

管理费用下降是利润增长的直接原因

兰花科创 (600123) 中报点评

投资要点:

- ◆ **业绩略低于预期。**2010年上半年公司实现营业收入29.59亿元，同比增长4.18%；实现利润总额8.94亿元，同比增长2.90%；实现归属母公司所有者的净利润7.14亿元，同比增长5.16%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为7.22亿元，同比增长1.26%；基本每股收益1.25元。
- ◆ **利润增长得益于管理费用的下降。**2010年上半年，公司煤炭产量278.77万吨，同比减少1.94%；销售煤炭275.20万吨，同比减少7.35%；煤炭综合销售价格680.97元/吨，同比增长9.2%，这在一定程度上抵消了煤炭产销量的下降。公司的尿素产量为67.21万吨，同比增长1.63%；销量62.01万吨，同比减少10.84%，尿素仍然处于亏损，上半年亏损了7471万元。煤化工发展较快，上半年生产甲醇15.31万吨，销售6.95万吨；生产二甲醚5.68万吨，销售5.5万吨。不过煤化工业务也处于亏损，上半年亏损6900万元。

上半年公司投资收益2.76亿元，同比下降9.27%，占公司利润总额的30.85%。投资收益主要来自于公司参股的山西亚美大宁能源有限公司，公司占有36%的股权。

公司的利润在主营业务下降的情况下仍然出现增长，主要得益于公司管理费用的下降。上半年管理费用为2.39亿元，同比大幅下降42.69%；管理费用率为8.08%，同比下降了6.6个百分点。主要是化肥大修费用同比较少，以及提取工资的下降。

- ◆ **尿素和煤化工业务部分停产，改善短期盈利水平。**由于目前国内尿素和煤化工行业整体比较低迷，公司这部分业务也处于亏损。公司从7月15日开始，将其旗下的四家相关企业停产，停产时间预计在一个月以上，再根据市场情况恢复生产。亏损业务的停产有利于改善公司短期的盈利水平。
- ◆ **亚美大宁停产将影响下半年盈利水平。**亚美大宁煤矿由于安全生产许可证到期，从6月13日开始阶段性停产。这将拖累公司下半年业绩。不过根据5月17日公司与大宁香港公司签订的股权转让协议，公司将受让10%股权。长远来讲，这将明显提升公司业绩。
- ◆ **维持“谨慎推荐”投资评级。**由于亚美大宁矿的停产，以及公司尿素业务低于预期，我们下调公司2010年EPS预测至2.24元，维持2011年EPS为2.84元，目前的股价对应2010年和2011年的PE分别为13.55倍和10.66倍，估值水平仍然低于煤炭板块整体水平。我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

谨慎推荐（维持）

2010年8月5日

李隆海

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据 2010年8月4日

收盘价(元)	41.04
总股本(万股)	57120
流通A股股本(万股)	57120
12月最高价(元)	47.98
12月最低价(元)	20.80

股价走势

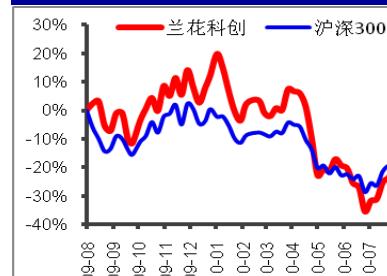
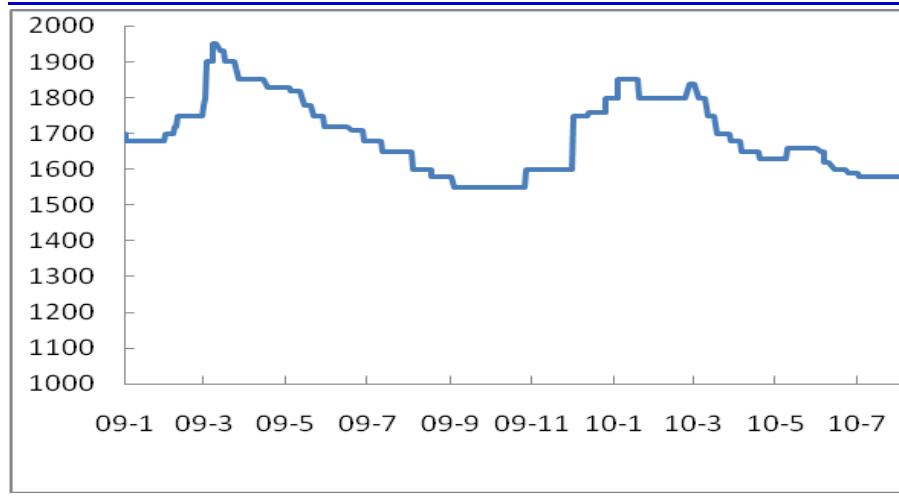


