

联系人: 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

煤价提升显著, 亚美大宁停产不改业绩快速增长

事件描述

兰花科创今日发布 11 年 1 季报, 其主要内容为:

1 季度公司实现营业收入 17.43 亿元, 同比增长 41.12%; 实现利润总额 4.84 亿元, 同比增长 32.24%; 实现归属于母公司的净利润 3.38 亿元, 同比增长 19.56%; 1 季度公司实现基本每股收益 0.59 元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.60 元; 加权平均净资产收益率为 5.03%, 同比减少 0.22 个百分点。

事件评论

第一, 受益于煤价上涨 1 季度业绩同比大幅增长, 大宁矿停产导致投资收益大幅下降

公司 1 季度实现 EPS 为 0.59 元, 同比增长 20.41%, 环比 4 季度基本持平。公司营业收入同比和环比分别增长 41.12% 和 26.11%, 不过由于亚美大宁的停产, 投资收益由 1.04 亿元下降至 -0.35 亿元。

第二, 1 季度无烟煤同比上涨 35%, 中性假设下全年均价上涨 25%, 扣除成本后 EPS 增加约 0.5 元

1 季度公司所在的晋城地区无烟末煤和无烟中块市场价快速上涨, 最新价格为 850 元/吨和 1320 元/吨, 较 10 年均价分别上涨了 29% 和 38%。按产量 600 万吨和吨煤成本上涨 10% 计算, 在悲观、中性和乐观假设下, 全年公司 EPS 分别增加 0.27 元、0.51 元和 0.75 元。

第三, 部分整合小矿改造已开工, 玉溪矿+整合煤矿带动公司五年内产量翻番

2010 年公司煤炭产量 600.96 万吨, 预计 2011-2014 年产量分别为 650 万吨、700 万吨、1000 万吨和 1350 万吨, 近五年产量翻番, 主要增长来源于在建的玉溪矿和整合技改矿。其中, 整合煤矿中 210 万吨动力煤和 150 万吨炼焦煤已投入改造。预计 2011-2014 年产量分别为 650 万吨、700 万吨、1000 万吨和 1350 万吨。

第四, 亚美大宁股权问题仍未有进展, 中性假设下 2011 年贡献 EPS 约 0.46 元

目前亚美大宁股权结构为: 华润电力、兰花科创和晋城煤运分别持有 56%、36% 和 8%, 由于股权纠纷未解决之前, 国土部门未颁发新的采矿许可证, 亚美大宁矿已经于 1 月开始停产, 在悲观、中性和乐观三种假设下, 2011 年亚美大宁对公司业绩的贡献分别为 0.25 元、0.46 元和 0.63 元。

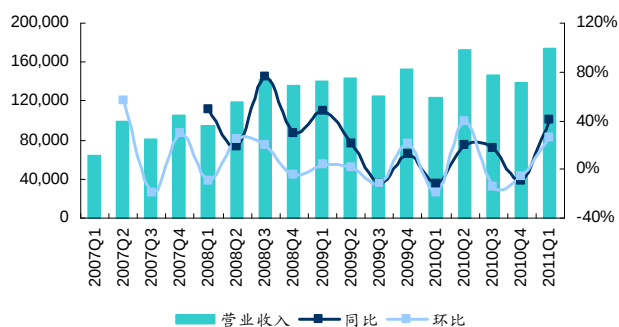
第五, 1 季度尿素价格大幅上涨, 但由于块煤成本较高, 仍处于亏损状态; 化肥子公司转分公司亏损情况下可节税

第六, 预计公司 11 年-13 年 EPS 分别 2.68 元、3.21 元和 3.88 元, 11 年 PE 为 14.77 倍, 具有明显的估值优势, 公司近五年产能有望翻番, 看好公司长期成长性, 短期看点在于亚美大宁的复产, 维持“推荐”评级。

