



2009 年 4 月 22 日

煤炭行业

业绩回顾

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

许磊

联系人

xulei2@cicc.com.cn

中性

兰花科创(000983.CH)

1 季度业绩增长 22%，略好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	3,495	4,912	4,706	4,982
(+/-)	18.4%	40.6%	-4.2%	5.9%
主营业务利润	1,581	2,500	1,789	1,626
(+/-)	27.8%	58.2%	-28.4%	-9.1%
营业利润	1,034	1,804	1,296	1,113
(+/-)	24.4%	74.5%	-28.1%	-14.1%
净利润	707	1,401	1,087	950
(+/-)	26.2%	98.3%	-22.4%	-12.7%
每股收益(元)	1.01	2.45	1.90	1.66
市盈率(X)	27.4	11.3	14.5	16.7
净资产收益率	22.4%	31.8%	21.5%	16.9%
投入资本回报率	22.2%	30.2%	21.2%	16.7%
每股分红(元)	0.40	0.68	0.76	0.66
现金分红收益率	1.4%	2.5%	2.7%	2.4%

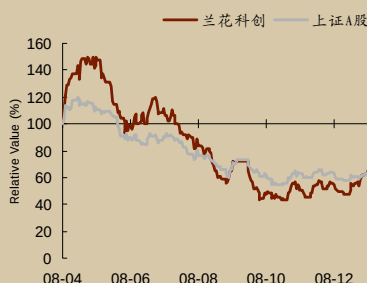
股票信息

	A股
股票代码	600123 CH
当前股价	人民币27.69
目标价格	-
日成交量(百万股)	22.18
52周最高价/最低价	人民币38.28/10.35
发行股数(百万股)	571
总市值(百万元)	15,817
流通股(百万股)	571
主要股东(持股比例)	兰花煤炭实业集团(45.11%)

最近股价走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600997.SH]	-1.04	+32.81	+66.31	+132.49
[上证A股指数]	+0.34	+11.17	+26.45	+39.23
[中金煤炭指数]	-5.10	+19.96	+39.60	+74.40

52 周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

NA

第 1 季度业绩较快增长：

09 年 1 季度，公司实现主营业务收入 14.07 亿元，同比增长 48%；实现归属于母公司股东的净利润 2.86 亿元，同比上升 22.4%。实现每股收益 0.50 元，略好于原来 0.46 元的预期。

正面：

- 公司煤炭价格上涨带动收入上升。09 年 1 季度晋城地区无烟中块煤平均价格为 777.8 元/吨(不含增值税)，而 08 年 1 季度约为 610.6 元/吨，同比上涨 27.4%。
- 亚美大宁煤矿带动投资收益大幅上升。08 年 1 季度亚美大宁煤矿还处于试生产阶段，而 09 年亚美大宁煤矿已经正式投产，使得投资收益从 08 年 1 季度的 0.25 亿元上升到 09 年 1 季度的 1.25 亿元。
- 经营活动现金流量比较健康。公司 09 年 1 季度经营活动现金流量净额为 4.77 亿元，同比上升 32.6%，说明公司的销售回款状况仍然比较健康。

负面：

- 尿素对公司业绩造成拖累。尿素价格虽然在 09 年 2 月份之后出现回升，然而 09 年 1 季度均价 1858 元/吨，比 08 年 1 季度均价 1907 元/吨低 2.6%，也比 08 年全年均价 2131 元/吨低 12.8%。09 年 1 季度，公司化肥业务大约亏损 9500 万元，对公司业绩形成拖累。

发展趋势：

由于下游化肥行业的需求相对稳定，预计公司无烟块煤价格变化幅度相对较小；而由于尿素价格的回升，化肥业务有望有所好转。

盈利预测小幅上调

我们将 09 年公司煤炭产量从 520 万吨上调为 540 万吨（与公司计划值相同）；同时根据 1 季度情况，将对亚美大宁煤矿的投资收益从 2.91 亿元提高到 3.61 亿元。在此基础上，我们将公司 09 年 EPS 从 1.73 元上调到 1.90 元，幅度为 9.8%。

估值与建议：

目前，兰花科创的 09 年市盈率为 14.5 倍，市净率为 3.13 倍。而煤炭行业的 09 年市盈率为 19.4 倍，市净率为 3.3 倍。我们维持中性的投资评级，但公司较低的估值提供了安全边际。

