

兰花科创 (600123. sh)

尿素盈利改善，股价明显低估

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

林红垒 研究助理
 电话: 020-87555888-407
 eMail: lh10@gf.com.cn

未来煤炭产能增长迅速

2010—2011 年增量看整合。公司对口前煤业、贾寨煤业以及焦煤公司进行技改，连同新近整合的其他块段，预计 2010 年增加 200 万吨的煤炭产量，权益产量增加约 100 万吨左右。随着上述煤矿改造完毕将形成约 500 万吨的增量。

2012 年后在建的玉溪矿投入生产，产能增加 240 万吨。

亚美大宁预计到 2011 年达到 600 万吨的产能，在现有权益下 2010—2011 年预计贡献上市公司投资收益分别为 6.36 亿元和 9.33 亿元。

尿素业务盈利不断改善

在建的煤化工二期项目预计 2012 年投产，届时尿素实际产能将达到 177 万吨。09 年公司尿素业务严重拖累公司业绩，约亏损 3.4 亿元左右。目前在现有的价格及成本下尿素已经实现盈利，未来随着用肥旺季、国内外经济回暖及天然气价格上涨等因素影响下尿素价格将继续回升，盈利不断改善。

盈利预测及投资建议

预计公司 2009—2011 年的每股收益分别为 2.138 元、3.322 元和 3.990 元，对应 2010—2011 年的 PE 分别为 11.70 倍和 9.74 倍，相对于行业平均的估值水平明显低估，随着二季度无烟煤、尿素消费旺季的到来，公司产品提价预期强烈，给予公司买入评级。

风险提示

尿素价格的波动将影响公司的业绩；国际原油价格将影响公司股价表现。

公司评级

买入

当前价格(元)	37.13
目标价格(元)	50.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-15.11%	-4.13%	125.76%
上证综指	-10.45%	-4.61%	45.88%

股票数据

总股本(万股)	57,120.00
流通 A 股(万股)	57,120.00
主要股东:	

山西兰花煤炭实业集团有限公司	
主要股东持股比例	45.11%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	31.83%
ROA	15.09%
资产负债率	48.00%
每股净资产(元)	7.71

2008 年报数据。

投资亮点

- 1、2009年公司化工业务亏损近5个亿，2010年1月份实现扭亏，迎来业绩拐点。
- 2、未来几年公司煤炭产量稳步增长，2010—2013年权益产量复合增长率为15.66%。
- 3、旺季将至，公司主要产品无烟煤、尿素提价预期强烈。
- 4、目前公司2010年动态市盈率仅为11.70倍和9.70倍，远低于行业平均水平，低估明显。

整合、新建煤矿保持煤炭产量高增长

本部煤矿产能保持稳定

公司本部四矿煤种均为无烟煤，块煤洗出率约22%。目前合计核定产能为540万吨，实际产量略高。未来四矿产能基本定，没有较大的提升空间。

表1：公司本部四矿简况

煤矿	地质储量（亿吨）	可采储量（亿吨）	煤种	核定产能（万吨）
伯方煤矿	3.24	1.98	无烟煤	180
望云煤矿	3.98	0.06	无烟煤	60
唐安煤矿	3.39	1.66	无烟煤	150
大阳煤矿	3.13	2.10	无烟煤	150
合计	13.74	5.8		540

数据来源：广发证券发展研究中心

2010—2011年，增量看整合

自08年开始，公司积极参与山西境内的煤炭资源整合，先后收购山阴口前煤业、贾寨煤业，并成立焦煤公司并购了临汾的中立煤业、瑞兴煤业、沙坪子煤业和玉生煤矿。

表2：公司整合煤矿情况

煤矿	股权	地质储量	煤种	备注
兰花朔州（山阴口前）	100%	0.80	无烟煤	整合到90—120万吨
贾寨煤业	100%	0.62	无烟煤	玉溪矿资源储备
焦煤公司	80%	0.60	1/3焦煤	
其中：中立煤业	70%	0.04	1/3焦煤	
瑞兴煤业	51%	0.03	1/3焦煤	整合到90—120万吨，三个矿一起建。
沙坪子煤业	55%	0.05	1/3焦煤	
玉生煤矿	55%	0.48	1/3焦煤	技改后60万吨

