

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

小煤矿复产进程缓慢, 亚美大宁成盈利增长关键

——兰花科创(600123)公司点评

核心观点

公司公告, 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净利润 7.14 亿元, 同比增长 5.31%; EPS 1.25 元。

一、小煤矿复产进程缓慢, 公司煤炭产量低于预期。公司在 09 年报中预计 10 年产煤 755 万吨, 增产 30%, 200 万吨的增量主要来自整合小煤矿的复产。但受年内矿难频发的影响, 山西整合小煤矿技改进程普遍慢于预期; 同时公司本部上半年工作面搬迁, 造成煤炭产、销量的下降: 上半年公司生产原煤 278.77 万吨, 同比下降 10%, 销售 275.20 万吨, 同比下降 7.35%。

二、等待亚美大宁的复产。亚美大宁上半年实现净利润 7.67 亿元, 为公司贡献投资收益 2.76 亿元, 同比下降 9%。5 月公司收购大宁香港公司所持有的 10% 股权, 持股份额升至 46%, 并且可有条件收购另外 1% 股权。带收购完成后, 公司持股将升至 47%, 可完成对亚美大宁的控股。该矿无烟煤出块率为 30%, 吨煤净利在 200 元/吨以上, 盈利能力高于公司本部矿井, 上半年贡献的投资收益占公司净利的 39%。6 月 13 日亚美大宁停产等待采矿权证的审批, 目前尚未获批。若年内采矿权证重新获批, 可贡献 11 年 EPS 0.9 元左右; 待产能提升至 600 万吨后, 贡献 EPS 可提升至 1.4 元。

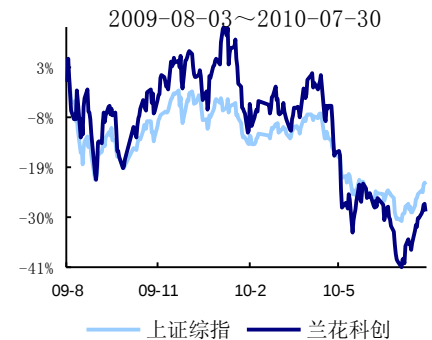
三、上半年干旱、年中水灾影响尿素业绩。受到春季西南干旱的影响, 上半年公司尿素滞销: 生产尿素 67.21 万吨, 同比增长 1.63%, 销售 62.01 万吨, 同比减少 10.84%。8 月 1 日, 长三角地区尿素 (46%) 价格为 1580 元/吨, 同比下降 5%, 跌至 08 年以来的最低点。受此影响, 7 月公司对兰花煤化工等四家子公司实行停产, 预计停产期为一个月。而近期南方、东北等地区洪涝灾害频发, 预计将对秋粮的耕种造成较大影响, 间接将影响下半年化肥的量、价。化肥价格的低迷可能导致公司化肥厂停产时间增加, 我们对化肥业务下半年的开工率持谨慎的态度。

四、盈利预测与评级。针对公司整合小煤矿进程缓慢、亚美大宁停产、化肥厂停产等事件, 我们下调公司 2010、2011 年 EPS 至 2.16 元、2.78 元, PE 为 14 倍、11 倍。我们认为, 公司估值低于煤炭行业 16 倍左右的均值, 公司近期的负面消息已经基本体现在股价中。而如果下半年公司能够顺利取得亚美大宁成 11% 的股权, 且在年底前获得采矿权证, 则能够带动估值回升, 带来股价的回升, 因此维持公司“短期_推荐, 长期_A”的评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	5616	5510	9223	11542
同比增速(%)	14.32%	-1.89%	67.40%	25.15%
净利润(百万)	1213	1206	1541	1552
同比增速(%)	-0.96%	-0.62%	27.80%	0.70%
EPS(元)	2.22	2.16	2.78	2.81
P/E	13	14	11	10

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	57120.00
流通A股(万股)	57120.00
52周内股价区间(元)	23.9-47.98
总市值(亿元)	168.16
总资产(亿元)	116.23
每股净资产(元)	9.30
目标价	6个月 12个月

相关报告

国都证券-公司研究-公司点评-兰花科创 (600123): 干旱阻碍2010年利润增长——2010年3月30日

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1：公司煤矿产能增长预测

煤矿	股权	煤种	储量	产能	2009	2010E	2011E	2012E
伯方煤矿		无烟煤	3.24	180	195	180	200	200
望云煤矿		无烟煤	3.98	60	66	60	70	70
唐安煤矿		无烟煤	3.39	150	157	150	160	160
大阳煤矿		无烟煤	3.13	150	141	150	150	150
本部小计			13.74	540	559	540	580	580
玉溪煤矿	53%	无烟煤	2.56	300				100
亚美大宁	36%/47%	无烟煤	6.3	600	400	400	600	600
整合煤矿								
兰花朔州	100%	无烟煤		300			240	300
山阴口前煤矿	100%		0.8	90			90	90
朱和咀煤业		动力煤		90			60	90
永盛煤业		动力煤		120			90	120
兰花焦煤（临汾）	80%		0.6	180			150	210
兰花焦煤权益量			0.25	81			61	86
其中：中立煤业	51%	焦煤	0.04	30			90	120
瑞兴煤业	80%	焦煤	0.03	30				
沙坪子煤业	55%	焦煤	0.05	30				
五生煤矿	51%	焦煤	0.48	90			60	90
公司合计			23	1320	559	540	970	1190
增速						-3%	80%	23%

资料来源：国都证券

表 2：煤炭业务预测表

	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
煤炭销量	297.02	581.58	570	1510	1709	1849
其中：						
无烟末煤	206.25	385.58	370	736	736	736
无烟块煤	66.08	136	140	313	313	313
洗精煤	24.69	60	60	71	176	176
原煤			30	390	484	624
综合售价（元/吨）	624	620	654	577	566	546
无烟末煤	551	560	580	600	600	600
无烟块煤	845	780	790	850	850	850
洗精煤	640	641	640	650	650	650
原煤			300	300	300	300
销售收入	185,283	360,465	372,600	870,884	967,334	1,009,334
生产成本		180	189	202	216	231
人工		90	96	103	110	118
费用		80	82	88	94	101
电力		5	5	5	6	6
其他		5	5	5	6	6
营业成本（元/吨）	214	251	259	272	286	301
营业成本（元/吨）	66,165	140,458	147,459	410,583	488,847	556,855

资料来源：国都证券

表 3：化肥产量预测表

	持股比例	产能	2009	2010E	2011E	2012E
晋城第一化肥厂（化肥分公司）		30	30	20	20	30
巴工化肥厂（化工分公司）		13	13	10	10	13
阳化分公司	99.67%	13	13	10	10	13
田悦化肥	100%	30	30	25	25	30
兰花煤化工	70.05%				0	
其中：一期		30	30	25	25	30
二期		52		20	20	52
合计		168	116	110	110	168

