



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 12 日

煤炭行业

研究部

韩永 CFA

分析员

hanyong@cicc.com.cn

中性

兰花科创(600123.CH)

上半年业绩好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	3,495	4,912	5,136	5,840
(+/-)	18.4%	40.6%	4.5%	13.7%
主营业务利润	1,581	2,500	2,140	2,342
(+/-)	27.8%	58.2%	-14.4%	9.4%
营业利润	1,034	1,804	1,609	1,716
(+/-)	24.4%	74.5%	-10.8%	6.6%
净利润	707	1,401	1,199	1,311
(+/-)	26.2%	98.3%	-14.4%	9.4%
每股收益 (元)	1.01	2.45	2.10	2.30
市盈率 (x)	38.3	15.8	18.4	16.8
净资产收益率	22.4%	31.8%	23.4%	22.2%
投入资本回报率	22.2%	30.2%	25.5%	24.0%
每股分红 (元)	0.40	0.68	0.84	0.92
现金分红收益率	1.0%	1.8%	2.2%	2.4%

股票信息

	A股
股票代码	600123 CH
当前股价	人民币38.65
目标价格	-
日成交量 (百万股)	6.68
52周最高价/最低价	人民币45.6/10.35
发行股数 (百万股)	571
总市值 (百万元)	22,077
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%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600123.SH]	-11.68	+0.70	+31.37	+224.52
[上证A股指数]	-5.96	+4.83	+24.68	+79.25
[中金煤炭指数]	-2.50	+3.50	+15.81	+81.86

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

NA

上半年业绩好于预期：

2009 年上半年公司实现营业收入 28.4 亿元，同比上升 33.0%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.79 亿元，同比上升 15.3%；每股收益 1.19 元，好于 1.04 元的预期。

正面：

- 煤炭业务盈利依然强劲。受益于煤价的稳定，2009 年上半年，公司煤炭业务依然保持了 64.27% 的毛利率，同比上升 3.29 个百分点。同时公司煤炭产销量均同比增长，上半年煤炭产量 309.7 万吨，同比上升 8.33%，煤炭销量 297 万吨，同比上升 6.63%。
- 亚美大宁煤矿贡献大量投资收益。上半年亚美大宁矿合计贡献投资收益 3.29 亿元，占上市公司利润总额的 37.86%。

负面：

- 化肥产品依然亏损。全国尿素价格上半年均价为 1800 元/吨，比 08 年上半年的 2032 元/吨下跌 11.4%。而同期主要原材料之一的煤炭价格依然维持高位。导致公司上半年化肥业务毛利率为 -1.35%，同比减少 15.49 个百分点。

盈利预测调整：

我们将兰花科创的 09 年 EPS 从 1.90 元上调至 2.10 元，幅度 10.5%，主要是将亚美大宁的投资收益从 3.60 亿元上调至 6.05 亿元，将煤炭销量从 540 万吨上调至 580 万吨，同时将所得税率从 18% 上调至 25%。相应将 2010 年 EPS 从 2.07 元上调至 2.30 元。

估值与建议：

目前，兰花科创的 09 年 PE 大约为 18.4 倍，PB 为 4.31 倍。而煤炭行业的 09 年 PE 中值为 27.0 倍，PB 为 4.65 倍。公司估值有明显优势，但由于公司增长空间较小，而且受到尿素下降的不利影响，因此维持中性的评级。但如果四季度尿素业务好转，公司有望获得重估的机会。

投资风险：

如果尿素需求持续疲弱，将使得公司的无烟煤和化肥业务同时受到不利影响。

上半年业绩略好于预期值：

2009 年上半年公司实现营业收入 28.4 亿元，同比上升 33.0%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.79 亿元，同比上升 15.3%；每股收益 1.19 元，好于 1.04 元的预期。

公司上半年煤炭产量 309.74 万吨，同比增长 8.33%，其中生产沫煤 212.58 万吨，块煤 69.61 万吨，洗精煤 27.55 万吨；销售煤炭 297.02 万吨，同比增长 6.63%，其中沫煤 206.25 万吨，块煤 66.08 万吨，洗精煤 24.69 万吨；尿素产量 66.13 万吨，同比增长 26.13%，销售尿素 69.55 万吨，同比增长 29.28%。

