

兰花科创

600123

增持/ 首次评级

股 价	2009/07/18
RMB40.00	

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）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	22848

财务数据

市净率 (X)	4.87
TRACING P/E (X)*	15.72
EPS (元)	0.5
股息率 (%)	1.52

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 孙海波
 +755-82492477
 sunhb@lhq.com

无烟煤化龙头，依然稳健进取

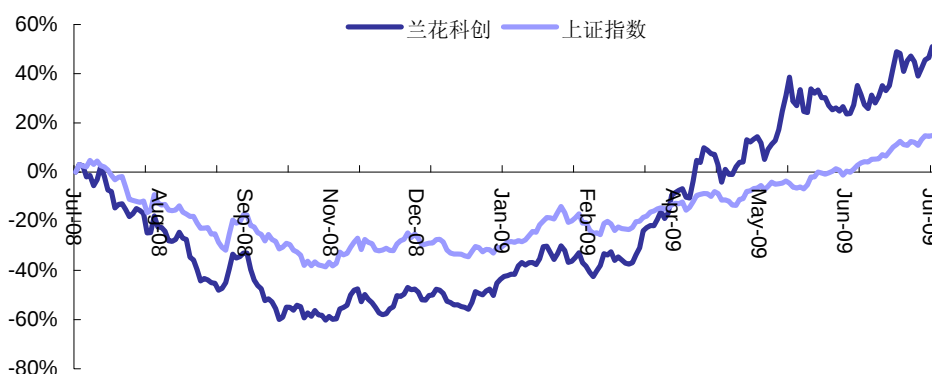
经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4912.1	1407.0	4829	5723	6520
(+/-%)	40.6	48.0	-2%	19%	14%
归属母公司净利润(百万元)	1401.2	286.4	1261	1478	1847
(+/-%)	98.3	22.4	-10%	17%	25%
EPS(元)	2.45	0.50	2.21	2.59	3.23
P/E(倍)	16.3	79.8	18.12	15.46	12.37

■ 根据我们调研，兰花科创未来战略将着力煤炭业务，适时延伸煤化业务，逐步稳定化肥业务。公司目前在建矿井 1 座，在临汾、朔州两地收购矿井 3 座。玉溪煤矿是未来两年产能提升的主力矿井。按计划 2011 年底公司可控煤炭产能将达到 960 万吨，权益产能超过 850 万吨，较目前增加 50% 以上。另外，亚美大宁今年 400 万吨全部达产，据一季度公司投资收益 1.25 亿元推算，大宁矿全年对公司利润贡献将超过 4.5 亿。

■ 集团未来定位主要是发展第三产业，酒店、旅游、地产等，而目前兰花集团仍有北岩、莒山和东峰三对在产矿井。北岩、莒山已经作为资源枯竭矿井申请后备资源，目前正以集团名义申请晋城沁水煤田面积 100 余平方公里、储量 10 亿吨左右的后备资源。东峰矿是作为北岩矿接替矿的新建矿井，总体设计产能为 120 万吨，其中一期 60 万吨已于 2008 年投产。整体而言，集团与上市公司已经明晰了各自定位，因此可以说集团煤炭资源注入上市公司具有明确预期。

■ 山西安监与整合压力使得公司在建矿井进度受到影响，预计 09 年煤炭产量维持 540 万吨，10 年山阴口前矿、蒲县矿投产增加到 690 万吨，11 年玉溪矿投产产量达到 960 万吨；预计 2009-2011 年公司实现归属母公司股东净利润 12.6、14.8 和 18.5 亿元。目前煤炭行业 09 年平均估值超过 25 倍 PE。考虑公司未来两年产能提升，化肥与煤化工业务也有机会随经济复苏给公司带来较好的收益，我们认为在当前市场状态下合理价值应为 50 元/股，对应 09 年 22.6 倍 PE，相对目前股价有 25% 空间，给予增持评级。

