



2009年3月3日

中性

煤炭

中金公司研究部

分析员：韩永 CFA

hanyong@cicc.com.cn

(8621)5879 6226

兰花科创 (600123/16.12 元)

08 年业绩高出原预告值，09 年面临行业调整压力

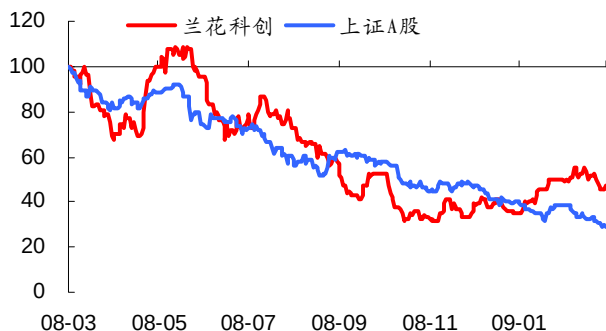
主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,952	3,495	4,912	4,620	4,866
(+/-%)	72%	18%	41%	-6%	5%
主营业务利润	1,237	1,581	2,500	1,729	1,495
(+/-%)	34%	28%	58%	-31%	-14%
营业利润	831	1,034	1,804	1,187	938
(+/-%)	31%	24%	74%	-34%	-21%
净利润	560	707	1,401	987	801
(+/-%)	31%	26%	98%	-30%	-19%
每股盈利(元)	0.98	1.01	2.45	1.73	1.40
(+/-%)	31%	3%	143%	-30%	-19%
每股股利(元)	30%	40%	68%	69%	56%
市盈率(X)	16.4	16.0	6.6	9.3	11.5
市净率(X)	3.2	2.9	2.1	1.8	1.7
净资产收益率	19.7%	22.4%	31.8%	19.8%	14.6%
分红收益率	1.9%	2.5%	4.2%	4.3%	3.5%

A股

当前股价	人民币 16.12
股票代码	600123 CH
日成交量(百万股)	8.30
52周最高价/最低价	人民币 38.28/10.35
总市值(百万元)	9208
发行股数(百万股)	571
其中：流通A股(百万股)	571
主要股东(持股比例)	兰花煤炭实业集团(45.11%)

