-2382
<b>筹资活动现金流</b>	-364	-1642	-2812	-2271	-2569
短期借款	-986	876	-895	0	0
长期借款	1752	-960	-220	-320	-420
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	14	57	0	0	0
其他筹资现金流	-1144	-1615	-1697	-1951	-2150
<b>现金净增加额</b>	-260	829	600	728	816

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6626	12860	16346	17770	19235
营业成本	4350	6755	8507	9116	9742
营业税金及附加	416	777	981	1066	1154
营业费用	149	136	245	267	289
管理费用	1120	1285	2043	2221	2404
研发费用	0	24	8	10	14
财务费用	334	523	687	729	769
资产减值损失	-14	-615	100	100	100
其他收益	83	17	17	17	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	192	280	283	283	283
资产处置收益	1	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	534	3051	4076	4561	5062
营业外收入	3	6	5	5	5
营业外支出	36	106	59	67	77
<b>利润总额</b>	502	2952	4021	4499	4990
所得税	250	948	1206	1350	1497
<b>净利润</b>	251	2003	2815	3149	3493
少数股东损益	-123	-349	-493	-551	-611
<b>归母净利润</b>	375	2353	3307	3701	4105
EBITDA	1972	4558	5504	6078	6675
EPS(元)	0.33	2.06	2.90	3.24	3.59

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-16.6	94.1	27.1	8.7	8.2
营业利润(%)	-39.7	471.3	33.6	11.9	11.0
归属于母公司净利润(%)	-43.5	527.8	40.6	11.9	10.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.4	47.5	48.0	48.7	49.4
净利率(%)	5.7	18.3	20.2	20.8	21.3
ROE(%)	2.3	15.5	18.9	18.9	18.7
ROIC(%)	2.3	10.1	12.8	12.9	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.5	55.1	50.5	47.7	44.8
净负债比率(%)	82.2	55.4	35.5	25.9	17.1
流动比率	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	29.7	29.1	30.0	35.0	40.0
应付账款周转率	1.9	2.6	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.33	2.06	2.90	3.24	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	2.88	4.32	4.48	4.83
每股净资产(最新摊薄)	9.38	11.44	13.58	15.66	17.96
<b>估值比率</b>					
P/E	40.2	6.4	4.6	4.1	3.7
P/B	1.4	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.3	4.8	3.6	3.0	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn