

湘财证券研究所

煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

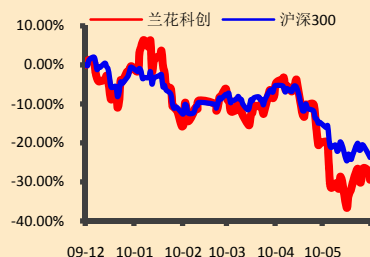
ws2978@xcsc.com

研究员 朱毅

Tel: 021-68634510-8638

Zy2831@xcsc.com

兰花科创相对指数表现



数据来源：Wind，湘财证券研究所

目标价：54 元

现价：31.05

相关报告：

《兰花科创 600123SH_煤炭销售毛利率依然惊人 未来充分受益煤价上涨》3.30

近日，兰花科创与参股公司亚美大宁（香港）控股有限公司在晋城市就山西亚美大宁能源有限公司的股权转让事宜签订了《意向书》

□ 根据此次兰花科创与亚美大宁所签署的《意向书》，兰花科创将受让亚美大宁 10% 的股权，从而使参股股权比例达到 46%；此外，双方还将磋商进一步转移股权，使股权转让比例达到 11%，这将使兰花科创的控股比例达到 47%，超过亚美大宁（香港）45% 的控股比例。

□ 《意向书》中还提到：在 2010 年 7 月 31 日当日或之前，买方（兰花科创）使目标公司（亚美大宁）的业务在现开采 3 号煤层的基础上，扩展到涵盖现有矿区范围内 3 号煤下层的 7 号和 15 号煤，并确保目标公司取得勘探开采该煤层的相应权利。目标公司合作各方将在目标公司取得前述权利后进行增资。

□ 亚美大宁能源公司是中国第一家采用连采长壁开采作业技术的外资煤炭企业，于 2006 年 3 月开始试运转，2007 年取得生产核准证照，公司的远景年产量可达 600 万吨。截止去年年底，亚美大宁公司总资产为 28.43 亿，负债 8.28 亿。2009 年完成销售收入 23.42 亿，净利润 11.77 亿元。最近几年，兰花科创对亚美大宁公司的投资收益获利丰厚。

□ 2001 年，亚美大宁能源公司涉足中国市场的时候，中国的煤炭工业还在低谷徘徊，煤炭价格走低，大多数煤矿都在亏本经营。而随着中国的煤炭工业峰回路转，得以蓬勃发展，煤价紧随国际市场价格一路走高。煤炭管理机构提出了国内煤矿企业不得有外资控股的规定，这也使得亚美大宁成为我国唯一的一个外资控股的煤企。

□ 《意见书》中提到的“在现开采 3 号煤层的基础上，扩展到涵盖现有矿区范围内 3 号煤下层的 7 号和 15 号煤，并确保目标公司取得勘探开采该煤层的相应权利”部分内容耐人寻味。说明目前亚美大宁在采矿权或生产核准方面可能受到了地方政府的限制，原控股方亚美大宁（香港）希望“以股权换矿权”的形式来扩展亚美大宁生产能力，毕竟生产能力的扩张能给各个股东都带来丰厚回报。我们认为这是一次多赢的交易。

□ 如果股亚美大宁矿的 10% 股权转让最终成功，将增厚兰花科创 2010 年业绩 0.13 元，此次股权交易后的短期内，兰花科创进一步获取大宁矿股权的可能性不大。鉴于兰花科创长期保持煤炭销售高毛利，给予“买入”评级。预计 2010-2012 年每股收益为 2.9 元和 3.66 和 4.3 元。

财务和估值数据摘要

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3494.75	4912.10	5615.63	6620.33	7732.93	9021.83
增长率(%)	18.39%	40.56%	14.32%	17.89%	16.81%	16.67%
归属母公司股东净利润	576.70	1401.23	1270.53	1665.56	2088.24	2480.03
增长率(%)	2.95%	142.97%	-9.33%	31.09%	25.38%	18.76%
每股收益(EPS)	1.010	2.453	2.224	2.916	3.656	4.342
市盈率 PE	30.67	12.62	13.92	10.62	8.47	7.13
市净率 PB	6.16	4.02	3.33	2.68	2.15	1.74

表 1 兰花科创下属矿井生产能力

已有煤矿	地质储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	目前产能 (万吨/年)
唐安煤矿	3.39	1.37	150
大阳煤矿	3.13	2.1	150
伯方煤矿	3.24	1.98	200
望云煤矿		0.6	62
参股、控股矿			
亚美大宁 (46%)	在产		500
玉溪煤矿 (95%)	在建	2.18	240 (设计产能)

数据来源：公司公告 湘财证券研究所

表 2 近年公司分业务产销量与预测

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
煤炭产量	407	404	452	519	549	559	670	900
煤炭销量	410	364	447	497	543	581	690	920
尿素产量	26	36	48	94	118	133	150	170
尿素销量	23	32	53	97	106	143	155	180