数据来源：广发证券发展研究中心

除以上煤矿外，公司利用口前煤业在当地还将整合两个块段资源，连同其余资源总计有6个区块，2010年公司边技改边生产，预计增加200万吨

的产量，权益产量增加100万吨左右，未来随着以上矿井的整合改造，将形成约500万吨的增量。

2012年以后增量看玉溪

2008年10月，山西兰花科创玉溪煤矿有限公司年产240万吨煤矿项目获得国家发改委核准，11月底开工，该项目总投资22.77亿元。矿区面积26.1572平方公里，地质储量2.5647亿吨，矿井建设规模为240万吨/年，配套建设相应规模的选煤厂公司目前处于建设前期，计划12年建成投产。

亚美大宁投资收益可观，未来增长空间大

公司参股36%的亚美大宁目前产能400万吨左右，到2011年有望扩产到600万吨，该矿生产优质无烟煤，出块率远高于公司本部煤矿，达到40%左右。

亚美大宁2008年收入17.06亿元，净利润8.07亿元；2009年上半年亚美大宁实现收入14.74亿元，净利润为8.45亿元，给上市公司贡献0.47元投资收益。

预计2009—2011年亚美大宁的利润总额分别为16.36亿元、17.88亿元和26.22亿元，贡献上市公司的投资收益分别为0.90元、0.99元和1.45元。

旺季将至，无烟煤提价预期强烈

我国无烟煤主要用于化工行业制造合成氨，进而用于生产化肥。

图1：合成氨各月份产量变化（万吨、%）

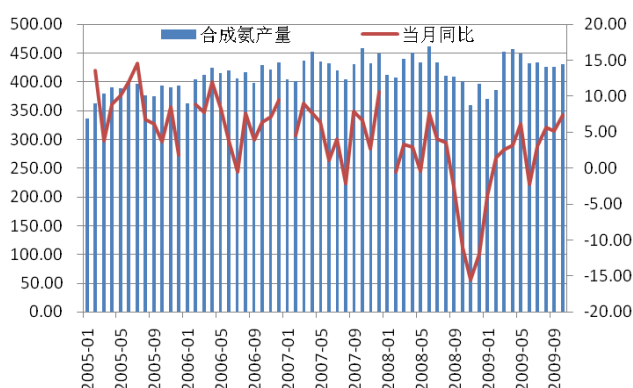
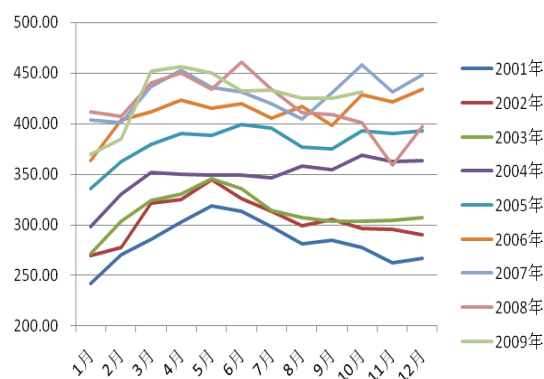


图2：合成氨产量的季节性变化（万吨、%）

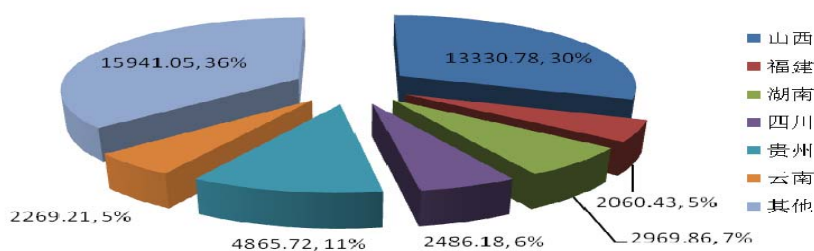


数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

统计以往合成氨各月份产量发现，季节性变化非常明显：每年二季度的春耕时节是全年化肥需求最旺盛的时候，也是合成氨产量的最高的月份。随后的第三季度需求下降，合成氨产量也呈现明显下滑趋势，直到第4季度企业补库存的开始。

我国无烟煤产量主要集中在山西、贵州、湖南等省份，其中山西每年无烟煤产量占全国产量的30%左右。2008年，我国无烟煤原煤产量达到4.4亿吨，平均出块率为17.6%；山西省是全国最大的无烟煤生产基地，年产量超过1.3亿吨，约占全国总产量的29%。

