

兰花科创（600123）

强烈推荐（维持）**业绩符合预期 内在价值突出****市场数据**

报告日期	2011-3-16
收盘价(元)	39.37
总股本(百万股)	571.20
流通股本(百万股)	571.20
总市值(百万元)	22488.14
流通市值(百万元)	22488.14
净资产(百万元)	6544.49
总资产(百万元)	13561.65
每股净资产	11.46

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5812	7835	8677	9552
同比增长(%)	3.5%	34.8%	10.7%	10.1%
净利润(百万元)	1314	1769	2158	2454
同比增长(%)	3.4%	34.6%	22.0%	13.7%
毛利率(%)	44.6%	40.2%	41.4%	42.1%
净利率(%)	22.6%	22.6%	24.9%	25.7%
净资产收益率(%)	20.1%	21.3%	20.8%	19.2%
每股收益(元)	2.30	3.10	3.78	4.30
每股经营现金流(元)	2.27	2.74	3.48	3.97

相关报告

《兰花科创：大宁矿停产影响：短期负面，利在长远》2011-1-7

《兰花科创-业绩持平 期待大宁煤矿扩权和资源整合机会》2010-8-2

《兰花科创-增长符合预期 期待新的亮点》2009-10-19

投资要点**事件：**

兰花科创公布 2010 年报，收入 58 亿元，同比增长 3.5%；净利润 13 亿元，同比增长 3.4%。ROE 为 22%，EPS 为 2.30 元，与预期完全一致。

点评：

纵观年报，我们认为兰花科创基本渡过最艰难的时期，即将否极泰来，维持“强烈推荐”评级。

煤炭：收入和利润分别增长 61%和 11%

- **产量增长 7.5%，而销量下降 2%。**2010 年，兰花科创原煤产量 601 万吨，同比增加 42 万吨或 7.5%；煤炭销量 597 万吨，同比下降 12 万吨或减少 2.0%。
- **综合煤价上涨 79 元/吨。**我们看好兰花科创煤炭产品的市场化定价模式，可以充分享受煤价上涨的快乐。2010 年，兰花综合煤价为 699 元/吨，上涨 79 元/吨，涨幅 12.8%。
- **煤炭的低成本优势明显。**成本是我们看好兰花科创的另一优势，根据测算，兰花科创吨煤成本仅为 269 元，上涨 27 元/吨，涨幅 11.5%。
- **吨煤净利高于 230 元。**在剔除兰化化肥亏损 1.83 亿元、兰花煤化工亏损 1.23 亿元，推算其他煤化工业务亏损 1.5 亿元，我们测算兰花科创煤炭业务净利润约 15 亿元，吨煤净利 250 元，而规模收益更高的大宁煤矿吨煤净利则高达 300 元。

分析师 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103

- **大宁矿喜忧参半，否极泰来。**如同以往，我们看好兰花科创的大宁煤矿（无烟煤，产能 400 万吨，36%），尽管 2010 年 6 月 13 日起停产至 9 月 3 日，但其净利润仍然高达 11.77 亿，与 2009 年持平；若折年计算，则其净利润约 16 亿元，仅此一项压低 EPS 约 0.25 元。另外，大宁煤矿外资持有的 56% 股权花落华润，我们此前判断兰花增持大宁煤矿 10% 股权的预期落空，甚是遗憾！但我们认为，大宁煤矿停产属于策略性手段，而不是目的，在华润获得兰花科创股权后，预计大宁煤矿在履行法定手续后即可复产，并有望扩大产能至 600 万吨，规模效应下吨煤净利将扩大，故我们态度又趋于乐观。

尿素：亏损状况依旧，拖累 EPS 约 0.35 元

- **吨尿素亏损 1500 元。**2010 年 7 月，兰花科创的化肥业务停产令尿素业务在 2009 年毛利亏损 856 万元的基础上扩大至 4277 万元，若考虑期间费用，其净利润亏损更大。报表的不可拆分令我们难以对其做出准确分拆，在此，我们具体分析其子公司盈亏情况，兰花化肥（100%）亏损 1.83 亿元，兰花煤化工（70%）亏损 1.23 亿元，合计亏损 3.06 亿元。以兰花煤化工吨尿素亏损 150 元测算，我们估算兰花 168 万吨尿素产能亏损约 2 亿元，折合 EPS 约 0.35 元。
- **未来仍然难以扭亏为盈。**在此，我们对兰花科创尿素业务的一贯看法是：因高固定资产导致折旧较高，且尿素业务需精细化管理，预计兰花科创在一段时期内难以改变上述条件，且主要原材料-无烟块煤的价格持续上涨，故未来扭亏为盈的可能性极小，投资者应理性分析其尿素业务，而不能因噎废食！

维持评级：强烈推荐

- 在假定大宁煤矿完成核定产量前提下，我们预计兰花科创 2011-2013 年 EPS 分别为 3.10 元、3.78 元和 4.30 元，动态 PE 分别为 13 倍、10 倍和 9 倍。基于兰花科创具有行业最低估值，以及玉溪煤矿和整合矿井产能的释放，我们继续维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：大宁煤矿复产进度影响 EPS。

