

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

3 季度亚美大宁停产影响业绩，未来煤炭成长可观

事件描述

兰花科创今日发布 2010 年 3 季度报，其主要内容为：

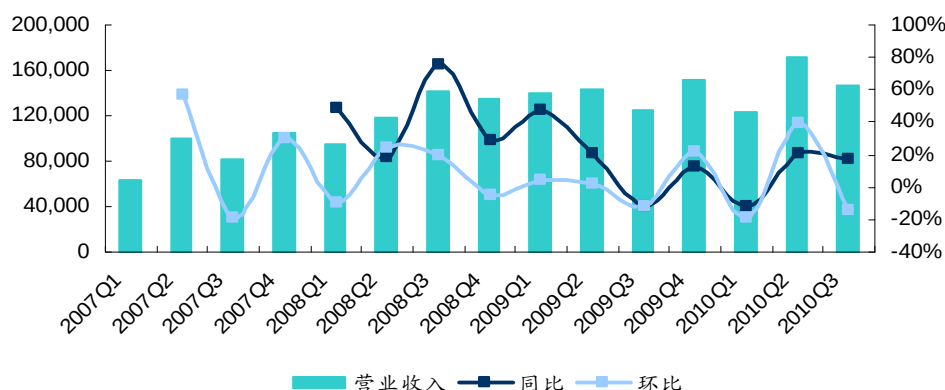
- 2010 年前 3 季度实现营业收入 44.3 亿元，同比上涨 8.3%；归属于母公司净利润为 9.77 亿元，同比增长 2%，加权平均净资产收益率 17.2%；基本每股收益 1.71 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 1.87 元；
- 2010 年 3 季度实现营业收入 14.7 亿元，同比上升 17.2%；归属于母公司净利润 2.64 亿元，同比下降 5.71%，加权平均净资产收益率 4.42%，减少 1.57 个百分点；基本每股收益 0.46 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.61 元。

事件评论

第一，3 季度业绩：环比大幅下滑，但毛利率有所回升

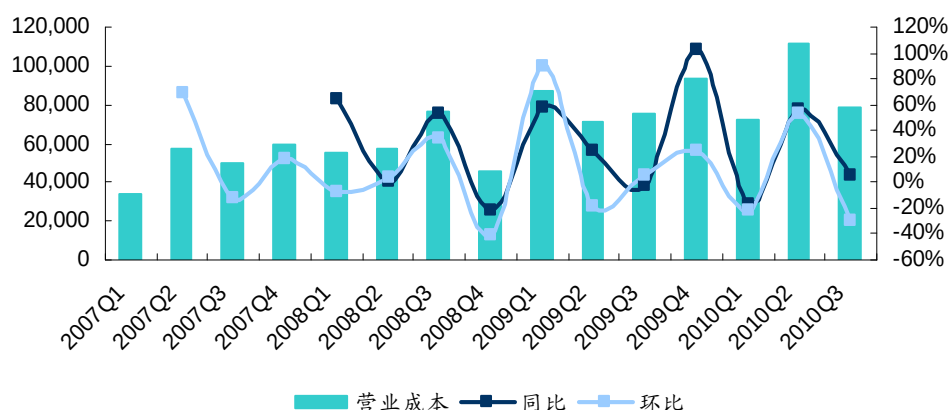
- 3 季度实现 EPS 为 0.46 元，较 1 季度的 0.49 元和 2 季度的 0.76 元均有较大下滑；
- 1-3 季度公司营业收入同比增长 22.5%，其中 3 季度同比增长 17.2%，但环比下降 14.7%；变动的主要原因是：（1）前三季度煤价较去年同期有所上涨；（2）3 季度化肥业务停产；1-3 季度公司营业成本同比增长 12.4%，其中 3 季度上涨 4.7%，环比下降 29.4%；公司 3 季度的期间费用率为 15.7%，同比和环比均有小幅上升，也高于公司今年上半年平均期间费用 14%水平；
- 由于营业收入同比增速大于营业成本，3 季度毛利率水平提升至 46.7%，较 09 年 3 季度高 6.4 个百分点，环比 2 季度上涨 11.1 个百分点；受化肥化工业务停产影响，3 季度公司净利率大幅下滑，由 2 季度的 23.7%下降至 16.7%。

图 1：3 季度营业收入水平同比小幅下降，环比大幅下跌



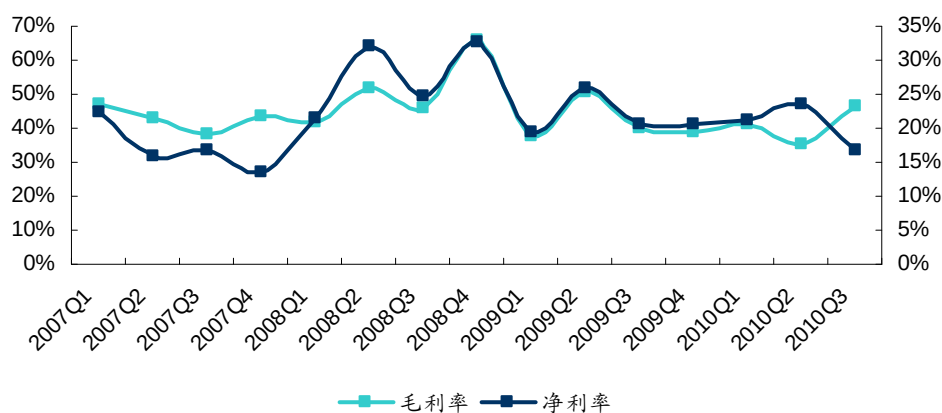
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：3 季度营业成本水平环比大幅下降