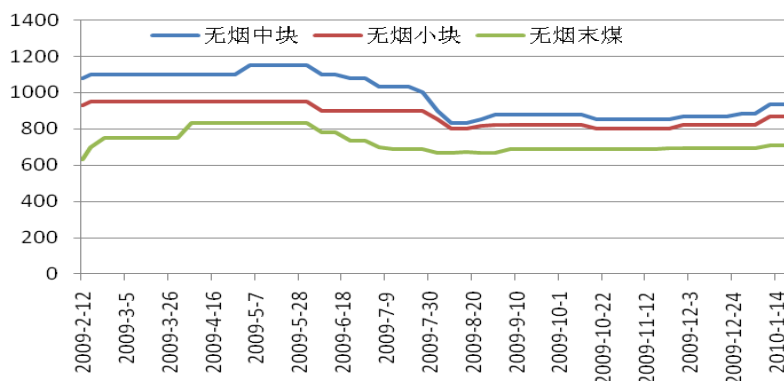
图3: 我国无烟煤产量分布 (万吨)



数据来源: 煤炭市场网、广发证券发展研究中心

受下游需求支撑,无烟煤价格走势独立于炼焦煤与动力煤。2009年1—5月份受化肥需求旺季影响,作为原料的无烟煤价格经历了小幅上涨的行情。化肥需求随着春耕结束由旺盛转入平稳,无烟煤价格也经历了一波小幅下滑。目前,山西对于煤炭行业整合力度较大,2010年小煤矿整合之后由于改扩建的时间原因,仍有半数以上产能无法释放,无烟煤供给无明显增长。在未来需求改善的情况下,无烟煤市场将保持供给偏紧的态势。我们认为即将到来的春季尿素需求将显著上升,无烟煤价格上涨预期强烈。

图4: 晋城无烟煤价格走势 (元/吨)



数据来源: 煤炭资源网、广发证券发展研究中心

冬去春来, 尿素盈利迎转机

尿素业务整合, 未来产能继续增长

公司下属化肥分公司、化工分公司、阳化分公司、煤化工公司、田悦公司等5个生产尿素的企业。2009年初,公司将以上5个公司连同包装公司的70.24%的股权转入新设立的兰花科创化肥有限公司,对化肥企业实行产供销、人财物一体化管理。

表3: 兰花科创化肥有限公司尿素产能

子公司	股权	产能 (万吨)	09E	10E	11E	12E
化肥分公司	100%	30	33	33	33	33

化工分公司	100%	13	16.5	16.5	16.5	16.5
阳化分公司	100%	13	11.5	11.5	11.5	11.5
田悦化肥	100%	30	31	31	31	31
兰花煤化工	70.05%	82	33	33	33	85
合计		168	125	125	125	177
权益产量		143.44	115.12	115.12	115.12	151.54