表、兰花科创分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009-12	2010-12	YOY	说明
营业收入	1521	1235	1723	1470	1382	-9.1%	5616	5812	3.5%	煤炭销量缩 2%，价涨 13%
营业成本	933	727	1111	784	599	-35.8%	3267	3222	-1.4%	
毛利	588	508	612	686	783	33.1%	2349	2589	10.3%	
销售费用	83	49	50	55	56	-32.9%	215	209	-2.8%	
管理费用	115	115	124	135	216	88.5%	626	591	-5.6%	
财务费用	37	35	43	41	36	-3.8%	147	155	6.0%	
资产减值	9	16	14	2	7	-15.2%	26	39	53.5%	
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-	
投资收益	60	104	172	42	46	-23.3%	425	364	-14.3%	
营业利润	386	383	531	476	492	27.3%	1686	1881	11.6%	
利润总额	377	366	528	370	449	19.2%	1615	1714	6.1%	大宁煤矿停产影响
净利润	312	282	431	264	337	8.0%	1271	1314	3.4%	
EPS	0.55	0.49	0.76	0.46	0.59	8.0%	2.22	2.30	3.4%	
销售费用率	5.5%	4.0%	2.9%	3.7%	4.0%	-1.4%	3.8%	3.6%	-0.2%	
管理费用率	7.6%	9.3%	7.2%	9.2%	15.7%	8.1%	11.1%	10.2%	-1.0%	
财务费用率	2.5%	2.8%	2.5%	2.8%	2.6%	0.1%	2.6%	2.7%	0.1%	
所得税率	17.3%	28.1%	22.9%	33.7%	28.4%	11.1%	24.9%	27.8%	2.9%	
毛利率	38.7%	41.1%	35.5%	46.7%	56.7%	18.0%	41.8%	44.6%	2.7%	
净利润率	20.5%	22.9%	25.0%	17.9%	24.4%	3.9%	22.6%	22.6%	0.0%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4943	7585	10035	12908
货币资金	2347	4371	6517	9062
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10	63	69	76
其他应收款	1094	893	989	1089
存货	720	928	1008	1095
非流动资产	8619	8510	8627	8731
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1099	1050	1100	1150
投资性房地产	19	0	0	0
固定资产	4689	5223	5517	5694
在建工程	778	414	237	153
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1813	1778	1743	1708
资产总计	13562	16095	18662	21639
流动负债	4773	5477	5802	6144
短期借款	1579	1650	1650	1650
应付票据	14	0	0	0
应付账款	918	1406	1527	1660
其他	2262	2420	2625	2835
非流动负债	1671	1832	2152	2472
长期借款	1512	1832	2152	2472
其他	159	0	0	0
负债合计	6444	7309	7954	8616
股本	571	571	571	571
资本公积	740	740	740	740
未分配利润	4018	5610	7438	9647
少数股东权益	573	473	351	212
股东权益合计	7118	8786	10708	13023
负债及权益合计	13562	16095	18662	21639

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1314	1769	2158	2454
折旧和摊销	496	532	623	707
资产减值准备	-5	12	8	8
无形资产摊销	44	30	30	30
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	155	126	99	66
投资损失	-364	-570	-735	-800
少数股东损益	-76	-100	-122	-139
营运资金的变动	336	31	51	27
经营活动产生现金流量	1188	1563	1989	2267
投资活动产生现金流量	4	179	-20	-15
融资活动产生现金流量	26	281	176	294
现金净变动	1218	2023	2146	2546
现金的期初余额	1444	2347	4371	6517
现金的期末余额	2662	4371	6517	9062

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5812	7835	8677	9552
营业成本	3222	4688	5088	5532
营业税金及附加	78	106	117	129
销售费用	209	282	312	344
管理费用	591	799	885	974
财务费用	155	126	99	66
资产减值损失	39	40	50	60
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	364	570	735	800
营业利润	1881	2365	2860	3246
营业外收入	31	10	15	20
营业外支出	198	150	160	180
利润总额	1714	2225	2715	3086
所得税	476	556	679	772
净利润	1238	1669	2036	2315
少数股东损益	-76	-100	-122	-139
归属母公司净利润	1314	1769	2158	2454
EPS (元)	2.30	3.10	3.78	4.30

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.5%	34.8%	10.7%	10.1%
营业利润增长率	11.6%	25.7%	20.9%	13.5%
净利润增长率	3.4%	34.6%	22.0%	13.7%
盈利能力(%)				
毛利率	44.6%	40.2%	41.4%	42.1%
净利率	22.6%	22.6%	24.9%	25.7%
ROE	20.1%	21.3%	20.8%	19.2%

偿债能力(%)

资产负债率	47.5%	45.4%	42.6%	39.8%
流动比率	1.04	1.38	1.73	2.10
速动比率	0.88	1.21	1.55	1.92

营运能力(次)

资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	266.8	170.6	105.1	104.8

每股资料(元)

每股收益	2.30	3.10	3.78	4.30
每股经营现金	2.27	2.74	3.48	3.97
每股净资产	11.46	14.55	18.13	22.43

估值比率(倍)

PE	17.1	12.7	10.4	9.2
PB	3.4	2.7	2.2	1.8

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。