

日期: 2010 年 5 月 5 日

行业: 煤炭采选业



朱洪波  
021-53519888-1912  
Zhuhongbo@sigchina.com  
执业证书编号: S0870209070157

**基本数据 (Y10Q1)**

报告日股价 (元)	34.89
12mth A 股价格区间 (元)	27.33/47.98
总股本 (百万股)	571
无限售 A 股/总股本	100 %
流通市值 (百万元)	19929
每股净资产 (元)	9.88
PBR (X)	3.53
DPS (Y09, 元)	10 派 3 (税前)

**主要股东 (Y10Q1)**

山西兰花煤炭实业集团	45.11 %
广发聚丰	4.73 %

**收入结构 (Y09)**

煤炭产品	65.21 %
化肥产品	42.01 %

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**

报告编号: ZHB10—CT01

首次报告日期: 2010 年 5 月 5 日

# 无烟煤量价平稳 化肥甲醇继续拖后腿

**■ 动态事项:**

我们实地调研了兰花科创, 重点了解公司 1 季度煤炭量价, 煤炭生产成本, 资源整合进展, 化肥甲醇业务现状。

**■ 主要观点:****煤炭 1 季度业绩基本稳定, 化肥和甲醇亏损幅度扩大**

1 季度公司完成煤炭产量 130 多万吨, 公司原煤入洗比率 10%, 洗出率 70%; 混煤价格 680 元/吨 (含税)、精煤 850 元, 块煤 1000 元, 价格基本较去年同期略有上涨。公司尿素产量 30-32 万吨, 价格 1530-1550 元/吨, 每吨亏损 200 多元, 当前价格处于历史低位。1 季度甲醇等产量 7-8 万吨。化肥和甲醇等产品总计亏损约 1 亿多元, 而 09 年全年化肥和甲醇亏损 2 亿多, 1 季度煤炭业务约实现净利润 3.8 亿, 每股收益 0.49 元。

**化肥和甲醇已经到最坏状况, 景气回升曙光或依稀可见。**

从化工在线数据, 长三角地区化肥价格行情看当前为 1650 元/吨, 接近 05 年 12 月以来曾出现的最低点 1600 元/吨。当前价格已经使得煤头化肥每吨亏损 200 元, 气头尿素每吨约有 200 元毛利。天然气价格存在上调预期, 综合看成本推动的化肥价格很难再有大幅下跌空间。

甲醇亏损程度更大, 出厂价低于 2200 元/吨。长三角地区 4 月中旬价格 2310 元, 高于 05 年以来曾经出现的最低价格 1770 元/吨 (09 年 3 月)。甲醇价格低迷主要受国内产能过剩和国外进口冲击的影响。化肥和甲醇行业亏损已经使计划新建项目撤销, 如郑煤股份终止中原煤化项目。平煤股份终止募投项目中的 50 万甲醇项目, 在产的化肥和甲醇厂以减产应对低迷市况。化肥和甲醇行业因成本刚性制约, 价格难有进一步下跌空间, 我们判断当前应是最坏时刻。

**若化肥和甲醇能够在 10 年扭亏, 公司业绩将会怎样?**

09 年公司在化肥和甲醇行业上共计亏损 2.03 亿元, 折合每股亏损 0.35 元。公司预计当化肥价格上涨到 1800 元/吨, 既可实现减亏 2 亿元。假设 10 年第四季度化肥价格 1800 元, 则公司 10 年可以减亏约 0.1 元每股, 这是在不考虑煤炭业务前提下。化肥和甲醇放大公司业绩波动, 化肥和甲醇行业处于本轮景气底部, 未来复苏会带来较快业绩增长。

**收购煤矿下半年产能释放, 权益产量增长约 25%**

2010 年煤炭产量目标 755 万吨, 公司当前自有的望云 (60 万吨)、伯方 (180 万)、大阳 (150 万) 和唐安 (150 万), 合计 540 万吨。预计来自购入煤矿 2010 年产量 215 万吨, 约 4-5 个矿井年总产量 400-600 万吨, 公司约占 60% 权益, 半年产量 200-300 万吨, 归属公