近期股价表现

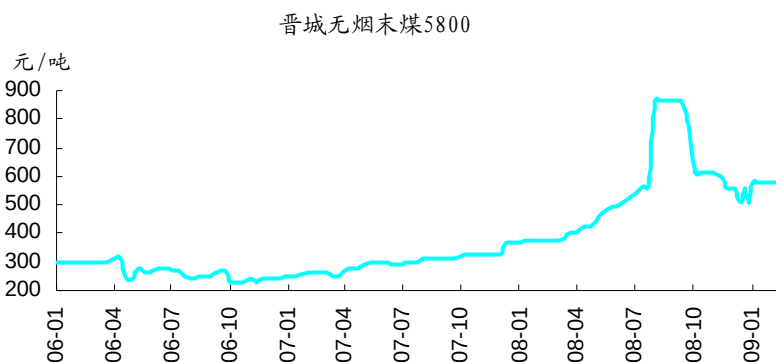


资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

要点：

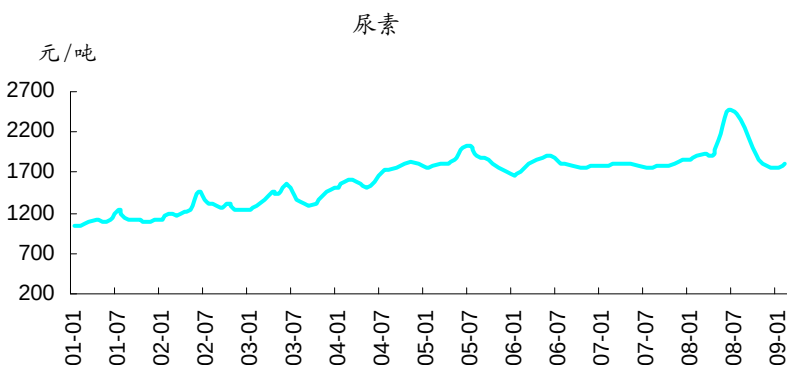
- ◆ **2008 年业绩高于原预告值。**公司实现营业收入 49.12 亿元，同比增长 40.56%；实现营业利润 18.04 亿元，同比增长 74.49%；归属于母公司股东的净利润 14.01 亿元，同比增长 98.25%。折合每股收益 2.45 元，比 1 月底公司预告的 2.17 元高出 13%。
- ◆ **会计政策调整增厚每股盈利 0.26 元。**根据会计准则对安全费用、维简费、环境基金和转产基金记账方法的变更，公司追溯调整了 07 年以及 08 年利润，分别在原有基础上增加 07 年和 08 利润 0.23 和 0.26 元。
- ◆ **08 年主要利润依然来源于煤炭业务。**08 年公司生产煤炭 548.55 万吨，同比增长 5.74%，销售 542.66 万吨，同比增长 9.48%；全年煤炭综合价格 614 元/吨，同比增长 49%；单位销售成本 204 元/吨，同比上升 16%；毛利率达到 66.79%，同比上升 9.6 个百分点。08 生产尿素 118.36 万吨，同比增长 25.97%，销售 106.26 万吨，同比增长 9.80%；化肥业务毛利率为 17.15%，同比下降 0.81 个百分点。
- ◆ **预计 2009 年煤炭业处于下行周期，这将对公司业绩造成压力。**2 月 28 日秦皇岛煤炭库存上升到 767 万吨，2 月 27 日澳大利亚 BJ 现货价格为 65.32 美元，比一周前下跌了 14.4%。我们预计 2009 年煤炭价格仍然有下降压力。而兰花科创为国有地方煤矿，煤炭销售基本没有长期和约，这样在煤炭价格下行周期之中，面临较大的业绩下降风险。
- ◆ **由于 2008 基数的提升，我们相应调高了 2009 年的业绩预测。**我们依然维持对该公司 2009 年和 2010 年煤价涨跌幅度假设，即 2009 年均价下跌 15%，2010 均价再下调 10%。但是由于 2008 年基数的提升，我们将 2009 年业绩上调 19%至 1.73 元。
- ◆ **维持中性评级。**我们预计 2009 年和 2010 年公司 EPS 分别为 1.73 元和 1.40 元，对应市盈率为 9.3 倍和 11.5 倍。由于我们认为目前情况下煤炭价格仍然有明显的下行压力，而且近期公司煤炭业务缺乏显著增长点，维持中性的投资评级。

图 1：晋城无烟煤价格走势



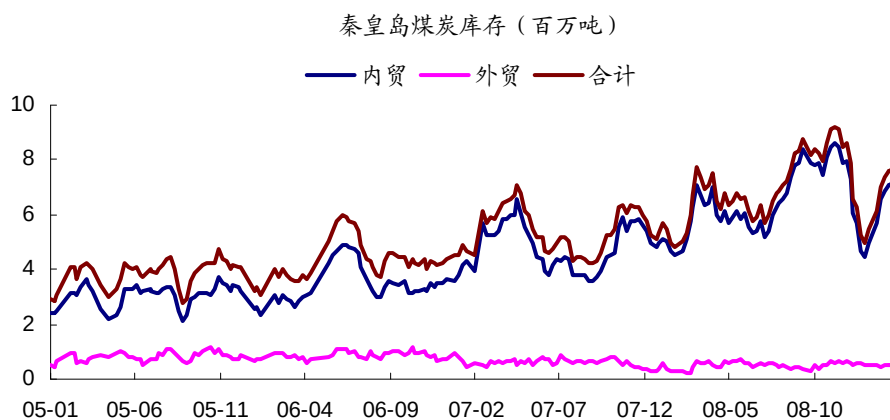
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图 2：尿素价格走势



资料来源：中国资讯网，中金公司研究部

图 3：秦皇岛煤炭库存变化图



资料来源：中国煤炭市场网，中金公司研究部

表 1: 兰花科创业绩分析

(人民币百万元)	年度数据分析			季度数据分析						
	2007A	2008A	YoY%	4Q 07	1Q 08	Q2 08	Q3 08	Q4 08	YoY%	QoQ%
营业收入	3,495	4,912	41%	1,049	951	1,184	1,422	1,355	29%	-5%
营业成本	1,868	2,357	26%	594	553	574	769	461	-22%	-40%
营业税金及附加	46	55	42%	16	9	15	16	15	-7%	-4%
营业毛利润	1,581	2,500	58%	439	388	595	637	880	100%	38%
销售费用	127	211	67%	34	39	72	48	53	57%	10%
管理费用	412	602	46%	152	93	165	143	201	32%	41%
财务费用	46	95	107%	17	12	19	29	35	111%	23%
营业利润	1,034	1,804	74%	241	265	449	476	613	155%	29%
税前利润	1,022	1,769	73%	230	264	443	475	587	155%	23%
净利润	710	1,377	94%	142	204	381	350	442	212%	26%
其中:归属于母公司股东的净利润	707	1,401	98%	139	203	389	361	448	223%	24%
经营活动产生的现金流量净额	705	1,585	125%	325	359	706	492	28	-91%	-94%
投资活动产生的现金流量净额	(1,329)	(1,773)	33%	(327)	(243)	(551)	(364)	(614)	88%	69%
筹资活动产生的现金流量净额	378	(104)	-127%	(76)	52	(262)	31	76	-200%	142%
现金及现金等价物的净增加额	(245)	(291)	19%	(77)	168	(107)	159	(511)	561%	-421%
毛利率	45%	51%	6%	42%	41%	50%	45%	65%	23%	20%
营业利润率	30%	37%	7%	23%	28%	38%	33%	45%	22%	12%
净利润率	20%	28%	8%	13%	21%	32%	25%	33%	19%	8%
基本每股收益	1.24	2.45	98%	0.24	0.36	0.68	0.63	0.78	223%	24%

