



证券研究报告·上市公司简评

煤炭开采

业绩基本符合预期 估值提升仍有空间

事件

公司公布 2010 年年报

2010 年公司实现收入 58.11 亿，同比增长 3.49%；实现归属母公司净利润 13.14 亿，同比增长 3.44%。实现 EPS2.30 元，业绩基本符合我们的预期（2.34），公司拟每 10 股分配现金红利 5 元（含税）。

简评

化肥业务亏损面继续扩大

公司全年化肥板块实现收入 32.21 亿元，生产尿素 106 万吨，全资子公司兰花科创化肥（100%）亏损 1.83 亿，较 09 年的 1.49 亿亏损面有所扩大，较中报的-7500 万亏损大幅扩大；兰花煤化工（80.3%）亏损 1.23 亿，较 09 年的 6735 万亏损继续扩大。加上公司本部的晋城第一化肥厂和巴工化肥厂，我们测算公司尿素业务累计亏损约为 4.65 亿（假设本部盈利能力与兰花化肥盈利能力差不多），折合 EPS0.81 元。生产二甲醚的兰花清洁能源公司（75%）亏损 1.3 亿，较中期的 6900 万亏损继续扩大。由于块煤价格的持续上涨，目前来看尿素业务改善空间不大，预计 2011 年仍将亏损。

公司下属非煤业务中，仅兰花工业污水处理（58%）、兰花能源集运公司（72%）和重庆兰花太阳能电力公司盈利，其他均处于亏损或微利状态。

煤炭业务盈利能力稳定上升，2011 年量平价升

公司全年生产原煤 600 万吨（其中包括部分工程煤），销售煤炭 570 万吨，无烟煤均价为 708 元/吨，较中期的 681 万吨上涨 27 元/吨。公司预计 2011 年生产原煤 650 万吨，这包括兰花朔州和兰花焦煤公司的部分工程煤，本部产量将与 2010 年基本持平。因此，公司 2011 年本部将主要靠价格提升。目前公司末煤均价较 2010 年提高了 50 元/吨含税价，块煤价格提高了约 200 元/吨，洗精煤价格也有所提升，我们预计 2011 年均价为 764 元/吨，较 2010 年的 708 增加 56 元/吨。

亚美大宁矿股权收购意外失败

华润电力（0836.HK）13 日晚间公告，公司出资 6.69 亿美元（折合 44 亿人民币）收购山西亚美大宁 56%股权，由此公司原先公告的收购计划可能意味失败，公司仍将持有 36%股权，山西煤炭运销总公司持有 8%股权。目前，亚美大宁仍未获得 2011 年采矿权证。我们测算，2011 年有望继续公司净利润 5.23 亿。

请参阅最后一页的重要声明

兰花科创 (600123)

维持评级

买入

李俊松

lijunsong@csc.com.cn

010-85130933

执业证书编号：S1440209080397

发布日期：2011 年 3 月 17 日

当前股价：39.37 元

目标价格 6 个月：47.4 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.90/-5.80	-15.22/-14.17	7.14/11.03
12 月最高/最低价 (元)		52.59/23.9
总股本 (万股)		57120.00
流通 A 股 (万股)		57120.00
总市值 (亿元)		224.88
流通市值 (亿元)		224.88
近 3 月日均成交量 (万)		1050.26
主要股东		
山西兰花煤炭实业集团有限公司		45.11%

股价表现



相关研究报告

10.10.21	兰花科创 2010 年三季报及收购公告点评：停产影响相互抵消，基本面下行风险较小
10.08.02	兰花科创 2010 年中报点评：基本面下行风险较小，继续买入
10.04.02	兰花科创 2009 年年报点评：化工业务好转，关注亚美大宁煤矿业绩释放

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



2011 年主要靠价格提升，关注尿素业务减亏，基本面继续下行风险小

目前公司尿素业务亏损严重，2011 年主要靠煤炭业务价格提升，在建矿井可能需要到 2012、13 年才会陆续投产，业绩放量将在 2013 年。我们预测，2011-2013 年公司业绩分别为 2.63、2.99、3.48，目前 2011 年估值水平仅 15 倍，处于行业较低水平，我们认为公司基本面已接近谷底，未来向好的概率要大于变坏的概率，维持对公司买入评级，目标价 47.4 元。