表1：公司煤炭和尿素产销变化

	2006	2007	2008H	2008	2009H1	2009	2010H1
原煤产量（万吨）	451.9	518.77	285.92	548.55	309.74	559.21	278.77
原煤销量（万吨）	446.56	496.65	278.54	542.66	297.02	581.58	275.20
销售价格（元/吨）	333.56	412.34	498.38	614.17	623.54	619.79	680.97
价格同比增长	3.47%	23.62%	25.18%	48.95%	25.11%	0.91%	9.2%
尿素产量（万吨）	48.32	93.96	52.43	118.36	66.13	133.17	67.21
尿素销售（万吨）	53.25	96.78	53.8	106.26	69.55	143.22	62.01

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

图1：长三角地区尿素价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线、东莞证券研究所

表2：公司主要财务数据：(单位：百万元)

科目	季度数据					
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10
营业收入	1407.0	1432.9	1254.4	1521.3	1235.4	1723.3
同比增长	48.0%	21.0%	-11.8%	12.2%	-12.2%	20.3%
环比增长	3.8%	1.8%	-12.5%	21.3%	-18.8%	39.5%
毛利率	37.9%	50.4%	40.3%	38.7%	41.1%	35.5%
销售费用	52.4	48.9	30.7	83.0	48.8	49.5
销售费用率	3.7%	3.4%	2.4%	5.5%	4.0%	2.9%
管理费用	161.2	255.7	93.8	114.8	114.6	124.4
管理费用率	11.5%	17.8%	7.5%	7.5%	9.3%	7.2%
财务费用	36.0	36.6	36.7	37.3	34.6	43.4
财务费用率	2.56%	2.55%	2.92%	2.45%	2.80%	2.52%
期间费用率	17.7%	23.8%	12.8%	15.5%	16.0%	12.6%
营业利润	391.7	520.6	388.0	386.2	382.9	530.8
营业利润率	27.8%	36.3%	30.9%	25.4%	31.0%	30.8%
营业外收入	1.4	3.2	1.8	6.6	1.2	2.8

营业外支出	16.9	30.5	21.0	15.8	17.8	5.2
利润总额	376.2	493.2	368.7	377.0	366.3	528.4
所得税	101.4	123.4	112.2	65.1	102.8	120.8
实际税率	27.0%	25.0%	30.4%	17.3%	28.1%	22.9%
净利润	274.8	369.9	256.5	311.9	263.4	407.6
少数股东损益	-11.6	-22.6	-23.4	0.1	-18.9	-23.9
归属母公司所有者的净利润	286.4	392.5	279.9	311.8	282.4	431.5
同比增长	22.4%	10.6%	-22.3%	3.9%	14.1%	0.0%
环比增长	-36.1%	37.1%	-28.7%	11.4%	-9.4%	52.8%
每股收益(元)	0.50	0.69	0.49	0.55	0.49	0.76

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

表3：公司盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4912.10	5615.63	5716.71	6871.48
营业总成本	3399.15	4353.98	4313.25	5277.30
营业成本	2357.31	3266.98	3435.74	4109.15
营业税金及附加	55.09	74.19	68.60	82.46
销售费用	211.47	214.93	205.80	274.86
管理费用	601.62	625.61	463.05	673.41
财务费用	95.26	146.57	120.05	137.43
资产减值损失	78.40	25.71	20.00	0.00
其他经营收益	290.57	424.82	300.00	560.00
投资净收益	290.57	424.82	300.00	560.00
营业利润	1803.52	1686.46	1703.46	2154.18
加：营业外收入	21.65	12.96	0.00	20.00
减：营业外支出	56.37	84.24	0.00	10.00
利润总额	1768.80	1615.19	1703.46	2164.18
减：所得税	392.13	402.12	425.87	541.05
净利润	1376.67	1213.07	1277.60	1623.14
减：少数股东损益	-24.57	-57.46	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	1401.23	1270.53	1277.60	1623.14
基本每股收益(元)	2.45	2.22	2.24	2.84
市盈率(倍)	12.35	13.62	13.55	10.66

资料来源：公司公告、东莞证券研究所

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推论仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推论只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn