

分析师： 虞亚新 (8621) 68751729 anpeng.cjsc@gmail.com

执业证书编号： S0490208070157

联系人： 安 鹏 (8621) 68751729 anpeng.cjsc@gmail.com

化肥业务转好，小矿产能进入释放期

事件描述

兰花科创今日发布 2009 年度报告，其主要内容为：

- 2009 年，公司实现主营业务收入 55.52 亿元，同比增长 14.38%；利润总额 16.15 亿元，同比增长 2.49%；归属于母公司的净利润为 12.71 亿元，同比增长 1.7%；扣除非经常损益后的基本每股收益 2.2925 元（其中前三季度实现 1.7663 元），扣除非经常性损益后的净资产收益率为 28.34%，较去年减少 11.76 个百分点。
- 2009 年，全年累计生产煤炭 559.21 万吨，同比增长 1.94%；销售煤炭 581.58 万吨，同比增长 7.17%；累计生产尿素 133.17 万吨，同比增长 12.52%，销售 143.22 万吨，同比增长 34.78%。

事件评论

第一，公司经营业绩平稳上升，化肥业务贡献主要营收增长

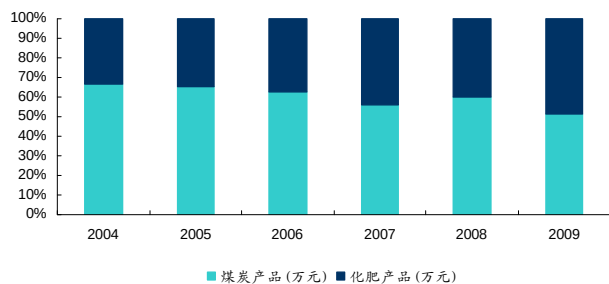
2009 年，公司实现主营业务收入 55.52 亿元，同比增长 14.38%；利润总额 16.15 亿元，同比增长 2.49%。2009 年，全年累计生产煤炭 559.21 万吨，同比增长 1.94%；累计生产尿素 133.17 万吨，同比增长 12.52%。公司 09 年经营业绩基本符合年初计划。

表 1：2009 年兰花科创经营业绩

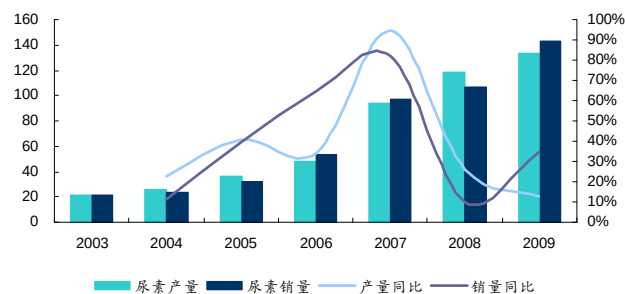
项目	2009	2008 年	2009 年计划	同比	完成计划比例
原煤产量（万吨）	559.21	548.55	540	1.94%	103.6%
尿素产量（万吨）	133.17	118.36	125	12.52%	106.5%
营业收入（亿元）	55.52	48.55	65.5	84.8%	84.8%
利润总额（亿元）	16.15	17.69	15	107.7%	107.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司的收入结构中煤炭业务营业收入为 360,454.61 万元，较去年增长 8.15%，化肥业务营业收入为 343,942.76 万元，较去年增长 56.51%。其中，总营业收入增长主要来源于化肥产品产量增加。2003 年至 2009 年，公司的化肥业务规模不断扩大，尿素产量复合增长率达到 36.05%。

图 1：2003 年-2009 年化肥业务收入占比不断扩大


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：2003 年-2009 年尿素产销量及增长率


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，化肥业务：严重吞噬公司利润，但下半年业绩好于上半年

公司目前的化肥业务主要包括 120 万吨左右的尿素产能和 70 万吨左右的合成氨产能，由于 08 年下半年开始尿素市场的持续低迷，2009 年全国尿素平均出厂价由 2008 年的 2039 元/吨，下降至 1690 元/吨，降幅达到 17.1%，公司尿素业务亏损严重。

