

兰花科创 (600123.SH)

证券研究报告/公司点评

2024年04月22日

评级：买入（维持）

市场价格：10.76元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：鲁昊

电话：

Email: luhao@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,485
流通股本(百万股)	1,485
市价(元)	10.76
市值(百万元)	15,980
流通市值(百万元)	15,980

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、兰花科创 (600123.SH) 2022 三季度报点评：煤炭与化工量价双弱，拖累三季度盈利表现
- 2、花科创 (600123.SH) 2022 中报点评：煤炭持续放量，业绩同比增高
- 3、兰花科创 (600123.SH) 2022 中报业绩预告点评：煤炭量价齐升，Q2 业绩创新高
- 4、兰花科创 (600123.SH) 研究简报：无烟煤优质，成长性可期

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,156	13,284	14,455	15,617	16,670
增长率 yoy%	10%	-6%	9%	8%	7%
净利润 (百万元)	3,224	2,098	2,152	2,494	2,770
增长率 yoy%	37%	-35%	3%	16%	11%
每股收益 (元)	2.17	1.41	1.45	1.68	1.87
每股现金流量	3.84	1.80	2.97	2.74	3.02
净资产收益率	21%	13%	12%	13%	13%
P/E	5.0	7.6	7.4	6.4	5.8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

备注：股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价

投资要点
■ 兰花科创于 2024 年 04 月 22 日发布 2023 年报及 2024 年一季度报：

- 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%；扣非归母净利润 21.23 亿元，同比减少 39.82%；经营活动产生的现金流量净额为 26.73 亿元，同比减少 53.11%。基本每股收益 1.41 元，同比减少 50.00%；加权平均 ROE 为 13.05%，同比减少 9.52 个百分点。
- 2023 年第四季度，公司实现营业收入 36.80 亿元，同比增长 35.71%，环比增长 17.38%；归母净利润 2.99 亿元，同比减少 35.74%，环比减少 31.50%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比增长 6.99%，环比减少 21.06%。
- 2023 年第一季度，公司实现营业收入 22.62 亿元，同比减少 25.03%，环比减少 38.53%；归母净利润 1.35 亿元，同比减少 82.55%，环比减少 54.90%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比减少 82.72%，环比减少 61.43%。

■ 煤炭业务：价降本升业绩承压，新矿爬坡有望带动产量增长。

- 2023 年煤炭产量为 1380.33 万吨，同比增长 20.46%；煤炭销量为 1299 万吨，同比增长 11.65%。吨煤售价为 739 元/吨，同比减少 21.75%；吨煤销售成本为 328 元/吨，同比增长 10.23%。吨煤毛利为 412 元/吨，同比减少 36.43%。玉溪煤矿（240 万吨/年）实现达产，带动 2023 年煤炭产量高增。外采保供煤增加、玉溪煤矿实现达产及同宝、沁裕投产，导致煤炭产品成本增加。
- 2023Q4 煤炭产量为 380 万吨（同比+46.54%，环比+7.02%），煤炭销量为 401 万吨（同比+35.52%，环比+21.04%），吨煤售价为 715 元/吨（同比-14.88%，环比-4.73%），吨煤成本为 377 元/吨（同比+23.79%，环比+22.93%），吨煤毛利为 339 元/吨（同比-36.84%，环比-10.08%）。Q4 吨煤售价同比下滑，导致吨煤毛利下降。
- 2024Q1 煤炭产量为 312 万吨（同比+6.96%，环比-17.96%），煤炭销量为 238 万吨（同比-4.46%，环比-40.58%），吨煤售价为 631 元/吨（同比-30.33%，环比-11.73%），吨煤成本为 365 元/吨（同比+22.74%，环比-3.00%），吨煤毛利为 266 元/吨（同比-56.29%，环比-21.43%）。

- 展望未来，同宝、沁裕两座 90 万吨/年资源整合矿分别于 2023 年 11 月、2024 年 1 月正式转为生产矿井；百盛煤业 90 万吨/年矿井已基本完工，2024 年 3 月正式进入联合试运转；芦河煤业 90 万吨/年矿井二期开始建设，各项工程建设有序推进，煤炭产量有望持续高增。

■ 煤化工业务：尿素产销双增，降本带动盈利改善。

- 2023 年尿素产量为 97 万吨，同比增长 18.92%；尿素销量为 98 万吨，同比增长 9.16%；吨尿素售价为 2250 元/吨，同比减少 8.73%；吨尿素销售成本为 1871 元/吨，同比减少 11.63%；吨尿素毛利为 379 元/吨，同比增长 8.91%。己内酰胺产量为 10 万吨，同比减少 19.20%；己内酰胺销量为 10 万吨，同比减少 19.63%；吨己内酰胺售价为 10915 元/吨，同比减少 7.95%；吨己内酰胺销售成本为 11513 元/吨，同比减少 10.54%；吨己内酰胺毛利为-598 元/吨，同比增长 40.86%。
- 2024Q1 尿素产量为 22 万吨（同比+1.05%，环比+1.10%），尿素销量为 19 万吨（同比-6.16%，环比-19.92%），尿素售价为 2028 元/吨（同比-20.12%，环比-9.90%），吨尿素成本为 1579 元/吨（同比-30.45%，环比-10.79%），吨尿素毛利为 449 元/

