

兰花科创

600123

增持/ 维持评级

股 价	2010-01-09
RMB46.67	

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）	26658

财务数据

市净率 (X)	5.32
TRACING P/E (X)*	18.9
EPS (元)	1.68
股息率 (%)	1.3

*最近四季盈利计算。

相关研究

《兰花科创（600123）：无烟煤化龙头，依然稳健进取（增持）》2009/07/18

《行业研究-煤炭：“2012”的诺亚方舟（增持）》2010/01/03

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

胎动 “阿凡达”

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4912.1	4094.3	4829	5985	7096
(+/-%)	40.6	15.1	-2%	24%	19%
归属母公司净利润(百万元)	1401.2	958.7	1261	1652	2176
(+/-%)	98.3	1.0	-10	31	32
EPS(元)	2.45	1.68	2.21	2.89	3.81
P/E(倍)	19.0	27.8	21.14	16.14	12.25

■ 如同阿凡达是人类 DNA 与纳美人 DNA 结合的产物，兰花是煤炭与尿素业务的统一体。过去由于纳美人 DNA（尿素业务）未能良性显现使得我们的“阿凡达”尚不够强大。然而随着内部与外部双重向好推动，公司尿素业务开始反转，强大的“阿凡达”正在胎动。

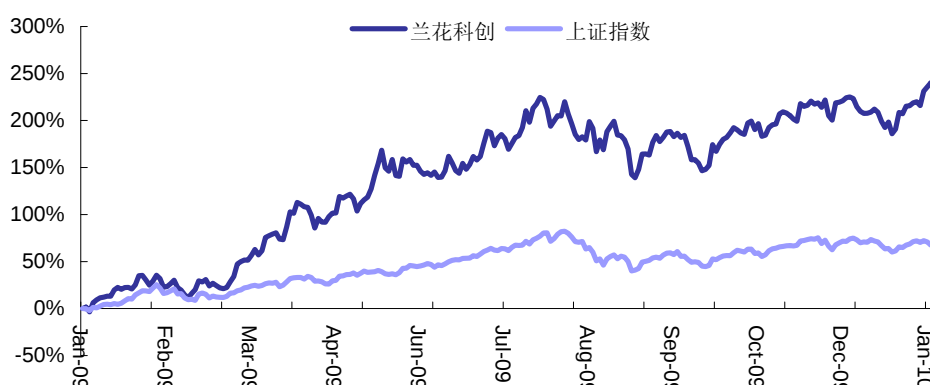
■ 投资要点：多级推动股价上涨！

■ 第一步：亏损业务反转推动估值回归；公司尿素业务 12 月已经盈利（价格 1750 元/吨），无烟煤价格最近略有上调（块煤 30 元/吨，末煤 40-50 元/吨）；公司前三季度煤炭盈利 12.89 亿，尿素亏损约 3.3 亿；去掉亚美大宁投资收益母公司煤炭盈利 9.24 亿，对应吨煤纯利约 228 元/吨。假设 10 年尿素业务盈亏平衡，并且比较保守的假设煤炭新增权益产量 60 万吨、煤炭价格保持不变、亚美大宁收益不变，则 10 年煤炭业务对应 EPS 为 2.9-3.0 元。当前煤炭板块 10 年平均 20 倍 PE，也就是说，即使假设尿素业务价值为零，公司合理价值应为 58-60 元；

■ 第二步：产能扩张继续推动业绩增长；公司在建矿井权益可采储量约 3 亿吨，11 年底权益产能将达到 900 万吨，较目前增加约 66%，2012 年玉溪矿扩产后产能仍有提升；

■ 第三步：资产收购预期再次提升估值；集团与上市公司定位清晰，未来煤炭资产注入预期明确；考虑国家明确规定“对国民经济具有重要价值矿区的资源开发由国有资本控股”，作为我国唯一的外资控股煤矿，收回亚美大

最近 52 周股价表现



对公司化肥业务的理解：

- **化肥业务对公司具有重要战略意义：**兰花的化肥业务并不仅仅是产业的延伸，而是公司持续获得煤炭资源的重要保障；对于一个市属企业，解决就业、提供农资等都是获取资源的最好理由！从战略角度讲，对于兰花，尿素业务即使亏钱也具有重大意义！是煤炭业务能够持续发展的重要战略支撑！
- 从公司内部看，已经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。目前已经着手进行尿素业务的技改。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。
- 从公司外部看，由于气荒和气价高涨，气头尿素开工率持续低迷，这部分需求对煤头尿素价格将形成较强的支撑。