最近 52 周股价表现



兰花科创是煤炭上市公司中向下游延伸、多元发展较有代表性的企业，公司以煤炭和煤化工产业为主导，集精细化工、新能源、机械制造等多元产业于一体，主导产品年生产能力煤炭 540 万吨、尿素 116 万吨、甲醇 20 万吨、二甲醚 10 万吨。

图 1：公司煤炭与尿素业务收入

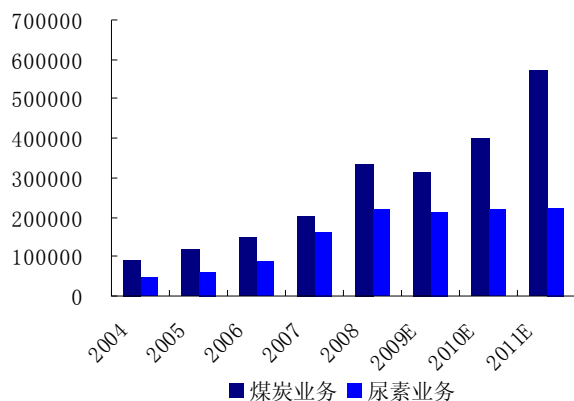
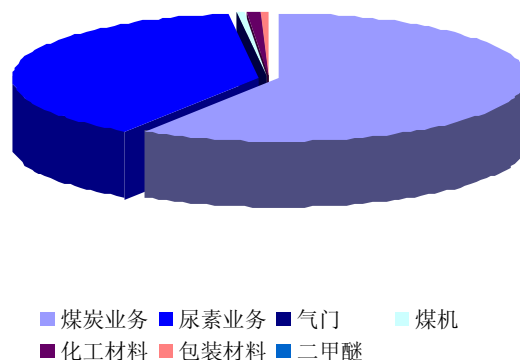


图 2：公司主业收入行业分布（2008）



资料来源：公司公告，联合证券研究所

资料来源：公司公告，联合证券研究所

近期我们对公司进行了实地调研，综合认为煤炭仍然是公司未来发展的着力点，并且其资源量和产能未来两年将得到大幅提升；而化肥与煤化工业务也会有机会随着经济的复苏给公司带来较好的收益。

煤炭业务：发展之本，仍将着力

优良的煤质提供较高盈利

公司主力矿井位于全国最大的无烟煤和化肥原料煤基地——沁水煤田腹地，资源优势突出。公司所产煤炭具有“三高两低一适中”（发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰、低硫、可磨指数适中）的显著特点。公司在晋城地区现有煤炭生产矿井 5 座（其中 150-400 万吨/年高产高效矿井 4 座、60 万吨/年矿井 1 座），其中本部拥有伯方、大阳、唐安、望云四对矿井，合计地质储量 13.74 亿吨，产能 540 万吨；亚美大宁矿为参股矿井，地质储量 2.5 亿吨，产能 400 万吨。2008 年公司生产煤炭 548.55 万吨，销售煤炭 542.66 万吨。

表 1：公司在产煤矿资料（单位：万吨）

煤矿名称	股权比例	地质储量	可采储量	核定产能	可开采年限	煤种
伯方煤矿	分公司	32400	19800	180	110	无烟煤
大阳煤矿	分公司	31300	21000	150	140	无烟煤
唐安煤矿	分公司	33900	13700	150	91	无烟煤
望云煤矿	分公司	39800	5500	60	92	无烟煤
亚美大宁矿	36%	24581		400		无烟煤

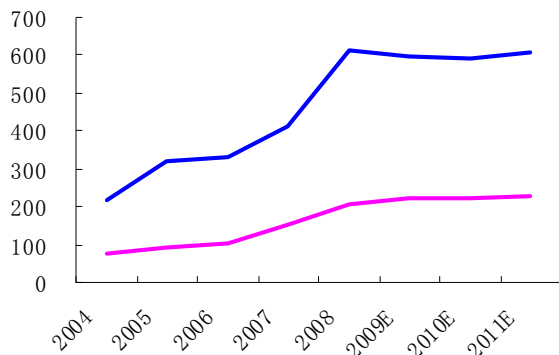
资料来源：公司公告，联合证券研究所

公司本部所产无烟煤全部入洗，在产四个矿井成块率约 25%，产出合计约 120 万吨，基本内供化肥企业，有富余时则对外销售；无烟末煤约 360 万吨，冶金用洗精煤约 60 万吨。