权益合计

143

107

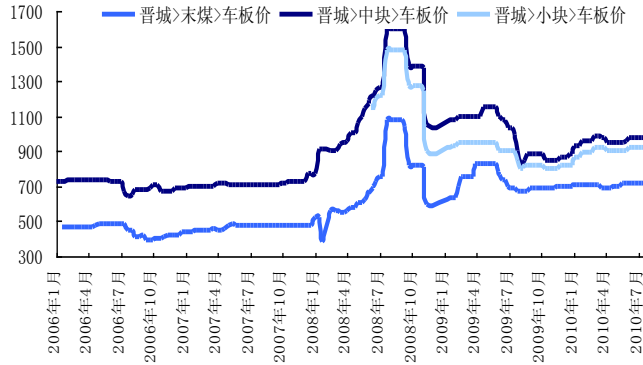
107

107

143

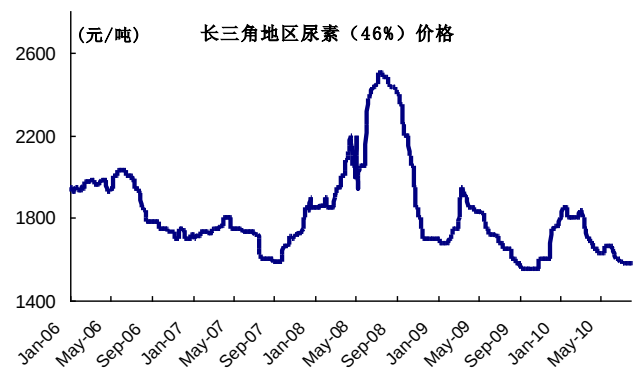
资料来源：国都证券

图 1：晋城无烟煤价格保持稳定



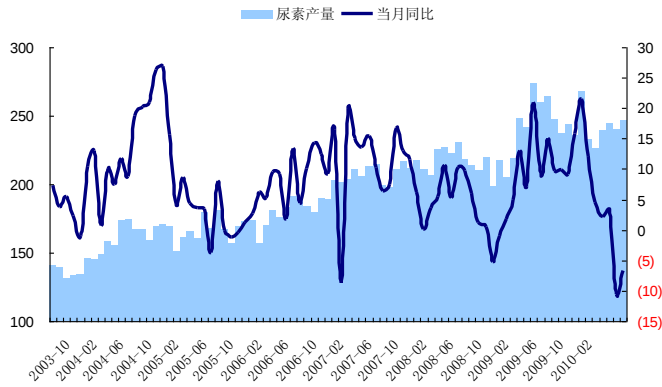
资料来源：煤炭资源网，国都证券

图 2：国内尿素价格再次接近历史最低值



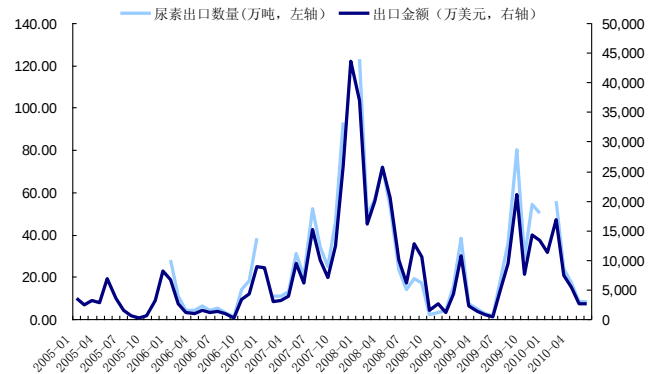
资料来源：化工在线，国都证券

图 3：国内尿素产量二季度出现下降



资料来源：wind，国都证券

图 4：尿素出口量接近零



资料来源：wind，国都证券

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3391	3010	5507	6351	营业收入	5616	5510	9223	11542
现金	1444	1914	2414	3981	营业成本	3267	3223	5488	7448
应收账款	21	62	58	91	营业税金及附加	74	69	114	146
其它应收款	618	-341	852	-94	营业费用	215	216	371	453
预付账款	471	562	569	637	管理费用	626	643	1073	1325
存货	471	599	1252	1222	财务费用	147	142	106	77
其他	366	214	362	514	资产减值损失	26	26	26	26
非流动资产	8232	8179	8743	9021	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	727	473	561	587	投资净收益	425	450	50	50
固定资产	4760	4530	4289	4053	营业利润	1686	1642	2096	2117
无形资产	1792	2299	2971	3458	营业外收入	13	13	16	14
其他	953	878	922	924	营业外支出	84	48	58	63
资产总计	11623	11189	14250	15373	利润总额	1615	1607	2054	2068
流动负债	4287	3126	4742	4559	所得税	402	402	514	516
短期借款	1421	731	877	1010	净利润	1213	1206	1541	1552
应付账款	897	703	1974	1665	少数股东损益	-57	-26	-46	-51
其他	1969	1692	1892	1884	归属母公司净利润	1271	1231	1587	1603
非流动负债	1448	1515	1542	1614	EBITDA	1833	2027	2443	2436
长期借款	1293	1405	1423	1486	EPS (元)	2.22	2.16	2.78	2.81
其他	155	110	118	128	主要财务比率				
负债合计	5735	4641	6284	6173		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	578	552	506	455	成长能力				
股本	571	571	571	571	营业收入	14.3%	-1.9%	67.4%	25.1%
资本公积金	714	714	714	714	营业利润	5.6%	-2.6%	27.7%	1.0%
留存收益	3650	4710	6174	7459	归属母公司净利润	1.7%	-3.1%	28.9%	1.0%
归属母公司股东权益	4936	5996	7460	8745	获利能力				
负债和股东权益	11623	11189	14250	15373	毛利率	41.8%	41.5%	40.5%	35.5%
现金流量表					净利率	22.6%	22.3%	17.2%	13.9%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	25.7%	20.5%	21.3%	18.3%
经营活动现金流	1057	1121	1300	2232	ROIC	20.3%	20.3%	21.7%	22.0%
净利润	1213	1206	1541	1552	偿债能力				
折旧摊销	0	244	241	241	资产负债率	49.3%	41.5%	44.1%	40.2%
财务费用	147	142	106	77	净负债比率	52.90%	51.40%	40.91%	44.96%
投资损失	-425	-450	-50	-50	流动比率	0.79	0.96	1.16	1.39
营运资金变动	0	386	-571	417	速动比率	0.68	0.77	0.89	1.12
其它	122	-406	33	-5	营运能力				
投资活动现金流	-1001	314	-757	-476	总资产周转率	0.55	0.48	0.73	0.78
资本支出	675	0	0	0	应收帐款周转率	180	123	144	149
长期投资	-251	-253	88	26	应付帐款周转率	4.15	4.03	4.10	4.09
其他	-576	61	-669	-450	每股指标(元)				
筹资活动现金流	553	-965	-43	-189	每股收益	2.22	2.16	2.78	2.81
短期借款	942	-689	145	133	每股经营现金	1.85	1.96	2.28	3.91
长期借款	57	111	19	63	每股净资产	8.64	10.50	13.06	15.31
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	21	0	0	0	P/E	13.24	13.66	10.60	10.49
其他	-467	-387	-207	-384	P/B	3.41	2.80	2.25	1.92
现金净增加额	0	470	500	1567	EV/EBITDA	10	9	7	7

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			