吨(同比+67.29%，环比-6.66%)。己内酰胺产量为3万吨(同比+6.40%，环比+23.72%)，己内酰胺销量为2.54万吨(同比+2.83%，环比+10.43%)，己内酰胺售价为11846元/吨(同比+11.67%，环比+5.39%)，吨己内酰胺成本为11885元/吨(同比-6.34%，环比+2.66%)，吨己内酰胺毛利为-39元/吨(同比+98.11%，环比+88.33%)。

- **盈利预测、估值及投资评级：**考虑煤价下行，我们下修2024到2025年盈利预测。预计公司2024-2026年营业收入分别为144.55、156.17、166.70亿元，实现归母净利润分别为21.52、24.94、27.70亿元(2024到2025年原预测值为39.73、46.41亿元，新增2026年盈利预测)，每股收益分别为1.45、1.68、1.87元，当前股价10.76元，对应PE分别为7.4X/6.4X/5.8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤价大幅下跌、产能释放不及预期、研究报告使用信息数据更新不及时风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,515	10,511	13,633	16,956	营业收入	13,284	14,455	15,617	16,670
应收票据	218	350	346	315	营业成本	7,748	8,368	8,784	9,222
应收账款	174	163	149	167	税金及附加	939	1,012	1,093	1,167
预付账款	180	195	186	203	销售费用	100	109	117	125
存货	535	722	698	707	管理费用	1,224	1,332	1,439	1,536
合同资产	0	0	0	0	研发费用	3	14	16	17
其他流动资产	1,681	1,882	1,929	2,055	财务费用	176	274	277	257
流动资产合计	8,303	13,823	16,941	20,403	信用减值损失	-14	0	-4	-7
其他长期投资	14	14	14	14	资产减值损失	-117	-139	-128	-134
长期股权投资	2,153	2,153	2,153	2,153	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	12,973	12,813	12,679	12,566	投资收益	289	309	309	309
在建工程	1,744	1,244	744	244	其他收益	28	28	28	28
无形资产	5,206	5,026	4,846	4,636	营业利润	3,313	3,576	4,129	4,575
其他非流动资产	544	537	534	534	营业外收入	16	16	16	16
非流动资产合计	22,635	21,788	20,970	20,148	营业外支出	111	111	111	111
资产合计	30,937	35,611	37,911	40,551	利润总额	3,218	3,481	4,034	4,480
短期借款	2,042	3,821	3,647	3,210	所得税	911	1,114	1,291	1,433
应付票据	193	308	260	230	净利润	2,307	2,367	2,743	3,047
应付账款	2,666	3,399	3,361	3,605	少数股东损益	209	215	249	276
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,098	2,152	2,494	2,771
合同负债	648	959	989	1,019	NOPLAT	2,433	2,553	2,931	3,221
其他应付款	472	472	472	472	EPS (按最新股本摊薄)	1.41	1.45	1.68	1.87
一年内到期的非流动负债	936	936	936	936					
其他流动负债	971	1,021	1,069	1,112					
流动负债合计	7,928	10,917	10,734	10,584	主要财务比率				
长期借款	3,033	3,465	4,066	4,807	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	1,994	1,994	1,994	1,994	成长能力				
其他非流动负债	1,304	1,304	1,304	1,304	营业收入增长率	-6.2%	8.8%	8.0%	6.7%
非流动负债合计	6,331	6,763	7,364	8,105	EBIT增长率	-30.3%	10.6%	14.8%	9.9%
负债合计	14,259	17,680	18,098	18,689	归母公司净利润增长率	-34.9%	2.6%	15.9%	11.1%
归属母公司所有者权益	16,643	17,681	19,314	21,087	获利能力				
少数股东权益	36	250	499	775	毛利率	41.7%	42.1%	43.8%	44.7%
所有者权益合计	16,678	17,931	19,813	21,862	净利率	17.4%	16.4%	17.6%	18.3%
负债和股东权益	30,937	35,611	37,911	40,551	ROE	12.6%	12.0%	12.6%	12.7%
					ROIC	15.2%	14.6%	15.4%	15.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	46.1%	49.6%	47.7%	46.1%
					债务权益比	55.8%	64.2%	60.3%	56.0%
					流动比率	1.0	1.3	1.6	1.9
					速动比率	1.0	1.2	1.5	1.9
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	2,673	4,409	4,074	4,491	应收账款周转天数	4	4	4	3
现金收益	3,804	4,035	4,388	4,653	应付账款周转天数	126	130	139	136
存货影响	-75	-187	24	-10	存货周转天数	23	27	29	27
经营性应收影响	-49	3	155	129	每股指标 (元)				
经营性应付影响	-76	848	-86	214	每股收益	1.41	1.45	1.68	1.87
其他影响	-932	-290	-407	-496	每股经营现金流	1.80	2.97	2.74	3.02
投资活动现金流	-382	-236	-241	-218	每股净资产	11.21	11.91	13.01	14.20
资本支出	-1,736	-555	-554	-528	估值比率				
股权投资	-231	0	0	0	P/E	7.6	7.4	6.4	5.8
其他长期资产变化	1,585	319	313	310	P/B	1.0	0.9	0.8	0.8
融资活动现金流	-2,318	823	-711	-950	EV/EBITDA	22.1	20.2	18.4	17.1
借款增加	-456	2,211	426	304					
股利及利息支付	-1,649	-1,339	-1,552	-1,702					
股东融资	6	0	0	0					
其他影响	-219	-49	415	448					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。