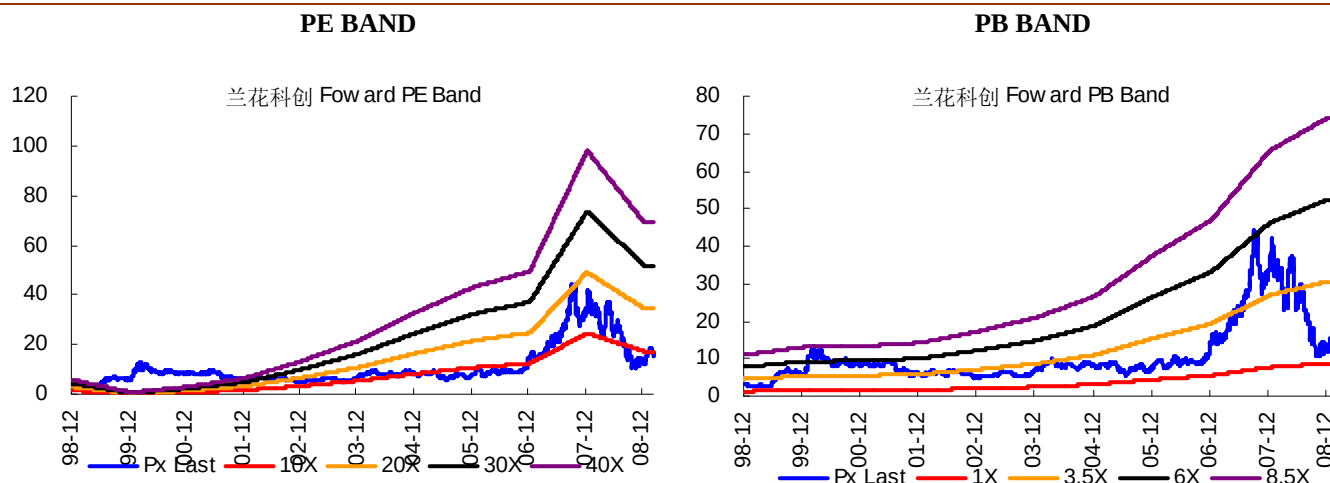
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 2: 煤炭业务假设

	09E			10E		
	新假设	原假设	变动	新假设	原假设	变动
煤炭产量 (万吨)	520	520	0%	540	540	0%
煤炭单价 (元/吨)	522	473	10%	470	426	10%
变动幅度 (%)	-15%	-15%	0%	-10%	-10%	0%
煤炭单位成本 (元/吨)	204	212	-4%	204	212	-4%
变动幅度 (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 4: 历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