图表 1：公司上半年经营数据

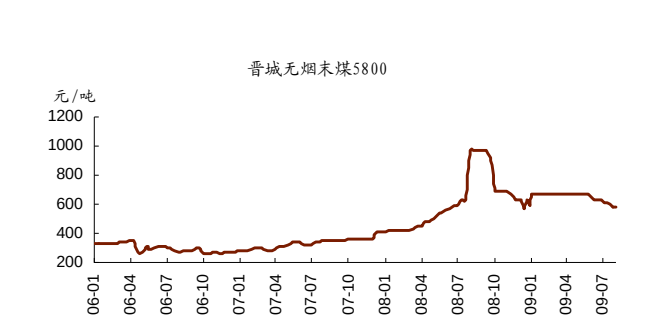
万吨	09 1H	08 1H	变化
煤炭产量	309.7	285.9	8.33%
煤炭销量	297.0	278.6	6.63%
尿素产量	66.1	52.4	26.13%
尿素销量	69.6	53.8	29.28%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

正面：

- 受益于煤价的稳定，2009 年上半年，公司煤炭业务依然保持了 64.27% 的毛利率，同比上升 3.29 个百分点。

图表 2：晋城地区无烟煤价格走势



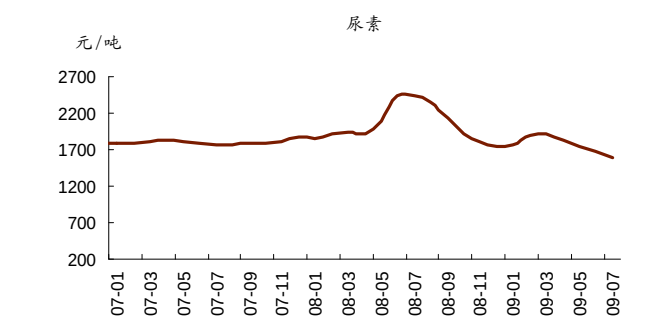
资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

- 亚美大宁煤矿贡献大量投资收益。上半年亚美大宁矿合计贡献投资收益 3.29 亿元，占上市公司利润总额的 37.86%。

负面：

- 化肥产品依然亏损。全国尿素价格上半年均价为 1800 元/吨，比 08 年上半年的 2032 元/吨下跌 11.4%。而同期主要原材料之一的煤炭价格依然维持高位。导致公司上半年化肥业务毛利率为 -1.35%，同比减少 15.49 个百分点。

图表 3：国内尿素价格走势



资料来源：中国资讯网，中金公司研究部

上调盈利预测

我们将 09 年盈利预测从 1.90 元上调至 2.10 元。我们原来预期，亚美大宁的投资收益将从 08 年的 2.91 亿元上升至 09 年的 3.60 亿元，但实际上 09 年上半年对该矿的投资收益即达 3.29 亿元，因此我们将对该矿的 09 年投资收益上调至 6.05 亿元。同时，由于煤炭需求好于预期，上半年煤炭销量 297 万吨，因此我们将 09 年煤炭销量从 540 万吨上调至 580 万吨。同时，由于亚美大宁的投资收益需要缴纳所得税，因此其实际税率从 18% 上调至 25%。在此基础上，我们将兰花科创的 09 年 EPS 从 1.90 元上调至 2.10 元，幅度 10.5%。相应将 2010 年 EPS 从 2.07 元上调至 2.30 元。

估值与建议：

目前，兰花科创的 09 年 PE 大约为 18.4 倍，PB 为 4.31 倍。而煤炭行业的 09 年 PE 中值为 27.0 倍，PB 为 4.65 倍。公司估值有明显优势，但由于公司增长空间较小，而且受到尿素下降的不利影响，因此维持中性的投资评级。