公司目前所产煤炭基本上作为化工和冶金用煤销售，由于其煤质好，销售价格保持高位，目前块煤售价约 950 元/吨（含税）、精煤售价 800 元/吨（含税）、

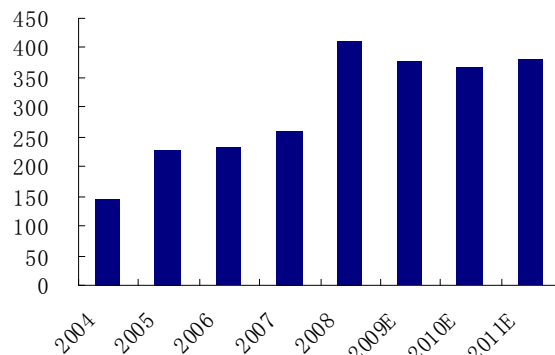
末煤 610 元/吨(含税); 预计 09 年上半年煤炭综合售价约为 570 元/吨(不含税)。

图 3: 煤炭综合售价与成本



资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 4: 煤炭吨煤毛利



资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

未来产能大幅扩张

公司着眼长远发展, 对资源获取和产能提升采取阶梯式策略, 在产、建设、改造、勘探并举。目前在建矿井 1 座 (年产 240 万吨/年玉溪煤矿), 在临汾、朔州两地收购矿井 3 座。玉溪煤矿是公司未来两年产能提升的主力矿井, 2008 年 11 月开工, 建设期三年。按建设计划, 2011 年底公司可控煤炭产能将达到 960 万吨, 权益产能超过 850 万吨, 较目前增加 50% 以上。

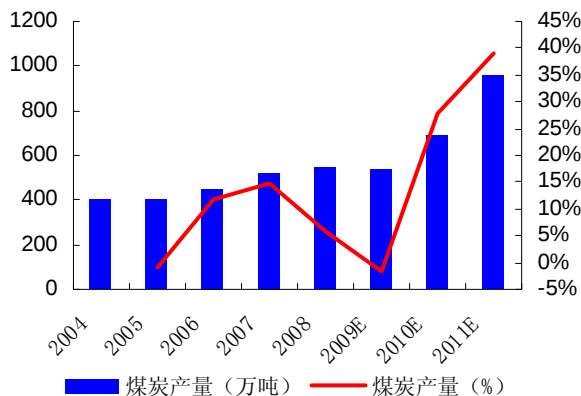
表 2: 公司在建和技改煤矿 (单位: 万吨)

煤矿名称	股权比例	地质储量	可采储量	核定产能	煤种
玉溪煤矿公司	66.67%		21800	240	无烟煤
贾寨煤业	100%		4938		无烟煤
山阴口前煤业	100%	8000	8000	90	动力煤
山西蒲县瑞兴煤业	51%	300	303	15 (改扩建至 30)	焦煤
山西蒲县中立煤业	70%		412	30	焦煤
山西蒲县沙坪矿				30	焦煤

备注: 瑞兴煤业与中立煤业为兰花焦煤有限公司控股, 该公司由兰花 100% 控股

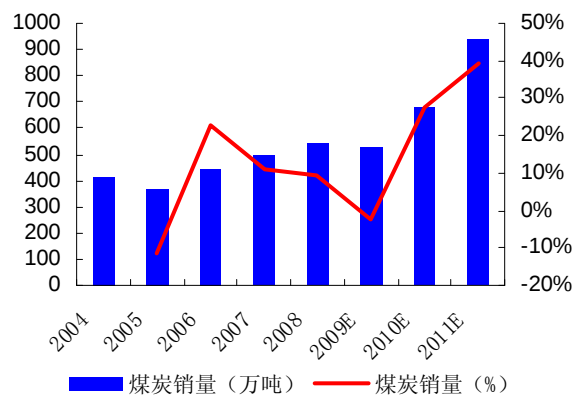
资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 5: 煤炭产量与增长率



