

强烈推荐-B (维持)

兰花科创 600123.SH

当前股价: 29.44 元
2010 年 7 月 31 日

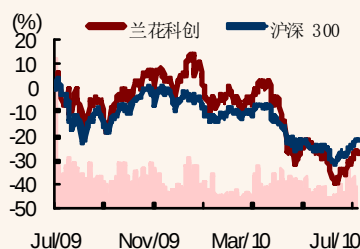
亚美大宁和煤化工双停影响有限，未来业绩增长可期

基础数据

上证综指	2638
总股本(万股)	57120
已上市流通股(万股)	57120
总市值(亿元)	168
流通市值(亿元)	168
每股净资产(MRQ)	10.4
ROE(TTM)	21.3
资产负债率	48.0%
主要股东	山西兰花煤炭实业集
主要股东持股比例	45.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-24	-30
相对表现	-4	-13	-11



相关报告

- 1、《兰花科创(600123)——亚美大宁停产短空长多》2010/6/18
- 2、《兰花科创(600123)-股权之争终有突破，公司或将取得控股权》2009/5/28

卢平

010-88087949
luping@cmschina.com.cn
S1090208050203

王培培

010-88086945
wangpp@cmschina.com.cn
S1090210030002

上半年 EPS1.25 元，同比增长 5%。煤炭业务毛利率下降，非煤业务亏损较多，业绩的小幅增长得益于管理费用大幅下降。亚美大宁盈利能力强，且有扩产规划，股权转让完成后成为是公司未来新的利润增长点，维持对公司强烈推荐投资评级。

- **上半年实现 EPS1.25 元，同比增长 5%。**公司上半年实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 4%，利润总额 8.9 亿元，同比增长 3%，归属母公司净利润 7.14 亿元，同比增长 5.2%，折合 EPS1.25 元（煤炭业务和化工业务实现 EPS1.56 元和 -0.31 元），其中本部煤炭业务实现每股收益 1.07 元，煤化工 EPS 亏损 0.31 元，参股 36% 的亚美大宁贡献 EPS0.48 元，同比分别增长 5.8%、14.4% 和 -9.3%。
- **管理费用大幅下降支撑业绩。**上半年公司管理费用为 2.4 亿元，较去年同期减少 1.8 亿元（-43%）。增厚每股收益 0.23 元。
- **煤炭业务营业利润有所下降，管理费用大幅下降支撑吨煤净利小幅增加。**上半年煤炭业务实现营业收入 18.7 亿元，与去年基本持平，营业成本 7.6 亿元，同比增长 15%，营业利润 11.1 亿元，同比下降 6%。煤炭产销量均有下降：原煤产量 279 万吨，销量 275 万吨，同比分别下降 10% 和 7%。煤炭综合售价 681 元/吨，同比增长 57 元/吨（+9%）；销售成本 275 元/吨，同比增加 42 元/吨（+24%）。煤炭毛利率同比下降 5 个百分点至 59.6%。公司本部煤炭业务管理费用 1.5 亿元，同比减少 1.3 亿元（-47%）。本部煤炭业务按销量计算的吨煤净利 223 元/吨，同比增加 28 元/吨（+14%）。
- **煤化工产品亏损较多，部分化工公司相继停产。**上半年销售化肥 62 万吨，同比减少 7.6 万吨（-11%），二甲醚销量 5.6 万吨。兰花化肥公司（100%）亏损 7471 万元，兰花清洁能源（75%）亏损 6901 万元，煤化工业务 EPS 亏损 0.31 元。公司化工业务中的化工分公司、兰花煤化工、丹峰化工和清洁能源公司从 7 月 15 日起停产，减少了化工业务的亏损继续加大。
- **停产影响亚美大宁上半年利润，完成股权转让将实现双赢。**亚美大宁上半年净利润 7.67 亿元，同比 9%，主要是由于自 6 月 13 日起停产所致。待完成转让亚美大宁股权后，可办理采矿权证等相关证照并恢复生产。
- **盈利预测和投资评级：**预计 10 年~12 年 EPS 分别为 2.3 元、2.98 元和 3.37 元，分别同比增长 3%、29% 和 13%。10 年和 11 年 P/E 分别为 12.8 倍和 9.9 倍，估值远低于行业平均水平；未来三年煤炭产量接近翻番；盈利能力强的亚美大宁股权将提升 11% 至 47%，其产量也将提高 200 万吨至 600 万吨；化工业务处于盈利低点，我们维持对公司强烈推荐的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4912	5616	7017	8511	10300
同比增长	41%	14%	25%	21%	21%
营业利润(百万元)	1804	1686	1941	2449	2958
同比增长	107%	-6%	15%	26%	21%
净利润(百万元)	1401	1271	1315	1700	1923
同比增长	143%	-9%	3%	29%	13%
每股收益(元)	2.45	2.22	2.30	2.98	3.37
PE	12.0	13.2	12.8	9.9	8.7
PB	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9

资料来源：招商证券

表 1: 公司业务盈利分解

单位: 万元)	2007	2008	200906	2009	201003	210006	同比增长
母公司报表净利润	57663	153592	88480	156363	38318	89025	1%
母公司报表投资收益	138	29146	30507	33636	10494	27688	-9%
扣除投资收益后母公司净利润	57525	124446	57973	122727	27824	61337	6%
归属于上市公司母公司所有者净利润	57670	124931	67883	127053	28236	71384	5%
本部煤炭净利润	57525	124446	57973	122727	27824	61337	6%
亚美大宁贡献投资收益 (36%)	93	26907	30417	42371	10494	27598	-9%
化工净利润	52	-26,421	-20,507	-38,045	-10,082	-17,552	-14%
煤炭业务每股收益 (元/股)	1.01	2.65	1.55	2.89	0.67	1.56	1%
1、本部煤炭每股收益 (元/股)	1.01	2.18	1.01	2.15	0.49	1.07	6%
2、亚美大宁贡献每股收益 (元/股)	0.00	0.47	0.53	0.74	0.18	0.48	-9%
化工每股收益 (元/股)	0.00	-0.46	-0.36	-0.67	-0.18	-0.31	-14%
合计每股收益 (元/股)	1.01	2.19	1.19	2.22	0.49	1.25	5%
本部煤炭产量 (万吨)	519	549	310	559		279	-10%
本部煤炭销量 (万吨)	519	549	297	559		275	-7%
本部吨煤净利 (元/吨)	111	227	195	219		223	14%

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心整理

表 2: 持股 36%的亚美大宁盈利情况

单位 (万元)	2007	2008	2009	200906	201006	同比增长
亚美大宁收入	87023	175991	234178	147440.69	148760.1	0.9%
亚美大宁净利润	259	80711	117697	84491.16	76662.39	-9.3%
兰花获得的投资收益	93	29056	42371	30417	27598	-9.3%
折合每股收益 (元/股)	0.00	0.51	0.74	0.53	0.48	-9.3%
兰花每股收益 (元/股)	1.24	2.19	2.22	1.19	1.25	5.0%
占兰花每股收益比例	0%	23%	33%	45%	39%	-6%

