

公司发展方向将重归煤炭

——兰花科创（600123）调研报告——

增 持

事件:

近期,我们实地调研了兰花科创(600123),与公司高管就企业发展思路 and 目前遇到问题进行了交流,总体我们认为,兰花科创在多元化经营的发展中遇到了瓶颈,未来公司的工作重点将重新回归到煤炭主业上。

调研主要内容及观点

- **煤炭资源** 据调研情况看,公司目前资源主要集中在晋城、朔州、临汾三个区域。公司公开资料显示其控制下探明储量 14.21 亿吨,可采储量 6.87 亿吨,资源整合后按照我们统计的数据(不考虑朔州矿业、贾寨煤业)可采储量约 9.31 亿吨,所有矿井完全达产后的实际产能约 1170 万吨,同时集团公司在沁水煤田申请后备资源的工作亦在有序进行中。公司高管认为,兰花的资源整合更倾向于优质矿井。我们认为,兰花作为地方企业,同时规模相对较小,在区域外整合资源的难度较大,但晋城地区未开发资源较为丰富,多数矿井仍处于浅层开采阶段(晋城地区煤层埋藏表现为东浅西深),故未来在区域内挖掘可利用资源的可行性为大(但应注意晋煤集团始终是区域内资源整合的主导者)。
- **煤炭产量** 公司半年报披露,公司上半年实际生产煤炭 278.77 万吨,销售煤炭 275.2 万吨,根据调研数据及公司查定计划表数据,公司上半年本部四矿的外销煤产量约 221.73 万吨,其余部分为地销煤和本部外矿井贡献。对比公司 2010 年生产计划差距较大,主要原因是本部部分矿井生产情况依然处于不稳定状态下,山阴口前矿未能达到预期产能所致。考虑上述因素,按照公司本部前 9 个月查定表推算,我们下调公司 2010 年原煤产量至 600 万吨附近,暂不调整 2011 年和 2012 年产量预计假设。(图 1、图 2)
- **煤炭售价与成本** 从价格角度分析,根据调研数据(不含税),公司目前块煤均价约 854.70 元/吨、优质煤均价 800 元/吨、沫煤均价 547.01 元/吨,同时块煤占比 20%、优质煤 10%-15%、沫煤 65%-70%,加权平均的理论煤炭销售均价大概为 640 元/吨,基本与我们跟踪的无烟煤数据拟合,考虑到一般经验下 9 月开始尿素出口又将迎来一段小高峰,无烟煤需求有望提升故调整 2010 年公司销售均价至 645 元/吨以反映这一趋势。从直接生产成本角度分析,公司 2008 年平均生产成本为 169.67 元/吨、2009 年 181.12 元/吨、目前生产约在 200 元/吨附近,每年上升幅度不大,考虑到公司洗煤能力仅 90 万吨左右,成本上升空间不大,故 2010 年销售成本在 2009 基础假设增长 5%左右即 253.59 元/吨。(图 3、图 4)
- **亚美大宁矿** 公司于 5 月 27 日发布公告,与外资合资方签订股权转让意向书,有望取得亚美大宁 11%股权,从而使公司股权比例上升至 47%,取得控股权;同年 6 月 17 日发布公告,该矿由于安全证到期于 6 月 13 日零时起停产。经实地调研,我们判断,首先,兰花取得亚美大宁矿实际控制

