

煤炭开采Ⅲ



刘建刚

煤炭行业研究员

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

兰花科创（600123）

煤炭业务靓丽 化工业务须改进

--2008 年报点评

中性（下调）

2009-3-4

投资要点

事件：

兰花科创公布 2008 年报，实现营业收入 491209 万元，同比增长 40.6%；营业利润 180351 万元，同比增长 74.5%；利润总额 176879 万元，同比增长 73.1%；归属于上市公司股东的净利润为 140123 万元，同比增长 98%。每股收益为 2.45 元，ROE 为 31.8%。分配方案为每 10 股派现金 6.08 元（含税）。

点评：

我们认为，兰花科创业绩增幅超出预期，增长动力主要是煤炭业务的煤价上涨和产销量的微增，但化肥业务微亏拖累 2008 年业绩。同时，安全费用和维简费会计政策调整增厚 EPS 约 0.21 元。具体分析如下：

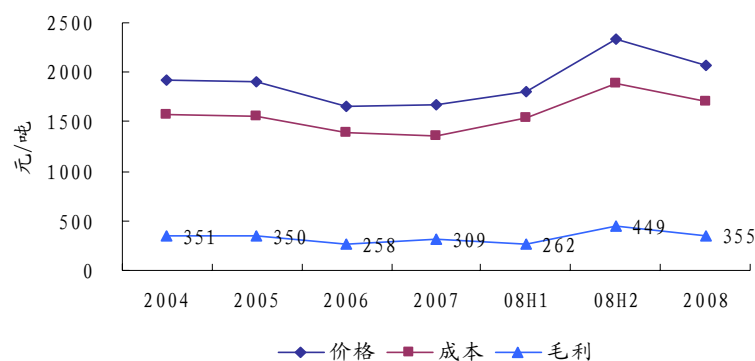
煤炭业务：毛利率保持在 60% 以上

- **煤炭销量增长 9.2%。**2008 年，兰花科创煤炭销量 542 万吨，同比增加 46 万吨，增幅 9.2%，主要是现有矿井经过改扩建达产所致。预计 2009 年煤炭产量继续保持在核定产能 540 万吨左右。我们认为兰花未来产量增长将依赖口前煤矿（90 万吨，100%）、中立煤业（30 万吨，70%）和瑞兴煤业（15 万吨，51%）等新增矿井，预计 2012 年玉溪煤矿（240 万吨，95%）投产前，煤炭产能大幅扩张可能性不大。
- **煤炭综合售价上涨近 50%。**根据测算，兰花科创 2008 年全年煤价是 614 元/吨，同比上涨 202 元/吨，涨幅近 50%。细分来看，上半年综合煤价为 498 元/吨，下半年为 736 元/吨，考虑到四季度煤炭价格的大幅调整，下半年煤价上涨主要是三季度煤价超高所致。尽管目前煤价相对于高点回落，但目前煤价综合加权价格为 637 元/吨，仍然高于兰花 2008 年 614 元/吨的综合售价约 23 元/吨。
- **安全费/维简费影响 EPS 约 0.21 元。**根据财会处财会函[2008]60 号文规定，兰花科创经追溯调整的 2007 年净利润增加 12908 万元，安全费用和维简费分别增加 4752 万元和 3349 万元，环境和转产基金合计增加净利润 1403 万元；子公司亚美大宁（400 万吨，36%）调整安全费用、维简费、转产基金和环境基金等增加净利润。2008 年，我们测算安全费和维简费调整影响其净利润约 11741 元，合每股收益 0.21 元。
- **亚美大宁 EPS 贡献 0.51 元。**兰花科创持股 36% 的亚美大宁煤矿（400 万吨）主要生产动力煤和块煤，其中，约 4 万吨块煤供兰花科创化肥业务造气。2008 年，亚美大宁煤矿实现收入 175990 万元，净利润 80710 万元，贡献投资收益 29055 万元，远高于 2007 年 259 万元，为兰花贡献 0.51 元，占比 21%。