数据来源：公司公告 湘财证券研究所

图 1：兰花科创煤炭产品毛利率变动

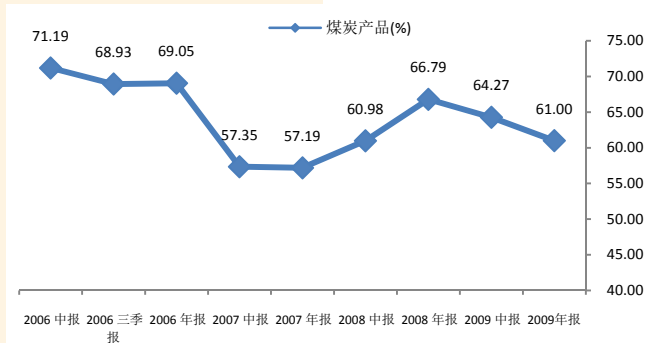
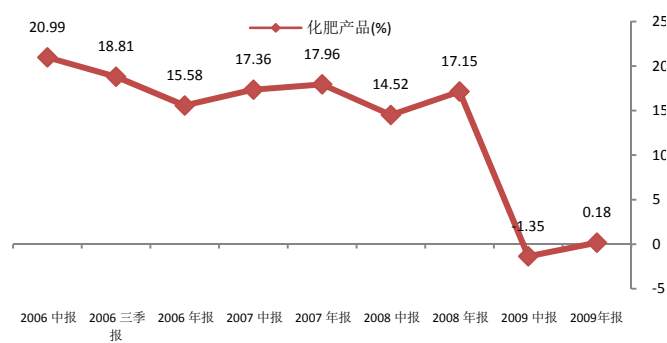


图 2：兰花科创化肥产品毛利率变动



数据来源：公司公告 湘财证券研究所

利润表

2007A

2008A

2009A

2010E

2011E

2012E

营业收入	3494.75	4912.10	5615.63	6620.33	7732.93	9021.83
减：营业成本	2002.14	2357.31	3266.98	3641.18	4268.58	4980.05
营业税金及附加	45.72	55.09	74.19	87.39	94.34	110.07
营业费用	126.69	211.47	214.93	301.22	359.58	419.52
管理费用	404.81	601.62	625.61	761.34	889.29	1037.51
财务费用	46.04	95.26	146.57	220.17	195.56	193.48
资产减值损失	-2.43	78.40	25.71	59.58	23.79	27.64
加：投资收益	0.93	290.57	424.82	580.56	781.63	933.32
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	872.70	1803.52	1686.46	2130.01	2683.43	3186.88
加：其他非经营损益	-11.77	-34.72	-71.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	860.93	1768.80	1615.19	2130.01	2683.43	3186.88
减：所得税	281.58	392.13	402.12	532.50	670.86	796.72
净利润	579.35	1376.67	1213.07	1597.50	2012.57	2390.16
减：少数股东损益	2.65	-24.57	-57.46	-68.05	-75.67	-89.87
归属母公司股东净利润	576.70	1401.23	1270.53	1665.56	2088.24	2480.03
资产负债表						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	931.45	390.70	1140.48	1326.12	2003.05	3859.16
应收和预付款项	740.14	732.23	1402.83	1266.79	1857.23	1787.49
存货	323.59	566.49	470.54	724.68	676.49	958.22
其他流动资产	0.00	0.02	1.24	1.24	1.24	1.24
长期股权投资	175.32	500.11	726.59	1307.15	2088.78	3022.10
投资性房地产	17.46	18.14	16.42	14.52	12.62	10.72
固定资产和在建工程	4008.20	4904.49	5474.77	5093.93	4713.15	4328.52
无形资产和开发支出	281.28	1689.87	1976.46	1915.27	1854.09	1792.91
其他非流动资产	5.55	10.93	18.61	9.30	0.00	0.00
资产总计	6482.99	8812.99	11227.95	11659.01	13206.65	15760.36
短期借款	295.18	478.18	1420.58	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1369.82	1989.58	2247.13	2874.79	2878.18	3597.91
长期借款	1348.36	1235.85	1293.17	1293.17	1293.17	1293.17
其他负债	323.41	281.88	379.20	379.20	379.20	379.20
负债合计	3336.77	3985.50	5340.09	4547.17	4550.56	5270.29
股本	408.00	571.20	571.20	571.20	571.20	571.20
资本公积	812.86	651.18	714.24	714.24	714.24	714.24
留存收益	1653.18	3179.38	4024.66	5316.69	6936.61	8860.46
归属母公司股东权益	2874.04	4401.76	5310.10	6602.13	8222.05	10145.90
少数股东权益	272.18	425.73	577.76	509.71	434.04	344.17
股东权益合计	3146.21	4827.49	5887.87	7111.84	8656.09	10490.06
负债和股东权益合计	6482.99	8812.99	11227.95	11659.01	13206.65	15760.36
现金流量表						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	705.58	1680.47	1203.42	2209.34	1377.69	2654.17
投资性现金净流量	-1328.78	-1772.72	-1000.70	-145.14	-195.41	-233.33
筹资性现金净流量	378.20	-103.62	553.40	-1878.56	-505.36	-564.72
现金流量净额	-245.00	-195.87	756.12	185.64	676.93	1856.11

数据来源: wind 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。