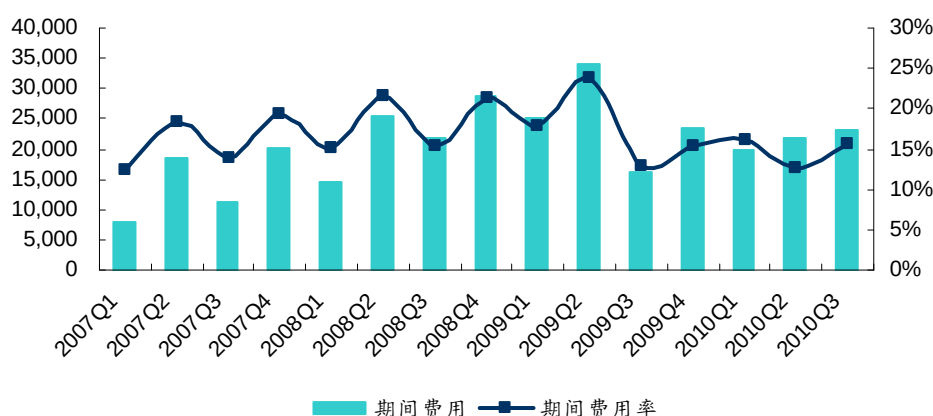
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：3 季度毛利率水平环比大幅上升，但净利率大幅下降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：期间费用率小幅回升

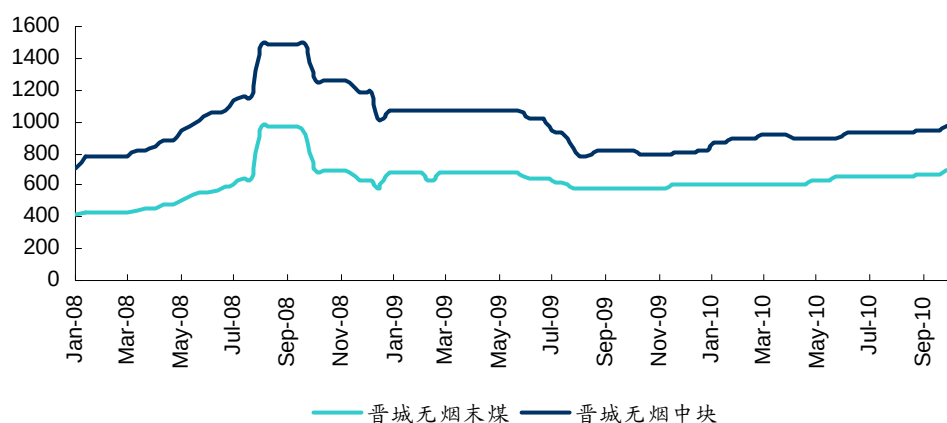


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，煤炭业务：3 季度煤炭业务价格环比上涨，但亚美大宁停产影响投资收益

- 3 季度公司主要煤种晋城无烟块煤和末煤的价格环比略有上涨。以末煤为例，今年 3 季度公司主要产品晋城无烟末煤坑口平均价为 663 元/吨，较 09 年 3 季度的 592 元/吨大幅上升 12%，相对今年 2 季度的均价 631 元/吨，也有 5.1% 的上涨；
- 由于股权纠纷尚未解决，公司参股 36% 的亚美大宁煤矿于 6 月 13 日停产（后于 9 月 4 日复产），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，估计目前吨煤盈利大约在 350 元/吨左右，前三季度公司的投资收益为 3.18 亿元，相当于 EPS 约 0.56 元；