研究员

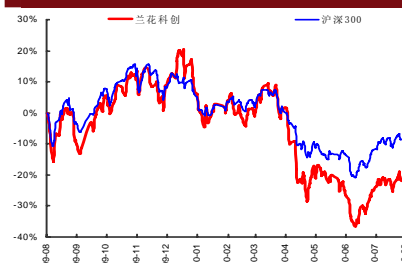
徐 哲

执业证号: S1250210080004

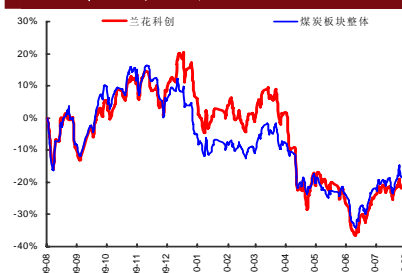
电话: 010-57631191

邮箱: xze@swsc.com.cn

近一年公司股价与沪深 300 比较



近一年公司股价与板块指数比较



近一年公司估值变化情况



相关研究

1 “3 比 1”, 兰花堪折

2010/03/30

2 尿素价格重回 1800, 煤产量稳步增长

2009/12/22

权毋庸置疑（政策法规要求），但过程漫长，目前无法判断最终时间，故 2010 年亚美大宁并表可能性较小；其次，取得控股权后，延伸至绝对控股（51%）应是公司下一步目标，但可以确定的是实现这一目标更加困难；第三，亚美大宁作为外商投资企业，享受“免二减三”税收政策，故该公司净利率一直处于 50% 左右（目前处于免税期已过，减税期第一年阶段），双方股权纠纷拖延时间越长，税收优惠作用时间越短；第四，亚美大宁矿前期生产能力基本达到正常生产要求，考虑到其资源储量在股权纠纷解决后有扩张趋势故依然保持前期该矿利润判断。由于前期报告未考虑到该事件，依据上述分析假设亚美大宁下半年不再贡献投资收益，未确认并表前未来计算仍按投资收益进行计算。

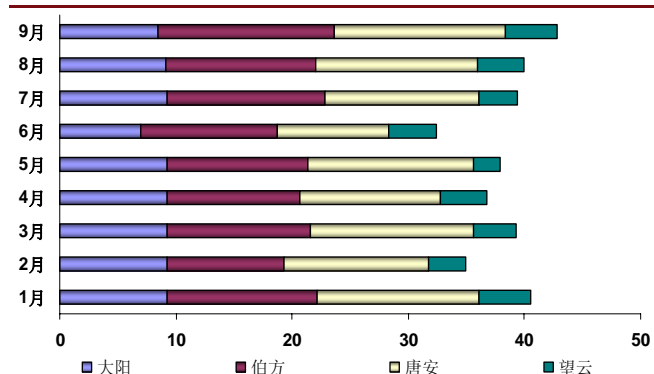
- **化工分部** 对比晋城市化工“十一五”规划与“十二五”规划（见表 1），可以明显感受到主管部门有意控制该行业的产能，节能降耗大主题没有变化。从兰花目前的情况分析，化肥分部目前拥有产能 121 万吨，全由化肥分公司统一进行管理，由于该分部一直处于亏损阶段，同时能耗较大，各生产单位（共 5 个，最大产能 30-35 万吨/年）产能较小难以体现规模效益公司前期公告中对部分企业进行了停产处理，我们认为，由于化肥分部是兰花多年经营的资产，完全剥离的可能性极小（见图 5、图 6），同时由于产业政策的变化，后续扩张计划实施难度较大，故该分部未来成长空间极小；甲醇及二甲醚虽从产业政策上看还有提升空间，但从公司实际生产情况看亏损严重，不具备再投资价值，故亦没有成长空间。调整公司 2010 年-2012 年化肥产量分别为 90 万吨、120 万吨、120 万吨，二甲醚产量分别为 6 万吨、10 万吨、10 万吨。
- **重庆太阳能** 公司 4 月 21 日发布公告，兰花太阳能一期 500 吨单晶硅及硅片项目正式投产，上半年年报显示毛利为 165.04 万元（毛利率 9.74%）。通过调研，我们认为，该分部未来并不能成为公司业绩增长点，原因在于其处于该产业链条中游，上受制于多晶硅生产企业，下受制于电池生产企业，再加上公司未来产业发展重点很难向其倾斜，故我们在预测中忽略了该分部影响。
- **盈利预测** 预计公司 2010 年-2012 年营业收入分别约为 49.77 亿元、64.97 亿元、73.69 亿元；每股收益分别为 2.13 元、3.05 元、3.57 元。对应 2010 年 8 月 26 日收盘价 29.21 元，动态市盈率水平分别为 13.74 (X)、9.59 (X)、8.18 (X)。
- **估值评价**

相对估值 截止 2010 年 8 月 26 日，煤炭行业板块平均市盈率水平为 14.14 (X)，由于我们判断公司多元化经营遇阻，增长潜力有限，其发展方向将重新回归煤炭主业，故其缺乏不要的估值溢价条件，相反给予一定的折价（10%），综合考虑取 12.73 (X) 为宜，对应 2010 年每股收益，每股价值约 27.11 元。

绝对估值 考虑到公司经营一向稳健，运用自由现金流法，公司在无风险利率 2.52%、市场要求回报率 10%、β 系数 1.24、加权资金成本 9.38% 条件下，对应的每股价值为 32.10 元。

