

2010 年 8 月 2 日

# 兰花科创

## 下半年困难较重，长期看好煤炭增长

**买入**  
 600123.SS - 人民币 29.44  
 目标价格: 人民币 33.93 (↑48.90)

唐倩\*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(33)	15	(16)	(28)
相对新华富时 A50 指数(%)	(10)	6	(9)	(1)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	571
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	16,816
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	187
净负债比率 (%) (2010E)	32
主要股东(%)	
兰花集团	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*沈涛为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

公司 2010 年上半年每股收益 1.25 元, 同比增长 5.2%, 略好于预期。上半年煤炭业务受煤矿工作面搬家影响, 产量下降而成本上升; 我们预计下半年的煤炭产量和成本都将恢复正常。鉴于公司部分化工厂和权益矿亚美大宁矿的暂时停产, 以及整合矿今年难以释放利润, 我们下调了公司 2010 年的每股收益; 但我们预计公司 2010-12 年的煤炭产量复合增长率为 20%, 成长性较好。基于 15 倍的 2010 年目标市盈率, 我们下调目标价由 48.90 元至 33.93 元, 继续维持买入评级。

### 中报要点

- 受工作面搬家影响, 上半年煤炭产量同比下降 10%, 而吨煤成本同比猛增 27%。我们认为下半年工作面搬家影响将减轻, 公司的煤炭产量和吨煤开采成本都将恢复正常。
- 随着甲醇和二甲醚产量的释放, 公司化肥业务收入同比增长 83%。而化肥业务毛利依然亏损。受亏损及库存较多影响, 公司部分化工生产线停产。我们预计 2010 年公司化肥业务的亏损面可能超过 2009 年。
- 受股权纠纷影响, 亚美大宁矿仍未复产。该矿上半年贡献了公司 29% 的净利润, 我们保守预计该矿下半年 4 季度复产, 将对公司下半年的业绩带来较大影响。
- 公司未来成长性较好。不考虑未来亚美大宁矿产量的并表, 我们预计公司 2010-12 年煤炭产量分别为 565 万吨、757 万吨和 961 万吨, 增速分别为 1.1%、34% 和 27%。

### 估值

- 我们看好公司煤炭业务良好的成长性。基于 15 倍 2010 年市盈率, 将目标价由 48.90 元下调至 33.93 元, 继续维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,912	5,616	6,077	8,087	10,533
变动 (%)	41	14	8	33	30
净利润 (人民币 百万)	1,249	1,271	1,292	1,696	2,029
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.187	2.224	2.262	2.969	3.552
变动 (%)	26.3	1.7	1.7	31.2	19.7
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	2.876	3.216	3.552
调整幅度 (%)	-	-	(21.4)	(7.7)	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	13.2	13.0	9.9	8.3
每股现金流量 (人民币)	2.78	1.85	2.88	3.85	4.22
价格/每股现金流量 (倍)	10.6	15.9	10.2	7.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	10.4	9.9	7.2	5.5
每股股息 (人民币)	0.608	0.300	0.629	0.825	0.987
股息率 (%)	2.1	1.0	2.1	2.8	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 上半年每股收益 1.25 元，略超预期

公司 2010 年上半年每股收益同比增长 5.2%，至 1.25 元，略高于我们 1.20 元的预测。一季度和二季度每股收益分别为 0.49 元和 0.76 元。

公司营业收入同比增长 4.2% 至 30 亿元，其中煤炭收入和化肥收入分别同比增长 83% 和 1.2%。毛利率亏损的化肥业务收入大幅增加，拉低公司整体毛利率下降 6 个百分点至 38%。

管理费用同比下降 43%，主要是去年同期化肥生产线停产检修，维修费用基数较高。管理费用的下降缩窄了经营利润率的下降幅度，使其仅同比下降 1 个百分点至 30%。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
营业收入	2,840	2,959	4.2
营业成本	1,585	1,839	16
营业税及附加	39	37	(5.4)
毛利润	1,216	1,083	(11)
销售费用	101	98	(2.9)
管理费用	417	239	(43)
财务成本	73	78	7.5
资产减值	17	30	76
投资收入	304	276	(9.3)
营业利润	912	914	0.2
营业外收入	5	4	(13)
营业外支出	47	23	(51)
税前利润	869	895	2.9
所得税	225	224	(0.5)
少数股东权益	(34)	(43)	25
归属于母公司的净利润	679	714	5.2
每股收益 (人民币)	1.19	1.25	5.2
毛利率(%)	44	38	
经营利润率(%)	31	30	
净利率(%)	24	24	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 上半年煤炭业务毛利率下降

受部分煤矿工作面搬家影响，公司上半年煤炭产量同比下降 10%。虽然综合煤价同比上涨了 9.2%，但煤炭业务收入仅同比增长 1.2%。工作面搬家导致吨煤开采成本同比增长 27%，拉低煤炭业务毛利率同比下降 4 个百分点至 60%。

公司的权益矿亚美大宁从 6 月 13 日开始停产，影响公司上半年投资收入同比下降 9.3%。尽管如此，该矿上半年仍为公司贡献每股收益 0.36 元，占公司整体收益的 29%；公司其他业务贡献每股收益 0.89 元。公司正在积极争取该矿的控股权，争取将持股比例由目前的 36%提高至 46%或 47%；按照规定，该矿在股权纠纷解决前，无法更换安全生产许可证；考虑到换证的时间，我们预计该矿下半年仅在第四季度投入生产，将对公司下半年的投资收益带来较大影响。

**图表 3. 2010 年上半年煤炭业务经营数据**

	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
产量(百万吨)	3.10	2.79	(10)
销量(百万吨)	2.97	2.75	(7.3)
价格(元/吨)	624	681	9.2
成本(元/吨)	214	272	27
营业收入(百万元)	1,852	1,874	1.2
营业成本(百万元)	662	758	15
毛利率(%)	64	60	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 上半年亏损的化肥业务收入同比增长 83%

随着兰花清洗公司甲醇（产能 20 万吨/年）和二甲醚（产能 10 万吨/年）产量的释放，公司上半年的化肥业务收入（抵消前）同比增长 83%至 22 亿元，占总收入的比重同比增加 32 个百分点至 74%。虽然化肥业务收入增加，但毛利率仅为 -1.1%，对公司整体业绩拖累较大。

**图表 4. 2010 年上半年化肥业务产销数据**

(万吨)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
尿素产量	66.13	67.21	1.6
尿素销量	69.55	62.01	(11)
甲醇产量		15.31	
甲醇销量		6.95	
二甲醚产量		5.68	
二甲醚销量		5.50	
化肥业务毛利率(%)	(1.4)	(1.1)	

资料来源：公司数据，中银国际研究

受亏损及库存较高影响，公司部分化肥化工公司从 2010 年 7 月 15 日起停产，停产至少持续一个月以上。我们认为公司 2010 年生产尿素 137 万吨和甲醇 34 万吨的计划较难完成，化肥业务的亏损额可能超过 2009 年。

## 预计公司 2010-12 年煤炭产量复合增长率 20%

虽然公司 2010 年下半年的业绩将受亚美大宁矿和以及部分化肥生产线停产影响，且整合煤矿较难在今年释放利润；但我们看好公司未来煤炭业务良好的成长性。

不考虑未来亚美大宁矿产量的并表，我们预计公司 2010-12 年煤炭产量分别为 565 万吨、757 万吨和 961 万吨，增速分别为 1.1%、34%和 27%。

### 1) 本部在建矿

公司现有煤炭产量 540 万吨/年，我们预计将于 2012 年建成产能 240 万吨/年的玉溪矿。

### 2) 整合矿产能将达 540 万吨/年

公司在朔州、晋城和临汾地区等地区参与资源整合。按照山西省煤炭工业厅的批复方案，公司将整合产能 540 万吨/年。我们预计公司的整合产能将在 3 年内逐渐投产，预计 2010-2012 年分别释放 0 万吨、192 万吨和 336 万吨产量。

图表 5.兰花科创整合产能

煤矿	产能(百万吨)
山西兰花高平百盛煤业有限公司(暂定名)	90
山西兰花高平同宝煤业有限公司(暂定名)	90
山西兰花焦煤兰兴煤业有限公司(暂定名)	60
山西朔州山阴兰花朱和咀煤业有限公司)	90
山西朔州山阴兰花口前煤业有限公司	90
山西朔州平鲁区兰花永胜煤业有限公司	120
<b>总计</b>	<b>540</b>

资料来源：山西省煤炭工业厅，中银国际研究

### 3) 亚美大宁矿未来将扩产至 600 万吨/年

亚美大宁矿目前的产能为 400 万吨/年，计划在 2012 年将产能扩建至 600 万吨/年。我们预计公司最晚将于 2010 年底获得亚美大宁矿的控股权，持有 46%-47%的股权。