第一，受益于煤价上涨 1 季度业绩同比大幅增长，大宁矿停产导致投资收益大幅下降

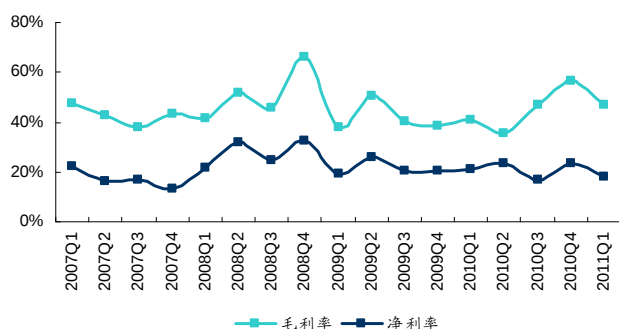
- 1 季度实现 EPS 为 0.59 元，同比去年 1 季度 0.49 元增长 20.41%，环比去年 4 季度持平。
- 1 季度公司营业收入 17.43 亿元，同比和环比分别增长 41.12%和 26.11%，主要原因是“煤炭市场需求增加和煤炭价格上升”；营业成本 9.21 亿元，同比和环比分别增长 26.73%和 53.79%；
- 1 季度公司投资收益为-0.35 亿元，而去年同期为 1.04 亿元，主要由于亚美大宁矿 1 季度停产；
- 1 季度公司毛利率为 47.14%，同比增长 6.01 个百分点，环比下降 9.51 个百分点，毛利率上涨主要由于煤价上涨；1 季度公司净利率为 18.07%，同比和环比分别下降 3.25 和 5.21 个百分点，主要由于亚美大宁矿停产，降低了公司的盈利能力；
- 1 季度公司期间费用为 3.15 亿元，同比上涨 19.6%，期间费用率为 14.23%，同比和环比分别下降 1.80 和 8.05 个百分点，主要由于管理费用率的下降。

图 1: 1 季度营业收入同比环比均大幅增加



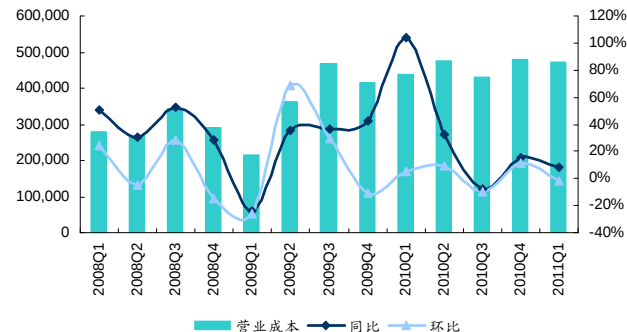
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3: 公司 1 季度毛利率同比上涨环比下跌



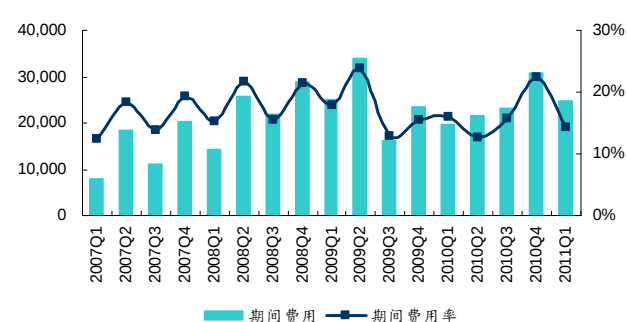
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 1 季度营业成本同比涨幅低于营业收入