化工业务：增收容易增利难

- **尿素产销量增长较快。**2008 年，兰花尿素产量 118 万吨，同比增长 26.0%；销售 106 万吨，同比增长 9.8%。预计田悦化肥 1830 项目产能逐步释放导致 2009 年尿素产量增至 125 万吨。此外，兰花煤化工（100%）二期 3052 项目将增加其远期尿素产能。
- **尿素综合价格涨幅 24%。**我们测算，兰花科创 2008 年尿素综合价格 2068 元/吨，同比上涨 402 元/吨，涨幅 24%。细分来看，上半年尿素均价为 1807 元/吨，下半年为 2336 元/吨。我们了解到兰花科创目前尿素价格含税价为 1900 元/吨，在当前成本结构下略有盈利。
- **尿素业务增收不增利。**尽管尿素业务占收入的 1/3 左右，但其盈利能力明显低于煤炭。因尿素业务在母公司和子公司中均有涉及，我们难以对其进行分拆，故仅从子公司角度进行分析。兰花的全资子公司--兰花煤化工和田悦化肥 2008 年分别亏损 1917 万元和 4051 万元，合计影响 EPS 约 0.10 元。尽管田悦的亏损部分原因是未达规模产量所致，但与典型的化肥上市公司-华鲁恒升吨尿素净利 190 元相比，兰花在其吨尿素毛利 355 元水平下仍然亏损，显示其管理费用和财务负担较重。

图 1 兰花科创尿素价格、成本和毛利



数据来源：兴业证券研发中心

- **费用增长快于收入增速。**2008 年，兰花科创期间费用总额 90835 万元，同比增长 57.2%。其中，营业费用 21147 万元，同比增长 66.9%；管理费用 60162 万元，同比增长 46%，主要是职工薪酬增加所致；财务费用 9526 万元，同比增长 107%。整体而言，兰花科创的期间费用增速超过收入增速 16.6 个百分点，管理效率还待提高。
- **资产减值压低利润。**2008 年末，兰花科创存货余额为 56649 万元，同比增长 86.4%，根据我们的了解存货系尿素的季节性存货。由于尿素价格于 08 年四季度大幅走低，但原材料回落幅度有限，导致兰花计提减值准备 7839 万元，影响 EPS 约 0.10 元，这也是兰花煤化工和田悦化肥亏损主要原因。
- **下调评级：中性。**我们认为，兰花科创的尿素业务虽然具备改善空间，但短期盈利状况难以大幅提升，尿素产能的扩张更多是无效扩张；煤炭业务因产量增幅不大故更多依赖于煤价上涨。尽管近期煤炭价格在屯兰矿难引发的安全整顿背景下趋于坚挺，但长期则受下游需求和盈利状况的困扰，具有潜在调整要求。预计兰花 2009-2011 年 EPS 分别为 1.95 元、1.64 元和 1.47 元，目前动态 PE 分别为 8.3 倍、9.8 倍和 11 倍，高达 3% 的分红收益率具有一定吸引。谨慎起见，我们将其投资评级由“推荐”下调至“中性”。

附表 1 兰花科创主要经营数据

业务	主要指标	2004	2005	2006	2007	2008	08H1	08H2	2009E	2010E	2011E
煤炭	产量 (万吨)	407	404	452	519	549	286	263	540	600	650
	销量 (万吨)	410	364	447	497	543	279	264	540	600	650
	单价 (元)	218	322	334	412	614	498	736	605	545	518
	单位成本 (元)	74	93	103	152	204	194	214	215	220	230
	毛利率 (%)	66	71.2	69	63.3	66.8	61	70.9	64.5	59.6	55.6
尿素	粉煤产量 (万吨)	26	36	48	94	118	52	66	125	140	150
	销量 (万吨)	23	32	53	97	106	54	52	125	140	150
	单价 (元)	1924	1900	1656	1666	2068	1807	2336	2000	2000	2000
	单位成本 (元)	1573	1550	1398	1357	1713	1544	1887	1800	1800	1800
	毛利率 (%)	18.3	18.4	15.6	18.6	17.1	14.5	19.2	10.0	10.0	10.0