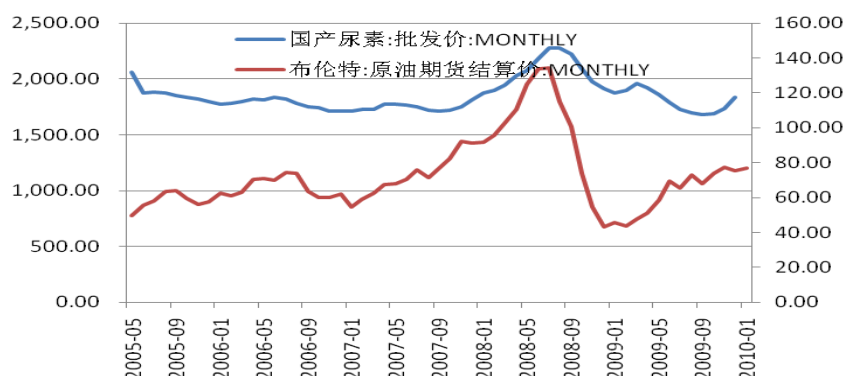
数据来源：广发证券发展研究中心

未来2年公司尿素产能增长不大。目前正在建设的煤化工二期“3052”项目预计2012年投产，届时公司的尿素实际产能将达到177万吨，权益产能达到150万吨以上。

08年亏损严重，未来盈利将持续改善

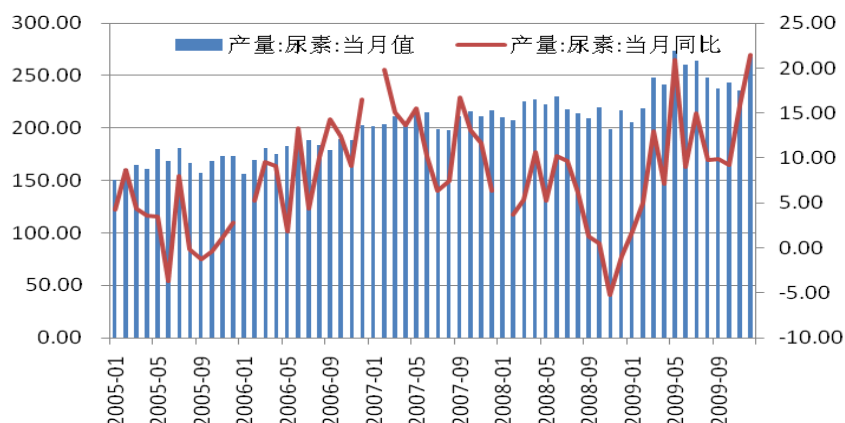
受经济危机影响，国内尿素价格从2008年下半年开始下跌，虽然受2009年二季度旺季影响，有所反弹，但在出口受阻，需求疲软的情况下价格继续下滑，直到2009年9月份达到近几年的最低点。

图5：国际油价及国内尿素价格走势（元/吨、美元/桶）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图6：我国尿素各月产量及增速（万吨、%）



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

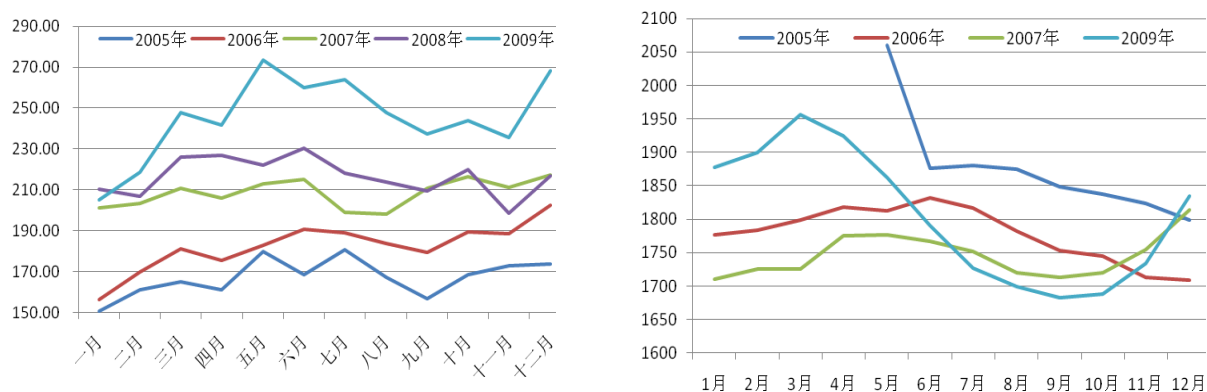
公司09年1—10月份尿素均价为1450元/吨，全年均价不到1600元/吨，而原料煤价格相对坚挺，成本居高不下，我们预计公司尿素业务全年亏损3.4亿元左右。

经过1月份的涨价之后，目前公司尿素价格约为1800—1820元/吨左

右，完全成本约1800元/吨，每吨实现几十元的净利润，经过了09年的严重亏损之后已实现盈利。

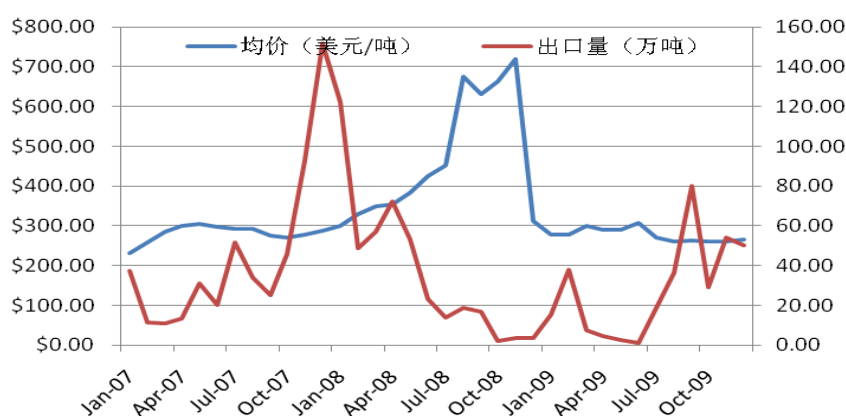
我们判断随着用肥旺季、国内外经济回暖及天然气价格上涨等因素影响，未来化肥的价格将继续回升，公司尿素未来盈利将持续改善。