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 公司 1 季度期间费用率同比环比均下降

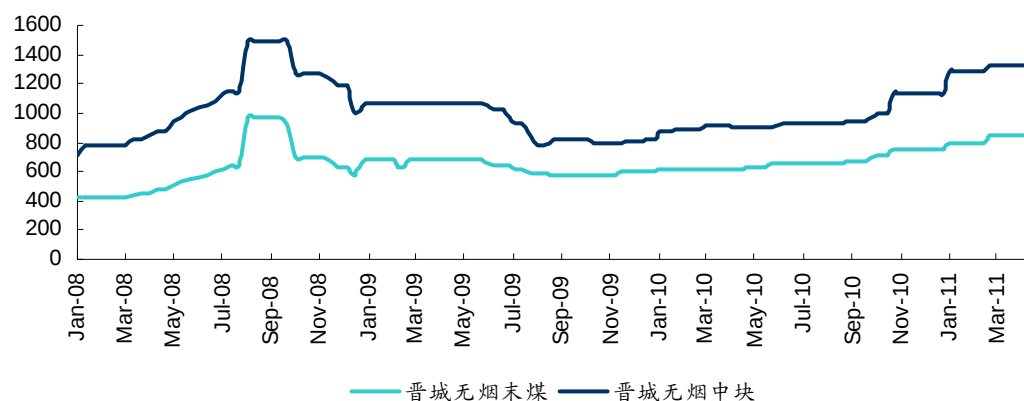


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，1 季度无烟煤同比上涨 35%，中性假设下全年均价上涨 25%，扣除成本后 EPS 增加约 0.5 元

- 1 季度公司所在的晋城地区无烟末煤和无烟中块市场价快速上涨，1 季度均价分别为 816 和 1284 元/吨，同比上涨 34%和 44%，目前两个煤种的最新价格为 850 元/吨和 1320 元/吨，较 10 年均价也分别上涨了 29%和 38%
- 假如今年无烟煤的价格能够保持目前的高位，将显著增厚公司的业绩：按产量 600 万吨和吨煤成本上涨 10%计算，在悲观、中性和乐观假设下，全年公司 EPS 分别增加 0.27 元、0.51 元和 0.75 元。

图 5：公司主要产品价格 1 季度继续上涨



资料来源：Sxcoal, 长江证券研究部

表 1：11 年煤炭价格上涨及 EPS 增厚假设

单位：元	悲观	中性	乐观
全年价格上涨	15%	25%	35%
吨煤价格	814	885	956
吨煤成本	287	287	287
吨煤毛利	527	598	669
吨煤毛利增加	80	151	222
吨煤净利增加	40	75	111
EPS 增厚	0.27	0.51	0.75

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，部分整合小矿改造已开工，玉溪矿+整合煤矿带动公司五年内产量翻番

公司目前核定产能为 1350 万吨，其中在产矿包括伯方，望云，唐安，大阳等四个煤矿，产能合计为 570 万吨，本部未来产量基本稳定。2010 年公司煤炭产量 600.96 万吨，预计 2011-2014 年产量分别为 650 万吨、700 万吨、1000 万吨和 1350 万吨，近五年产量翻番，主要增长来源于在建的玉溪矿和整合技改矿。其中，11 年和 12 年产量增量主要来源于整合煤矿的工程煤，预计基本没有盈利贡献。

- 公司目前正在建设的玉溪煤矿设计产能 240 万吨，采矿权办理已经得到国土资源部批复，预计将于 2013 年投产，盈利能力接近亚美大宁矿；
- 公司整合的小矿规模达到 540 万吨，预计 2013 年正式投产，平均股权在 65%左右。540 万吨产能中，动力煤、焦

煤和无烟煤的产能分别为 210 万吨、150 万吨和 180 万吨，其吨煤净利有望分别达到 100 元/吨、300 元/吨和 200 元/吨；其中宝欣（焦煤、90 万吨/年、55%）、兰兴（焦煤、60 万吨/年、80%）、口前（动力煤、90 万吨/年、100%）和永胜（动力煤、120 万吨/年、100%）已获得开工批复，进入升级改造阶段；

