



煤炭/能源

兰花科创 (600123)

惟有兰花香正好

兰花科创调研简报

 杨立宏
 010-59312711
 yanglihong@gtjas.com
 S0880209090630

本报告导读:

公司是 4 季度煤价上涨的最大受益者,也是未来两年成长性最好的上市公司。

事件:

- 我们 11 月 2 日对公司进行了走访,就近期生产经营情况与公司管理层进行了交流。
- **结论:** 上调兰花科创投资评级为增持,目标价 66 元。公司短期及中期股价的催化剂包括:
 - **煤价上涨的最大受益者。**10 月份以来涨价幅度最大的煤种为:长治喷吹煤、阳泉喷吹煤和晋城无烟块煤,分别为潞安环能、国阳新能和兰花科创所在地。潞安环能、国阳新能喷吹煤的比重分别占总产量的 33%和 12%左右,其中现货销售比重最多不过 20%,兰花科创全部为现货销售,价格随行就市。因此公司是 4 季度煤价上涨的最大受益者。
 - **大宁矿盈利贡献恢复性增长。**2010 年中期来自大宁矿投资收益的贡献占公司净利润的比重达到 39%,6 月 13 日-9 月 4 日,大宁矿由于安全生产许可证到期停产,导致公司 3 季度业绩环比下降 38.92%。近期仍将因工作面搬迁影响 10 天左右的产量,但全年完成年度计划的 400 万吨应无悬念,预计 4 季度大宁矿为公司贡献 EPS0.28 元左右。
 - **先人一步享受整合产能释放,未来 3 年产量复合增长率 39%。**公司在 08 年就开始了对小煤矿的资源整合,这使公司能够提前享受产能增长。预计贡献 200-300 万吨的产量,13 年玉溪矿投产后,公司煤炭产量有望达到 1400 万吨(不含大宁矿),未来 3 年复合增长率 39%。
- **资产注入可期。**兰花集团尚有北岩煤矿、莒山煤矿和东峰煤矿,前二者矿井已近枯竭期,东峰和玉溪分别是两个矿井的续接矿井,从玉溪矿已纳入上市公司,并结合集团十二五定位发展服务业的规划来看,我们猜测集团将东峰矿注入从而使煤炭业务全部置入上市公司的可能性很大。东峰矿目前产能 120 万吨,按照公司吨煤净利 250 元估算,预计盈利可望达到 3 亿元左右,不考虑摊薄,可贡献 EPS0.5 元左右,按照公司 10 年的业绩计算,提升幅度为 23%左右。
- **上调评级至增持。**根据我们对重点上市公司项目进展跟踪,公司 11、12 年产量复合增长率在 44%左右,是产能释放最快的上市公司。公司 10、11、12 年公司 EPS 分别为 2.36 元、3.34 元,动态 PE 分别为 20 倍、14 倍和 11 倍,我们对公司的评级由谨慎增持上调至增持。

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **66.00**

上次预测: 47.00

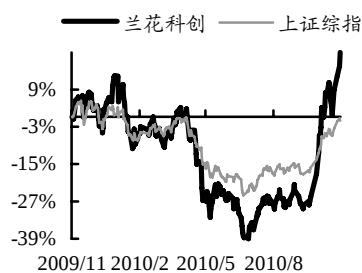
当前价格: **49.20**

2010.11.11

交易数据

52 周内股价区间 (元)	23.96-49.28
总市值 (百万元)	28,103
总股本/流通 A 股 (百万股)	571/571
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	434

52 周内股价走势图



相关报告

《亚美大宁工作面搬迁影响业绩》	2009.10.19
《亚美大宁投资收益贡献较大,无烟煤现...》	2009.08.13
《无烟煤的销售结构决定稳健性》	2009.04.22
《化肥业务将拖累效益增长》	2007.03.30

1. 公司股价的短期催化：价格齐升

1.1. 4 季度价格大幅上涨，公司现货销售模式充分分享涨价好处

根据我们对价格的跟踪，10 月份以来，涨价幅度最大的煤种为：长治喷吹煤、阳泉喷吹煤和晋城无烟块煤，分别为潞安环能、国阳新能和兰花科创所在地。潞安环能、国阳新能喷吹煤的比重分别占总产量的 33% 和 12% 左右，其中现货销售的比重不超过 20%，而兰花科创块煤的比率为 24% 左右，全部为现货销售，价格随行就市，除块煤外其余产品价格也大幅上涨。公司是 4 季度煤价上涨的最大受益者。

