

兰花科创 (600123.SH) 煤炭行业

评级：买入 维持评级

公司点评

郝征

分析师 SAC 执业编号：S1130210080001
(8621)61038274
haoz@gjzq.com.cn

亚美大宁矿恢复生产，公司盈利有保障

事件

公司于 2010 年 9 月 6 日晚发布公告，参股子公司亚美大宁煤矿已于 2010 年 9 月 4 日零时起正式恢复生产，山西省煤矿安全监察局同意将亚美大宁安全生产许可证延长至 2010 年 12 月 31 日。

评论

事件本身对兰花科创业绩影响非常正面：1、亚美大宁矿的吨煤净利润接近 300 元，高于对公司平均 220 元/吨的吨煤净利润水平。自 2008 年中期以来，亚美大宁贡献的投资收益占公司净利润比例逐步提高，截止 2010 年中期，占比接近 39%。2、亚美大宁能源公司是我国第一家中外合资企业，美国亚美大陆煤炭有限公司占比 56%、山西兰花科创股份有限公司占比 36%、山西煤炭运销总公司晋城分公司占比 8%。目前产能 400 万吨，远期可达 600 万吨。3、股权之争一直是困扰亚美大宁公司正常生产经营的症结，相关利益各方的博弈使得亚美大宁公司在 6 月 13 日安全生产许可证到期后一直处于停业状态，至今将近 3 个月。如果按照 2009 年的月均煤炭收益仅 1 亿元计算，停产 2 个月将对减少亚美大宁公司 3 亿元左右，减少上市公司投资收益 1.06 亿元，折合每股收益 0.18-0.19 元/股。单纯按照下半年恢复 4 个生产月计算，此次恢复生产意味着公司较之前投资收益将增加大约 1.41 亿元，折合每股收益 0.25 元/股。我们也相应对公司业绩进行了上调。

公司正逐步减小尿素业务亏损的影响、玉溪煤矿贡献 2011 年以后增量：1、公司之前公告分别于 7 月 15 日和 8 月 25 日陆续将下属的化肥公司以及相关煤化工公司进行停产检修，初步预计时间为两个月。我们认为此举表明政府政策主导下，公司已经开始对一直拖累整体业绩的化肥业务进行整顿。因为历史数据表明自 2004 年开始，化肥业务基本没有为公司整体价值增值做过贡献，公司的业绩依然依靠煤炭主业。2、公司目前本部原有矿井产能近 630 万吨/年，2009 年新增整合狂进更产能近 200 万吨。2011 年开始贡献煤炭产量的主要来源在玉溪煤矿和后备储量贾寨煤矿。前者股权比例 95%，设计产能 240 万吨，将成为未来 3 年的主要增量贡献。

投资建议

我们相应上调公司 2010-2012 年 EPS 为 2.336 元、2.617 元、4.005 元，上调幅度 12%。公司估值对应 2010-2011 年 PE 为 13.11x、11.6x，处于行业平均水平之下，维持“买入”评级。对应给予板块平均估值水平 15x，给予目标价 35.04 元。

图表1：亚美大宁贡献投资收益逐步提升

	亚美大宁净利润 (万元)	投资收益(万元)	母公司净利润 (万元)	占上市公司净 利润比重
2007	259	93	70679	0.10%
2008H	37099	13446	59231	22.70%
2008	80711	29057	140123	20.70%
2009H	84491	30417	67883	44.80%
2009	117700	42372	127100	33.34%
2010H	76662	27598	71388	38.66%

来源：国金证券研究所

图表2：煤炭主营业务收入核心假设

单位：万吨	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
煤炭产量	451.9	518.77	546.55	309.74	559.21	278.77	600	700	900
煤炭销量	446.56	496.65	542.66	297.02	581.58	275.20	599.68	706.22	903.76
产销率	98.82%	95.74%	99.29%	95.89%	104.00%	98.72%	99.95%	100.89%	100.42%
尿素产量	48.32	93.96	118.36	66.13	133.17	67.21	137	137	137
尿素销量	53.25	96.78	106.26	69.55	143.22	62.01	124.02	137.05	137.93
产销率	110.20%	103.00%	89.78%	105.17%	97.47%	101.32%	101.32%	100.04%	100.68%
综合售价	333.56	412.34	614.17	623.54	619.79	680.97	694.16	763.58	801.75
增速		23.62%	48.95%		0.91%	9.21%	12.00%	10.00%	5.00%
煤炭主营收入(万元)	148953.63	204786.36	333287.06	185205.21	360454.61	187402.09	416274.04	539253.44	724593.45

来源：国金证券研究所

图表3：化肥业务核心假设

化肥业务分部	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
尿素产量	48.32	93.96	118.36	66.13	133.17	67.21	137	137	137
尿素销量	53.25	96.78	106.26	69.55	143.22	62.01	124.02	137.05	137.93
产销率	110.20%	103.00%	89.78%	105.17%	97.47%	101.32%	101.32%	100.04%	100.68%
吨尿素价格	1824.89	1716.37	1856.68	1803.95	2582.73	3524.58	3524.58	3806.54	4187.20
增速		-5.95%	8.17%		39.11%	95.38%	36.47%	8.00%	10.00%
化肥产品主营业务收入(万元)	88178.76	161270.14	219756.06	119295.14	343942.76	218559.05	437118.1	521705.46	577555.63
吨尿素销售成本	1398.01	1367.10	1713.43	1715.47	2397.14	3563.61	3563.61	3741.79	3928.88
增速		-2.21%	25.33%		39.90%	107.73%	48.66%	5.00%	5.00%
化肥产品主营业务成本	74444.07	132308.36	182069.11	119311.28	343319.07	220979.42	441958.84	512830.63	541924.78

来源：国金证券研究所