数据来源：兴业证券研发中心

附表2 兰花科创分季度利润表(单位:百万元)

财务指标	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
一、营业收入								
营业收入	776	873	817	1029	951	1184	1422	1355
营业增长率	23.0%	-6.9%	46.7%	24.5%	22.6%	35.6%	74.0%	31.7%
减:营业成本	458	458	508	444	553	574	769	461
减:营业税金及附加	9	10	11	16	9	15	16	15
减:营业费用	18	31	45	33	39	72	48	53
减:管理费用	69	127	59	156	93	165	143	201
减:财务费用	11	10	9	17	12	19	29	35
利息费用	0	0	0	59	0	0	0	0
减:利息收入	0	0	0	13	0	0	0	0
加:汇兑损失	0	0	0	0	0	0	0	0
减:汇兑损益	0	0	0	0	0	0	0	0
加:其他费用	0	0	0	0	0	0	0	0
减:资产减值损失	0	1	0	-4	0	2	0	76
加:公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0	0
加:投资净收益	0	0	0	35	22	112	59	98
其中:对联营合营企业投资收益	0	0	0	35	0	0	0	291
加:营业利润其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加:营业利润调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
二、营业利润								
营业利润	211	235	185	402	265	449	476	613
加:营业外收入	2	0	2	2	1	2	2	16
减:营业外支出	1	2	2	13	2	8	3	43
其中:非流动资产处置净损失	0	0	0	11	0	0	0	36
加:利润总额其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加:利润总额调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
三、利润总额								
利润总额	212	234	184	391	264	443	475	587
减:所得税	71	73	50	119	60	62	125	145
加:未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0	0	0
加:净利润其他科目	0	0	0	0	0	0	0	0
加:净利润调整项目	0	0	0	0	0	0	0	0
四、净利润								
净利润	141	162	134	273	204	381	350	442
加:少数股东损益	0	1	-1	3	1	-9	-10	-6
归属于母公司所有者净利润	142	160	135	269	203	389	361	448
基本每股收益(元)	0.35	0.39	0.33	0.66	0.50	0.68	0.63	0.79

数据来源: 兰花科创

附表3 兰花科创分年度利润表（单位：百万元）

财务指标	2003	2004	2005	2006	2007	2008
一、营业收入						
营业收入	875	1301	1713	2952	3495	4912
营业增长率	35.5%	48.6%	31.7%	72.4%	18.4%	40.6%
减：营业成本	443	629	764	1683	1868	2357
减：营业税金及附加	15	23	27	32	46	55
减：营业费用	32	42	53	87	127	211
减：管理费用	127	173	227	270	412	602
减：财务费用	15	13	16	48	46	95
利息费用	20	18	21	19	59	0
减：利息收入	5	5	5	7	13	0
加：汇兑损失	0	0	0	0	0	0
减：汇兑损益	0	0	0	0	0	0
加：其他费用	0	0	0	0	0	0
减：资产减值损失	0	0	0	0	-2	78
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
加：投资净收益	-29	23	1	-2	35	291
其中：对联营合营企业投资收益	0	0	0	0	35	291
加：营业利润其他科目	0	0	0	0	0	0
加：营业利润调整项目	0	0	0	0	0	0
二、营业利润						
营业利润	248	424	635	831	1034	1804
加：营业外收入	1	3	2	3	6	22
减：营业外支出	7	19	21	23	18	56
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0	13	11	36
加：利润总额其他科目	0	0	0	0	0	0
加：利润总额调整项目	0	0	0	0	0	0
三、利润总额						
利润总额	221	437	627	811	1022	1769
减：所得税	49	161	208	252	312	392
加：未确认的投资损失	0	3	7	0	0	0
加：净利润其他科目	0	0	0	0	0	0
加：净利润调整项目	0	0	0	0	0	0
四、净利润						
净利润	171	280	425	559	710	1377
加：少数股东损益	-2	-2	-3	-1	3	-25
归属于母公司所有者净利润	173	282	428	560	707	1401
基本每股收益（元）	0.47	0.76	1.15	1.37	1.73	2.45