对公司增长前景的理解：

- **内涵式增长后劲充足：**公司在建矿井权益可采储量约3亿吨，11年底权益产能将达到900万吨，较目前增加约70%；由于玉溪煤矿储量充足，预计2012年一期240万吨达产后仍将进行扩产，而贾寨煤业作为其后续资源可能在其一期达产后注入玉溪煤矿从而增大公司权益，进一步提升上市公司盈利能力。另外日前公司以货币出资4.98亿元（占90%），建设山西数字矿山基地项目，其中特别提到“（合作）双方还将发挥各自的优势，在申请煤炭资源及开发方面积极开展合作”。
- **外延式增长预期明确：**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，可以说集团煤炭资源注入上市公司具有明确预期。
- **亚美大宁或有惊喜：**2005年5月颁布实施的《国务院关于促进煤炭工业健康发展的若干意见》明确规定，国家规划矿区，对国民经济具有重要价值矿区的资源开发由国有资本控股。大宁煤矿按照2004年颁布的国家规划矿区范围，属国家规划矿区，应当由国有资本控股。亚美大宁是我国唯一的外资控股煤矿，公司也一直积极做工作以争取收回股权。考虑到我国政府对煤炭资源控制力度日渐加强，我们认为收回采矿权、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。

表 1：公司煤炭业务资源及产能

煤矿名称	股权比例	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	煤种	备注
在产矿井					
伯方煤矿	分公司	19800	180	无烟煤	
大阳煤矿	分公司	21000	150	无烟煤	
唐安煤矿	分公司	13700	150	无烟煤	
望云煤矿	分公司	5500	60	无烟煤	
亚美大宁矿	36%		400	无烟煤	
在建和技改矿井					
玉溪煤矿公司	53.34%	21800	240	无烟煤	11 年底投产，未来产能 仍有提升空间
贾寨煤业	100%	4938		无烟煤	玉溪后备资源
山阴口前煤业	100%	8000	90	动力煤	
蒲县瑞兴煤业	51%	303	30	焦煤	
蒲县中立煤业	70%	412	30	焦煤	
蒲县沙坪矿	80%	400	30	焦煤	
古县玉生矿	55%	4229	90	焦煤	

资料来源：公司资料，联合证券研究所

表 2：公司每股财务指标概览

	2009Q3	2009 H	2009 Q1	2008
Wind 计算每股指标				
每股收益-期末股本摊薄(元)	1.68	1.19	0.50	2.45
每股营业总收入(元)	7.17	4.97	2.46	8.60
每股营业收入(元)	7.17	4.97	2.46	8.60
每股息税前利润(元)	2.36	1.65	0.72	3.26
每股资本公积(元)	1.27	1.26	1.14	1.14
每股盈余公积(元)	0.80	0.80	1.42	1.35
每股未分配利润(元)	5.05	4.56	4.64	4.22
每股留存收益(元)	5.86	5.37	6.07	5.57

数据来源：Wind 资讯

表 3：重点煤炭公司盈利预测与估值

公司名称	最新价格	每股收益(元)				市盈率(X)			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中国神华	33.92	1.34	1.62	1.98	2.26	25.4	20.9	17.1	15.0
中煤能源	13.81	0.52	0.63	0.80	1.07	26.6	21.8	17.3	12.9
兖州煤业	23.75	1.32	0.86	1.22	1.47	18.0	27.6	19.4	16.1
大同煤业	45.20	2.40	1.68	2.49	3.24	18.8	26.8	18.1	13.9
潞安环能	51.07	2.48	1.98	2.54	3.11	20.6	25.8	20.1	16.4
国阳新能	47.01	1.51	2.00	2.45	2.83	31.1	23.5	19.2	16.6
兰花科创	46.67	2.45	2.21	2.89	3.81	19.0	21.1	16.1	12.3
神火股份	38.00	2.30	1.17	1.82	2.13	16.5	32.6	20.8	17.8
西山煤电	38.88	1.44	1.11	1.79	2.48	27.0	34.9	21.7	15.6
平煤股份	32.08	2.48	1.32	1.65	1.80	13.0	24.2	19.4	17.9
盘江股份	28.36	1.08	1.33	1.51	1.74	26.4	21.3	18.8	16.3
开滦股份	24.46	1.46	0.80	0.85	1.20	16.8	30.6	28.9	20.4
金牛能源	41.99	2.49	1.72	2.33	2.46	16.8	24.4	18.0	17.0
煤气化	21.61	1.33	0.68	0.97	1.80	16.2	31.6	22.3	12.0
国投新集	17.51	0.65	0.65	1.15	1.48	26.9	27.1	15.2	11.9
露天煤业	26.88	0.85	0.84	1.02	1.37	31.6	31.9	26.4	19.6
上海能源	25.79	1.54	1.32	1.65	1.74	16.7	19.5	15.6	14.8
恒源煤电	34.20	1.62	0.98	1.16	1.59	21.1	34.8	29.5	21.5
平均值						23.4	26.2	19.7	15.7

资料来源：联合证券研究所，Wind

风险提示：宏观经济波动可能对公司业绩造成影响。

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 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.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@lhqz.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 2010 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。