表 1：重点上市公司所在地煤价情况（车板含税价）

	09 年	10Q1	10Q2	10Q3	1010	截至 10 月均价	环比 Q3	同比
长治喷吹煤 6000 ~ 6300	783	843	876	930	1040	922	11.83%	17.74%
阳泉喷吹煤 6500 ~ 7000	787	843	882	945	1055	931	11.59%	18.31%
晋城中块 6800	999	957	960	989	1095	1000	10.69%	0.16%
永城无烟中块 7000	1167	1111	1112	1141	1250	1153	9.58%	-1.12%
朔州块煤(>5200)	463	538	528	524	534	531	1.89%	14.76%
淮南气混煤 4500	477	548	577	592	603	580	1.79%	21.49%
兖州气精煤 6500 灰份 10	1005	1145	1178	1117	1130	1142	1.17%	13.72%
大同南郊弱粘煤(5500 大卡)	532	599	590	587	594	593	1.10%	11.44%
平顶山 1/3 焦精煤	1064	1269	1345	1309	1320	1311	0.82%	23.21%
邢台 1/3 焦精煤	1080	1191	1300	1277	1285	1263	0.63%	16.98%
开滦肥精煤	1177	1345	1450	1450	1450	1424	0.00%	20.94%
古交 2 号焦煤	1204	1391	1486	1435	1430	1435	-0.32%	19.22%
六盘水焦煤（粘结指数>80）	909	1167	1250	1227	1220	1216	-0.56%	33.76%

数据来源：国泰君安证券研究

无烟煤价格大幅上涨的主要原因有：需求侧，冬季是传统生产旺季；受减排影响，前期化工厂停产后复工，大量增补库存；化工行业自身景气度回升，产品价格均大涨，部分产品价格翻番；天然气价格上涨之后，煤头化工优势显现；从供给侧来看，山西地区整合进展缓慢产能释放不足是最重要的原因。

表 2：晋城地区无烟煤各煤种价格情况

	末煤 6000	小块 6300	中块 6800
Q1	707	889	957
Q2	704	908	960
Q3	720	931	989
10 月份	755	1028	1095
10 月环比 Q3 涨幅	4.92%	10.35%	10.69%
均价	721	939	1000

数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 预计大宁矿 4 季度贡献 EPS0.28 元

公司持股比例为 36% 的亚美大宁矿 08 年达产以来已经成为公司的重要利润来源，2010 年中期来自大宁矿投资收益的贡献占公司净利润的比重达到 39%，6 月 13 日-9 月 4 日，大宁矿由于安全生产许可证到期停产，导致公司 3 季度业绩环比下降 38.92%。10 月份，大宁矿完成产量约 50 万吨，近期仍将因工作面搬迁影响 20 天左右的产量，尽管如此，预计全年完成年初计划的 400 万吨应无悬念，我们测算 4 季度亚美大宁矿将为公司贡献 EPS0.28 元左右。

表 3：大宁矿对公司的业绩贡献

	2007	2008	2009	2Q2010
亚美大宁净利润（万元）	259	80,711	117,697	76,662

兰花科创所获投资收益 (万元)	93	29,056	42,371	27,598
折合 EPS (元/股)	0	0.51	0.74	0.48
公司合计 EPS (元/股)	1.24	2.19	2.22	1.25
大宁占每股收益比例	0%	23%	33%	39%

数据来源: 国泰君安证券研究

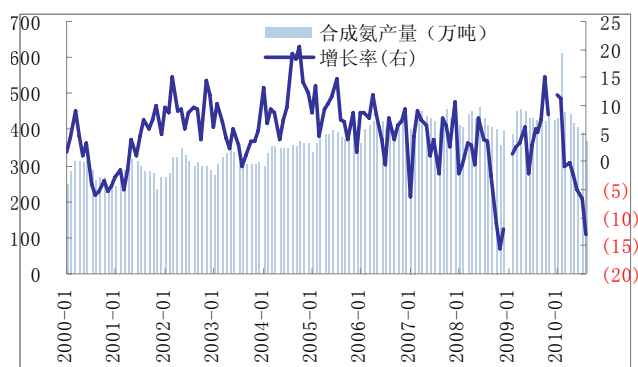
公司于 2010 年 5 月 27 日与亚美大宁签订《意向书》，受让大宁香港持有的亚美大宁 10% 的股份，转让完成后，公司将持有目标公司 46% 的股权。尽管意向书签订后到目前为止股权转让暂无实质性进展，但按照国家政策方向，公司收回大宁矿股权只是时间问题。按照大宁矿上半年的盈利情况估算，增加该公司 10% 的股权可增加全年盈利 0.26 元，提升公司业绩 10% 以上。