司权益产量 120-180 万吨，约占既有产能 25% 左右，这些购入矿井来自于临汾和朔州等地。

### 对亚美大宁争取控制权，股价上涨潜在刺激因素

亚美大宁为年产 400 万优质无烟煤的外资控股矿井，泰国万浦占 56%，兰花科创 36%，晋城煤运占 8%。2008 年泰国万浦以 4.3 亿美元收购亚美香港公司 78% 股权，成为实际控制人。则泰国万浦在亚美大宁实际权益 43.6%，2009 年亚美大宁净利润 11.77 亿元，归结为泰国万浦 5.13 亿。假设亚美香港公司没有除大宁矿其它业务，则泰国万浦可以在 5.7 年后收回投资。

外资控股并不复合中国现行法律规定，2009 年 5 月人民日报以《山西亚美大宁能源有限合资外方频频违法违规谁管》报道亚美大宁，晋城市政府响应外界重视亚美大宁股权纠纷。兰花提出建议是外方出让 15% 给兰花科创，兰花占 51%，或者出让 11%，兰花占 47%，外方占 45%。若以 09 年净利润为标准，以 5.7 倍 PE，计算若 15% 股份，对价 10 亿元；若按 11% 股份计算，对价 7.4 亿元。

当前据人民日报报道已有一年时间，据我们了解兰花取得控制权的要求一直未变，双方主要纠结在价格上面。

### 投资建议：

**未来六个月内，维持“跑赢大市”。**

公司无烟煤量价平稳，外延购入矿井增加权益产量约 25%；化肥和甲醇处于景气谷底，09 年合计亏损 2.03 亿，占当年净利润 12.7 亿的 16%；未来化肥和甲醇业务将推动公司业绩较快增长，以 2010 年 2.50 元计算，当前股价对应 14.0XPE，维持“跑赢大市”评级

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E
营业收入	5616	6700	7800
年增长率 (%)	14.3%	19.3 %	16.4 %
归属于母公司的净利润	1271	1427	1716
年增长率 (%)	1.7%	12.2%	20.2%
每股收益 (元)	2.22	2.50	3.01
PER (X)	15.7	14.0	11.6

注：有关指标按最新总股本计算

附表 1：公司相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	2010-5-5	EPS				PER		
				股票价格	09A	10E	11E	09X	10X	11X
中国神华	601088	CNY	25.81	1.52	2.05	2.46	17	13	10	
中煤能源	601898	CNY	10.83	0.50	0.70	0.85	22	15	13	
兖州煤业	600188	CNY	23.05	0.79	1.78	2.23	29	13	10	
西山煤电	000983	CNY	32.63	0.92	1.66	2.11	35	20	15	
平煤股份	601666	CNY	24.79	1.01	1.66	1.8	25	15	14	
大同煤业	601001	CNY	38.17	1.78	2.19	2.34	21	17	16	
潞安环能	601699	CNY	40.17	1.83	2.61	2.91	22	15	14	

冀中能源	000937	CNY	33.10	1.39	2.27	2.42	24	15	14
升达股份	600997	CNY	20.63	0.67	0.80	1.1	31	26	19
神火股份	000933	CNY	31.81	0.80	1.67	2.32	40	19	14
国投新集	601918	CNY	13.44	0.45	0.75	1.08	30	18	12
露天煤业	002128	CNY	26.70	0.88	1.40	1.8	30	19	15
国阳新能	600348	CNY	45.19	1.93	2.11	2.69	23	21	17
兰花科创	600123	CNY	34.89	2.22	2.50	3.1	16	14	11
恒源煤电	600971	CNY	33.27	1.41	1.85	2.23	24	18	15
盘江股份	600395	CNY	24.76	1.01	1.28	1.89	25	19	13
均值							<b>26</b>	<b>17</b>	<b>14</b>

资料来源：公司报告，上海证券研究所；相关公司09EPS 经过除权处理。

## 分析师承诺

分析师 朱洪波

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。