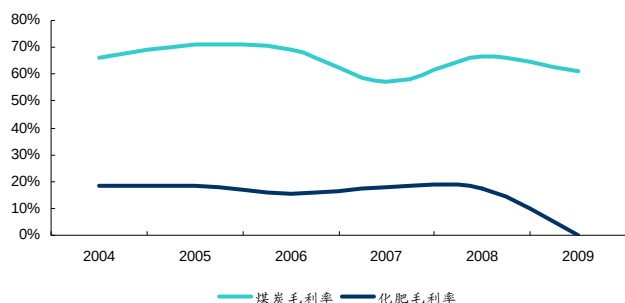
图 3：09 年尿素价格持续回落


资料来源：公司公告，长江证券研究部

09 年公司化肥业务的毛利率仅为 0.18%，较去年下降 15.90 个百分点。事实上，根据调研的信息，公司 09 年的尿素生产成本为 1700 元/吨左右，而 09 年公司的尿素产品平均价格为 1600 元/吨，严重吞噬了公司的利润。

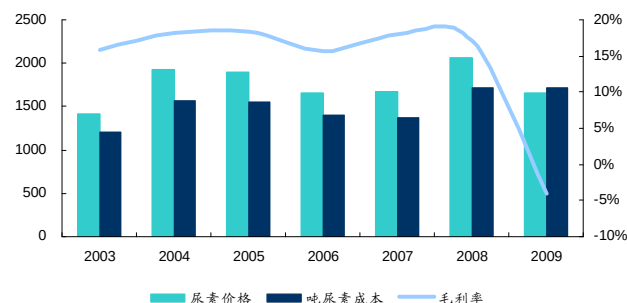
但值得注意的是，下半年公司化肥业务明显好转，毛利率由上半年的-1.35%增长至 0.18%。

图 4: 化肥毛利率下降明显



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 尿素业务盈利能力下降明显

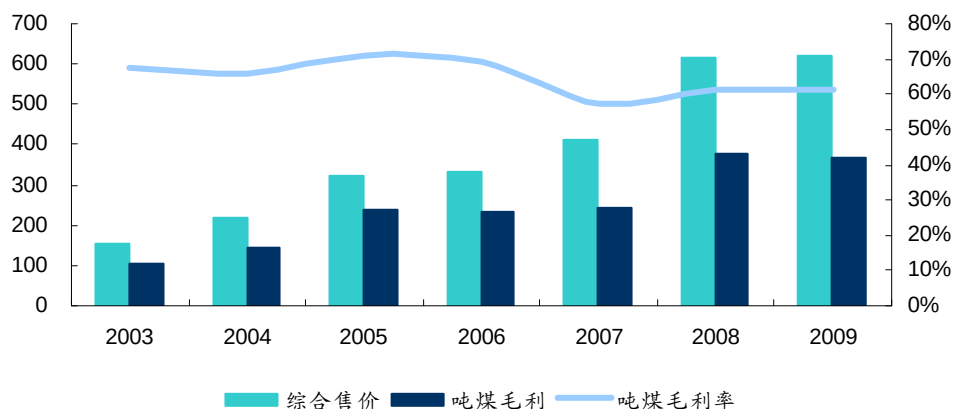


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

第三, 煤炭业务: 综合售价处于高位, 成本控制能力良好

- 由于无烟煤供给相对集中, 公司定价能力较强, 尽管 09 年煤炭市场景气度大幅下滑, 但公司煤炭全年销售价格仍有小幅上涨, 由全年平均 614.17 元/吨, 上涨至 619.79 元/吨。09 年, 公司的吨煤毛利率达到 368.6 元/吨, 毛利率为 61.03%, 与去年水平相当。
- 2009 年公司生产成本控制良好, 自产煤生产成本 251.17 元/吨, 较去年同期的 237.65 元/吨上升 6.14%。

