

评级：强烈推荐（维持）

煤炭

公司研究报告

第一创业研究所
练伟 S1080210030002电话：0755-25832906
邮件：lianwei@fcsc.cn**兰花科创（600123.SH）2010 年报点评****——亚美大宁虽是痛，未来依旧可期待****事件要点：**

兰花科创发布年报，2010年营业收入达58.12亿元，较2009年55.52亿元增加3.49%；归属于上市公司净利润达13.14亿元，较去年同期12.71亿元增长3.44%；实现每股收益2.30元，较去年同期2.22元增加3.44%。

点评：

煤炭业务产量稳定、盈利良好：公司2010年生产煤炭600.96万吨，销售煤炭569.71万吨，煤炭产量较去年同期增长7.47%，而销量则较去年同期下降2.04%。

公司煤炭业务仍然保持着非常高的盈利水平，2010年煤炭业务的毛利率高达61.15%，与2009年61.03%的毛利水平相当。

化肥业务产量、盈利均下滑：公司2010年生产尿素106.41万吨，销售尿素99.07万吨，尿素产量较上年同期下滑20.09%，尿素销量较上年同期下滑30.83%。其中尿素产销量大幅下滑的原因主要是因为2010年中期开始，公司对化肥业务实行限产。

由于作为尿素生产原材料的无烟煤价格的上涨，尿素业务的毛利率也由2009年的0.18%下降为2010年的-1.33%，公司在年中的停产也因为当时尿素价格低迷所致。

未来煤炭产能还将继续提升：公司计划在2011年完成望云分公司90万吨/年生产能力核定，以及新建玉溪煤矿240万吨/年项目完成采矿证办理，力争今年底完成宝欣、口前、永胜三个整合矿机械化升级改造。

随着公司整合矿井建设的推进，公司煤炭业务在未来两三年将迎来大幅增长，有望在三年后使公司的煤炭产量在现有基础上翻番。

亚美大宁矿股权被转让影响兰花科创投资收益：华润电力（00836）于3月11日在香港公布，华润电力与AACI（BVI）订立收购协议，以6.69亿美元（约52.18亿港元）作价收购AACI（HK）全数已发行及发行在外股本。AACI（HK）持有山西亚美大宁公司56%权益（其中有10%协议转让给兰花科创）。我们判断此次收购将会给兰花科创扩大对亚美大宁矿的持股比例造成一定难度，会对兰花科创的投资收益造成影响。

投资建议：我们预计公司2011年、2012年、2013年将分别实现每股收益2.61元、3.13元及3.75元，以3月15日收盘价39.37元计，对应市盈率分别为15.10、12.59及10.50倍，给予公司“强烈推荐”评级。



表 1: 公司产量预测表

矿名	权益占比	产品	核定产能 (万吨/年)	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
伯方矿	100%	无烟煤	180	195.09	195	190	190	190	190
唐安矿	100%	无烟煤	150	157.03	160	155	155	155	155
望云矿	100%	无烟煤	60	66.16	90	90	90	90	90
太阳矿	100%	无烟煤	150	140.92	155	150	150	150	150
合计	100%	-	540	559.2	600	585	585	585	585
控股子公司									
玉溪矿	57.31%	无烟煤	240					240	240
参股公司									
亚美大宁矿	36%	无烟煤	600	430	320	350	500	600	600
整合小煤矿									
口前矿	100%	动力煤	90			30	90	90	90
永胜煤业	100%	动力煤	120					60	120
朱和咀煤业	100%	动力煤	90					60	90
兰花兰兴煤业	70%	主焦煤	90				30	90	90
兰花宝欣煤业	55%	主焦煤	90				30	90	90
兰花百盛煤业	70%	无烟煤	90					30	90
兰花同宝煤业	70%	无烟煤	90					30	90
总产量合计			2040	989.2	920	965	1235	1875	2085
权益产量合计			1432.044	714	715.2	741	892.5	1303.04	1477

