

事件: 2024 年 4 月 22 日, 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年, 公司实现营业收入 132.84 亿元, 同比减少 6.16%; 归母净利润 20.98 亿元, 同比减少 34.93%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 22.62 亿元, 同比减少 25.03%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比减少 82.55%。

2023 年四费大幅降低, 煤价下滑、成本增加及计提资产减值准备拖累业绩。 2023 年, 公司四费合计同比减少 4.92 亿元, 降幅 24.7%, 但受煤价同比下滑明显, 公司外采保供煤增加, 新投产整合矿井掘进开拓支出较高成本增加, 计提资产减值准备 1.01 亿元等因素影响, 公司盈利受到拖累。

24Q1 煤价下滑、投资收益减少、所得税率大幅提升致盈利受损。 24Q1 煤炭售价下滑减少毛利约 8.84 亿元, 参股公司亚美大宁利润减少致投资收益同比减少 1.09 亿元, 公司所得税率同比大幅提升 38.23pct 至 61.42% 减少净利润约 0.78 亿元, 财务费用同比增长 45.70% 即 0.18 亿元, 考虑同宝、沁裕尚处产能爬坡阶段或拖累盈利, 上述因素综合导致公司归母净利同比大幅下滑 82.55%。

前三季度现金分红 53.10%, 股息率 7.0%。 23Q4 公司拟不再分配现金股利, 公司已于 2024 年 2 月 8 日实施完成 2023 年前三季度利润分配, 向全体股东每股派发现金红利 0.75 元 (含税), 共计分派现金红利 11.14 亿元 (含税), 分红比例 53.10%, 以 2024 年 4 月 22 日股价计算, 股息率 7.0%。

煤炭业务盈利受损, 未来扩产空间充足。1) 2023: 受益 240 万吨/年玉溪矿达产及 90 万吨/年同宝、沁裕矿均联合试运转, 公司实现煤炭产销量 1380/1299 万吨, 同比+20.46%/+11.65%; 吨煤售价 739.1 元/吨, 同比下降 21.75%; 吨煤成本 327.6 元/吨, 同比增长 10.23%; 单位毛利率为 55.68%, 同比下降 12.86pct。
2) 24Q1: 公司实现煤炭产销量 312 万吨, 同比增长 6.96%, 环比下降 17.96%; 煤炭销量 238 万吨, 同比下降 4.46%, 环比下降 40.58%; 吨煤售价 631.5 元/吨, 同比下降 30.33%, 环比下降 11.73%; 吨煤成本 365.4 元/吨, 同比增长 22.74%, 环比下降 3.00%; 单位毛利率为 42.13%, 同比下降 25.02pct, 环比下降 5.21pct。公司同宝、沁裕矿分别于 2023 年 11 月、2024 年 1 月正式投产, 90 万吨/年百盛煤业 2024 年 3 月进入联合试运转, 90 万吨/年芦河煤业二期工程也在有序推进, 力争 2026 年 9 月联合试运转。2023 年同宝、沁裕矿仍处于亏损状态, 伴随 24 年产量逐步释放, 盈利能力有望好转。

24Q1 受停产减排影响尿素产销环比下滑, 成本大幅下降致毛利率提升。 2023 年实现尿素产销量 96.78/97.65 万吨, 同比+18.92%/+19.16%; 综合售价 2249.9 元/吨, 同比下降 8.73%; 单位成本 1870.8 元/吨, 同比下降 11.63%; 单位毛利率为 16.85%, 同比上升 2.73pct。24Q1 实现产销量 22.11/19.34 万吨, 同比+1.05%/-6.16%, 环比+1.10%/-19.92%; 综合售价 2028.3 元/吨, 同环比-20.12%/-9.90%; 单位成本 1579.2 元/吨, 同环比-30.45%/-10.79%; 单位毛利率为 22.14%, 同环比+11.57%/+0.77pct。2023 及 24Q1 受益成本降幅较大, 公司已内酰胺业务同比、环比均减亏。受市场和环保因素影响, 公司二甲醚企业基本处于停产状态。

投资建议: 考虑 2024 年公司煤炭及煤化工产品售价或同比降低, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利为 13.15/19.41/22.42 亿元, 对应 EPS 分别为 0.89/1.31/1.51 元/股, 对应 2024 年 4 月 22 日收盘价的 PE 分别均为 12/8/7 倍, 下调至“谨慎推荐”评级。

风险提示: 煤炭价格大幅下跌; 在建矿井投产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,284	11,696	13,112	13,877
增长率 (%)	-6.2	-12.0	12.1	5.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,098	1,315	1,941	2,242
增长率 (%)	-34.9	-37.3	47.7	15.5
每股收益 (元)	1.41	0.89	1.31	1.51
PE	8	12	8	7
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价)

