

增 持

兰花科创（600123）

2011 年 3 月 16 日

毛利率水平稳定居前，期待亚美大宁矿复产

2011 年 3 月 15 日股价：39.37 元，未来 6 个月目标价 45.90 元

煤炭行业：刘惠莹

SAC 执业证书编号：S0850511010006

liuhy@htsec.com

021-23219441

主要内容：

公司2010年实现营业利润18.82亿元，同比增长11.55%；归属于上市公司股东的净利润13.14亿元，同比增长3.44%，每股收益2.30元，与我们之前EPS 2.29的预测基本符合。去年公司煤炭产量600.96万吨，同比增长7.47%；亚美大宁股权纠纷告一段落，停产煤矿有望加快复产；化肥、甲醇业务亏损减少。公司拟每10股派现金红利5元（含税）。

煤炭产量实现稳步增长。2010年煤炭业务实现营业收入40.34亿，同比去年增加11.65%。煤炭业务营业利润率高达61.15%，同比增加0.12个百分点。煤炭产量增长的主要动力是资源整合矿，去年产量600.96万吨，同比09年的559.21万吨增长了7.47%；销售煤炭569.71万吨，比09年的581.58万吨略有下降；实现营业收入581157万元，同比增长3.49%。公司积极参与煤炭资源整合，提高煤炭产能，玉溪矿将是未来几年产量增长的主力。

亚美大宁股权纠纷告一段落，停产煤矿有望加快复产。华润电力全资子公司华润煤业以6.69亿美元收购了AACI（HK）全部股本，间接持有山西亚美大宁煤矿56%股权。此前兰花科创与AACI达成的亚美大宁煤矿10%-11%的股权转让协议未成功实现，36%的持股比例未变。亚美大宁煤矿以生产无烟煤为主，保有储量22000万吨，可采储量18100万吨，生产能力400万吨/年。2010年其实现净利润11.77亿元，投资收益占兰花科创净利润的30%左右，控股权未能取得对公司的影响偏负面。但股权纠纷告一段落，年初至今停产的煤矿也有望加快复产。在假定亚美大宁矿复产顺利的中性情境下，预计2011年公司煤炭权益产量超过690万吨。

化肥业务亏损有所减少。受化肥化工企业政策性停产、产品市场低迷等不利因素的影响，化肥业务2010年实现营业收入32.21亿元，同比去年减少8.27%，业务营业利润率-1.33%，同比减少1.51个百分点。受停产影响，去年公司生产尿素106.41万吨，销售尿素99.07万吨，同比分别减少20.09%和30.83%。尿素减产是化肥业务亏损减少的重要原因。今年尿素价格同比去年有所上涨，公司化肥亏损情况将得到改善，今年有望实现盈亏平衡。

甲醇等化工业务仍处于困境。公司现有甲醇产能34万吨，二甲醚产能20万吨，煤化工二期3052项目正在投资。国内煤化工产业产能过剩明显，煤化工产品行业竞争进一步加剧。公司对煤化工、田悦和清洁能源等单位生产系统和装置进行了节能降耗技改，各单位能耗水平明显降低，经营状况逐步好转。随着石油和天然气价格的上涨，预计今年煤化工市场产能过剩局面会有所缓解，但行业发展仍面临一定困难。

销售毛利率水平居前，期间费用率略降。兰花科创是国内煤炭企业中毛利率最高的公司之一，近年来毛利一直稳定在高位。2010年销售毛利率在44.56%，同比去年上涨了2.74个百分点。公司期间费用率16.43%，比去年同期的17.58%下降1.15个百分点，费用控制较稳定。

无烟煤价格走好提升公司盈利空间。今年3月公司煤炭主产区山西晋城无烟中块车板价由去年同期的990元/吨上涨到1420元/吨，同比大幅增长43.43%；山西晋城无烟末煤车板价由去年同期的710元/吨上涨到880元/吨，同比大幅增长23.94%。去年公司无烟煤价格涨幅高于其他煤种的价格平均涨幅。目前春季正是化肥的生产销售旺季，而下游经销商库存量较低，随着后续春耕用肥需求增加，化肥价格稳中有升将打开无烟煤价格上升空间，公司盈利水平也有望得到提升。

盈利预测与投资评级。今年煤炭产量的增长主要来自山阴口前煤矿与兰花焦煤，亚美大宁煤矿的产量是利润增长的关键。东峰矿是兰花集团条件比较好的成熟煤矿，未来迟早会注入上市公司。公司业绩提升的推动力来自无烟煤价格的提升，预计公司2011年~2013年的EPS分别为2.58元、2.91元和3.43元，未来六个月目标价45.90元，给予“增持”投资评级。