- 2013 年，玉溪煤矿和整合小矿投产后，公司煤炭产能将达到 1320 万吨（不含亚美大宁），权益产能为 1080 万吨。

表 2：公司各矿井储量及产量

煤矿	地质储量	煤种	权益	资源保有储量	可采储量	核定产能	2009 年产量
在产矿	伯方煤矿	无烟煤	100%	9555	6092	180	195.09
	唐安煤矿	无烟煤	100%	28487	16702	150	157.03
	太阳煤矿	无烟煤	100%	11310	5959	150	140.92
	望云煤矿	无烟煤	100%	15978	7988	60	66.16
	大宁煤矿	无烟煤	36%	22000	18,100	400	429.96
在建矿	玉溪煤矿	无烟煤	67%	21669	16425	240	-
整合技改矿	口前矿	动力煤	100%	7979	6450	90	-
	兰兴煤业	焦煤	80%	5388	291	60	-
	宝欣煤业	焦煤	55%	4681	206	90	-
	永胜煤业	动力煤	100%	11000	-	120	-
	百盛煤业	无烟煤	-	5517	-	90	-
	同宝煤业	无烟煤	-	9331	-	90	-
合计	-	-	-	152895	78213	1720	989.16

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，亚美大宁股权问题仍未有进展，中性假设下 2011 年贡献 EPS 约 0.46 元

亚美大宁矿是公司的参股煤矿，公司目前持股 36%，大宁香港公司持股 56%，公司原拟收购大宁公司 10% 的股权。但今年 3 月 14 日华润电力宣布以 6.69 亿美元收购大宁香港控股公司持有的股权。转让后，亚美大宁的股权结构为：华润电力、兰花科创和晋城煤运分别持有 56%、36% 和 8%。预计转让后公司解决股权问题，实现亚美大宁煤矿控股的难度进一步加大。

- 亚美大宁于 2011 年 1 月开始停产，原因是按照国土部门的要求，在亚美大宁股权纠纷未解决之前，不予换发新的采矿许可证；
- 2011 年亚美大宁煤矿依然对公司业绩存在巨大影响，不确定性在于：（1）大宁矿何时复产；（2）股权纠纷是否解决，何时解决。在悲观、中性和乐观三种假设下，2011 年亚美大宁对公司业绩的贡献分别为 0.25 元、0.46 元和 0.63 元。

表 3：亚美大宁 2011 年贡献业绩测算

	悲观	中性	乐观
假设条件	股权问题不解决，停产 9 个月	股权问题不解决，停产 6 个月	股权问题解决，停产 6 个月
年产量	150	280	280

权益产量	54	101	129
吨煤利润	350	350	350
权益利润	18900	35280	45080
贡献 EPS	0.25	0.46	0.59

资料来源：长江证券研究部

第五，1 季度尿素价格大幅上涨，但由于块煤成本较高，仍处于亏损状态；化肥子公司转分公司亏损情况下可节税

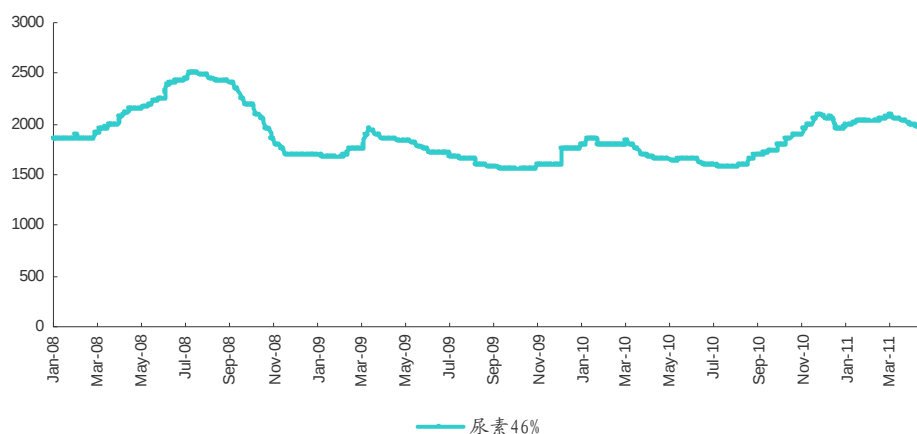
- 1 季度尿素价格同比明显上升，长三角尿素平均价格为 2044 元/吨，同比去年 1 季度的 1799 元/吨增加 13.62%，相比去年全年的 1769 元/吨上涨 15.55%。但由于近期块煤价格仍维持高位，尿素业务仍亏损；
- 根据公司 4 月 23 日公告，公司将子公司兰花科创化肥有限公司和其全资子公司兰花科创田悦化肥有限公司并入公司，调整为分公司。10 年两个公司亏损幅度分别为 5354 万元和 1.31 亿元。如果 11 年维持此亏损幅度，改制成分公司后，可抵税收对 EPS 的影响约 0.08 元。