图 4：3 季度公司主要煤种煤炭价格较 2 季度大幅上涨



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

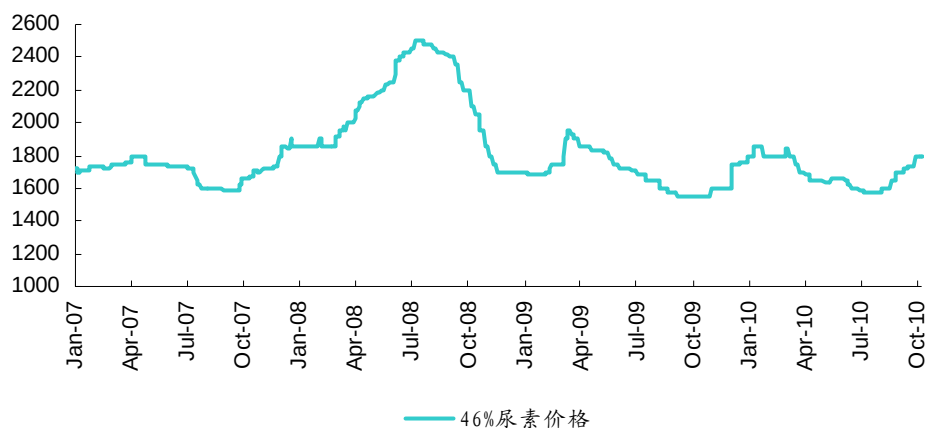
第三，化肥化工业务：3 季度尿素甲醇价格位于低位，公司化肥化工业务全面停产

- 尿素价格 3 季度继续保持低位，期间长三角 46% 尿素平均价格为 1649 元/吨，相比去年同期的 1607 元/吨小幅增

长 2.6%；相比今年 2 季度 1643 元/吨的平均价格基本持平。

- 根据晋城市节能降耗的要求，分别从今年 7 月 15 日和 8 月 25 日起，公司的大部分化肥化工业务陆续停产，停产时间约为两个月。预计 11 月份化肥化工业务将复产。
- 前 3 季度公司营业外支出 1.30 亿元，主要由于 3 季度化肥化工业务停产带来的损失，相当于 EPS 的 0.23 元。

图 5：3 季度国内尿素价格处于低位，近期尿素价格有所上升



资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

第四，未来主要看点：整合小煤矿产量释放 + 亚美大宁股权问题解决 + 化肥化工业务减亏

- 公司此次同时公告收购小煤矿的具体情况，公司未来三年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，预计 2011 年开始逐步释放；
- 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，目前股权转让仍在进展之中，预计将于 2011 年初完成转让，届时盈利将增长 10% 左右，不过 9 月份开始亚美大宁的产能已开始释放，盈利将大幅增长；
- 近期长三角尿素价格达到 1800 元/吨，相比 3 季度平均价格大幅上升 9.2%，预计下月开始公司的尿素业务可能复产，若尿素价格维持，4 季度公司尿素业务将有望减亏，显著提升公司总体盈利。

第五，预计 2010-2012 年 EPS 分别为 2.369 元，3.080 元和 3.735 元，维持公司“推荐”评级

预计 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 2.369 元，3.080 元和 3.735 元，对应 PE 分别为 18.56 倍，14.28 倍和 11.78 倍，低于行业平均估值，同时考虑到公司小矿整合中煤炭产能和亚美大宁的增量，以及化肥业务亏损的收窄，给予“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	5493	6903	8730	货币资金	1444	970	3001	5564
营业成本	3267	2992	3656	4687	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2349	2501	3247	4044	应收账款	639	692	870	1100
% 营业收入	41.8%	45.5%	47.0%	46.3%	存货	471	432	527	676
营业税金及附加	74	73	91	115	预付账款	471	429	524	672
% 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	209	262	332	流动资产合计	3391	2870	5383	8565
% 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	604	759	960	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	1154	1564	2045
财务费用	147	106	64	56	投资性房地产	16	16	16	16
% 营业收入	2.6%	1.9%	0.9%	0.6%	固定资产合计	5475	4905	4244	3425
资产减值损失	26	3	11	14	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	427	453	481	递延所得税资产	19	1	3	3
营业利润	1686	1933	2513	3048	其他非流动资产	19	19	19	19
% 营业收入	30.0%	35.2%	36.4%	34.9%	资产总计	11623	10851	13030	15794
营业外收支	-71	0	0	0	短期贷款	1740	0	0	0
利润总额	1615	1933	2513	3048	应付款项	906	800	977	1252
% 营业收入	28.8%	35.2%	36.4%	34.9%	预收账款	634	604	759	960
所得税费用	402	483	628	762	应付职工薪酬	187	175	214	274
净利润	1213	1450	1885	2286	应交税费	106	124	160	196
归属于母公司所有者					其他流动负债	713	661	812	1038
的净利润	1270.5	1353.2	1759.1	2133.3	流动负债合计	4287	2364	2922	3720
少数股东损益	-57	97	126	152	长期借款	1293	1293	1293	1293
EPS (元/股)	2.22	2.37	3.08	3.73	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	2030	2828	3326	负债合计	5735	3717	4275	5073
取得投资收益	108	0	0	0	归属于母公司	5310	6460	7956	9769
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	674	800	952
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	5888	7135	8756	10721
固定资产投资	-671	-455	-469	-387	负债及股东权益	11623	10851	13030	15794
其他	-143	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1001	-455	-469	-387		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.224	2.369	3.080	3.735
股权融资	50	0	0	0	BVPS	9.30	11.31	13.93	17.10
银行贷款增加 (减少)	982	-1740	0	0	PE	19.77	18.56	14.28	11.78
筹资成本	476	-309	-328	-376	PEG	1.05	0.98	0.76	0.62
其他	-955	0	0	0	PB	4.73	3.89	3.16	2.57
筹资活动现金流净额	553	-2049	-328	-376	EV/EBITDA	11.86	8.07	6.17	4.75
现金净流量	610	-475	2031	2563	ROE	23.9%	20.9%	22.1%	21.8%

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
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。