目前尿素业务处于亏损的边缘，市场按照煤炭行业的 PE 对公司定价，相当于没有考虑这部分业务的价值。如果四季度尿素价格回升，将可能使得这部分业务获得重估。

投资风险：

如果尿素需求持续疲弱，将使得公司的无烟煤和化肥业务同时受到不利影响。

图表 4: 09 年上半年业绩分析

(人民币百万元)	半年度数据分析					CICC Comments
	1H 08	2H 08	1H 09	HoH%	YoY%	
营业收入	2,135	2,777	2,840	2.27%	33.01%	煤价的稳定及煤炭产销量的上升带动公司收入上涨
营业成本	1,131	1,226	1,585	29.26%	40.10%	
营业税金及附加	25	31	39	28.02%	59.47%	
营业毛利润	979	1,520	1,216	-20.02%	24.17%	对亚美大宁煤矿的投资收益带动公司利润增长
销售费用	111	101	101	0.47%	-8.57%	
管理费用	258	344	417	21.27%	61.76%	
财务费用	31	64	73	13.41%	132.41%	亚美大宁的投资收益的所得税导致实际税率上升
投资收益	134	157	304	93.73%	127.75%	
营业利润	711	1,093	912	-16.52%	28.37%	
税前利润	704	1,065	869	-18.38%	23.58%	
净利润	581	796	645	-18.96%	10.93%	
其中:归属于母公司股东的净利润	589	812	679	-16.42%	15.25%	
经营活动产生的现金流量净额	1,065	520	635	22.04%	-40.36%	
投资活动产生的现金流量净额	(794)	(979)	(117)	-88.04%	-85.25%	
筹资活动产生的现金流量净额	(210)	107	(135)	-226.55%	-35.78%	
现金及现金等价物的净增加额	60	(352)	383	-208.87%	532.83%	
毛利率	45.87%	54.75%	42.82%	-11.93%	-3.05%	
营业利润率	33.28%	39.35%	32.12%	-7.23%	-1.16%	
净利润率	27.22%	28.65%	22.70%	-5.95%	-4.52%	
基本每股收益	1.03	1.42	1.19	-16.42%	15.25%	

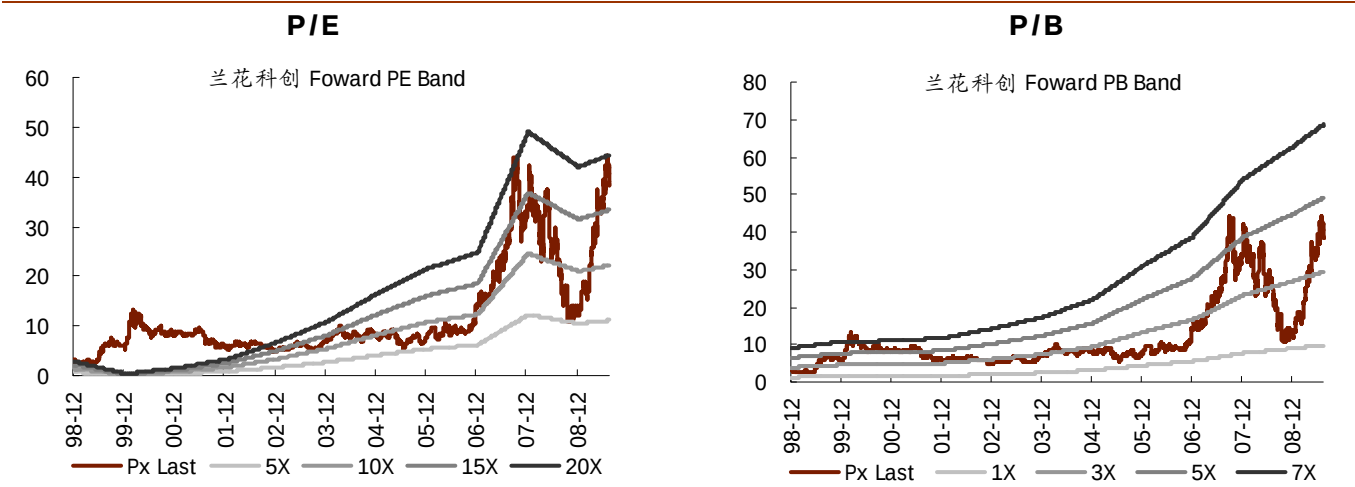
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5: 盈利预测主要假设变化

	09E			10E		
	调整后	调整前	变化 (%)	调整后	调整前	变化 (%)
亚美大宁投资收益 (万元)	60,480	36,087	67.6%	60,480	36,087	67.6%
所得税率	25.0%	18.0%	7.0%	25.0%	18.7%	6.3%
煤炭销量 (万吨)	580	540	7.4%	580	540	7.4%