谨慎推荐

下调评级

当前价格:

10.76 元


分析师 周泰

执业证书: S0100521110009

邮箱: zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书: S0100521110011

邮箱: lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书: S0100122070013

邮箱: wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 兰花科创 (600123.SH) 事件点评: 成长不误分红, 前三季度拟每股派 0.75 元-2023/12/26
2. 兰花科创 (600123.SH) 2023 年三季报点评: 所得税提高致业绩环比下滑, 关注新煤矿产能爬坡-2023/10/29
3. 兰花科创 (600123.SH) 2023 年半年报点评: 售价下滑拖累业绩, 23H2 受益尿素涨价和煤炭产量释放-2023/08/29
4. 兰花科创 (600123.SH) 2023 年半年度业绩快报点评: 煤炭量增, 尿素赋能, 业绩成长值得期待-2023/08/09
5. 兰花科创 (600123.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 22 业绩同比增长, 煤炭扩产空间充足-2023/04/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,284	11,696	13,112	13,877
营业成本	7,748	7,240	7,498	7,696
营业税金及附加	939	854	957	1,013
销售费用	100	105	118	125
管理费用	1,224	1,078	1,208	1,279
研发费用	3	29	33	35
EBIT	3,268	2,413	3,324	3,757
财务费用	176	317	307	292
资产减值损失	-117	-113	-113	-114
投资收益	289	99	131	139
营业利润	3,313	2,111	3,067	3,524
营业外收支	-95	-94	-89	-84
利润总额	3,218	2,017	2,978	3,439
所得税	911	571	844	974
净利润	2,307	1,446	2,135	2,465
归属于母公司净利润	2,098	1,315	1,941	2,242
EBITDA	4,618	3,868	4,893	5,450

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,515	7,613	9,768	12,163
应收账款及票据	392	344	385	408
预付款项	180	168	174	178
存货	535	495	512	526
其他流动资产	1,681	1,521	1,681	1,770
流动资产合计	8,303	10,140	12,520	15,044
长期股权投资	2,153	2,145	2,169	2,199
固定资产	12,973	12,822	12,563	12,101
无形资产	5,206	5,039	5,037	5,033
非流动资产合计	22,635	22,221	21,897	21,160
资产合计	30,937	32,361	34,417	36,205
短期借款	2,042	2,242	2,342	2,442
应付账款及票据	2,860	3,453	3,782	3,882
其他流动负债	3,027	3,164	3,266	3,332
流动负债合计	7,928	8,859	9,389	9,656
长期借款	3,033	3,233	3,333	3,433
其他长期负债	3,298	3,283	3,273	3,259
非流动负债合计	6,331	6,516	6,606	6,692
负债合计	14,259	15,376	15,995	16,348
股本	1,485	1,485	1,485	1,485
少数股东权益	36	167	360	584
股东权益合计	16,678	16,985	18,422	19,857
负债和股东权益合计	30,937	32,361	34,417	36,205

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.16	-11.95	12.11	5.83
EBIT 增长率	-34.57	-26.17	37.76	13.02
净利润增长率	-34.93	-37.33	47.67	15.48
盈利能力 (%)				
毛利率	41.68	38.10	42.82	44.54
净利润率	15.79	11.24	14.80	16.15
总资产收益率 ROA	6.78	4.06	5.64	6.19
净资产收益率 ROE	12.60	7.82	10.75	11.63
偿债能力				
流动比率	1.05	1.14	1.33	1.56
速动比率	0.94	1.05	1.24	1.47
现金比率	0.70	0.86	1.04	1.26
资产负债率 (%)	46.09	47.51	46.47	45.15
经营效率				
应收账款周转天数	4.79	4.79	4.79	4.79
存货周转天数	25.19	25.19	25.19	25.19
总资产周转率	0.43	0.37	0.39	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	0.89	1.31	1.51
每股净资产	11.21	11.32	12.16	12.98
每股经营现金流	1.80	2.76	2.92	3.11
每股股利	0.75	0.47	0.69	0.80
估值分析				
PE	8	12	8	7
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.20	5.01	3.96	3.56
股息收益率 (%)	6.97	4.37	6.45	7.45

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,307	1,446	2,135	2,465
折旧和摊销	1,350	1,455	1,569	1,693
营运资金变动	-1,076	756	194	30
经营活动现金流	2,673	4,098	4,336	4,625
资本开支	-580	-1,070	-1,243	-931
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-382	-1,073	-1,239	-931
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-330	629	200	200
筹资活动现金流	-2,318	-928	-943	-1,299
现金净流量	-27	2,098	2,155	2,395

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026