资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 6: 煤炭销量与增长率



资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

我们从公司了解到，由于受山西整合小煤矿影响，山阴口前矿建设一直停滞，预计年底前不能产出，这一进度较市场预期慢；另外山西蒲县矿井技改也要推后，预计需要到明年才能贡献产出。公司估计今年煤炭产量仍维持 540 万吨左右。

亚美大宁或有惊喜

公司持股 36% 的亚美大宁煤矿也位于沁水煤田，资源优良，成块率达到 40%；井田面积 38.83 平方公里，地质储量 24580.7 万吨，设计产能 400 万吨。2008 年兰花科创投资收益 2.92 亿元主要来自大宁煤矿。09 年一季度公司投资收益 1.25 亿元，可以近似看作亚美大宁的贡献，据此推算，大宁全年对公司利润贡献将超过 4.5 亿

亚美大宁是我国唯一的外资控股煤矿，考虑到我国政府对煤炭资源控制力度日渐加强，因此收回采矿权、收购外方股权是迟早的问题，而一旦完成收购，亚美大宁将极大提升公司业绩。

资源整合提供契机

山西煤炭资源整合如火如荼，晋城拥有沁水煤田得天独厚的资源。目前晋城市已经明确提出支持晋煤集团、兰花集团进行资源整合的意向，也将大刀阔斧的将全市原有 300 多家煤矿整合保留至 181 家。

目前公司力图在自己的高平矿区周围就近整合优势资源。我们认为山西政府推动的资源整合将提供给公司良好的资源获取契机。

化肥业务：顺势而为，不再扩张

公司近几年尿素产能增长迅速，目前拥有年产 70 万吨合成氨、116 万吨尿素产能，是国内尿素行业的龙头公司之一。未来随着晋城煤化工公司大化公司二期的投产，尿素总产能将达到 168 万吨。

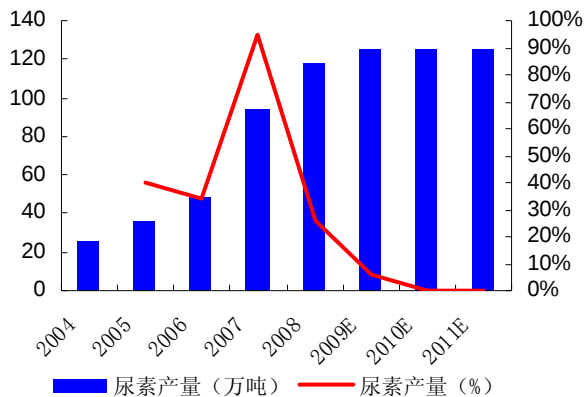
表 3：公司化肥业务资产情况

	股权比例	合成氨产量(万吨)	尿素产量 (万吨)	备注
晋城第一化肥厂	(化肥分公司)	18	30	已投产
巴工化肥厂	(化工分公司)	8	13	已投产
兰花阳城化肥公司	(阳化分公司)	8	13	已投产
田悦化肥	100.00%	18	30	2008.6 投产
兰花煤化工	70.50%			
一期	(1830 项目)	18	30	已投产
合计		70	116	
二期	(3050 项目)	30	52	2011 年投产
预计		100	168	