1.3. 化肥业务有望近期复产，目前价格已扭亏为盈

7 月 15 日公司下属化工分公司、煤化工有限公司、兰花清洁能源有限公司和丹峰化工股份有限公司停产，8 月 25 日公司化肥分公司、兰花科创化肥有限公司阳化公司、田悦化肥有限公司停产，公司预计停产检修的时间约两个月，预计本月内将复产。

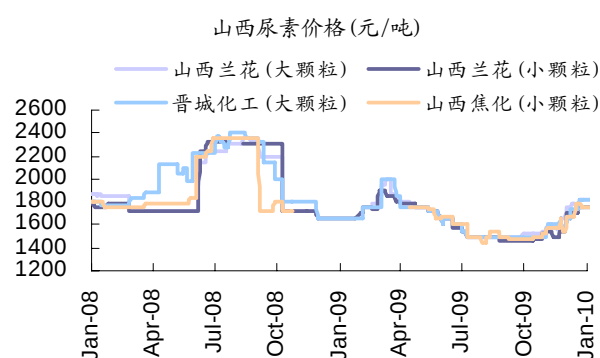
尿素产量经历了连续 6 个月的下降，目前价格已经回升至 2000 元/吨左右，按照公司化肥业务的能耗指标和目前的煤价核算，公司化肥业务的完全成本在 1800 元/吨左右，在目前的尿素价格下已经能够实现盈利。

图 2: 全国合成氨产量



数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 山西尿素价格



数据来源: 国泰君安证券研究

2. 中期股价催化: 高成长与资产注入

2.1. 小煤矿整合与玉溪矿支撑公司未来 3 年高成长

公司目前 4 个矿井产能 570 万吨左右，比较稳定。未来的增长主要来自整合煤矿产能释放和在建的玉溪矿井。

山西小煤矿的整合始于 09 年，但公司先人一步在 08 年就开始了资源整合，这也使公司能够提前享受产能增长。2008 年 7 月公司收购了山阴口前矿（现与其后收购永胜煤业同属兰花朔州矿业公司），2008 年 10 月公司成立了兰花焦煤公司，整合临汾地区小煤矿，同年收购了蒲县瑞兴煤业、中立煤业（现与沙坪子煤业同属兰花焦煤宝兴煤业）。经过 2 年的技改，11 年部分整合矿井将进入产能释放期，预计明年可贡献 200-300 万吨的产量。

根据山西煤炭工业厅的整合批复数据，公司整合矿井技改后产能约 600 万吨左右，权益产能 400 万吨左右。

在建的玉溪矿由于受到“王家岭”矿难的影响停工半年，整体进程受到影响，将推迟至 2013 年投产。到 2013 年公司煤炭产量有望达到 1400 万吨，年复合增长率将达到 39%。

表 3: 兰花科创在建和技改矿井

煤矿名称	属地/煤种	股权比例	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定/设计产能 (万吨/年)
------	-------	------	-----------	-----------	----------------

玉溪矿	晋城/无烟煤	57.31%	21669	16425	240
朔州矿业-永胜矿	朔州/动力煤	100%	11000	-	120
朔州矿业-口前矿	朔州/动力煤	100%	7979	6450	90
宝兴煤业	临汾蒲县/焦煤	80%	10582	-	60
宝欣煤业(玉生矿)	临汾古县/焦煤	55%	4781	-	90
百盛煤业	晋城高平/无烟煤	-	5517	--	120
同宝煤业	晋城高平//无烟煤	-	9331		120
合计		-	70859	22875	840

数据来源：山西煤炭工业厅、兰花集团、国泰君安证券研究

此外，整合矿井投产后，公司的产品结构进一步优化，除保持传统无烟煤优势外，新增 210 万吨动力煤和 150 万吨焦煤产能。

2.2. 资产注入可期

兰花集团尚有北岩煤矿、莒山煤矿和东峰煤矿，北岩、莒山两个矿井已近枯竭期，2009 年产量分别为 4.19 万吨和 43.19 万吨，东峰和玉溪分别是两个矿井的续接矿井，从玉溪矿已纳入上市公司，并结合集团十二五定位发展服务业的规划来看，我们猜测集团将东峰矿注入从而使煤炭业务全部置入上市公司的可能性很大。

