

湘财证券研究所

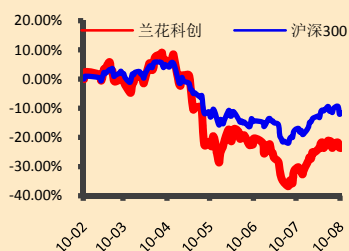
煤炭行业

研究员 王师

Tel: 021-68634518-8228

ws2978@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：34 元

现价：29.44

近期报告：

《煤炭销售毛利率依然惊人 未来充分受益煤价上涨 买入》2010.3.30

《以股权换矿权的多赢交易 兰花科创受让亚美大宁股权事件点评 买入》2010.06.03

- 近日，兰花科创参股公司亚美大宁公司的实际控制人泰国万浦集团（Banpu）发布公告称，由于亚美大宁矿牌照更新延迟，获得新生产执照的时间将再度推后一个月，公司目前仍在销售库存，预计停产期间将使亚美大宁煤矿净利润下滑 1000 万美元左右。此前的 6 月 13 日，兰花科创曾发布公告，由于亚美大宁安全生产证到期，亚美大宁矿将于当日起停产。根据泰国万浦的最新公告情况来看，亚美大宁复产期限将进一步推迟。
- 历史沿革：亚美大宁矿是国内唯一的由外资控股的煤炭生产企业，原实际控制人为亚美大陆公司（AAIC）。2008 年 6 月，泰国万浦集团通过股权收购，成为亚美大宁矿的实际控制人。目前该矿股权关系为泰国万浦通过其控股子公司亚美大宁（香港）持有亚美大宁 56% 的股权；兰花科创持有 36% 的股权；晋城煤运集团持有 8%。
- 今年 6 月，兰花科创发布公告，准备受让亚美大宁（香港）持有的亚美大宁公司 11% 的股权。转让成功后，亚美大宁的控股方将成为兰花科创，这将一举解决亚美大宁股权关系纠结的历史遗留问题。我们在近期的报告中曾提出，外资方出让股权是“以股权换矿权”的行为，意在维持亚美大宁矿的开采经营。但是，此次泰国万浦发布公告称亚美大宁安全生产证照申领延期，说明中外双方在股权关系上短期内仍未达成一致。
- 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。最近几年，兰花科创对亚美大宁公司的投资收益获利丰厚：今年上半年，亚美大宁为公司贡献投资收益 2.76 亿元，占公司净利润 38.66%。我们预计亚美大宁矿至少将停产至今年 9 月中旬，即停产 3 个月，对公司利润将有一定负面影响。
- 市场前期对兰花科创化肥业务部分停产、参股矿亚美大宁停产等不利因素做出了一定反映，公司股价短期承压。亚美大宁矿停产期的暂时性延长将给公司业绩带来些微拖累。受上述不利因素影响，我们暂时下调公司的盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.59 元、3.27 元和 3.9 元，对应动态市盈率分别为 11.35X、8.99X 和 7.52 倍，估值水平较低，如果未来亚美大宁的股权顺利转移，公司依托其优异的资源禀赋将迅速恢复盈利能力，故仍建议长期投资者逐步买入，静待市场对利空因素的逐步消化。

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	6020.33	7332.93	8321.83
增长率(%)	18.39%	40.56%	14.32%	7.21%	21.80%	13.49%
归属母公司股东净利润	576.70	1401.23	1270.53	1481.97	1869.89	2236.52
增长率(%)	2.95%	142.97%	-9.33%	16.64%	26.18%	19.61%
每股收益(EPS)	1.010	2.453	2.224	2.594	3.274	3.915
市盈率 PE	29.16	12.00	13.24	11.35	8.99	7.52
市净率 PB	5.85	3.82	3.17	2.60	2.13	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 (36%)	在产		400
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

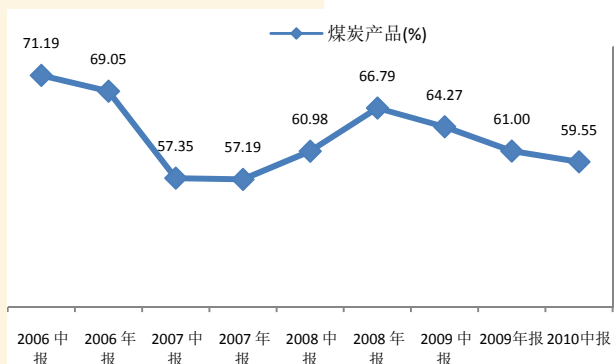
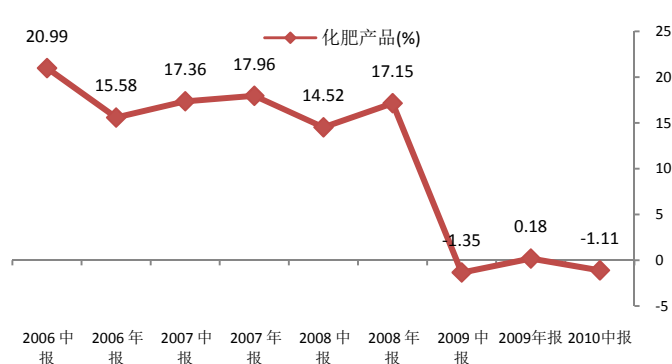


图 2：兰花科创化肥产品毛利率变动



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	6020.33	7332.93	8321.83
减：营业成本	2002.14	2357.31	3266.98	3250.98	3937.79	4393.93
营业税金及附加	45.72	55.09	74.19	79.47	96.79	109.85

营业费用	126.69	211.47	214.93	273.92	340.98	386.97
管理费用	404.81	601.62	625.61	692.34	843.29	957.01
财务费用	46.04	95.26	146.57	201.65	168.18	145.31
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	432.83	480.73	572.84
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	1895.22	2402.84	2873.97
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	1895.22	2402.84	2873.97
减：所得税	281.58	392.13	402.12	473.81	600.71	718.49
净利润	579.35	1376.67	1213.07	1421.42	1802.13	2155.48
减：少数股东损益	2.65	-24.57	-57.46	-60.55	-67.76	-81.05
归属母公司股东净利润	576.70	1401.23	1270.53	1481.97	1869.89	2236.52
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	931.45	390.70	1140.48	1879.32	3154.25	5714.60
应收和预付款项	740.14	732.23	1402.83	1002.50	1919.10	1368.70
存货	323.59	566.49	470.54	596.60	695.99	746.33
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	1159.42	1640.15	2212.99
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	4701.21	3963.44	3221.81
无形资产和开发支出	281.28	1689.87	1976.46	1792.91	1609.35	1425.80
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	11157.02	12996.15	14702.18
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	2507.71	2964.06	3016.20
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	4180.09	4636.44	4688.58
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	5174.27	6624.81	8359.76
归属母公司股东权益	2874.04	4401.76	5310.10	6459.72	7910.25	9645.20
少数股东权益	272.18	425.73	577.76	517.21	449.45	368.41
股东权益合计	3146.21	4827.49	5887.87	6976.93	8359.70	10013.61
负债和股东权益合计	6482.99	8812.99	11227.95	11157.02	12996.15	14702.18
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	2678.21	1832.33	3179.84

投资性现金净流量	-1328.78	-1772.72	-1000.70	-108.21	-120.18	-143.21
筹资性现金净流量	378.20	-103.62	553.40	-1831.17	-437.21	-476.29
现金流量净额	-245.00	-195.87	756.12	738.84	1274.93	2560.34

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。