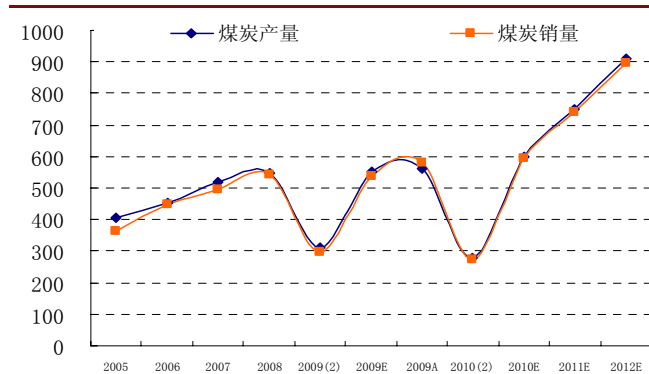
综合考虑公司合理价值区间为 27.11 元~32.10 元，目前股价处于合理价值区间内，下调公司评级至“增持”。

图 1: 本部矿井产量变化 (万吨)



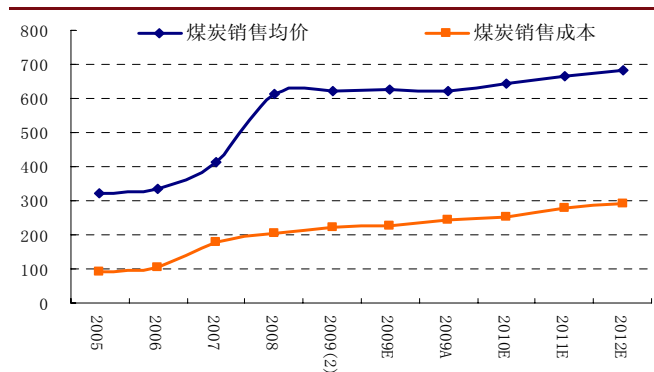
资料来源: 公司网站、调研数据、西南证券研发中心

图 2: 预测假设产销量变化 (万吨)



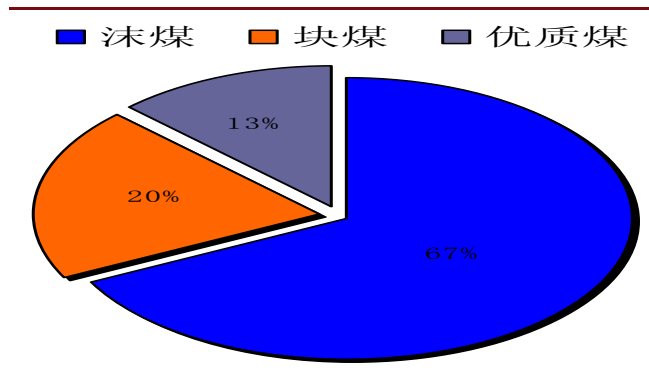
资料来源: 公司网站、调研数据、西南证券研发中心

图 3: 成本与售价变化 (元/吨)



资料来源: 公司公告、调研数据、西南证券研发中心

图 4: 分煤种比例



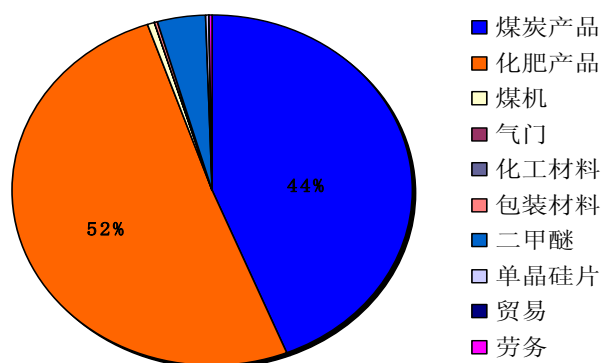
资料来源: 公司公告、调研数据、西南证券研发中心

表格 1: 晋城市化工“十一五”规划与“十二五”规划对比 (万吨)

“十一五”规划		“十二五”规划		变化情况
尿素	600	尿素	600	无
燃料甲醇	100	甲醇	300	增 200
二甲醚	100	二甲醚	100	无
丙烯	60	烯烃	60-120	或增 60
合成油	100	煤制油	50	减 50
有机硅单体	10			不再兴建
酒精	35			不再兴建