数据来源：兰花科创

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E
单位：百万元				
流动资产	2134	2334	2603	2883
货币资金	835	840	900	1000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	41	61	64	68
其他应收款	111	117	124	131
存货	566	661	767	856
非流动资产	7150	7711	8183	8622
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	500	500	500	500
投资性房地产	18	20	20	20
固定资产	4713	5273	5728	6126
在建工程	174	147	147	149
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1510	1531	1551	1572
资产总计	9283	10045	10786	11505
流动负债	3006	3182	3303	3497
短期借款	478	636	684	588
应付票据	8	14	14	16
应付账款	676	824	957	1068
其他	1851	1721	1661	1841
非流动负债	1450	941	641	341
长期借款	1236	936	636	336
其他	214	5	5	5
负债合计	4456	4123	3944	3838
股本	571	571	571	571
资本公积	651	651	651	651
未分配利润	3179	4295	5234	6073
少数股东权益	426	405	387	371
股东权益合计	4402	5518	6456	7296
负债及权益合计	9283	10045	10786	11505

现金流量表	2008	2009E	2010E	2011E
单位：百万元				
净利润	1377	1095	920	824
折旧和摊销	377	219	243	265
资产减值准备	78	69	69	78
无形资产摊销	9	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	95	90	77	56
投资损失	-291	-260	-240	-210
少数股东损益	-25	-21	-21	-18
营运资金的变动	-111	-66	-38	-4
经营活动产生现金流量	1585	854	972	939
投资活动产生现金流量	-1773	-494	-475	-494
融资活动产生现金流量	-104	-355	-436	-344
现金净变动	-291	5	60	100
现金的期初余额	1126	835	835	840
现金的期末余额	731	840	840	900

利润表	2008	2009E	2010E	2011E
单位：百万元				
营业收入	4912	5094	5371	5688
营业成本	2357	2748	3190	3561
营业税金及附加	55	127	134	142
销售费用	211	229	242	256
管理费用	602	637	671	711
财务费用	95	90	77	56
资产减值损失	78	80	80	80
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	291	260	240	210
营业利润	1804	1443	1218	1093
营业外收入	22	30	30	30
营业外支出	56	60	60	60
利润总额	1769	1413	1188	1063
所得税	392	318	267	239
净利润	1377	1095	920	824
少数股东损益	-25	-21	-18	-16
归属母公司净利润	1401	1116	938	840
EPS (元)	2.45	1.95	1.64	1.47

主要财务比率	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	40.6	3.7	5.4	5.9
营业利润增长率	74.5	-20.0	-15.6	-10.2
净利润增长率	98.3	-20.3	-15.9	-10.5
盈利能力(%)				
毛利率	28.5	21.9	17.5	14.8
净利率	31.8	20.2	14.5	11.5
ROE	33.9	24.6	19.2	16.0

偿债能力(%)				
资产负债率	43.9	41.0	33.8	27.2
流动比率	71.0	73.4	78.8	82.4
速动比率	50.6	50.9	53.7	56.0

营运能力(次)				
资产周转率	0.62	0.53	0.52	0.51
应收账款周转率	115	80	68	69

每股资料(元)				
每股收益	2.45	1.95	1.64	1.47
每股经营现金	2.78	1.49	1.70	1.64
每股净资产	7.71	9.66	11.30	12.77

估值比率(倍)				
PE	6.6	8.3	9.8	11.0
PB	2.1	1.7	1.4	1.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列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。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。