

兰花科创 (600123)

增持/维持评级

股价: RMB46.48

分析师

唐宗辰

SAC 执业证书编号:s1000210070005

(0755)8236 4432

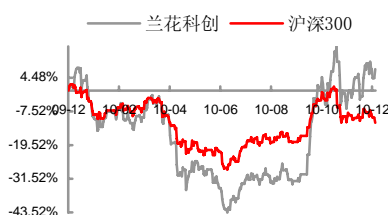
tangzc@mail.htlsc.com.cn

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	571
流通 A 股 (百万股)	571
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	26,549

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 煤炭业务高成长, 化工业务减亏可期

- 本部煤矿基本达产, 未来增长空间有限。公司本部有伯方、望云、唐安、大阳四座煤矿, 产能合计 540 万吨, 目前除望云煤矿 (产能 60 万吨) 正在申请 90 万吨生产能力核定外, 其余煤矿产能基本稳定, 进一步提升空间有限。
- 资源整合+玉溪矿保证公司未来成长。公司 08 年以来加大资源整合力度, 新增焦煤产能 150 万吨、动力煤产能 210 万吨、无烟煤产能 180 万吨, 合计新增煤炭产能 540 万吨, 目前各煤矿仍处于技改阶段, 预计 2012 年底复产; 另外, 核定产能 240 万吨 (实际产量可达 300 万吨) 的玉溪矿预计也将于 2012 年底建成投产, 届时公司煤炭产能将实现翻番。
- 亚美大宁矿喜忧参半。亚美大宁矿投资收益占公司净利润 40%, 2010 年 5 月 27 日, 公司与亚美大宁 (香港) 就股权转让事宜签订《意向书》, 受让大宁香港持有的亚美大宁 10% 的股份, 股权转让完成后, 公司的盈利能力将得到进一步提升。然而, 截止目前, 股权收购事宜进展缓慢, 2010 年 12 月 31 日, 亚美大宁矿将可能再次面临因安全生产许可证到期而停产的局面, 对公司一季度业绩造成负面影响。
- 化工业务压力犹存, 但减亏可期。前三季度公司尿素业务亏损约 4 亿元, 四季度尽管尿素价格出现上涨, 但由于 10-11 月部分产能停产及成本上升等因素影响, 尿素业务仍处于亏损状态, 预计全年亏损约 5 亿元。值得一提的是受益于近期停产产能的复产及尿素价格高位运行, 尿素业务亏损明显减少, 我们测算目前吨尿素亏损仅 100 元左右, 盈利能力已大有改观。
- 盈利预测与投资建议: 在不考虑亚美大宁矿股权收购的情况下, 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 2.32 元、2.85 元和 3.52 元, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 20 倍、16 倍和 13 倍, 估值基本合理, 但考虑到亚美大宁矿收购成功的可能性较大, 且公司未来三年产能有望翻番, 尿素业务盈利能力有超预期可能, 继续给予公司“增持”评级。

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5616	5570	6716	7405
(+/-%)	14%	-1%	21%	10%
归属母公司净利润(百万元)	1271	1323	1628	2009
(+/-%)	-9%	4%	23%	23%
EPS(元)	2.22	2.32	2.85	3.52
P/E(倍)	20.28	19.47	15.82	12.82

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

本部煤矿基本达产，未来增长空间有限 .....	4
资源整合+玉溪矿保证公司未来成长 .....	4
亚美大宁—喜忧参半 .....	5
产品全部现货销售，受益煤价上涨 .....	6
化工业务—压力犹存，但减亏可期 .....	6
盈利预测与投资建议 .....	7
风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 亚美大宁矿股权构成 .....	5
图 2: 公司煤炭产品构成比例.....	6
图 3: 阳泉无烟洗中块价格走势 .....	6
表格 1: 公司本部煤炭产能情况 .....	4
表格 2: 公司资源整合情况 .....	4
表格 3: 亚美大宁投资收益情况 .....	5
表格 4: 公司尿素产能情况 .....	7
表格 5: 公司甲醇、二甲醚产能情况.....	7