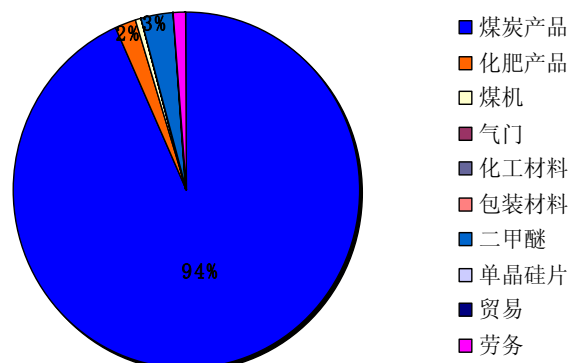
资料来源: 公司网站、西南证券研发中心

图 5: 分部收入构成



资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 6: 分部毛利构成



资料来源: 公司公告、西南证券研发中心

表格 2: 估值敏感性分析

估值分析表			永续增长率 g				
			2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
加 权 资 本 成 本 WACC	7.88%		37.42	39.81	42.69	46.23	50.68
	8.38%		34.26	36.20	38.50	41.27	44.67
	8.88%		31.56	33.15	35.02	37.24	39.90
	9.38%		29.23	30.56	32.10	33.89	36.02
	9.88%		27.21	28.32	29.60	31.08	32.81
	10.38%		25.43	26.37	27.45	28.68	30.10
	10.88%		23.85	24.66	25.57	26.60	27.79

资料来源: 西南证券研发中心

表格 3: 盈利预测主要数据

资产负债表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2010E	2011E	2012E
货币资金	1520.7	2846.3	4576.7	营业收入	4976.8	6497.5	7369.4
应收票据	259.9	339.3	384.8	营业成本	2848.3	3820.7	4160.1
应收账款	18.8	24.5	27.8	营业税金及附加	65.8	85.8	97.4
预付款项	410.3	550.4	599.3	销售费用	206.4	269.5	305.6
其他应收款	547.5	714.8	810.7	管理费用	577.1	753.4	854.5
存货	410.2	550.3	599.2	财务费用	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	11.4	14.9	16.9
长期股权投资	836.6	836.6	836.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
固定资产	4637.0	4645.2	4690.2	投资收益	276.0	658.0	658.0
在建工程	367.6	443.7	516.6	汇兑收益	0.0	0.0	0.0
工程物资	5.7	5.7	5.7	营业利润	1543.9	2211.2	2592.9
无形资产	1208.1	1057.1	906.1	营业外收支净额	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	8.7	7.7	6.6	税前利润	1543.9	2211.2	2592.9
资产总计	10451.5	12260.8	14218.6	减: 所得税	384.4	550.5	645.5
短期借款	259.1	50.0	50.0	净利润	1159.5	1660.7	1947.4

应付票据	7.4	9.9	10.8	归属于母公司的净利润	1214.5	1739.4	2039.6
应付账款	246.2	509.6	601.6	少数股东损益	-54.9	-78.7	-92.2
预收款项	562.0	733.7	832.1	基本每股收益	2.13	3.05	3.57
应付职工薪酬	187.3	187.3	187.3	稀释每股收益	2.13	3.05	3.57
应交税费	106.4	106.4	106.4	财务指标	2010E	2011E	2012E
其他应付款	707.3	707.3	707.3	成长性			
其他流动负债	32.0	-44.2	-87.8	营收增长率	-11.4%	30.6%	13.4%
长期借款	1413.2	1463.2	1513.2	EBIT 增长率	-10.8%	22.6%	24.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-4.4%	43.2%	17.3%
负债合计	3941.6	4272.4	4543.6	盈利性			
股东权益合计	6509.9	7988.4	9674.9	销售毛利率	42.8%	41.2%	43.5%
现金流量表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	销售净利率	24.4%	26.8%	27.7%
净利润	1160	1661	1947	ROE	18.7%	21.8%	21.1%
折旧与摊销	557	588	624	ROIC	11.18%	11.88%	12.58%
经营活动现金流	1006	1548	1892	估值倍数			
投资活动现金流	-250	119	49	PE	13.7	9.6	8.2
融资活动现金流	-1205	-391	-261	P/S	3.4	2.6	2.3
现金净变动	-449	1276	1680	P/B	2.8	2.2	1.8
期初现金余额	1444	1521	2846	股息收益率	1.0%	1.1%	1.6%
期末现金余额	995	2796	4527	EV/EBITDA	9.6	7.5	5.6

资料来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>