目前亚美大宁矿的外运铁路尚未建成，只能依靠成本较高的公路运输。我们预计铁路修通后该矿的销售和盈利能力将进一步提高。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,912	5,616	6,077	8,087	10,533
销售成本	(2,551)	(3,267)	(3,742)	(4,802)	(6,217)
经营费用	(587)	(521)	(374)	(623)	(863)
息税折旧前利润	1,774	1,827	1,961	2,663	3,454
折旧及摊销	(351)	(419)	(475)	(576)	(694)
经营利润 (息税前利润)	1,423	1,408	1,487	2,087	2,760
净利息收入/(费用)	(95)	(147)	(170)	(168)	(136)
其他收益/(损失)	249	354	303	416	416
税前利润	1,576	1,615	1,619	2,335	3,040
所得税	(351)	(402)	(405)	(584)	(760)
少数股东权益	24	57	78	(55)	(251)
净利润	1,249	1,271	1,292	1,696	2,029
每股收益 (人民币)	2.187	2.224	2.262	2.969	3.552
每股股息 (人民币)	0.608	0.300	0.629	0.825	0.987
收入增长(%)	41	14	8	33	30
息税前利润增长(%)	36	(1)	6	40	32
息税折旧前利润增长(%)	39	3	7	36	30
每股收益增长(%)	26	2	2	31	20

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	835	1,444	1,223	1,177	1,283
应收帐款	732	1,403	1,467	1,748	2,090
库存	592	471	539	692	895
其他流动资产	0	73	0	0	0
流动资产总计	2,159	3,391	3,229	3,617	4,269
固定资产	4,617	5,475	6,906	7,721	8,283
无形资产	1,658	1,976	2,269	2,560	3,251
其他长期资产	538	780	785	790	850
长期资产总计	6,813	8,232	9,961	11,071	12,385
总资产	8,972	11,623	13,190	14,689	16,653
应付帐款	1,436	1,540	1,764	2,263	2,930
短期债务	721	1,740	1,920	1,620	1,320
其他流动负债	849	1,007	1,044	1,079	1,062
流动负债总计	3,006	4,287	4,727	4,962	5,312
长期借款	1,236	1,293	1,500	1,400	1,200
其他长期负债	90	155	140	120	95
股本	571	571	571	571	571
储备	3,674	4,739	5,751	7,080	8,669
股东权益	4,246	5,310	6,322	7,651	9,240
少数股东权益	394	578	500	555	806
总负债及权益	8,972	11,623	13,190	14,689	16,653
每股帐面价值(人民币)	7.43	9.30	11.07	13.39	16.18
每股有形资产(人民币)	4.53	5.84	7.10	8.91	10.49
每股净负债/(现金) (人民币)	1.96	2.78	3.85	3.23	2.16

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,576	1,615	1,619	2,335	3,040
折旧与摊销	351	419	475	576	694
净利息费用	95	147	170	168	136
运营资本变动	87	(336)	159	194	(212)
税金	(351)	(402)	(405)	(584)	0
其他经营现金流	(173)	(386)	(374)	(487)	(1,247)
经营活动产生的现金流	1,585	1,057	1,644	2,202	2,410
购买固定资产净值	(799)	(675)	(1,893)	(1,376)	(1,241)
投资减少/增加	(973)	(326)	0	0	0
其他投资现金流量	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,773)	(1,001)	(1,893)	(1,376)	(1,241)
净增权益	46	50	0	0	0
净增债务	128	982	386	(400)	(500)
支付股息	(182)	(330)	(189)	(303)	(428)
其他融资现金流	(95)	(149)	(170)	(168)	(136)
融资活动产生的现金流	(104)	553	27	(871)	(1,064)
现金变动	(291)	610	(222)	(45)	106
期初现金	1,126	835	1,444	1,223	1,177
公司自由现金流	(173)	73	(230)	851	1,200
权益自由现金流	(155)	892	(33)	258	534

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	36.1	32.5	32.3	32.9	32.8
息税前利润率	29.0	25.1	24.5	25.8	26.2
税前利润率	32.1	28.8	26.6	28.9	28.9
净利率	25.4	22.6	21.3	21.0	19.3
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
利息覆盖倍数	13.0	8.6	7.9	10.8	16.6
净权益负债率(%)	24.2	27.0	32.2	22.5	12.3
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
估值(倍)					
市盈率	13.5	13.2	13.0	9.9	8.3
市净率	4.0	3.2	2.7	2.2	1.8
价格/现金流	10.6	15.9	10.2	7.6	7.0
企业价值/息税折旧前利润	10.3	10.4	9.9	7.2	5.5
周转率					
存货周转天数	64.1	59.3	49.2	46.8	46.6
应收帐款周转天数	54.7	69.4	86.2	72.6	66.5
应付帐款周转天数	96.0	96.7	99.2	90.9	90.0
回报率(%)					
股息支付率	27.8	13.5	27.8	27.8	27.8
净资产收益率	33.7	26.6	22.2	24.3	24.0
资产收益率	13.9	10.3	9.0	11.2	13.2
已运用资本收益率	24.2	18.4	15.7	19.7	23.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371