图7：尿素产量及价格季节性变化明显（万吨、元/吨）



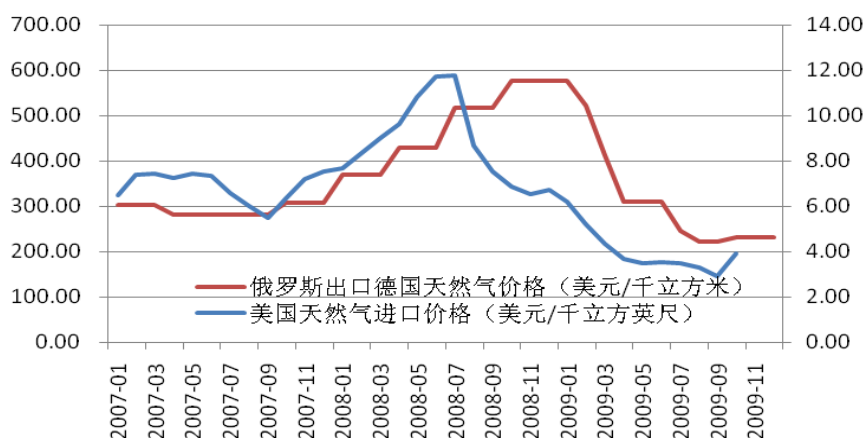
数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

图8：我国尿素出口及价格走势（万吨、美元/吨）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

图9：国际天然气价格走势



数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

甲醇业务情况

公司控股75%的山西兰花清洁能源有限责任公司目前拥有20万吨/年制甲醇，10万吨/年二甲醚工程，于2008年建成，但由于经济危机影响，2009年基本停产，到年底才开始生产。

2009年公司甲醇平均含税价为1700元/吨左右，二甲醚2800元/吨左右，全年亏损1亿多元。

目前公司甲醇含税价为2200元/吨，二甲醚含税价为3600元/吨左右，其中甲醇已经实现盈利。未来随着国际能源价格上涨、国内甲醇汽油的推广，甲醇过剩的局面有望缓解，总体判断甲醇、二甲醚价格仍将上涨。

盈利预测及投资建议

1、预测假设

表 4：煤炭产量预测（万吨）

	2009E	2010E	2011E
伯方煤矿	185	185	185
望云煤矿	65	65	65
唐安煤矿	155	155	155
大阳煤矿	155	155	155
兰花朔州（100%）	30	50	90
焦煤公司（80%）	0	80	111
玉溪煤矿（53%）	0	0	0
其他整合矿井（51%）	0	120	300
亚美大宁（36%）	400	400	600
原煤权益产量	734	859.3	1079.35
原煤合并产量	590	810	1061

数据来源：广发证券发展研究中心

表 5：煤价假设（元/吨）

	2009E	2010E	2011E
末煤价格	500.00	550.00	550.00
块煤价格	812.00	900.00	900.00
洗精煤价格	641.00	700.00	700.00
煤炭综合售价	547.00	618.23	605.64

数据来源：广发证券发展研究中心

2、盈利预测及投资建议

预计公司2009—2011年的每股收益分别为2.138元、3.322元和3.990元，对应2010—2011年的PE分别为11.70倍和9.74倍，相对于行业平均的估值水平明显低估，同时随着节后无烟煤、尿素消费旺季的到来，公司产品提价预期强烈，给予公司买入评级。