表 5：可比公司估值表

	Price	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
	2009-3-2	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E	2010E
A/B股 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	12.76	0.43	1.37	0.87	0.87	29.42	9.32	14.62	14.63	5.24	3.59	3.10	2.72
平煤股份*	15.69	1.03	2.20	1.29	1.08	15.29	7.12	12.15	14.47	2.76	2.24	2.02	1.86
开滦股份*	14.70	1.10	1.49	0.86	0.85	13.34	9.87	17.14	17.38	2.76	2.23	2.08	1.95
金牛能源	18.88	0.73	2.49	1.90	1.83	26.04	7.57	9.93	10.32	4.10	4.10	2.95	n.a
煤气化	11.79	0.52	1.33	1.27	1.21	22.63	8.85	9.25	9.74	3.39	2.36	1.99	1.80
盘江股份	12.59	0.16	1.28	1.46	1.42	77.43	9.82	8.64	8.85	5.16	3.79	2.88	2.43
平均值 - 焦煤						30.69	8.76	11.95	12.56	3.90	3.05	2.50	2.15
中间值 - 焦煤						24.34	9.08	11.04	12.39	3.74	2.98	2.48	1.95
无烟煤公司													
兰花科创*	16.12	1.24	2.45	1.73	1.40	13.03	6.57	9.33	11.50	2.91	2.09	1.84	1.68
神火股份*	17.57	1.64	2.46	1.44	1.27	10.72	7.13	12.23	13.80	4.49	3.26	2.81	2.50
国阳新能	12.65	0.52	1.18	1.04	1.17	24.56	10.69	12.20	10.78	3.66	2.94	2.43	n.a
平均值 - 无烟煤						16.10	8.13	11.25	12.03	3.69	2.76	2.36	2.09
中间值 - 无烟煤						13.03	7.13	12.20	11.50	3.66	2.94	2.43	2.09
其他煤炭公司													
中国神华*	18.83	0.99	1.48	1.41	1.30	18.95	12.76	13.37	14.50	2.92	2.58	2.32	2.13
兖州煤业*	9.95	0.55	1.15	0.91	0.73	18.17	8.66	10.98	13.70	2.49	1.98	1.80	1.67
中煤能源*	7.39	0.44	0.64	0.61	0.52	16.77	11.62	12.18	14.20	2.80	1.51	1.39	1.34
大同煤业	13.78	0.60	1.90	1.55	1.81	23.10	7.26	8.90	7.61	3.00	2.15	1.69	1.30
上海能源	11.04	0.71	1.52	1.23	1.09	15.57	7.27	8.98	10.18	2.79	2.08	1.81	n.a
恒源煤电	14.83	1.07	1.32	1.57	1.33	13.89	11.28	9.43	11.15	2.47	n.a	n.a	n.a
潞安环能	14.89	0.85	1.99	1.73	1.65	17.47	7.48	8.62	9.02	3.79	2.81	2.36	n.a
露天煤业	12.15	0.57	0.83	0.90	0.92	21.48	14.59	13.50	13.21	5.00	n.a	n.a	n.a
郑州煤电	5.08	0.30	0.33	0.23	n.a	16.93	15.39	22.58	n.a	2.16	n.a	n.a	n.a
国投新集	8.11	0.27	0.53	0.53	0.58	29.60	15.45	15.36	14.10	3.54	2.77	2.34	1.99
平均值 - 其他煤						19.19	11.18	12.39	11.96	3.10	2.27	1.96	1.69
中间值 - 其他煤						17.82	11.45	11.58	13.21	2.86	2.15	1.81	1.67
平均值						22.0	9.4	11.9	12.2	3.6	2.7	2.3	2.0
中间值						18.4	9.2	11.6	12.4	3.4	2.7	2.2	1.9
H股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	14.26	1.03	1.48	1.41	1.30	12.95	8.34	8.90	9.95	2.05	1.70	1.57	1.49
兖州煤业*	4.19	0.66	1.15	0.91	0.73	6.00	3.14	4.06	5.23	0.90	0.69	0.65	0.63
中煤能源*	4.43	0.51	0.64	0.61	0.52	8.12	6.01	6.42	7.72	1.79	0.85	0.79	0.76
福山能源*	1.74	-0.02	0.12	0.26	0.27	n.a	12.78	5.83	5.86	9.98	0.62	0.57	0.53
恒鼎实业	1.85	0.37	0.55	0.33	0.36	4.69	2.92	4.96	4.67	0.67	0.56	0.55	0.51
平均值						7.9	6.6	6.0	6.7	3.1	0.9	0.8	0.8
中间值						7.1	6.0	5.8	5.9	1.8	0.7	0.6	0.6
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合性公司													
Rio Tinto	28.07	5.69	2.86	3.88	4.40	7.78	15.44	11.41	10.05	2.29	2.75	2.06	1.80
BHP Billiton	17.74	2.29	2.75	2.03	1.72	12.21	10.15	13.75	16.30	5.33	4.01	3.76	3.45
Anglo American	13.29	5.58	4.34	1.73	2.00	1.68	2.16	5.43	4.67	0.56	0.61	0.46	0.42
XSTRATA	9.02	5.78	3.75	1.64	2.10	1.10	1.69	3.87	3.02	0.26	0.27	0.25	0.23
平均值						5.69	7.36	8.62	8.51	2.11	1.91	1.63	1.48
中间值						4.73	6.15	8.42	7.36	1.43	1.68	1.26	1.11
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.06	0.04	0.03	0.03	0.02	1.38	1.85	2.28	3.12	0.78	0.78	0.64	0.57
美国													
Peabody	23.67	1.00	3.51	3.28	3.66	23.67	6.74	7.23	6.47	2.54	2.18	1.59	1.29
Arch Coal	13.90	1.23	2.47	2.34	3.38	11.30	5.63	5.94	4.11	1.30	1.15	0.99	0.84
Consol	27.25	1.47	2.43	4.64	4.49	18.54	11.21	5.87	6.06	4.09	3.36	2.13	1.67
Massey	11.55	1.17	0.69	2.54	2.84	9.87	16.74	4.54	4.07	1.18	0.94	0.84	0.65
平均值						15.85	10.08	5.89	5.18	2.28	1.91	1.39	1.11
中间值						14.92	8.98	5.91	5.09	1.92	1.66	1.29	1.06
为中金公司预测值													