## 本部煤矿基本达产，未来增长空间有限

公司本部有伯方、望云、唐安、大阳四座煤矿，产能合计 540 万吨，煤种为无烟煤，除望云煤矿（产能 60 万吨）正在申请 90 万吨生产能力核定外，其余煤矿产能基本稳定，进一步提升空间有限。

表格 1：公司本部煤炭产能情况

	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	煤种	核定产能（万吨）
伯方煤矿	3.24	1.98	无烟煤	180
望云煤矿	3.98	0.06	无烟煤	60
唐安煤矿	3.39	1.66	无烟煤	150
大阳煤矿	3.13	2.1	无烟煤	150
合计	13.74	5.8		540

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 资源整合+玉溪矿保证公司未来成长

08 年以来，公司先后整合了山阴口前煤矿、平鲁勇胜煤业、万鑫煤业、满贞煤业（其中：平鲁勇胜煤业、万鑫煤业、满贞煤业整合为一处），技改完成后新增动力煤产能 210 万吨。

09 年公司成立兰花焦煤公司，整合了中立煤业、瑞兴煤业、沙坪子煤业及玉生煤业（其中：中立煤业、瑞兴煤业、沙坪子煤业整合为一处），技改完成后新增焦煤产能 150 万吨。

另外，公司还整合了两处无烟煤煤矿，技改完成后新增无烟煤产能 180 万吨。

目前各矿井均处于技改阶段，预计 2012 年底投产，2013 年公司煤炭产量将较目前增长一倍。

表格 2：公司资源整合情况

	股权比例（%）	储量（亿吨）	煤种	备注
朔州煤业口前煤矿	100	0.8	动力煤	整合技改后产能 90 万吨
朔州平鲁区		0.65		
其中：平鲁永胜煤业	100	0.34		
朔州万鑫煤业	100	0.20	动力煤	整合后产能 120 万吨
朔州满贞煤业	100	0.10		
焦煤公司	80			
其中：中立煤业	70	0.04		
瑞兴煤业	51	0.03	主焦煤	整合技改后产能 150 万吨
沙坪子煤业	100	0.05		
玉生煤矿	55	0.42	主焦煤	
整合两矿井	51		无烟煤	整合技改后产能 180 万吨
合计				540 万吨

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

在建中的玉溪煤矿核定产能 240 万吨，实际产量预计可达 300 万吨，煤种为无烟煤，成块率高达 40%，产品设计为块煤和末煤，按目前价格测算，吨煤净利可达 300 元，预计最早 2012 年底投产。

## 亚美大宁—喜忧参半

公司参股 36% 的亚美大宁矿是公司的重要利润来源，10 年上半年亚美大宁矿的投资收益占公司净利润近 40%。

公司于 2010 年 5 月 27 日与亚美大宁签订《意向书》，受让大宁香港持有的亚美大宁 10% 的股份，转让完成后，公司将持有目标公司 46% 的股权，公司的盈利能力将大幅提升。

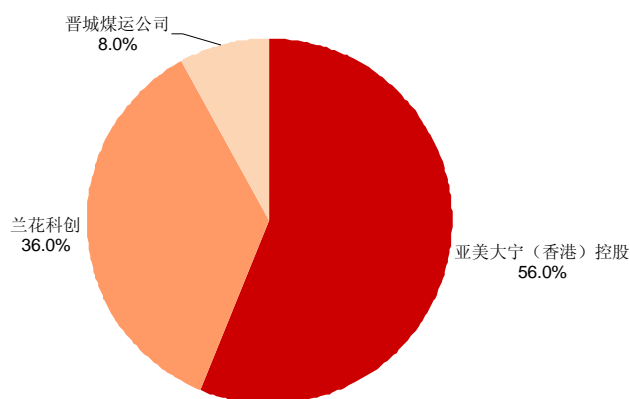
然而，截止目前股权转让事宜进展缓慢，2010 年 12 月 31 日，亚美大宁矿将可能再次面临因安全生产许可证到期而停产的局面，对公司一季度业绩造成负面影响。

表格 3：亚美大宁投资收益情况

	2008	2009	2010H
亚美大宁净利润（百万元）	807	1177	767
公司投资收益（百万元）	291	424	276
折合每股投资收益（元/股）	0.51	0.74	0.48
公司每股收益（元/股）	2.45	2.22	1.25
占公司每股收益比例（%）	21	33	39

