

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

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

煤炭业务经营稳健，化肥化工继续吞噬利润

事件描述

兰花科创今日发布 2010 年半年报，其主要内容为：

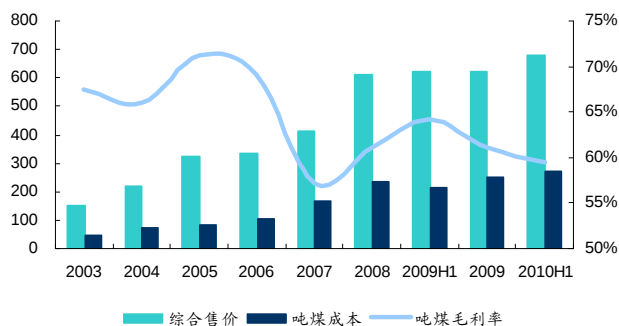
- 公司上半年生产原煤 278.77 万吨，同比减少 10%，销售 275.20 万吨，同比减少 7.35%；生产尿素 67.21 万吨，同比增长 1.63%，销售 62.01 万吨，同比减少 10.84%；生产甲醇 15.31 万吨，销售 6.95 万吨；生产二甲醚 5.68 万吨，销售 5.5 万吨。
- 公司上半年实现营业收入 29.59 亿元，同比增长 4.22%；利润总额 8.95 亿元，同比增长 2.99%；归属于母公司所有者的净利润 7.14 亿元，同比增长 5.31%。实现基本每股收益 1.2497 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 1.2632 元，加权净资产收益率 12.6%，同比下降 2.77 个百分点。

事件评论

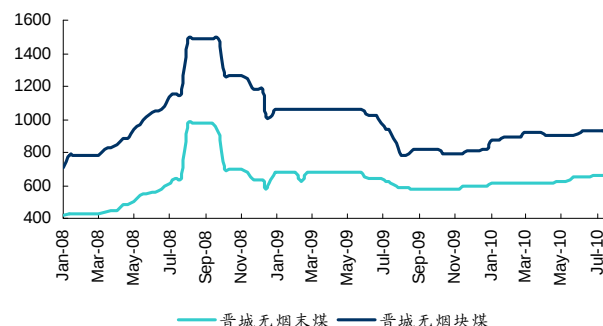
第一，煤炭业务小幅增长，产销量的下降和成本的上涨影响业绩

公司上半年煤炭业务利润小幅增长，主要原因是综合售价较去年同期略有上涨。但产销量的下降和成本的上涨影响了部分业绩。

- 上半年公司煤炭业务收入为 18.74 亿元，同比增长 1.18%。其中，本部业务收入为 16.02 亿元，同比下降 7.27%，子公司煤炭收入为，主要由于销量的下滑，公司 2.72 亿元，较去年增长 1.48 亿元。产销量的下降成为本部收入下降的主要原因，上半年公司煤炭产销量分别为 278.77 万吨和 275.20 万吨，同比分别下降 10%和 7.35%。
- 上半年公司煤炭销售均价为 680.97 元/吨，较 2009 年上半年和 2009 年全年分别上涨 9.2%和 9.9%。不过，公司主要代表煤种晋城无烟末煤和块煤上半年均价，分别较去年下降 7.2%和 14.9%。
- 公司吨煤成本同比大幅上涨，上半年平均吨煤成本为 271.90 元/吨，而 2009 年上半年和全年的成本分别为 213.61 元/吨和 251.17 元/吨。
- 公司上半年煤炭业务毛利率为 59.55%，较去年同期和全年分别下降 4.72 和 1.48 个百分点。吨煤毛利为 409.06 元，同比基本不变。

图 1: 公司吨煤售价和成本同比分别上涨 9.2%和 27.3%


资料来源：公司公告，长江证券研究部

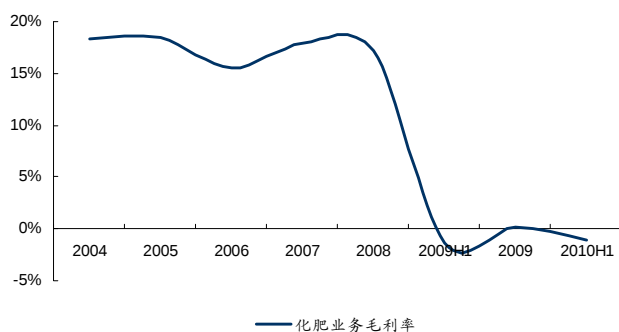
图 2: 公司主要产品市场价较去年同期略有下滑


资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，化肥化工业务亏损严重，继续吞噬公司利润

上半年化肥市场需求萎靡，价格低位运行，化肥业务继续吞噬公司的利润。

- 公司生产尿素 67.21 万吨，同比增长 1.63%，销售 62.01 万吨，同比减少 10.84%；生产甲醇 15.31 万吨，销售 6.95 万吨；生产二甲醚 5.68 万吨，销售 5.5 万吨。根据 2009 年年报，公司 2010 年计划生产尿素产量 137 万吨，甲醇 34 万吨，二甲醚 20 万。
- 公司化肥产品营业收入和成本分别为 21.86 亿元和 22.10 亿元，毛利率为-1.11%，较去年同期和全年分别上涨 0.25 和 2.95 个百分点；公司二甲醚业务营业收入和成本分别为 1.63 亿和 1.99 亿。公司两家控股子公司兰花化肥（尿素）和兰花清洁能源（甲醇和二甲醚）上半年分别亏损 7471.49 万元和 6900.76 万元。
- 公司化肥化工主要产品尿素，甲醇和二甲醚价格同比均有所下滑，上半年均价较去年同期分别下降 5.2%，9.1%和 8.3%。
- 7 月 15 日开始，公司化工分公司，控股子公司兰花煤化工、兰花清洁能源、兰花丹峰化工四家企业已停产，预计将产生停工损失。去年上半年和全年，兰花丹峰化工和兰花清洁能源的停工损失分别约为 4000 万元和 6090 万。
- 管理费用由去年上半年 4170 万元下降至 2390 万元，主要由于化肥大修费用大幅下降，部分弥补了亏损。