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心整理

表 3: 公司煤矿情况及产量预测

	煤种	地质储量	可采储量	产能(万	储采比	2009	2010	2011	2012
		(亿吨)	(亿吨)	吨)	(年)				
伯方煤矿	无烟煤	3.24	1.98	180	110	180	180	180	180
望云煤矿	无烟煤	3.98	0.55	90	61	79	90	90	90
唐安煤矿	无烟煤	3.39	1.37	150	91	150	150	150	150
大阳煤矿	无烟煤	3.13	2.1	150	140	150	150	150	150
亚美大宁煤矿 (47%)	无烟煤	2.46	1.71	600	29	400	338	500	600
玉溪煤矿 (66.67%)	无烟煤		2.18	300	73	0	0	0	50
朔州矿业口前煤矿 (100%)	无烟煤	0.80	0.80	90	89		90	90	90
兰花焦煤 (80%)	炼焦煤			180			95	145	180
其中: 蒲县中立煤业 (70%)	主焦煤	0.04		30			20	20	30
瑞兴煤业 (51%)	主焦煤	0.03		30			15	15	30
沙坪子煤业 (55%)	主焦煤	0.05		30			20	20	30
玉生煤业 (51%)	主焦煤	0.48		90			40	90	90
其他整合煤矿 (51%)				300				100	300
合计		17.0	10.69	2040	52	959	1093	1405	1790
产量增速							14%	29%	27%
权益产量				1195		703	850	983	1181
权益产量增速							21%	16%	20%

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心整理

注: 玉生煤矿的持股比例尚未最终确定, 公司意向 51%。

表 4: 本部煤炭产量、价格、成本、吨煤利润

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	200906	201006	同比
产量 (万吨)	407	404	452	519	549	559	310	279	-10%
销量 (万吨)	410	364	447	497	543	582	297	275	-7%
综合售价 (元/吨)	218	322	334	395	498	620	624	681	9%
综合成本 (元/吨)	74	93	103	177	204	242	223	275	24%
本部吨煤净利	65	107	125	111	227	219	195	223	14%

资料来源: 招商证券研发中心, 注, 本部吨煤净利根据母公司报表净利润和销量计算得出

表 5: 分行业收入、成本、利润情况

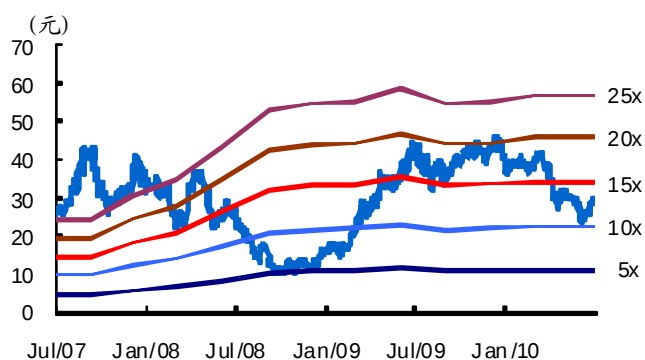
单位: 万元	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	200906	201006	同比
主营业务收入									
煤炭产品	89472	117302	148954	204786	333287	360455	185205	187402	1%
化肥产品	44567	61383	88179	161270	219756	323943	119295	218559	83%
包装材料	865	1280	1394	2242	3071	2772	1354	1387	2%
化工材料	711	319	444	495	4236	1433	1421		
二甲醚					410	7216	411	16286	3867%
单晶硅片								1695	
主营业务成本									
煤炭产品	30463	33803	46105	87661	110676	140458	66165	75798	15%
化肥产品	36431	50064	74444	132308	182069	343319	119311	220979	85%
包装材料	808	1167	1305	1942	2819	2511	1233	1271	3%
化工材料	716	379	524	540	5159	1206	1170		
二甲醚					940	8695	456	19937	4275%
单晶硅片								1530	
主营业务利润									
煤炭产品	59009	83499	102849	117125	222611	219997	119041	111604	-6%
化肥产品	8137	11319	13735	28962	37687	-19376	-16	-2420	
包装材料	57	113	89	299	252	260	121	115	-5%
化工材料	-5	-61	-80	-46	-922	227	251		
二甲醚					-530	-1479	-45	-3651	
单晶硅片								165	
毛利率									
煤炭产品	66%	71%	69%	57%	67%	61%	64%	60%	-5%
化肥产品	18%	18%	16%	18%	17%	-6%	-0.01%	-1%	-1%
包装材料	7%	9%	6%	13%			9%	8%	-1%
化工材料	-1%	-19%	-18%	-9%			18%		
二甲醚							-11%	-22%	-11%
单晶硅片								10%	