图 3: 公司煤炭业务吨煤毛利保持较高水平



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 未来主要看点: 整合小矿产能释放和尿素业务扭亏

- 公司未来产量增长主要来源于小矿整合, 目前公司整合小矿产能约 500 万吨, 加上既有矿, 预计 2010 年, 2011 年和 2012 年原煤产量分别达到 755 万吨, 905 万吨和 1215 万吨, 增速分别为 23.77%, 19.87%和 34.25%。总的来看, 相对于山西其他煤炭企业, 公司产量规模相对较小, 在晋煤资源整合的背景下, 新增小矿产能对业绩贡献更为明显, 充分受益于小矿的兼并收购。
- 3 月 26 日, 国内尿素平均出场价已经达到 1710 元/吨, 较 9 月最低 1490 元/吨的报价已上升近 15%, 同时, 国际煤炭价格也明显上涨, 阿拉伯海湾的尿素价格由 9 月份的 255 美元/吨, 上涨至目前的 305 美元/吨, 涨幅达到 20%。另外, 根据调研信息公司 2010 年尿素生产成本有望下降, 预计吨煤成本下降 30-50 元。届时, 公司的化肥业务将有大幅亏损转变为小幅盈利或盈亏平衡, 总体盈利将显著提升。

第五，预计 2010 年 EPS 为 2.721 元，维持公司“推荐”评级

预计 2009 年，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 2.721 元，3.289 元和 4.116 元，2010 年对应的 PE 为 15.08 倍，低于行业平均估值，同时考虑到公司小矿整合中煤炭产能的增量，以及化肥业务亏损的收窄，给予“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5616	6208	7325	9422	货币资金	1444	1201	3306	6046
营业成本	3267	3300	3860	4992	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2349	2909	3465	4430	应收账款	639	782	923	1187
% 营业收入	41.8%	46.8%	47.3%	47.0%	存货	471	476	557	720
营业税金及附加	74	82	97	124	预付账款	471	473	553	716
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	1	1	1	1
销售费用	215	236	278	358	流动资产合计	3391	3316	5821	9256
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	626	683	806	1036	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	727	1154	1582	2099
财务费用	147	106	63	54	投资性房地产	16	16	16	16
% 营业收入	2.6%	1.7%	0.9%	0.6%	固定资产合计	5475	4911	4254	3440
资产减值损失	26	9	8	16	无形资产	1792	1702	1617	1536
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	185	185	185	185
投资收益	425	427	471	517	递延所得税资产	19	2	2	4
营业利润	1686	2221	2684	3359	其他非流动资产	19	19	19	19
% 营业收入	30.0%	35.8%	36.6%	35.6%	资产总计	11623	11305	13495	16555
营业外收支	-71	0	0	0	短期贷款	1740	0	0	0
利润总额	1615	2221	2684	3359	应付款项	906	882	1031	1334
% 营业收入	28.8%	35.8%	36.6%	35.6%	预收账款	634	683	806	1036
所得税费用	402	555	671	840	应付职工薪酬	187	193	226	292
净利润	1213	1666	2013	2519	应交税费	106	142	171	215
归属于母公司所有者					其他流动负债	713	732	858	1108
的净利润	1270.5	1554.5	1878.5	2351.0	流动负债合计	4287	2632	3092	3985
少数股东损益	-57	111	134	168	长期借款	1293	1293	1293	1293
EPS (元/股)	2.22	2.72	3.29	4.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	95	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	59	59	59	59
经营活动现金流净额	1057	2298	2923	3541	负债合计	5735	3984	4444	5338
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	5310	6631	8228	10226
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-187	0	0	0	少数股东权益	578	689	823	991
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5888	7320	9051	11217
固定资产投资	-671	-462	-473	-394	负债及股东权益	11623	11305	13495	16555
其他	-143	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1001	-462	-473	-394		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.224	2.721	3.289	4.116
股权融资	50	0	0	0	BVPS	9.30	11.61	14.40	17.90
银行贷款增加 (减少)	982	-1740	0	0	PE	18.45	15.08	12.48	9.97
筹资成本	476	-339	-345	-407	PEG	0.81	0.66	0.55	0.44
其他	-955	0	0	0	PB	4.41	3.54	2.85	2.29
筹资活动现金流净额	553	-2079	-345	-407	EV/EBITDA	11.11	6.84	5.41	3.98
现金净流量	610	-243	2105	2740	ROE	23.9%	23.4%	22.8%	23.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。