资料来源：公司公告，联合证券研究所

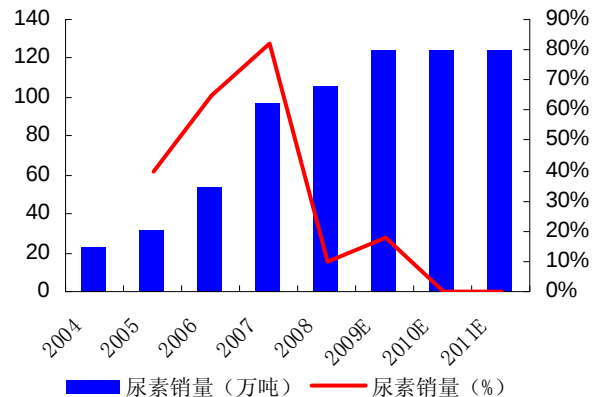
公司上半年生产尿素 66 万吨左右，均价 1660 元/吨。目前由于处于用肥淡季，售价降至 1500 元/吨。公司尿素生产成本约 1600 元左右，预计化肥业务上半年仍将亏损。兰花煤化工二期设备已经部分到位，但公司考虑市场情况而主动放缓工程进度，目前尚未开始建设。公司表示除二期项目外，不再进行尿素产能规模的扩张。

图 7：尿素产量与增长率



资料来源：公司公告，联合证券研究所

图 8：尿素销量与增长率



资料来源：公司公告，联合证券研究所

面对行业低谷，公司开始主动整合尿素业务，2008 年 11 月成立兰花科创化肥公司，化肥分公司、化工分公司以及阳化分公司净资产以及兰花煤化工、田悦化肥、兰花包装的股权都装入该公司。我们认为对尿素业务的整改与加强管理将在一定程度上提升该业务板块的盈利与抗风险能力。

煤化工与新能源：多元的尝试

公司近年来立足煤炭，开始进入煤化工领域，目前拥有 1 套“20 万吨甲醇转化 10 万吨二甲醚”装置，1 套年产 10 万吨甲醇装置及 1 套在建年产 10 万吨二甲醚装置。由于当前市场不景气，公司甲醇二甲醚装置一直停产，二期项目建设也处于停滞阶段。

表 4：公司煤化工资产情况

	股权	甲醇 (万吨)	二甲醚 (万吨)	备注
大化二期	70.50%	10		2011 年投产
兰花清洁能源公司	75%	20	10	已试车，09 年正式投产
合 计		30	10	

资料来源：公司公告，联合证券研究所

为更好利用资源与资金，公司 2008 年还投资 4.9 亿元，控股 40%重庆兰花太阳能电力股份有限公司（公司拥有实质控制权，并表），在万州投资建设年产 1000 吨单晶硅棒、6500 万片单晶硅切片项目。目前单晶硅炉已经部分到位，切片机还没有到，预计 9 月份完全投产。

集团战略：清晰定位，利于公司

我们从公司了解到，集团未来的定位主要在发展第三产业，酒店、旅游、地产等，上市公司将集中在煤炭与煤化工，这将给予公司更大的发展空间。

目前兰花集团仍有北岩、莒山和东峰三对在产矿井。但北岩、莒山矿已经接近枯竭（北岩 9 号煤快挖完，莒山煤矿 3 号煤快挖完），东峰矿是作为北岩矿接替矿而新建的矿井，总体设计产能为 120 万吨，分两期建设，其中一期 60 万吨已于 2008 年投产。北岩、莒山已经作为资源枯竭矿井申请后备资源，目前正以集团名义申请晋城沁水煤田面积 100 余平方公里、储量 10 亿吨左右的后备资源。

整体而言集团与上市公司已经明确了各自定位，因此可以说集团煤炭资源注

入上市公司具有明确预期。

盈利预测与投资评级

盈利预测假设

公司 09 年煤炭维持 540 万吨产量，10 年随着山阴口前矿、蒲县矿井的投产增加到 690 万吨，11 年玉溪矿投产贡献约 80 万吨；假设玉溪矿成块率与现有矿井相似；

公司尿素业务产能不再增加，不考虑甲醇二甲醚利润贡献，不考虑单晶硅利润贡献；

假设 09 年综合煤价 590 元/吨，尿素价格 1700 元/吨；煤炭成本 220 元/吨（根据公司调研，上半年生产成本约 170 元/吨），尿素成本 1600 元/吨；10、11 年价格随经济复苏略有增加。