资料来源: 招商证券研发中心

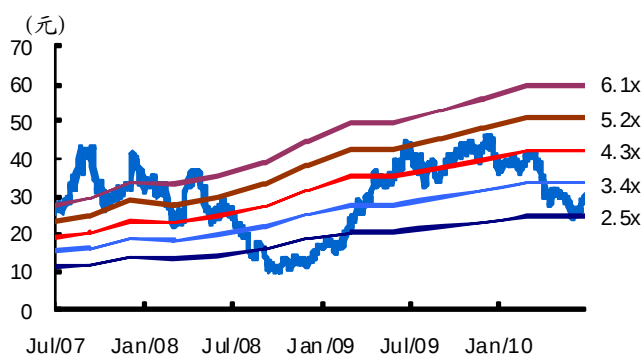
表 6: 重点上市公司估值比较

		EPS（元）			P/E（×）			10-13 年复 合增 速	PEG	每股净 资产 （元）	P/B（×）
股价（元）		09A	10E	11E	09A	10E	11E				
炼焦煤类											
西山煤电	21.45	0.71	1.25	1.78	30.3	17.2	12.0	25%	0.7	3.8	5.7
盘江股份	20.59	0.89	1.33	1.45	23.1	15.5	14.2	20%	0.8	5.2	4.0
冀中能源	27.17	1.39	2.36	2.44	19.6	11.5	11.1	7%	1.8	9.0	3.0
平煤股份	17.28	0.77	1.40	1.59	22.3	12.3	10.9	6%	2.0	4.7	3.7
平均	21.62	0.94	1.58	1.82	23.8	14.1	12.1	14%	1	6	3.8
喷吹煤类											
国阳新能	14.73	0.77	1.07	1.15	19.1	13.7	12.8	3%	4.2	2.8	5.2
潞安环能	37.18	1.83	2.59	3.37	20.3	14.4	11.0	10%	1.4	8.9	4.2
平均	25.96	1.30	1.83	2.26	19.7	14.0	11.9	7%	3	6	5
动力煤类											
中国神华	23.75	1.52	1.77	1.90	15.6	13.4	12.5	8%	1.7	9.0	2.6
国投新集	12.14	0.45	0.59	0.67	27.0	20.7	18.1	19%	1.1	3.5	3.4
恒源煤电	27.17	1.14	1.75	1.46	23.8	15.5	18.6	-5%	-3.3	8.4	3.2
中煤能源	9.85	0.50	0.69	0.84	19.7	14.2	11.7	11%	1.3	5.3	1.8
兖州煤业	17.84	0.79	1.61	1.79	22.6	11.0	10.0	7%	1.5	6.2	2.9
大同煤业	16.12	0.89	1.00	1.18	18.1	16.1	13.6	12%	1.3	5.2	3.1
山煤国际	20.47	0.82	1.09	1.61	25.0	18.7	12.7	23%	0.8	3.6	5.8
昊华能源	31.79	1.04	1.97	2.63	30.7	16.1	12.1	12%	1.3	11.1	2.9
平均	19.89	0.89	1.31	1.51	22.8	15.7	13.7	11%	1	6.5	3.2
企业转型类											
神火股份	19.98	0.57	1.42	1.82	35.0	14.1	11.0	12%	1.2	3.8	5.3
兰花科创	29.44	2.22	2.30	2.98	13.3	12.8	9.9	20%	0.6	10.4	2.8
开滦股份	15.01	0.70	0.86	0.97	21.4	17.4	15.4	11%	1.6	4.2	3.5
平均	21.48	1.16	1.53	1.92	23.2	14.8	12.1	14%	1.1	6.1	3.9
总平均	21	1.0	1.5	1.7	22.8	15.0	12.8	12%	1.2	6.2	3.7
中值	20.5	0.8	1.4	1.6	22.3	14.4	12.1	11%	1.3	5.2	3.4