图 1：09 年第一季度业绩分析

(人民币百万元)								CICC Comments
	1Q 08	2Q 08	3Q 08	4Q 08	1Q 09	QoQ %	YoY %	
营业收入	951	1,184	1,422	1,355	1,407	3.80%	48.00%	
营业成本	511	574	769	503	874	73.66%	70.98%	
营业税金及附加	9	15	16	15	17	11.80%	76.94%	
营业毛利润	430	595	637	837	517	-38.31%	20.07%	
销售费用	39	72	48	53	52	-0.84%	34.15%	
管理费用	94	165	143	200	161	-19.29%	71.57%	员工工资增加等使得管理费用显著增长
财务费用	12	19	29	35	36	2.14%	197.66%	
投资收益	22	112	59	98	125	26.85%	478.95%	亚美大宁煤矿带动投资收益大幅上升
营业利润	307	449	476	572	392	-31.53%	27.74%	
税前利润	305	443	475	545	376	-31.03%	23.20%	
净利润	234	381	350	411	275	-33.18%	17.21%	在煤价带动下，公司净利润显著增长
其中：归属于母公司股东的净利润	234	389	361	417	286	-31.37%	22.37%	
经营活动产生的现金流量净额	359	706	492	28	477	1607.33%	32.64%	经营活动现金流比较健康
投资活动产生的现金流量净额	(243)	(551)	(364)	(614)	(145)	-76.45%	-40.48%	
筹资活动产生的现金流量净额	52	(262)	31	76	83	9.57%	60.60%	
现金及现金等价物的净增加额	168	(107)	159	(511)	415	-181.13%	147.22%	
毛利率	45.26%	50.25%	44.81%	61.78%	36.72%	-25.06%	-8.54%	
营业利润率	32.26%	37.87%	33.50%	42.21%	27.84%	-14.37%	-4.42%	
净利润率	24.66%	32.14%	24.64%	30.34%	19.53%	-10.81%	-5.13%	
基本每股收益	0.41	0.68	0.63	0.73	0.50	-31.37%	22.37%	

数据来源：公司资料，中金公司研究部

图 2: 主要假设调整

	新假设	2009E 原假设	变化	新假设	2010E 原假设	变化
煤炭产量 (万吨)	540	520	3.85%	540	540	0.00%
亚美大宁煤矿投资收益 (亿元)	3.61	2.91	24.20%	3.61	2.91	24.20%

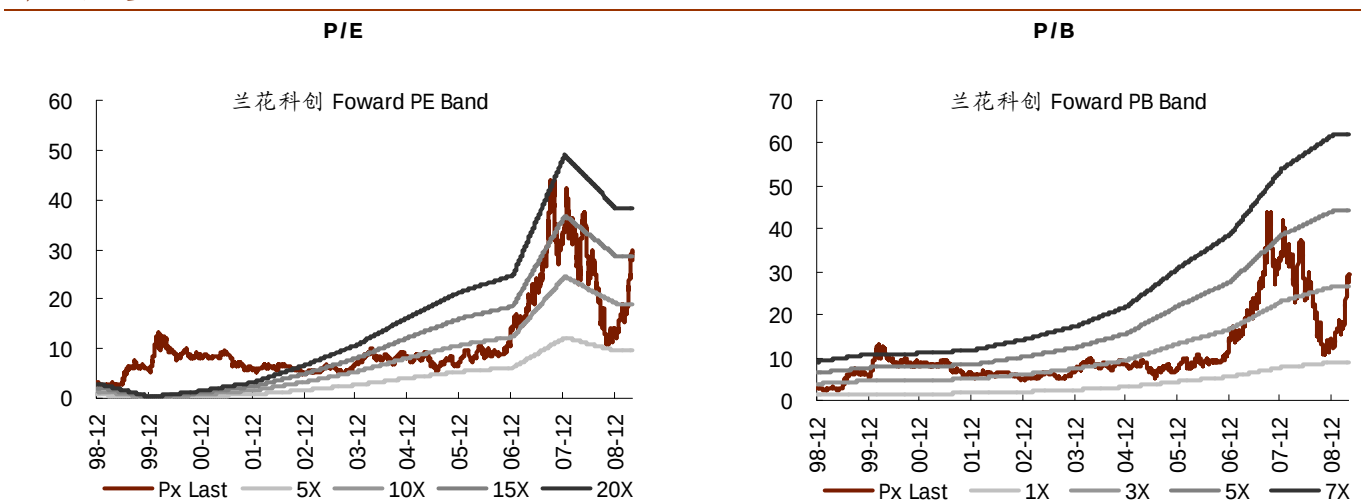
资料来源：中金公司研究部

图 3: 主要预测假设

	2009E	2010E
煤炭产量 (万吨)	540	540
煤炭单价 (元/吨)	522	496
变动幅度 (%)	-15%	-5%
煤炭单位成本 (元/吨)	204	204
变动幅度 (%)	0%	0%