资料来源：第一创业证券研究所整理



附：预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4,942.6	6,489.4	8,789.2	11,537.7	一、营业收入	5,811.6	6,392.7	7,351.6	8,454.4
货币资金	2,347.5	4,018.3	6,138.1	8,683.2	减: 营业成本	3,222.1	3,544.4	3,969.7	4,446.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	78.1	80.2	95.2	112.9
应收款项	448.2	466.6	533.8	613.6	销售费用	208.8	257.5	296.1	340.6
预付款项	332.0	376.9	425.7	477.7	管理费用	590.6	679.1	730.1	784.8
存货	719.5	533.6	597.6	669.3	财务费用	155.4	-24.7	-28.2	-32.1
其他流动资产	1,095.4	1,094.0	1,094.0	1,094.0	资产减值损失	39.5	-0.7	1.0	1.2
非流动资产	8,619.0	8,157.8	7,696.5	7,235.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	1,099.3	1,099.3	1,099.3	1,099.3	投资收益	364.1	307.8	307.8	307.8
债权与公允价值资产	18.7	18.7	18.7	18.7	其中: 联营企业收益	364.1	307.8	307.8	307.8
固定资产	4,689.0	4,202.5	3,715.9	3,229.4	二、营业利润	1,881.3	2,164.7	2,595.6	3,108.8
在建工程	778.3	803.6	828.9	854.2	加: 营业外收入	30.7	31.7	32.6	33.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	197.8	290.4	326.8	367.8
无形及递延性资产	2,013.5	2,013.5	2,013.5	2,013.5	三、利润总额	1,714.2	1,906.0	2,301.4	2,774.6
其它非流动资产	20.2	20.2	20.2	20.2	减: 所得税费用	476.0	476.5	575.3	693.7
资产总计	13,561.6	14,647.2	16,485.7	18,773.0	四、净利润	1,238.2	1,429.5	1,726.0	2,081.0
流动负债	4,772.8	4,428.8	4,541.3	4,747.6	归属母公司净利润	1,314.2	1,489.7	1,786.2	2,141.1
短期借款	1,849.2	1,849.2	1,849.2	1,849.2	少数股东损益	-76.0	-60.2	-60.2	-60.2
应付账款	931.2	806.6	876.7	979.7	五、总股本(百万股)	571.2	571.2	571.2	571.2
预收帐款	1,006.8	858.0	944.8	1,081.0	EPS (元)	2.30	2.61	3.13	3.75
其它流动负债	985.6	915.0	870.6	837.7	主要财务比率				
非流动负债	1,671.3	1,671.3	1,671.3	1,671.3	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	1,511.9	1,511.9	1,511.9	1,511.9	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	3.5%	10.0%	15.0%	15.0%
其它非流动负债	159.4	159.4	159.4	159.4	营业毛利	10.3%	10.0%	18.7%	18.5%
负债合计	6,444.1	6,100.1	6,212.6	6,419.0	主业盈利	19.4%	7.0%	23.4%	22.5%
少数股东权益	573.1	512.9	452.7	392.6	母公司净利	3.4%	13.3%	19.9%	19.9%
股本	571.2	571.2	571.2	571.2	获利能力				
资本公积与其它	1,954.9	1,954.9	1,954.9	1,954.9	毛利率	44.6%	44.6%	46.0%	47.4%
留存收益	4,018.4	5,508.1	7,294.3	9,435.4	主业盈利/收入	29.5%	28.6%	30.7%	32.8%
股东权益合计	6,544.5	8,034.2	9,820.4	11,961.5	ROS	21.3%	22.4%	23.5%	24.6%
负债和股东权益	13,561.6	14,647.2	16,485.7	18,773.0	ROE	20.1%	18.5%	18.2%	17.9%
现金流量表					ROIC	12.5%	12.5%	13.1%	13.6%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	47.5%	41.6%	37.7%	34.2%
经营活动现金流	1,294.8	1,367.5	1,809.0	2,230.5	利息保障倍数	8.0	-57.9	-61.1	-64.8
净利润	1,238.2	1,429.5	1,726.0	2,081.0	速动比率	0.66	1.10	1.56	2.06
折旧摊销	535.3	485.8	487.5	487.7	经营现金净额/当期债务	0.70	0.74	0.98	1.21
财务费用	149.0	-24.7	-28.2	-32.1	营运能力				
投资损失	-364.1	-307.8	-307.8	-307.8	总资产周转率	0.43	0.44	0.45	0.45
营运资金变动	-272.0	-215.4	-68.5	1.7	应收款天数	27.76	26.28	26.14	26.13
其它变动	8.3	0.0	0.0	0.0	存货天数	80.39	54.19	54.19	54.19
投资活动现金流	-425.7	283.9	282.5	282.5	每股指标 (元)				
资本支出	-459.2	-25.3	-25.3	-25.3	主业盈利/股本	3.00	3.21	3.96	4.85
长期投资	33.5	1.4	0.0	0.0	每股经营现金流	2.27	2.39	3.17	3.90
其它变动	0.0	307.8	307.8	307.8	每股净资产	10.45	13.17	16.40	20.25
筹资活动现金流	34.0	19.5	28.2	32.1	估值比率				
债务融资	306.2	0.0	0.0	0.0	P/E	17.11	15.10	12.59	10.50
权益融资	72.7	0.0	0.0	0.0	P/B	3.77	2.99	2.40	1.94
其它变动	-344.8	19.5	28.2	32.1	P/S	3.87	3.52	3.06	2.66
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	10.57	9.54	7.28	5.37
现金净增加额	903.1	1,670.9	2,119.7	2,545.1					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120