风险因素。（1）亚美大宁矿复产进度低于预期；（2）煤化工产能过剩风险。

兰花科创年报点评：

兰花科创位于山西晋城，控股股东兰花煤炭实业集团，实际控制人晋城市国资委，控股公司 45.11%股份。晋城无烟煤储量占全国 24%，约占山西 60% 以上。公司主要产品无烟煤主要用于化肥生产、钢铁高炉喷吹和发电。

公司煤炭产品销售优势。兰花无烟煤除具有一般无烟煤低灰、低硫、高发热量特点外，还拥有机械强度高、热稳定性好、灰熔点高等独特优点，是理想的化工原料煤。无烟煤分为无烟末煤和无烟块煤两种，其中无烟末煤多作为燃料用于电力工业、建材工业和其它工业；无烟块煤则多用作化工造气原料。公司主要客户集中在湖北、河南、江苏和安徽等化肥主要产地和消费地，包括：湖北宜化、湖北三环化工、湖北楚星化工、宝钢股份、焦作电厂、华能沁北电厂等。

煤炭产量实现稳步增长。2010年煤炭业务实现营业收入40.34亿，同比去年增加11.65%。煤炭业务营业利润率高达61.15%，同比增加0.12个百分点。煤炭产量增长的主要动力是资源整合矿，去年产量600.96万吨，同比09年的559.21万吨增长了7.47%；销售煤炭569.71万吨，比09年的581.58万吨略有下降；实现营业收入581157万元，同比增长3.49%。去年公司已完望云分公司90 万吨/年生产能力的核定，办好了新建玉溪煤矿240 万吨/年项目的采矿证。预计今年底完成宝欣、口前、永胜三个整合矿机械化升级改造，其他如玉溪煤矿项目、焦煤60 万吨矿井技改与朔州矿业90 万吨技改也正积极推进，其中玉溪矿将成为未来几年公司产量增长的主力。

兰花科创煤炭产量预测如下：

表 1 兰花科创煤炭产量预测

	权益	煤种	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能(万 吨)	可采年限 (年)	2011E	2012E	2013E
伯方煤矿	100%	无烟煤	19999	14936	180	83	180	180	180
望云煤矿	100%	无烟煤	15239	9788	90	109	90	90	90
唐安煤矿	100%	无烟煤	23037	13164	150	88	150	150	150
大阳煤矿	100%	无烟煤	22220	17275	150	115	150	150	150
亚美大宁煤矿	36%	无烟煤	22000	18100	400	45	200	400	600
玉溪煤矿	57%	无烟煤	21669	16425	300	55			60
山阴口前煤矿	100%	动力煤	7979	6450	120	54	20	60	120
兰花焦煤	80%	炼焦煤	5996	4458	180	25	60	120	180
1、兰花焦煤兰兴公司									
1) 中立煤业	70%	主焦煤	412	291	30	10	10	20	30
2) 瑞兴煤业	51%	主焦煤	303	206	30	7	10	20	30
3) 沙坪子煤业	55%	主焦煤	500	375	30	13	10	20	30
2、玉生煤业	55%	主焦煤	4781	3586	90	40	30	60	90
其他整合煤矿	51%				250			90	180
权益产量合计							690	865	1100