资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 兰花科创历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 兰花科创历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2134	3391	3902	5584	7948
现金	835	1444	1660	2768	4599
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	101	293	292	385	453
应收款项	41	21	37	41	51
其它应收款	111	618	492	599	716
存货	566	471	792	935	1129
其他	479	544	629	857	999
非流动资产	7150	8232	7780	7440	7096
长期股权投资	500	727	651	676	668
固定资产	4713	4760	4410	4099	3824
无形资产	1510	1792	1732	1674	1618
其他	427	953	987	990	986
资产总计	9283	11623	11682	13025	15044
流动负债	3006	4287	3892	4120	4471
短期借款	478	1421	100	100	100
应付账款	677	897	1254	1568	1856
预收账款	751	634	1060	1253	1512
其他	1100	1335	1478	1199	1002
长期负债	1450	1448	968	761	763
长期借款	1236	1293	793	593	593
其他	214	155	174	168	170
负债合计	4456	5735	4859	4881	5234
股本	571	571	571	571	571
资本公积金	651	714	714	714	714
留存收益	3179	4025	4945	6135	7481
少数股东权益	426	578	592	723	1044
母公司所有者权益	4402	5310	6230	7421	8766
负债及权益合计	9283	11623	11682	13025	15044

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1585	1057	2059	1645	2094
净利润		1271	1315	1700	1923
折旧摊销		0	614	571	534
财务费用		0	122	137	155
投资收益		0	(490)	(836)	(860)
营运资金变动		0	449	(46)	18
其它		(214)	50	119	325
投资活动现金流	(1773)	(1001)	(159)	(233)	(189)
资本支出		0	(200)	(200)	(200)
其他投资		(1001)	41	(33)	11
筹资活动现金流	(104)	553	(1685)	(305)	(74)
借款变动		0	(1640)	(500)	(200)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(394)	(510)	(577)
其他		553	350	705	703
现金净增加额	(291)	610	215	1108	1831

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4912	5616	7017	8511	10300
营业成本	2357	3267	4498	5652	6681
营业税金及附加	55	74	103	119	152
营业费用	211	215	281	336	409
管理费用	602	626	562	654	805
财务费用	95	147	122	137	155
资产减值损失	78	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	291	425	490	836	860
营业利润	1804	1686	1941	2449	2958
营业外收入	22	13	9	16	18
营业外支出	56	84	167	99	81
利润总额	1769	1615	1783	2366	2895
所得税	392	402	454	535	651
净利润	1377	1213	1329	1831	2243
少数股东损益	(25)	(57)	15	131	321
母公司所有者净利润	1401	1271	1315	1700	1923
EPS (元)	2.45	2.22	2.30	2.98	3.37

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	41%	14%	25%	21%	21%
营业利润	107%	-6%	15%	26%	21%
净利润	143%	-9%	3%	29%	13%
获利能力					
毛利率	52.0%	41.8%	35.9%	33.6%	35.1%
净利率	28.5%	22.6%	18.7%	20.0%	18.7%
ROE	31.8%	23.9%	21.1%	22.9%	21.9%
ROIC	21.8%	15.4%	18.7%	22.1%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	49.3%	41.6%	37.5%	34.8%
净负债比率	21.1%	26.1%	11.9%	6.9%	4.6%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.4	1.8
速动比率	0.5	0.7	0.8	1.1	1.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	11.0	10.8	11.1	9.9	10.0
应收帐款周转率	148.6	180.0	239.9	217.8	223.7
应付帐款周转率	1.9	2.1	2.1	2.0	2.0
每股资料(元)					
每股收益	2.45	2.22	2.30	2.98	3.37
每股经营现金	2.78	1.85	3.61	2.88	3.67
每股净资产	7.71	9.30	10.91	12.99	15.35
每股股利	0.14	0.14	0.69	0.89	1.01
估值比率					
PE	12.0	13.2	12.8	9.9	8.7
PB	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	12.4	12.5	10.5	8.9	7.7

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度和 2009 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。