图 3: 上半年公司化肥业务继续亏损


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 尿素价格较去年同期大幅下滑

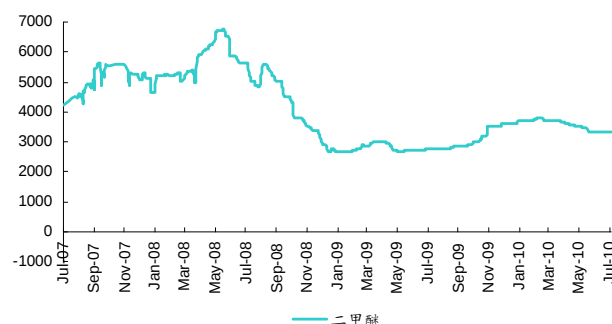

资料来源：中国资讯网，长江证券研究所

图 3: 甲醇价格上半年持续下滑



资料来源：化工在线，长江证券研究部

图 4: 二甲醚价格亦低迷



资料来源：化工在线，长江证券研究所

第三，亚美大宁贡献净利润 38.7%，停产将影响下半年业绩

公司参股的亚美大宁煤矿上半年年实现利润 7.67 亿元，贡献投资收益 2.76 亿元，占公司净利润的 38.7%。

亚美大宁煤矿主产优质无烟煤，产能为 400 万吨（已具备 600 万吨生产能力），其成块率高达 38-40%，产品主要为块煤、末煤和喷吹煤，目前综合售价约为 680 元/吨；矿井开采条件优越，预计 2010 年亚美大宁吨煤完全成本在 350 元左右，目前吨煤盈利大约在 300 元/吨左右。

公司 5 月 27 日与亚美大宁香港签订股权转让意向书，公司有望获得 11% 的股权，但由于股权转让程序尚未完成，亚美大宁于 6 月 13 日开始停产，预计停产时间至少达到 3 个月，影响公司下半年的业绩。

第四，未来主要增长点：亚美大宁股权增大，整合小矿产能释放以及化肥化工业务好转

- 亚美大宁股权收购完全后，测算 2011 年和 2012 年增厚业绩分别达到 10%。
- 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%。
- 近期，尿素、甲醇和二甲醚等价格持续低迷，下半年春耕备货和天然气价格上调影响逐步显现，尿素价格有望回升。不过甲醇和二甲醚仍处于需求淡季，下半年行情难以有表现。

第五，短期利空来源于亚美大宁的停产，预计 2010 年 EPS 为 2.2 元，维持“推荐”评级

预计 2009 年，2010 年和 2011 年 EPS 分别为 2.283 元，2.751 元和 3.475 元，2010 年对应的 PE 为 13 倍，看好亚美大宁股权解决后业绩的释放，维持“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	5998	6923	8971	货币资金	1444	1048	2801	5103
营业成本	3267	3447	4084	5287	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2349	2551	2839	3684	应收账款	639	756	872	1130
% 营业收入	41.8%	42.5%	41.0%	41.1%	存货	471	498	591	765
营业税金及附加	74	79	91	119	预付账款	471	495	587	760
% 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	228	263	341	流动资产合计	3391	3170	5299	8308
% 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	660	762	987	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	1017	1459	1977
财务费用	147	106	64	57	投资性房地产	16	16	16	16
% 营业收入	2.6%	1.8%	0.9%	0.6%	固定资产合计	5475	4909	4248	3431
资产减值损失	26	7	7	15	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	291	471	517	递延所得税资产	19	2	2	4
营业利润	1686	1762	2123	2683	其他非流动资产	19	19	19	19
% 营业收入	30.0%	29.4%	30.7%	29.9%	资产总计	11623	11020	12845	15476
营业外收支	-71	0	0	0	短期贷款	1740	0	0	0
利润总额	1615	1762	2123	2683	应付款项	906	923	1094	1416
% 营业收入	28.8%	29.4%	30.7%	29.9%	预收账款	634	660	762	987
所得税费用	402	441	531	671	应付职工薪酬	187	202	240	310
净利润	1213	1322	1592	2012	应交税费	106	116	139	176
归属于母公司所有者					其他流动负债	713	753	888	1150
的净利润	1270.5	1304.1	1571.1	1985.1	流动负债合计	4287	2653	3122	4039
少数股东损益	-57	18	21	27	长期借款	1293	1293	1293	1293
EPS (元/股)	2.22	2.28	2.75	3.48	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	2105	2522	3047	负债合计	5735	4006	4474	5391
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	5310	6419	7754	9441
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	595	617	643
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5888	7014	8371	10085
固定资产投资	-671	-460	-469	-390	负债及股东权益	11623	11020	12845	15476
其他	-143	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1001	-460	-469	-390		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.224	2.283	2.751	3.475
股权融资	50	0	0	0	BVPS	9.30	11.24	13.57	16.53
银行贷款增加 (减少)	982	-1740	0	0	PE	13.24	12.90	10.70	8.47
筹资成本	476	-301	-300	-355	PEG	0.83	0.80	0.67	0.53
其他	-955	0	0	0	PB	3.17	2.62	2.17	1.78
筹资活动现金流净额	553	-2042	-300	-355	EV/EBITDA	8.17	5.72	4.50	3.23
现金净流量	610	-396	1753	2302	ROE	23.9%	20.3%	20.3%	21.0%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。