东峰矿位于晋城高平市，井田地质条件简单，地质储量为 20514 万吨，可采储量为 13668 万吨，可采煤层为 3#、9#、15#煤，主要所采的 3#煤为特低硫、低灰/中灰、特高热值的优质无烟煤，是良好的动力用煤，也是理想的化工、冶金、喷粉烧焦用煤。东峰矿目前产能 120 万吨，按照公司吨煤净利 250 元估算，预计盈利可望达到 3 亿元左右，不考虑摊薄，可贡献 EPS0.5 元左右，按照公司 10 年的业绩计算，提升幅度为 23%左右。

3. 盈利预测及投资评级

根据我们对重点上市公司项目跟踪估算，公司未来 2 年产量复合增长率在 44%左右，是产能释放最快的上市公司。

表 4: 重点煤炭公司未来 2 年产量估算及复合增长率

	1H2010	2010E	2011E	2011 年增长	2012E	2012 年增长	未来 2 年 CAGR
兰花科创	279	560	760	35.71%	1160	52.63%	43.92%
西山煤电	1088	2800	3800	35.71%	4600	21.05%	28.17%
盘江股份	555	1100	1300	18.18%	1500	15.38%	16.77%
露天煤业	2261	4500	6000	33.33%	6000	0.00%	15.47%
国投新集	783	1600	1700	6.25%	2000	17.65%	11.80%
潞安环能	1554	3000	3000	0.00%	3700	23.33%	11.06%
兖州煤业	2289	4500	4800	6.67%	5200	8.33%	7.50%
大同煤业	1576	3500	3700	5.71%	4000	8.11%	6.90%
开滦股份	409	800	870	8.75%	870	0.00%	4.28%
国阳新能	1274	2500	2700	8.00%	2700	0.00%	3.92%
中国神华	10920	22900	23400	2.18%	23800	1.71%	1.95%
平煤股份	2064	3950	4000	1.27%	4000	0.00%	0.63%
中煤能源	6226	12400	12500	0.81%	12500	0.00%	0.40%

数据来源：国泰君安证券研究

根据我们的盈利预测 10、11、12 年公司 EPS 分别为 2.36 元、3.34 元和 4.38 元，动态 PE 分别为 20 倍、14 倍和 11 倍，我们对公司的评级由谨慎增持上调至增持。

表 5: 兰花科创简要利润预测表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	491210	561563	748483	946921	1197331	1468882
减: 营业成本	255085	326698	481764	558593	659313	779974
减: 营业税金及附加	5509	7419	9955	12310	15565	19095
减: 营业费用	21147	21493	27694	34563	41907	51411
减: 管理费用	59369	62561	74624	90431	114345	140278
减: 财务费用	9526	14657	22454	28408	35920	44066
减: 资产减值损失	7840	2571	0	0	0	0
加: 投资净收益	26907	42482	54504	59457	61241	84840
营业利润	159642	168646	186495	282073	391521	518897
加: 营业外收入	2165	1296	2000	2000	2000	2000
减: 营业外支出	4207	8424	9000	9000	9000	9000
利润总额	157600	161519	179495	275073	384521	511897
减: 所得税	35117	40212	44874	68768	96130	127974
净利润	122483	121307	134622	206305	288391	383923
加: 少数股东损益	-2448	-5746	0	15588	37960	50398
归属于母公司所有者净利润	124931	127053	134622	190717	250431	333524
EPS	2.19	2.22	2.36	3.34	4.38	5.84

4. 风险提示

4.1. 化肥、化工业务对业绩和估值的拖累

除了行业的系统性风险外, 公司的个体风险主要体现为化肥和化工业务盈利不佳。尽管 4 季度化肥与化工业务能够实现扭亏, 但过剩格局和价格大幅波动的格局短期内难以改变, 仍是公司估值持续提升的制肘。

不过, 随着公司煤炭产能的扩张, 而化肥、化工业务保持目前规模, 上述业务对整体业绩的影响也将有所稀释和淡化。

4.2. 技改矿井产能释放慢于预期的风险

尽管我们的盈利预期假设按照最保守的产量释放计算, 但煤矿在建和达产周期长, 此外还受到安全形势和政策的影响, 产量释放有一定的不决定性。如产量未能达到我们的最低假设, 则 11 年有业绩不达预期的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		