资料来源：中金公司研究部

图 4: 历史 P/E and P/B bands



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 5：财务简表

(单位：百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	2,952	3,495	4,912	4,706	4,982
主营业务成本	1,683	1,868	2,357	2,795	3,175
主营业务利润	1,237	1,581	2,500	1,789	1,626
减：营业费用	87	127	211	169	179
管理费用	270	412	602	565	598
财务费用	48	46	95	119	97
营业利润	831	1,034	1,804	1,296	1,113
利润总额	811	1,022	1,769	1,296	1,113
所得税	252	312	392	234	188
净利润	560	707	1,401	1,087	950
每股盈利 (元)	0.98	1.01	2.45	1.90	1.66
每股股利 (元)	0.27	0.40	0.68	0.76	0.66
资产负债表					
货币资金	1,371	1,126	835	612	1,060
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款	71	25	41	65	69
存货	276	304	566	748	850
其他流动资产	449	715	691	830	878
流动资产合计	2,167	2,170	2,134	2,256	2,857
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	9,289	9,755
短期借款	135	295	478	223	-
应付账款	419	561	676	791	899
预收账款	580	560	751	751	751
其他应付款	192	218	554	530	562
其他流动负债	538	429	547	302	307
流动负债合计	1,865	2,063	3,006	2,598	2,518
长期借款	959	1,348	1,236	1,236	1,236
其他长期负债	72	4	4	-	-
递延税项贷项	-	83	210	-	-
长期负债及递延税项贷项	1,031	1,435	1,450	1,236	1,236
负债合计	2,895	3,498	4,456	3,834	3,754
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	4,483	5,053
股东权益合计	2,850	3,162	4,402	5,054	5,624
负债及股东权益合计	5,912	6,932	9,283	9,289	9,755
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	1,070	705	1,585	1,153	1,488
投资活动产生的现金流量	(1,020)	(1,329)	(1,773)	(321)	(339)
筹资活动产生的现金流量	829	378	(104)	(1,055)	(700)
主要财务比率					
增长					
收入	72%	18%	41%	-4%	6%
息税折旧摊销前利润	36%	0%	110%	-3%	-6%
息税前利润	35%	23%	76%	-25%	-15%
税前利润	29%	26%	73%	-27%	-14%
净利润	31%	26%	98%	-22%	-13%
摊薄每股盈利	19%	3%	143%	-22%	-13%
利润率					
毛利率	42%	45%	51%	38%	33%
息税折旧摊销前利润率	37%	31%	46%	46%	41%
息税前利润率	30%	31%	39%	30%	24%
税前利润率	27%	29%	36%	28%	22%
净利润率	19%	20%	29%	23%	19%
资产周转比率					
总资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.51	0.51
固定资产周转率	0.90	0.82	1.00	0.94	1.00
流动性比率					
速动比率	1.01	0.90	0.52	0.58	0.80
流动比率	1.16	1.05	0.71	0.87	1.13
杠杆比率					
净债务权益比率	10%	-16%	-20%	-17%	-3%
资产负债率	49%	50%	48%	41%	38%
息税前利润/净财务费用	18.46	23.45	19.93	11.89	12.48
杜邦分析					
净利润率	19%	20%	29%	23%	19%
资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.51	0.51
资产/股东权益	2.07	2.19	2.11	1.84	1.73
净资产回报率	20%	22%	32%	22%	17%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 6: 可比公司估值