资料来源: 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

(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	5,136	5,840
主营业务成本	1,683	1,868	2,357	2,928	3,254
主营业务利润	1,237	1,581	2,500	2,140	2,342
减：营业费用	87	127	211	231	263
管理费用	270	412	602	770	876
财务费用	48	46	95	117	92
营业利润	831	1,034	1,804	1,609	1,716
利润总额	811	1,022	1,769	1,566	1,716
所得税	252	312	392	392	429
净利润	560	707	1,401	1,199	1,311
每股盈利 (元)	0.98	1.01	2.45	2.10	2.30
每股股利 (元)	0.27	0.40	0.68	0.84	0.92
资产负债表					
货币资金	1,371	1,126	835	668	1,389
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款	71	25	41	71	81
存货	276	304	566	784	871
其他流动资产	449	715	691	859	932
流动资产合计	2,167	2,170	2,134	2,382	3,272
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	9,415	10,170
短期借款	135	295	478	190	-
应付账款	419	561	676	829	921
预收账款	580	560	751	751	751
其他应付款	192	218	554	579	658
其他流动负债	538	429	547	308	319
流动负债合计	1,865	2,063	3,006	2,657	2,649
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	3,893	3,885
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	4,550	5,337
股东权益合计	2,850	3,162	4,402	5,121	5,908
负债及股东权益合计	5,912	6,932	9,283	9,415	10,170
现金流量表					
经营活动产生的现金流量	1,070	705	1,585	1,042	1,622
投资活动产生的现金流量	(1,020)	(1,329)	(1,773)	(77)	(95)
筹资活动产生的现金流量	829	378	(104)	(1,132)	(806)
主要财务比率					
增长					
收入	72%	18%	41%	5%	14%
息税折旧摊销前利润	36%	0%	110%	10%	6%
息税前利润	35%	23%	76%	-9%	5%
税前利润	29%	26%	73%	-11%	10%
净利润	31%	26%	98%	-14%	9%
摊薄每股盈利	19%	3%	143%	-14%	9%
利润率					
毛利率	42%	45%	51%	42%	40%
息税折旧摊销前利润率	37%	31%	46%	49%	45%
息税前利润率	30%	31%	39%	34%	31%
税前利润率	27%	29%	36%	30%	29%
净利润率	19%	20%	29%	23%	22%
资产周转比率					
总资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.55	0.57
固定资产周转率	0.90	0.82	1.00	1.03	1.17
流动性比率					
速动比率	1.01	0.90	0.52	0.60	0.91
流动比率	1.16	1.05	0.71	0.90	1.24
杠杆比率					
净债务权益比率	10%	-16%	-20%	-15%	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	14.72	19.68
杜邦分析					
净利润率	19%	20%	29%	23%	22%
资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.55	0.57
资产/股东权益	2.07	2.19	2.11	1.84	1.72
净资产回报率	20%	22%	32%	23%	22%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