表 6：跟踪上市公司估值比较

PE	EPS	PB	投资评级
----	-----	----	------

	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	
兰花科创	18.18	11.70	2.138	3.322	3.86	2.97	买入
神火股份	25.84	10.97	1.07	2.52	4.50	3.20	买入
远兴能源	9.00	9.22	1.66	1.62	3.31	2.72	买入
大同煤业	18.14	13.87	1.92	2.51	2.92	2.42	买入
国阳新能	18.78	16.05	2.00	2.34	5.64	4.49	买入
兖州煤业	22.40	15.28	0.89	1.30	3.36	3.01	买入
盘江股份	22.96	14.47	1.04	1.65	5.41	4.49	买入
西山煤电	27.07	14.64	1.19	2.20	7.09	6.02	买入
国投新集	25.24	17.73	0.59	0.84	4.39	3.71	持有
露天煤业	28.41	17.47	0.83	1.35	8.90	7.15	持有
开滦股份	23.92	18.60	0.84	1.08	4.78	4.19	持有
恒源煤电	21.05	16.84	1.32	1.65	5.48	4.63	持有
平庄能源	23.77	20.60	0.52	0.60	4.43	3.99	持有
平煤股份	22.63	17.29	1.14	1.49	3.64	3.37	持有
平均	21.96	15.52			4.84	4.03	

数据来源：广发证券发展研究中心

报表预测

表 7: 利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2952.00	3494.75	4912.10	4904.50	7133.95	8582.10
减: 营业成本	1683.17	2002.14	2357.31	2932.60	3591.75	4399.25
营业税金及附加	32.25	45.72	55.09	61.31	89.17	107.28
营业费用	87.09	126.69	211.47	196.18	285.36	343.28
管理费用	269.60	404.81	601.62	588.54	856.07	1029.85
财务费用	47.57	46.04	95.26	153.22	141.20	102.16
资产减值损失	-0.28	-2.43	78.40	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.83	0.93	290.57	588.96	636.48	933.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	830.76	872.70	1803.52	972.66	2170.40	2600.28
加: 其他非经营损益	-19.82	-11.77	-34.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	810.94	860.93	1768.80	1561.62	2806.88	3533.40
减: 所得税	252.01	281.58	392.13	390.40	701.72	883.35
净利润	558.93	579.35	1376.67	1171.21	2105.16	2650.05
减: 少数股东损益	-1.25	2.65	-24.57	-50.00	207.65	371.09
归属母公司股东净利润	560.18	576.70	1401.23	1221.21	1897.50	2278.96
每股收益	1.509	1.414	2.453	2.138	3.322	3.990

表 8: 资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1100.29	931.45	390.70	1729.09	4413.20	7328.11
应收和预付款项	520.21	740.14	732.23	767.38	1178.12	1189.73
存货	275.75	323.59	566.49	374.97	778.10	634.20
其他流动资产	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02

长期股权投资	174.32	175.32	500.11	500.11	500.11	500.11
投资性房地产	17.93	17.46	18.14	16.07	14.01	11.94
固定资产和在建工程	3277.10	4008.20	4904.49	4287.39	3670.28	3053.17
无形资产和开发支出	263.12	281.28	1689.87	1534.95	1380.03	1225.11
其他非流动资产	6.12	5.55	10.93	5.47	0.00	0.00
资产总计	5634.84	6482.99	8812.99	9215.45	11933.86	13942.40
短期借款	135.00	295.18	478.18	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1232.36	1369.82	1989.58	1942.56	2934.22	2747.19
长期借款	958.75	1348.36	1235.85	1235.85	1235.85	1235.85
其他负债	292.21	323.41	281.88	281.88	281.88	281.88
负债合计	2618.32	3336.77	3985.50	3460.29	4451.96	4264.92
股本	408.00	408.00	571.20	571.20	571.20	571.20
资本公积	1201.89	812.86	651.18	651.18	651.18	651.18
留存收益	1239.67	1653.18	3179.38	4157.05	5676.14	7500.62
归属母公司股东权益	2849.56	2874.04	4401.76	5379.43	6898.53	8723.00
少数股东权益	166.96	272.18	425.73	375.73	583.38	954.47
股东权益合计	3016.52	3146.21	4827.49	5755.16	7481.91	9677.47
负债和股东权益合计	5634.84	6482.99	8812.99	9215.45	11933.86	13942.40

表 9: 现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	1105.24	705.58	1680.47	1678.43	2587.24	2608.65
投资性现金净流量	-1020.05	-1328.78	-1772.72	441.72	477.36	699.84
筹资性现金净流量	829.13	378.20	-103.62	-781.75	-380.50	-393.58
现金流量净额	914.31	-245.00	-195.87	1338.39	2684.11	2914.91

风险提示

尿素价格的波动将影响公司的业绩。
国际原油价格将影响公司股价表现。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

兰花科创(600123)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。