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 1：亚美大宁矿股权构成

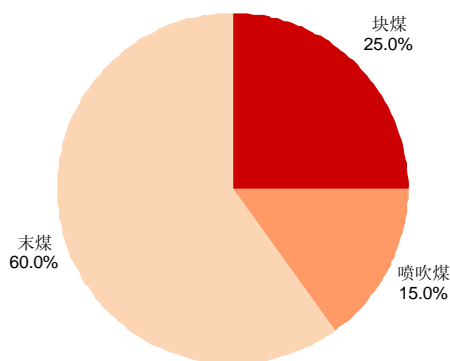


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 产品全部现货销售，受益煤价上涨

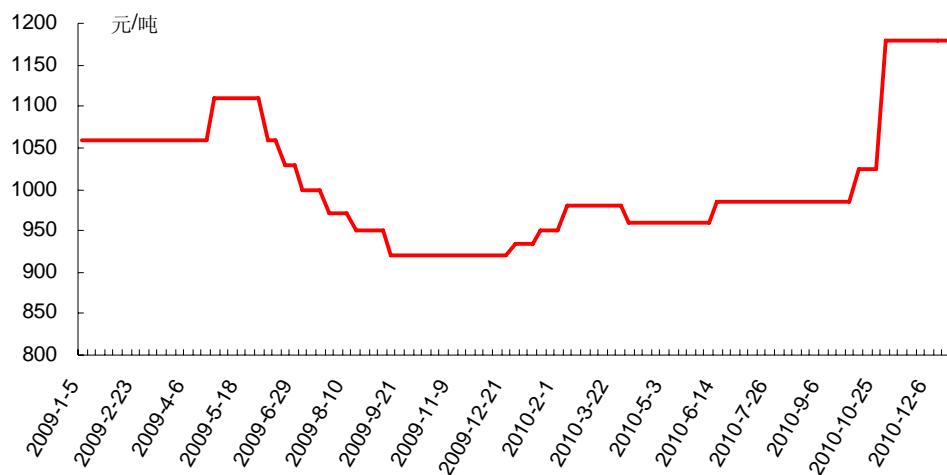
公司产品主要为块煤、喷吹煤和末煤，其中块煤主要供应化肥公司，喷吹煤和末煤则全部按市价对外销售。四季度以来，公司煤炭产品价格明显上涨，尤其是主要盈利产品块煤，四季度累计上涨 120 元/吨（15%），公司现货销售的模式受益明显。目前公司块煤、喷吹煤和末煤的含税价分别为 1200 元/吨、1000 元/吨和 800 元/吨。

图 2：公司煤炭产品构成比例



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：阳泉无烟洗中块价格走势



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 化工业务—压力犹存，但减亏可期

公司目前有尿素产能 125 万吨、甲醇 30 万吨、二甲醚 10 万吨。

前三季度公司尿素业务亏损约 4 亿元，四季度尽管尿素价格出现上涨，但由于 10-11 月部分产能停产及成本上升等因素影响，四季度尿素业务仍处于亏损状态，预计全年亏损约 5 亿元。

值得一提的是受益于停产产能的复产及尿素价格高位运行，尿素业务亏损明显减少，我们测算目前吨尿素亏损仅 100 元/吨左右，我们认为农产品价格持续走高将对尿素需求和价格产生正面的拉动作用，尿素价格有望保持坚挺，尿素业务减亏可期。

**表格 4：公司尿素产能情况**

	股权比例 (%)	产能 (万吨)
化肥分公司 (晋城第一化肥厂)	100	33
化工分公司 (巴工化肥厂)	100	16.5
阳化分公司	100	11.5
田悦化肥	100	31
兰花煤化工	70.05	33
<b>合计</b>		<b>125</b>

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

**表格 5：公司甲醇、二甲醚产能情况**

	股权比例 (%)	甲醇产能 (万吨)	二甲醚产能 (万吨)
清洁能源公司	75	20	10
丹峰化工	75	10	0
<b>合计</b>		<b>30</b>	<b>10</b>