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。

图表 8: 可比公司估值

	Price	EPS				P/E (x)				P/B (x)			
	2009-8-11	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
A/B 煤炭公司	(Rmb)	(Rmb)											
焦煤公司													
西山煤电*	38.68	0.53	1.44	1.10	1.60	72.89	26.87	35.02	24.24	14.65	10.08	8.49	6.92
平煤股份*	33.06	1.38	2.48	1.12	1.37	23.94	13.35	29.45	24.15	4.99	3.83	4.39	3.96
开滦股份*	24.19	0.51	0.67	0.60	0.74	47.87	36.07	40.27	32.79	9.67	6.93	6.20	5.49
金牛能源	42.01	0.73	2.49	1.74	2.01	57.94	16.85	24.21	20.95	9.12	5.39	5.25	3.80
煤气化	23.59	0.68	1.33	0.81	1.08	34.84	17.71	29.12	21.90	5.22	4.80	3.99	3.60
盘江股份	30.37	0.32	1.08	1.35	1.68	95.50	28.22	22.56	18.03	12.44	n.a	n.a	n.a
中间值 - 焦煤						52.91	22.29	29.29	23.03	9.39	5.39	5.25	3.96
无烟煤公司													
兰花科创*	38.65	1.24	2.45	2.10	2.30	31.24	15.76	18.41	16.83	6.98	5.02	4.31	3.74
神火股份*	28.55	1.12	1.53	0.97	1.52	25.52	18.63	29.38	18.73	10.94	7.31	6.23	5.05
国阳新能	42.18	0.52	1.51	1.30	1.46	81.12	27.93	32.50	28.85	6.25	8.19	7.23	5.99
中间值 - 无烟煤						31.24	18.63	29.38	18.73	6.98	7.31	6.23	5.05
其他煤炭公司													
中国神华*	37.08	1.03	1.34	1.44	1.54	35.98	27.74	25.76	24.03	5.61	4.95	4.37	3.88
兖州煤业*	19.98	0.65	1.32	0.74	0.72	30.53	15.16	27.01	27.69	4.67	3.73	3.42	3.17
中煤能源*	14.66	0.49	0.51	0.51	0.58	29.73	28.53	28.92	25.49	5.17	3.06	2.85	2.63
大同煤业	43.40	0.89	2.40	2.03	2.27	48.76	18.08	21.38	19.11	9.45	5.27	5.15	3.73
上海能源	23.75	0.71	1.54	1.22	1.56	33.50	15.42	19.47	15.20	6.01	3.97	3.89	n.a
恒源煤电	33.44	1.07	1.35	1.50	1.61	31.31	24.77	22.35	20.73	5.58	4.46	3.95	3.43
潞安环能	47.09	1.53	2.48	1.99	2.20	30.78	18.99	23.69	21.39	6.66	6.33	6.13	n.a
露天煤业	29.01	0.74	0.65	0.77	0.81	39.20	44.37	37.87	35.64	9.18	11.84	n.a	n.a
郑煤煤电	10.24	0.30	0.30	0.14	0.24	34.13	34.13	73.14	42.67	4.36	3.76	n.a	n.a
国投新集	18.20	0.27	0.65	0.70	0.94	66.43	28.00	26.19	19.34	7.94	5.63	4.92	n.a
中间值 - 其他煤						33.81	26.25	25.97	22.71	5.81	4.70	4.16	3.43
中间值						34.84	24.77	27.01	21.90	6.66	5.14	4.65	3.80
H 股 能源类公司	(HKD)	(Rmb)											
神华能源*	33.45	1.03	1.34	1.49	1.60	30.39	21.54	19.71	18.99	4.82	3.89	3.48	3.16
兖州煤业*	12.12	0.66	1.32	0.80	0.77	17.35	7.92	13.36	14.25	2.62	1.92	1.84	1.75
中煤能源*	11.08	0.51	0.54	0.62	0.69	20.30	17.74	15.71	14.64	4.36	2.16	2.00	1.87
福山能源*	5.66	-0.01	0.10	0.26	0.33	n.a	49.75	19.11	15.66	35.66	2.27	1.81	1.64
恒鼎实业	8.81	0.37	0.49	0.31	0.52	23.75	18.09	28.06	16.91	3.38	3.11	2.92	2.54
中间值						22.02	18.09	19.11	15.66	4.36	2.27	2.00	1.87
国际可比公司	(USD)	(USD)											
综合煤公司													
Rio Tinto	48.54	5.69	2.26	2.64	2.98	10.18	25.63	21.97	19.46	3.00	4.57	2.95	2.87
BHP Billiton	31.52	2.29	2.75	1.77	1.54	16.42	13.66	21.24	24.43	7.18	5.40	5.19	4.80
Anglo American	31.63	5.58	4.34	1.32	1.87	3.44	4.43	14.52	10.29	1.15	1.03	1.03	0.82
XSTRATA	12.97	5.78	2.12	0.70	0.96	1.36	3.71	11.23	8.22	0.32	0.58	0.75	0.69
中间值						6.81	9.04	17.88	14.87	2.07	2.80	1.99	1.85
纯煤炭公司													
印尼													
Bumi	0.31	0.04	0.03	0.02	0.02	7.24	9.27	12.99	15.59	4.33	3.38	3.15	2.74
美国													
Peabody	35.21	1.00	3.55	1.39	2.28	35.21	9.92	25.33	15.47	3.77	2.62	2.60	2.24
Arch Coal	18.02	1.23	2.47	0.36	1.28	14.65	7.30	50.06	14.10	1.68	1.47	1.41	1.36
Consol	38.31	1.47	2.43	3.27	3.33	26.06	15.77	11.71	11.51	5.75	3.95	3.42	2.64
Massey	28.19	1.17	0.69	1.12	1.79	24.09	40.86	25.24	15.74	2.87	2.01	2.11	1.75
中间值						25.08	12.84	25.28	14.79	3.32	2.31	2.35	2.00
中间值						15.53	11.79	21.61	14.79	2.94	2.31	2.35	2.00
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。