表 5：盈利预测简表（单位：百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4912	4829	5723	6520
营业成本	2357	2647	3060	3317
营业税金及附加	55	57	69	76
营业费用	211	191	237	264
管理费用	602	580	694	787
财务费用	95	112	159	182
资产减值损失	78	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	291	450	465	500
营业利润	1804	1691	1969	2394
营业外收入	22	10	13	15
营业外支出	56	32	35	41
利润总额	1769	1669	1946	2367
所得税	392	417	486	592
净利润	1377	1252	1459	1775
少数股东损益	-25	-9	-19	-71
归属母公司净利润	1401	1261	1478	1847
EBITDA	2275	2375	2801	3345
EPS（元）	2.45	2.21	2.59	3.23

资料来源：公司公告，联合证券研究所

根据上述分析与假设，我们对 2009-2011 年的公司收入与利润进行预测，预计 2009-2011 年公司将实现归属母公司股东净利润 12.6、14.8 和 18.5 亿元，对应 EPS 为 2.21、2.59 和 3.23 元。

投资评级

目前 A 股同类上市公司 2009 年平均估值水平已经超过 25 倍 PE。考虑公司未来两年产能将得到大幅提升，而化肥与煤化工业务也有机会随着经济的复苏给

公司带来较好的收益，我们认为在当前市场状态下合理价值应为 50 元/股，对应 09 年 22.6 倍 PE，相对目前股价有 25% 空间，给予增持评级。

表 6：煤炭板块公司估值比较

代码	公司名称	最新价格	每股收益(元)			市盈率(X)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
601088	中国神华	34.33	1.34	1.49	1.63	25.68	23.03	21.08
601898	中煤能源	14.53	0.52	0.61	0.71	27.94	23.67	20.59
600188	兖州煤业	18.21	1.32	1.00	0.99	13.81	18.17	18.38
601001	大同煤业	42.84	2.40	1.69	1.94	17.85	25.28	22.08
601699	潞安环能	46.98	2.48	2.27	2.40	18.94	20.65	19.60
600348	国阳新能	42.46	1.51	1.23	1.43	28.12	34.62	29.62
600123	兰花科创	40.00	2.45	2.21	2.59	16.31	18.12	15.46
000933	神火股份	32.20	2.30	1.17	1.82	14.01	27.60	17.67
000983	西山煤电	36.20	1.44	1.13	1.18	25.15	32.12	30.71
601666	平煤股份	37.47	2.48	1.32	1.65	15.13	28.31	22.65
600395	盘江股份	33.50	1.08	1.33	1.78	31.13	25.11	18.77
600997	开滦股份	25.19	1.46	0.79	0.86	17.25	31.90	29.37
000937	金牛能源	46.79	2.49	2.04	2.23	18.77	22.97	21.00
000968	煤气化	25.10	1.33	0.96	1.17	18.85	26.23	21.46
601918	国投新集	18.25	0.65	0.64	0.76	28.08	28.30	24.03
002128	露天煤业	29.30	0.85	0.81	0.88	34.47	36.19	33.40
600508	上海能源	24.26	1.54	1.10	1.37	15.75	22.08	17.67
600971	恒源煤电	32.48	1.62	1.35	1.62	20.05	24.04	20.07
平均值						22.92	26.02	22.42