	Price 09-4-21	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
		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*	21.65	0.53	1.44	0.95	1.07	40.80	15.04	22.90	20.19	8.20	5.64	4.86	4.21
平煤股份*	24.41	1.03	2.20	1.29	1.08	23.78	11.07	18.90	22.51	4.30	3.48	3.14	2.90
开滦股份*	24.97	1.11	1.34	0.86	1.01	22.46	18.62	28.91	24.81	4.54	3.57	3.30	3.02
金牛能源	25.08	0.73	2.49	1.58	1.80	34.59	10.06	15.92	13.93	5.44	3.51	3.14	2.27
煤气化	15.19	0.68	1.33	1.01	1.04	22.44	11.41	15.04	14.61	3.36	3.04	2.57	2.32
盘江股份	17.68	0.16	1.41	1.50	1.78	108.74	12.53	11.79	9.92	7.24	n.a	n.a	n.a
平均值 - 焦煤						42.14	13.12	18.91	17.66	5.51	3.85	3.40	2.94
中间值 - 焦煤						29.19	11.97	17.41	17.40	4.99	3.51	3.14	2.90
无烟煤公司													
兰花科创*	27.69	1.24	2.45	1.90	1.66	22.38	11.29	14.55	16.66	5.00	3.59	3.13	2.81
神火股份*	27.69	1.68	2.30	1.11	1.41	16.50	12.04	24.97	19.64	7.07	4.73	4.17	3.63
国阳新能	20.42	0.52	1.51	1.11	1.30	39.27	13.52	18.43	15.67	6.25	4.11	3.61	n.a
平均值 - 无烟煤						26.05	12.28	19.32	17.32	6.11	4.14	3.64	3.22
中间值 - 无烟煤						22.38	12.04	18.43	16.66	6.25	4.11	3.61	3.22
其他煤炭公司													
中国神华*	23.73	1.03	1.34	1.36	1.38	23.03	17.75	17.47	17.26	3.59	3.17	2.82	2.54
兖州煤业*	15.34	0.55	1.15	0.91	0.73	28.01	13.35	16.92	21.12	3.85	3.05	2.77	2.58
中煤能源*	10.32	0.49	0.51	0.57	0.56	20.93	20.09	18.25	18.29	3.64	2.16	1.98	1.88
大同煤业	26.20	0.60	1.93	1.40	1.76	43.92	13.61	18.78	14.89	5.70	4.09	3.22	2.48
上海能源	16.29	0.71	1.54	1.18	1.00	22.97	10.58	13.83	16.37	4.12	2.85	2.67	n.a
恒源煤电	19.81	1.07	1.35	1.20	1.36	18.55	14.67	16.58	14.61	3.31	2.76	2.34	2.03
潞安环能	28.98	1.53	2.48	1.83	1.99	18.94	11.69	15.81	14.57	4.10	4.24	3.77	n.a
露天煤业	20.05	0.74	0.85	1.05	1.17	27.09	23.59	19.13	17.21	6.34	7.23	n.a	n.a
郑州煤电	6.62	0.30	0.30	0.15	0.24	22.07	22.07	45.66	27.58	2.82	2.48	n.a	n.a
国投新集	13.62	0.27	0.65	0.74	1.00	49.72	20.95	18.53	13.69	5.95	4.46	3.93	n.a
平均值 - 其他煤						27.52	16.83	20.10	17.56	4.34	3.65	2.94	2.30
中间值 - 其他煤						23.00	16.21	17.86	16.79	3.97	3.11	2.80	2.48
平均值						31.90	14.08	19.44	17.51	5.32	3.88	3.33	2.82
中间值						24.86	13.41	17.90	16.95	5.07	3.58	3.18	2.87
H股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	20.65	1.03	1.34	1.36	1.38	18.76	13.30	13.36	13.61	2.97	2.40	2.18	2.02
兖州煤业*	7.53	0.66	1.15	0.91	0.73	10.78	5.65	7.30	9.40	1.63	1.24	1.16	1.13
中煤能源*	6.81	0.51	0.54	0.60	0.59	12.48	10.91	10.03	10.51	2.68	1.33	1.23	1.17
福山能源*	2.38	-0.02	0.11	0.22	0.25	n.a	19.14	9.43	8.69	13.72	0.87	0.80	0.74
恒鼎实业	3.38	0.49	0.32	0.37	0.41	6.52	9.00	8.03	7.47	1.22	0.99	0.91	0.88
平均值						12.13	11.60	9.63	9.93	4.44	1.37	1.26	1.19
中间值						11.63	10.91	9.43	9.40	2.68	1.24	1.16	1.13
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合性公司													
Rio Tinto	38.31	5.69	2.86	3.58	3.98	9.59	19.04	15.23	13.71	2.82	3.39	2.87	2.56
BHP Billiton	22.17	2.29	2.75	1.87	1.52	13.78	11.46	16.87	20.71	6.02	4.53	4.27	3.95
Anglo American	18.99	5.58	4.34	1.42	1.84	2.33	3.00	9.16	7.10	0.78	0.86	0.74	0.59
XSTRATA	7.58	5.78	2.12	0.58	0.81	0.90	2.45	9.03	6.43	0.21	0.39	0.49	0.47
平均值						6.65	8.99	12.57	11.99	2.46	2.29	2.09	1.89
中间值						5.96	7.23	12.19	10.41	1.80	2.13	1.80	1.57
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.13	0.03	0.02	0.02	0.02	3.99	5.83	7.05	7.45	1.61	1.46	1.28	1.12
美国													
Peabody	24.43	1.00	3.55	2.23	2.72	24.43	6.88	10.94	8.98	2.62	1.96	1.75	1.50
Arch Coal	13.76	1.23	2.47	1.64	2.40	11.19	5.57	8.42	5.73	1.29	1.15	1.08	0.94
Consol	24.57	1.47	2.43	4.10	3.65	16.71	10.11	5.99	6.74	3.69	3.03	2.03	1.65
Massey	10.87	1.17	0.69	2.28	2.47	9.29	15.75	4.77	4.40	1.11	0.90	0.82	0.68
平均值						15.41	9.58	7.53	6.46	2.18	1.76	1.42	1.19
中间值						13.95	8.50	7.20	6.23	1.95	1.55	1.42	1.22
平均值						11.03	9.28	10.05	9.22	2.32	2.03	1.76	1.54
中间值						10.39	8.50	9.10	6.92	1.95	1.55	1.42	1.22
为中金公司预测值										其他为Bloomberg市场预测平均			

资料来源: Bloomberg, 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。