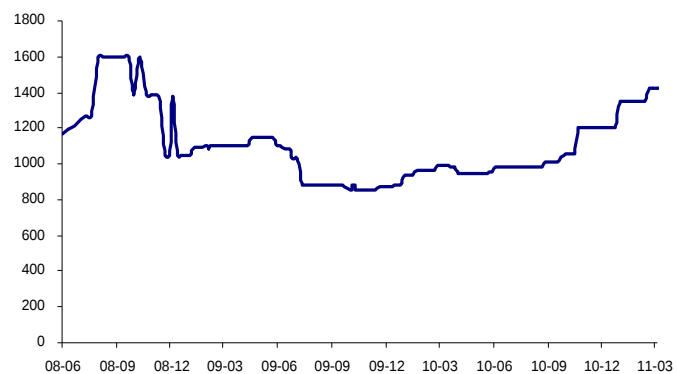
料来源：公司公告，海通证券研究所

亚美大宁股权纠纷告一段落，停产煤矿有望加快复产。华润电力3月13日发布公告称，其全资子公司华润煤业控股有限公司与AACI（BVI）订立收购协议，华润煤业以6.69亿美元向AACI（BVI）收购AACI（HK）全部股本。AACI（HK）持有山西亚美大宁能源有限公司56%股权，经营山西亚美大宁煤矿。转让后，华润电力持有亚美大宁煤矿56%的股权，为第一大股东；兰花科创持有36%的股权，持股比例未变。此前，兰花科创与AACI达成的亚美大宁煤矿10%-11%的股权转让协议未成功实现。亚美大宁煤矿以生产无烟煤为主，保有储量22000万吨，可采储量18100万吨，生产能力400 万吨/年。2010年其实现净利润11.77亿元，投资收益占兰花科创净利润的30%左右，控股权未能取得对公司的影响偏负面。但股权纠纷告一段落，年初至今停产的煤矿也有望加快复产。在假定亚美大宁矿复产顺利的中性情境下，预计2011年公司煤炭权益产量超过690万吨。

无烟煤价格走好提升公司盈利空间。去年下半年以来，受国外粮食价格上涨的影响，我国粮食价格大幅的增长，大幅增加了农民种植粮食的积极性，化肥的用量也随之增加。从产业链上看，化肥用量的增加将带动无烟块煤的需求量的增长。今

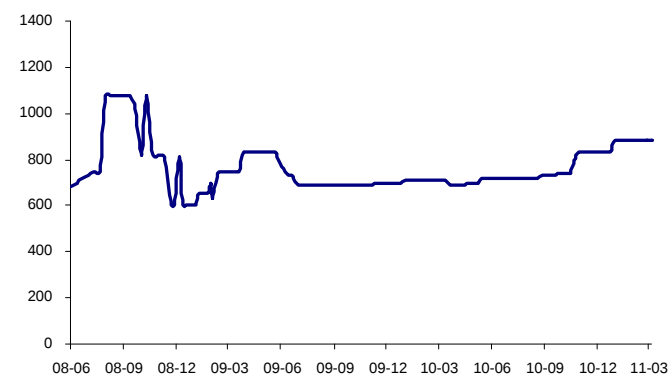
年3月公司煤炭主产区山西晋城无烟中块车板价由去年同期的990元/吨上涨到1420元/吨，同比大幅增长43.43%；山西晋城无烟末煤车板价由去年同期的710元/吨上涨到880元/吨，同比大幅增长23.94%。去年公司无烟煤价格涨幅高于其他煤种的价格平均涨幅。目前春季正是氮肥的生产销售旺季，而下游经销商库存量低于往年，后续春耕用肥需求集中体现，化肥价格稳中有升，无烟煤市场供给偏紧，价格上升空间被打开。受益于煤价的大幅上涨，公司盈利水平也有望得到提升。

图1 山西晋城无烟中块：车板价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网

图2 山西晋城无烟末煤：车板价（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网

化肥业务亏损有所减少。受化肥化工企业政策性停产、产品市场低迷等不利因素的影响，化肥业务2010年实现营业收入32.21亿元，同比去年减少8.27%，业务营业利润率-1.33%，同比减少1.51个百分点。受停产影响，去年公司生产尿素106.41万吨，销售尿素99.07万吨，同比分别减少20.09%和30.83%。尿素减产是化肥业务亏损减少的重要原因。

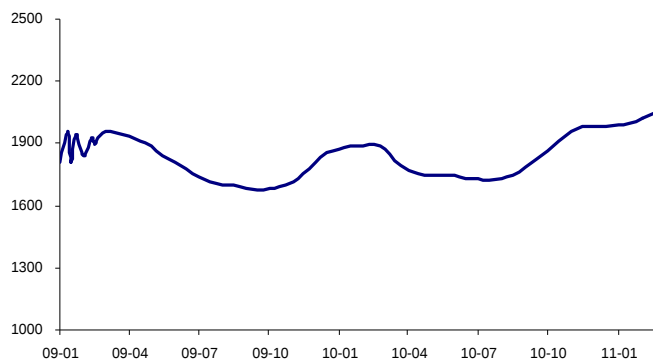
表2 兰花科创 尿素产量预测

	合成氨产能 (万吨)	尿素产能 (万吨)	2007 (万吨)	2008 (万吨)	2009 (万吨)	2010 (万吨)	2011E (万吨)	2012E (万吨)	2013E (万吨)
化肥分公司	18	30	35	35	35	28	30	30	30
化工分公司	8	13	15	15	15	12	15	15	15
兰花科创化肥公司	74	125	44	68	83	66	95	100	105
1、阳城化肥分公司	8	13	13	13	15	12	15	15	15
2、兰花科创田悦化肥公司	18	30	5.5	25	33	27	35	35	35
3、兰花煤化工公司(80.31%)									
其中:大化公司一期	18	30	25.5	30	35	27	35	35	35
大化公司二期	30	50					10	15	20
合 计			94	118	133	106	140	145	150