资料来源：wind，联合证券研究所

风险提示

资源税改革：从价资源税的开征将对公司业绩造成重大影响。

煤价继续下行风险：目前进入用肥淡季，下半年山西小煤矿复产可能造成供给的增加，对煤价形成压力，从而影响公司的业绩与估值水平。

资本市场系统性风险：煤炭板块此轮反弹以来涨幅较大，若大盘继续调整，则估值中枢的下移可能导致公司股价难以达到目标价。

表 7：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2134	2185	2721	2711	营业收入	4912	4829	5723	6520
现金	835	908	1037	977	营业成本	2357	2647	3060	3317
应收账款	41	54	69	63	营业税金及附加	55	57	69	76
其他应收款	111	107	129	146	营业费用	211	191	237	264
预付账款	479	445	671	653	管理费用	602	580	694	787
存货	566	547	684	714	财务费用	95	112	159	182
其他流动资产	101	123	132	158	资产减值损失	78	0	0	0
非流动资产	7150	8849	10641	12140	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	500	338	419	378	投资净收益	291	450	465	500
固定资产	4713	5160	5402	5548	营业利润	1804	1691	1969	2394
无形资产	1510	2730	3950	5170	营业外收入	22	10	13	15
其他非流动资产	427	621	870	1043	营业外支出	56	32	35	41
资产总计	9283	11034	13362	14850	利润总额	1769	1669	1946	2367
流动负债	3006	3544	4454	4436	所得税	392	417	486	592
短期借款	478	1145	1695	1525	净利润	1377	1252	1459	1775
应付账款	676	777	889	969	少数股东损益	-25	-9	-19	-71
其他流动负债	1851	1622	1871	1942	归属母公司净利润	1401	1261	1478	1847
非流动负债	1450	1757	2095	2269	EBITDA	2275	2375	2801	3345
长期借款	1236	1589	1904	2089	EPS (元)	2.45	2.21	2.59	3.23
其他非流动负债	214	168	191	179					
负债合计	4456	5302	6549	6705	主要财务比率				
少数股东权益	426	417	398	327		2008	2009E	2010E	2011E
股本	571	571	571	571	成长能力				
资本公积	651	651	651	651	营业收入	40.6%	-1.7%	18.5%	13.9%
留存收益	3179	4093	5193	6596	营业利润	74.5%	-6.2%	16.4%	21.6%
归属母公司股东权益	4402	5316	6416	7819	归属于母公司净利润	98.3%	-10.0%	17.2%	24.9%
负债和股东权益	9283	11034	13362	14850	获利能力				
					毛利率(%)	52.0%	45.2%	46.5%	49.1%
现金流量表					净利率(%)	28.5%	26.1%	25.8%	28.3%
					ROE(%)	31.8%	23.7%	23.0%	23.6%
					ROIC(%)	26.3%	18.0%	17.1%	18.0%
					偿债能力				
经营活动现金流	1585	1373	1783	2327	资产负债率(%)	48.0%	48.0%	49.0%	45.1%
净利润	1377	1252	1459	1775	净负债比率(%)	43.92%	55.61%	58.44%	57.21%
折旧摊销	377	571	673	769	流动比率	0.71	0.62	0.61	0.61
财务费用	95	112	159	182	速动比率	0.52	0.46	0.46	0.45
投资损失	-291	-450	-465	-500	营运能力				
营运资金变动	-111	-38	-87	118	总资产周转率	0.62	0.48	0.47	0.46
其他经营现金流	138	-74	43	-18	应收账款周转率	115	80	73	78
投资活动现金流	-1773	-1831	-1995	-1771	应付账款周转率	3.81	3.64	3.67	3.57
资本支出	799	1300	1100	1100	每股指标 (元)				
长期投资	-4	-163	81	-41	每股收益(最新摊薄)	2.45	2.21	2.59	3.23
其他投资现金流	-977	-694	-814	-711	每股经营现金流(最新摊薄)	2.78	2.40	3.12	4.07
筹资活动现金流	-104	532	342	-617	每股净资产(最新摊薄)	7.71	9.31	11.23	13.69
短期借款	183	667	550	-170	估值比率				
长期借款	-113	354	315	185	P/E	16.31	18.12	15.46	12.37
普通股增加	163	0	0	0	P/B	5.19	4.30	3.56	2.92
资本公积增加	-162	0	0	0	EV/EBITDA	10	10	9	7
其他筹资现金流	-176	-489	-523	-632					
现金净增加额	-291	73	129	-61					

资料来源：公司公告，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。