表 1：兰花科创整合矿利润表

单位：万吨/百万元	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
兰花朔州(100%)								20	50	100
动力煤价格								250	260	350
吨动力煤成本								180	180	200
费用及附加								55	60	80
净利润（百万元）								2	8	53
权益净利润（百万元）								2	8	53
折合EPS								0.00	0.01	0.09
焦煤产量								10	50	120
焦煤价格								500	530	550
吨焦煤成本								300	250	250
费用及附加								70	60	61
净利润（百万元）						-15		10	83	215
权益净利润（百万元）								8	66	172
折合EPS								0.01	0.12	0.30
在建矿公司EPS合计								0.02	0.13	0.39

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



表 2：兰花科创利润表

单位：万吨/百万元	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011E	2012E	2013E
无烟煤产量	519	286	549	310	559	279	577	587	647	708
其中：伯方煤矿					190		190	190	190	190
望云煤矿					66		80	90	90	91
唐安煤矿					157		157	157	157	157
太阳煤矿					140		150	150	150	150
玉溪煤矿（57.31%）									60	120
无烟煤销量	496	279	543	297	582	275	570	580	639	699
无烟煤均价（元/吨）	413	498	614	624	620	681	708	764	785	794
其中：末煤							607	650	670	680
块煤							889	1128	1150	1160
洗精煤							718	750	770	770
煤炭产品收入	2048	1388	3333	1852	3605	1874	4034	4430	5015	5552
煤炭产品成本	877	542	1107	662	1405	758	1567	1652	1853	2097
吨煤成本（元/吨）	177	194	204	223	242	275	275	285	290	300
毛利率	57.2%	61.0%	66.8%	64.3%	61.0%	59.6%	61.1%	62.7%	63.1%	62.2%
尿素产量（万吨）	94	52	118	66	133	67	106	140	140	140
尿素销量（万吨）	97	54	106	70	143	62	99	130	140	140
尿素价格（元/吨）					1554	1547	1581	1721	1750	1780
化肥板块收入	1613	972	2198	1193	3439	2186	3221	3898	4105	4147
化肥产品收入					2226	959	1566	2243	2450	2492
化肥产品成本					2290	1075	1717	2591	2814	2828
吨化肥成本（元/吨）					1599	1734	1734	1988	2010	2020
化肥毛利率					-2.9%	-12%	-10%	-16%	-15%	-13%
化肥板块成本	1323	831	1821	1193	3433	2210	3264	4081	4287	4301
板块合计毛利率	18.0%	14.5%	17.1%	0.0%	0.2%	-1.1%	-1.3%	-4.7%	-4.4%	-3.7%
营业收入	3495	2135	4912	2840	5616	2959	5812	6885	7676	8255
营业成本	1868	1131	2357	1585	3267	1839	3222	4124	4530	4789
毛利率	46.5%	47.0%	52.0%	44.2%	41.8%	37.9%	44.6%	40.1%	41.0%	42.0%
投资净收益	35	134	291	304	425	276	364	523	523	531
明细：亚美大宁收入(36%)				1474	2342	1488	2223	2604	3056	3128
产量					400		400	350	400	400
其中：块煤					160		160	140	160	160
末煤					240		240	210	240	240
吨煤价格					585		556	744	764	782
其中：块煤					765		842	1050	1070	1100
末煤					466		517	540	560	570
完全成本					249		260	270	280	290
税前净利润					1345		1183	1659	1936	1968
税率					12.5%		12.5%	12.5%	25.0%	25.0%
亚美大宁税后净利润	0.10			845	1177	767	1047	1452	1452	1476
贡献净利润				304	424	276	364	523	523	531
折合EPS				0.53	0.74	0.48	0.64	0.91	0.92	0.93
利润总额	1022	704	1769	869	1615	895	1714	1963	2253	2475
归属于母公司净利润	707	589	1401	679	1271	714	1314	1493	1637	1761
少数股东损益	3	(8)	(25)	(34)	(57)	(43)	(76)	(60)	30	70
本部现有资产EPS	1.24	1.03	2.45	1.19	2.22	1.25	2.30	2.61	2.87	3.08

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

李俊松：煤炭行业研究员，清华大学经济管理学院管理学硕士。2007 年加入中信建投证券研究部，曾任零售、纺织服装行业研究员，2010 年新财富煤炭行业第 8 名。研究理念：微观调研结合宏观数据分析，注重研究的前瞻性，寻求风险与收益的最佳结合点。研究终极目标：少犯或不犯错误，做一个有定价力的研究员。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。