其他为Bloomberg市场预测平均

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

表 7: 简要报表

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表					
主营收入	2,952	3,495	4,912	4,620	4,866
主营业务成本	1,683	1,868	2,357	2,772	3,199
主营业务利润	1,237	1,581	2,500	1,729	1,495
减: 营业费用	87	127	211	166	175
管理费用	270	412	602	554	584
财务费用	48	46	95	112	89
营业利润	831	1,034	1,804	1,187	938
利润总额	811	1,022	1,769	1,187	938
所得税	252	312	392	224	162
净利润	560	707	1,401	987	801
每股盈利 (元)	0.98	1.01	2.45	1.73	1.40
每股股利 (元)	0.27	0.40	0.68	0.69	0.56
资产负债表					
货币资金	1,371	1,126	835	601	1,191
短期投资	-	-	-	-	-
应收帐款	71	25	41	58	61
存货	276	304	566	527	608
其他流动资产	449	715	691	870	919
流动资产合计	2,167	2,170	2,134	2,056	2,779
长期投资	192	226	518	500	500
固定资产	3,277	4,245	4,904	4,983	4,999
无形资产及其他资产	263	281	1,510	1,359	1,208
资产合计	5,912	6,932	9,283	9,089	9,677
短期借款	135	295	478	32	-
应付帐款	419	561	676	821	948
预收帐款	580	560	751	751	751
其他应付款	192	218	554	521	549
其他流动负债	538	429	547	334	342
流动负债合计	1,865	2,063	3,006	2,458	2,590
长期借款	959	1,348	1,236	1,236	1,236
其他长期负债	72	4	4	-	-
递延税项资产	-	83	210	-	-
长期负债及递延税项资产	1,031	1,435	1,450	1,236	1,236
负债合计	2,895	3,498	4,456	3,694	3,825
少数股东权益	167	273	426	401	377
股本	408	408	571	571	571
储备和未分配利润	2,442	2,754	3,831	4,423	4,904
股东权益合计	2,850	3,162	4,402	4,994	5,475
负债及股东权益合计	5,912	6,932	9,283	9,089	9,677
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	1,070	705	1,585	1,357	1,441
投资活动产生的现金流量	(1,020)	(1,329)	(1,773)	(391)	(409)
筹资活动产生的现金流量	829	378	(104)	(1,200)	(441)
主要财务比率					
增长					
收入	72%	18%	41%	-6%	5%
息税折旧摊销前利润	36%	0%	110%	-9%	-10%
息税前利润	35%	23%	76%	-32%	-21%
税前利润	29%	26%	73%	-33%	-21%
净利润	31%	26%	98%	-30%	-19%
摊薄每股盈利	19%	3%	143%	-30%	-19%
利润率					
毛利率	42%	45%	51%	37%	31%
息税折旧摊销前利润率	37%	31%	46%	45%	38%
息税前利润率	30%	31%	39%	28%	21%
税前利润率	27%	29%	36%	26%	19%
净利润率	19%	20%	29%	21%	16%
资产周转比率					
总资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.51	0.50
固定资产周转率	0.90	0.82	1.00	0.93	0.97
流动性比率					
速动比率	1.01	0.90	0.52	0.62	0.84
流动比率	1.16	1.05	0.71	0.84	1.07
杠杆比率					
净债务权益比率	10%	-16%	-20%	-13%	-1%
资产负债率	49%	50%	48%	41%	40%
息税前利润/净财务费用	18.46	23.45	19.93	11.60	11.59
杜邦分析					
净利润率	19%	20%	29%	21%	16%
资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.51	0.50
资产/股东权益	2.07	2.19	2.11	1.82	1.77
净资产回报率	20%	22%	32%	20%	15%

数据来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。