资料来源：公司公告，海通证券研究所

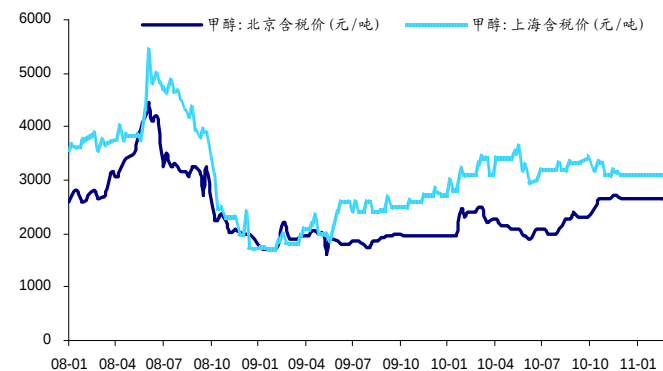
化肥售价稳中有升。受去年尿素产能释放不足、煤炭价格高位运行、天然气涨价与春耕旺季等影响，销售价格稳中有升。今年2月国产尿素批发价达2042元/吨左右，与去年同期的1893元/吨相比上涨8%。今年尿素价格同比去年有所上涨，公司化肥亏损情况将得到改善，今年有望实现盈亏平衡。

图3 国产尿素批发价(元/吨)



资料来源：中国煤炭资源网

图4 甲醇含税价格走势(元/吨)



资料来源：中国煤炭资源网

甲醇等化工业务仍处于困境。公司现有甲醇产能34万吨，二甲醚产能20万吨，煤化工二期3052 项目正在投资。国内煤化工产业产能过剩明显，煤化工产品行业竞争进一步加剧。公司对煤化工、田悦和清洁能源等单位生产系统和装置进行了节能降耗技改，各单位能耗水平明显降低，经营状况逐步好转。近期山西新能源汽车领导组正在向工信部提交《甲醇汽油试点运行总体工作方案》，预计国家层面推广甲醇汽油的力度将显著加大。甲醇汽油的推行，将大大缓解目前甲醇行业产能过剩的现状。随着石油和天然气价格的上涨，公司煤化工项目竞争力有望得到加强，预计今年煤化工市场产能过剩局面会有所缓解，但行业发展仍面临一定困难。

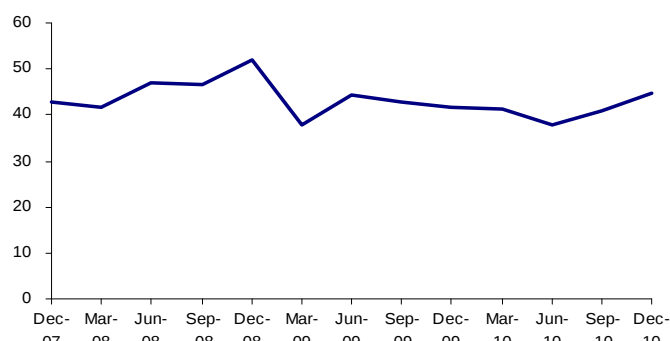
表3 兰花科创 化工产品产量预测

	甲醇产量 (万吨)	二甲醚 (万吨)	2008 (万吨)	2009 (万吨)	2010 (万吨)	2011E (万吨)	2012E (万吨)	2013E (万吨)
兰花清洁能源公司(75%)	20	10	8	10	10	10	10	10
丹峰化工(51%)	10	10	4.5	10	10	10	10	10
兰花煤化工(80.31%)大化二期	10						5	10
合计	40	20	12.5	20	20	20	25	30

资料来源：公司公告，海通证券研究所

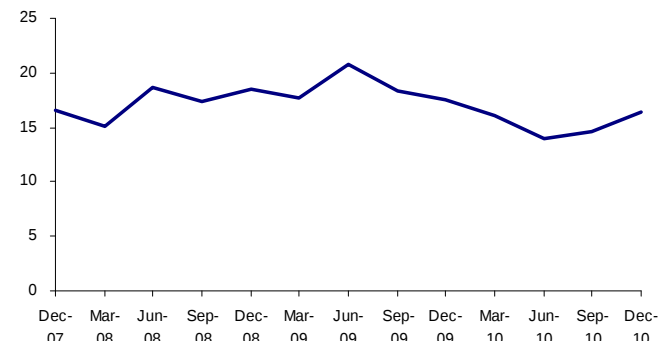
销售毛利率水平居前，期间费用率略降。兰花科创是国内煤炭企业中毛利率最高的公司之一，近年来公司毛利一直稳定在高位，随着煤炭产量扩张公司整体毛利也没有拉低。2010年销售毛利率在44.56%，同比去年上涨了2.74个百分点。公司销售费用2.09亿元，同比减少2.83%；管理费用为5.9亿元，同比减少5.6%；财务费用1.55亿元，同比去年减少5.99%。公司期间费用率16.43%，比去年同期的17.58%下降1.15个百分点，费用控制较稳定。

图5 销售毛利率(%)



资料来源：公司公告，海通研究所

图6 期间费用率(%)



资料来源：公司公告，海通研究所

公司积极参与煤炭资源整合，战略规划明确。公司全面实施“强煤、调肥、上化、发展新能源新材料”的发展战略，推进产业优化升级。“强煤”就是加快玉溪煤矿建设和收购、资源整合煤矿的机械化升级改造步伐、望云15号煤开采建设，提

高煤炭产能；大力发展高炉喷吹煤，改造和提升伯方、唐安和望云矿原煤洗选能力；积极寻求和扩大资源储备，增加煤炭资源储备。“调肥”就是要改造和提升现有化肥企业装备水平，积极调整化肥产品结构，调整和发展市场需求大的硝基复合肥等新产品。“上化”就是要围绕市场需求和工艺技术成熟程度，依托技术进步和增加效益，发展己二酸、尿醛胶等项目。“发展新能源新材料”是要抢抓机遇，积极开发光伏产业和聚甲醛等新产品。

集团成熟煤矿资源未来可能注入上市公司。兰花集团有北岩煤矿、莒山煤矿和东峰煤矿，其中北岩、莒山两个矿井已近枯竭期，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。东峰矿位于晋城高平市，地质储量为20514万吨，可采储量为13668万吨，目前产能120万吨。产品为特低硫、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。东峰矿是集团条件比较好的成熟煤矿，未来可能会首先注入上市公司。

盈利预测与投资评级。今年煤炭产量的增长主要来自山阴口前煤矿与兰花焦煤，亚美大宁煤矿的产量是利润增长的关键。业绩提升推动力来自无烟煤价格的提升。不考虑其他资产注入，预计公司2011年~2013年的EPS分别为2.58元、2.91元和3.43元，对应11年18倍的PE，未来六个月目标价45.90元，给予“增持”投资评级。

表4 公司业绩分析和预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(万元)	561563	581157	692862	781749	891424
营业收入(万元)	561563	581157	692862	781749	891424
二、营业总成本(万元)	435398	429441	518507	581597	653910
营业成本(万元)	326698	322214	399581	456879	523869
营业税金及附加(万元)	7419	7806	8960	9960	10569
销售费用(万元)	21493	20884	22957	23746	24589
管理费用(万元)	62561	59055	65145	66541	67640
财务费用(万元)	14657	15535	16578	17863	19274
资产减值损失(万元)	2571	3947	5286	6608	7969
三、其他经营收益(万元)	42482	36410	40105	42687	45012
四、营业利润(万元)	168646	188127	214460	242839	282526
加：营业外收入(万元)	1296	3074	4267	5869	7958
减：营业外支出(万元)	8424	19779	23568	26897	29143
五、利润总额(万元)	161519	171421	195159	221811	261341
减：所得税(万元)	40212	47600	55842	65456	75987
六、净利润(万元)	121307	123821	139317	156355	185354
减：少数股东损益(万元)	-5746	-7602	-8053	-9864	-10568
归属于母公司所有者的净利润(万元)	127053	131423	147370	166219	195922
七、每股收益(元)	2.22	2.30	2.58	2.91	3.43
总股本(万股)	57120	57120	57120	57120	57120

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘惠莹：煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：西山煤电、潞安环能、国阳新能、山煤国际、欣网视讯、兰花科创、上海能源、兖州煤业、神火股份、平煤股份、冀中能源、中煤能源、中国神华、恒源煤电、郑州煤电、煤气化、大同煤业、开滦股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。