表 4：公司合并化肥子公司 10 年经营情况

单位：亿元	总资产	净资产	营业收入	净利润
兰花科创化肥	10.37	5.23	17.17	-0.5354
兰花科创田悦化肥	12.29	2.74	4.08	-1.31

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：1 季度长三角尿素价格相比去年明显上升



资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

第六，预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别 2.676 元、3.209 元和 3.879 元，11 年 PE 为 14.77 倍，维持“推荐”评级

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别 2.676 元、3.209 元和 3.879 元，对应 PE 分别为 14.77 倍、12.31 倍和 10.19 倍，较同行业具有明显的估值优势，公司近五年产能有望翻番，看好公司长期成长性，短期看点在于亚美大宁的复产，维

持“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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5812	7777	8136	8969	货币资金	2347	1738	2935	4538
营业成本	3222	4723	4913	5128	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2589	3054	3224	3840	应收账款	1104	1499	1591	1778
% 营业收入	44.6%	39.3%	39.6%	42.8%	存货	720	1012	1053	1098
营业税金及附加	78	104	109	120	预付账款	332	462	480	501
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	1	2	2	2
销售费用	209	272	285	314	流动资产合计	4943	5297	6671	8589
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	591	778	814	897	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	1099	1315	1770	2228
财务费用	155	117	75	70	投资性房地产	19	19	19	19
% 营业收入	2.7%	1.5%	0.9%	0.8%	固定资产合计	5489	5454	5370	5158
资产减值损失	39	0	0	0	无形资产	1813	1722	1636	1554
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	185	185	185	185
投资收益	364	216	455	457	递延所得税资产	20	0	0	0
营业利润	1881	1998	2396	2896	其他非流动资产	-6	-6	-6	-6
% 营业收入	32.4%	25.7%	29.5%	32.3%	资产总计	13562	13985	15646	17726
营业外收支	-167	0	0	0	短期贷款	1849	0	0	0
利润总额	1714	1998	2396	2896	应付款项	931	1284	1335	1392
% 营业收入	29.5%	25.7%	29.5%	32.3%	预收账款	1007	1400	1465	1614
所得税费用	476	549	659	796	应付职工薪酬	126	185	192	200
净利润	1238	1449	1737	2100	应交税费	155	183	215	257
归属于母公司所有者					其他流动负债	704	1020	1062	1119
的净利润	1314.2	1528.6	1833.1	2215.6	流动负债合计	4773	4072	4269	4583
少数股东损益	-76	-80	-96	-116	长期借款	1512	1512	1512	1512
EPS (元/股)	2.30	2.68	3.21	3.88	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	94	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	65	65	65	65
经营活动现金流净额	1295	2065	2028	2394	负债合计	6444	5649	5846	6160
取得投资收益	72	0	0	0	归属于母公司	6544	7844	9402	11285
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	573	493	397	281
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	7118	8337	9799	11567
固定资产投资	-459	-478	-481	-390	负债及股东权益	13562	13985	15646	17726
其他	34	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-426	-478	-481	-390		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.301	2.676	3.209	3.879
股权融资	73	0	0	0	BVPS	11.46	13.73	16.46	19.76
银行贷款增加 (减少)	306	-1849	0	0	PE	17.18	14.77	12.31	10.19
筹资成本	344	-347	-350	-402	PEG	0.90	0.78	0.65	0.54
其他	-688	0	0	0	PB	3.45	2.88	2.40	2.00
筹资活动现金流净额	34	-2196	-350	-402	EV/EBITDA	9.35	8.22	6.77	5.36
现金净流量	903	-609	1197	1603	ROE	20.1%	19.5%	19.5%	19.6%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。