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 盈利预测与投资建议

在不考虑亚美大宁矿股权收购的情况下，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 2.32 元、2.85 元和 3.52 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 20 倍、16 倍和 13 倍，估值基本合理，但考虑到亚美大宁矿收购成功的可能性较大，且公司未来三年产能有望翻番，尿素业务盈利能力有超预期可能，继续给予公司“增持”评级。

## 风险提示

整合矿技改进度低于预期；亚美大宁矿停产；公司尿素业务盈利能力下滑

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3391	3731	5805	8028	营业收入	5616	5570	6716	7405
现金	1444	1953	3667	5690	营业成本	3267	3240	3862	4121
应收账款	21	35	41	40	营业税金及附加	74	74	89	98
其他应收	618	297	416	556	营业费用	215	211	261	293
预付账款	471	663	710	732	管理费用	626	628	777	856
存货	471	590	729	707	财务费用	147	139	76	13
其他流动	366	193	241	303	资产减值损失	26	0	0	0
非流动资	8232	8008	7757	7492	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	727	727	727	727	投资净收益	425	475	490	600
固定资产	4760	4620	4276	3830	营业利润	1686	1754	2141	2625
无形资产	1792	2064	2335	2606	营业外收入	13	13	13	13
其他非流	953	598	420	330	营业外支出	84	84	84	84
资产总计	11623	11739	13562	15521	利润总额	1615	1682	2070	2554
流动负债	4287	3210	3758	4019	所得税	402	419	515	636
短期借款	1421	565	690	788	净利润	1213	1264	1555	1918
应付账款	897	909	1084	1148	少数股东损益	-57	-60	-74	-91
其他流动	1969	1736	1984	2082	归属母公司净利	1271	1323	1628	2009
非流动负	1448	1549	1563	1671	EBITDA	2262	2403	2756	3191
长期借款	1293	1509	1563	1671	EPS (元)	2.22	2.32	2.85	3.52
其他非流	155	40	0	0	主要财务比率				
负债合计	5735	4759	5321	5690	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东	578	518	444	353	成长能力				
股本	571	571	571	571	营业收入	14.3%	-0.8%	20.6%	10.3%
资本公积	714	714	714	714	营业利润	-6.5%	4.0%	22.1%	22.6%
留存收益	3650	5177	6511	8192	归属母公司净利	-9.3%	4.2%	23.0%	23.4%
归属母公	5310	6462	7797	9477	获利能力				
负债和股	11623	11739	13562	15521	毛利率(%)	41.8%	41.8%	42.5%	44.4%
现金流量					净利率(%)	22.6%	0.0%	0.0%	22.6%
单位:百万元					ROE(%)	23.9%	20.5%	20.9%	21.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	20.2%	21.4%	26.2%	32.3%
经营活动	1057	1275	1683	1837	偿债能力				
净利润	1213	1264	1555	1918	资产负债率(%)	49.3%	40.5%	39.2%	36.7%
折旧摊销	429	511	539	553	净负债比率(%)	52.90%	48.82%	47.41%	48.15%
财务费用	147	139	76	13	流动比率	0.79	1.16	1.54	2.00
投资损失	-425	-475	-490	-600	速动比率	0.68	0.98	1.35	1.82
营运资金	-346	-51	42	-48	营运能力				
其他经营	39	-112	-39	1	总资产周转率	0.54	0.48	0.53	0.51
投资活动	-1001	259	201	311	应收账款周转率	139	144	132	137
资本支出	675	0	0	0	应付账款周转率	4.15	3.59	3.87	3.69
长期投资	-251	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资	-576	259	201	311	每股收益(最新摊	2.22	2.32	2.85	3.52
筹资活动	553	-1026	-170	-125	每股经营现金流	1.85	2.23	2.95	3.22
短期借款	942	-856	125	99	每股净资产(最新	9.30	11.31	13.65	16.59
长期借款	57	216	54	109	估值比率				
普通股增	0	0	0	0	P/E	20.28	19.47	15.82	12.82
资本公积	63	0	0	0	P/B	4.85	3.99	3.30	2.72
其他筹资	-509	-386	-348	-332	EV/EBITDA	12	11	10	9
现金净增	610	508	1714	2024					

数据来源: 华泰联合证券研究所





#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn