

强烈推荐-B (维持)**兰花科创 600123.SH**

目标估值: 45.00 元

当前股价: 31.00 元

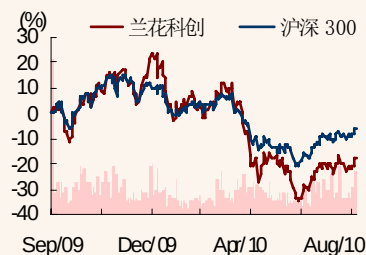
2010 年 9 月 8 日

未来三年煤炭产量翻番、化工业务有较大改善空间**基础数据**

上证综指	2698
总股本(万股)	57120
已上市流通股(万股)	57120
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	177
每股净资产(MRQ)	10.4
ROE(TTM)	21.9
资产负债率	48.0%
主要股东	山西兰花煤炭集团
主要股东持股比例	45.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-19	-13
相对表现	2	-11	-10

**相关报告**

- 1、《兰花科创(600123)-股权之争终有突破, 公司或将取得控股权》2010/5/28
- 2、《兰花科创(600123)-煤炭尿素双轮驱动业绩提升》2010/1/19

卢平

010-57601856
 luping@cmschina.com.cn
 S1090208050203

王培培

010-57601857
 wangpp@cmschina.com.cn
 S1090210030002

近期我们调研了兰花科创, 并与公司高管进行了深入交流。煤炭产量未来三年翻番; 亚美大宁股权若解决将大幅提升公司业绩, 并成为股价催化剂; 同时公司化工业务业绩处于低点, 未来改善空间大。目前公司估值仅 9.8 倍, 我们按照 11 年 15 倍 P/E 估值, 目标价 45 元, 维持强烈推荐的投资评级。

□ **双停导致 2010 年处于未来业绩低点。**

- ✓ 亚美大宁停产减少每股收益 0.25 元。亚美大宁盈利能力超强, 10 年中期贡献每股收益 0.48 元, 占公司每股收益的 39%。我们测算, 亚美大宁停产 84 天影响每股收益 0.25 元, 影响公司 EPS 幅度为 11%。
- ✓ 近期受到亏损和节能减排影响, 化工业务大面积停产, 我们测算, 化肥业务的停产导致亏损加大, 而甲醇业务停产将减少亏损, 综合起来看, 公司的化工板块停产与生产亏损基本相当。

□ **未来三年煤炭总产量翻番。**公司未来三年煤炭产量翻番。我们测算, 2013 年煤炭总产量为 2020 万吨, 较 09 年 999 万吨增长 102%。2013 年煤炭权益产量为 1188 万吨, 较 09 年 717 万吨增长 66%。□ **化工业务业绩改善可期。**在停产等因素影响下, 公司化工业务亏损较大, 但我们判断, 一方面未来甲醇需求有望改善, 另一方面煤头、气头甲醇盈亏状态调整, 以及实现真正的煤化工一体化等措施, 公司化工业务有望大幅减亏。□ **亚美大宁股权解决将大幅度增厚业绩。**亚美大宁股权纷争解决中, 假设股权转让年底完成, 公司的持股比例从 36 升至 47%。亚美大宁的技改于 11 年完成, 煤炭最终产量升至 600 万吨, 则公司的权益产量从此前的 144 万吨提高至 282 万吨, 增长 96%。亚美大宁对公司的每股收益贡献将提升至接近 2 元/股。□ **盈利预测:** 我们预计, 公司 10-12 年每股收益分别为 2.27 元、3.15 元和 3.52 元, 同比增长 2%、39%和 12%。□ **投资评级:** 未来三年煤炭产量翻番, 化工业务盈利存在较大提升空间, 亚美大宁股权若能在年内如期解决将成为股价催化剂, 同时公司估值便宜, 11 年 P/E 仅为 9.8 倍, 远远低于行业 13.7 倍的平均值。按照 11 年 15 倍 P/E 估值, 目标价 45 元, 维持公司强烈推荐的投资评级。□ **风险因素:** 亚美大宁股权转让是否如期完成。**财务数据与估值**

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4912	5616	6035	6878	8190
同比增长	41%	14%	7%	14%	19%
营业利润(百万元)	1804	1686	1694	2386	2907
同比增长	107%	-6%	0%	41%	22%
净利润(百万元)	1401	1271	1295	1798	2010
同比增长	143%	-9%	2%	39%	12%
每股收益(元)	2.45	2.22	2.27	3.15	3.52
PE	12.6	13.9	13.7	9.8	8.8
PB	4.0	3.3	2.8	2.4	2.0

资料来源: 招商证券

正文目录

一、双停导致 2010 年处于未来业绩低点	3
1、亚美大宁停产减少每股收益 0.25 元	3
2、化工业务大面积停产，业绩处于底部	4
二、未来三年煤炭总产量翻番	5
三、化工业务业绩改善可期	7
1、化工业务亏损较大	7
2、未来化工业务存在较大的改善空间	7
四、亚美大宁股权解决将大幅度增厚业绩	9
五、盈利预测和投资评级	10
1、盈利预测	10
2、投资评级	10

图表目录

表 1: 亚美大宁利润贡献	3
表 2: 化工业务停产时间	4
表 3: 化工业务停产影响利润情况	5
表 4: 煤炭产量增长预测	6
表 5: 公司化肥产量预测	7
表 6: 公司甲醇产量预测	7
表 7: 化工行业利润及占比	7
表 8: 亚美大宁股权拟转让情况	9
表 9: 公司盈利分解	10
表 10: 煤炭上市公司估值比较表	11
附: 财务预测表	12

一、双停导致 2010 年处于未来业绩低点

1、亚美大宁停产减少每股收益 0.25 元

亚美大宁是中外合资企业，兰花科创持股 36%，公司力争实现对亚美大宁的控制权，与外资方亚美大宁（香港）控股公司（持股 57%）发生股权之争。由于安全许可证到期而被安全监察局要求停产，以督促解决股权纠纷问题。

由于亚美大宁盈利能力较强且对公司业绩贡献较大，停产使得公司的业绩减少较多。

亚美大宁盈利能力超强

- 2008 年、2009 年和 2010 年中期实现净利润分别为 8.07 亿元、11.77 亿元、7.7 亿元，按照产量计算吨煤净利分别为 233 元/吨，267 元/吨和 348 元/吨。
- 08 年和 09 年 ROE 分别为 60%和 58%。
- 10 年中期亚美大宁贡献每股收益 0.48 元，占公司每股收益的 39%。

表1：亚美大宁利润贡献

单位（万元）	2007	2008	2009	201006
亚美大宁收入	87023	175991	234178	148760
亚美大宁净利润	259	80711	117697	76662
兰花获得的投资收益	93	29056	42371	27598
折合每股收益（元/股）	0.00	0.51	0.74	0.48
兰花每股收益（元/股）	1.24	2.19	2.22	1.25
占兰花每股收益比例	0%	23%	33%	39%
煤炭产量（万吨）		346	440	220
煤炭销量（万吨）		312	440	220
按产量吨煤净利（元/吨）		233	267	348
按销量吨煤净利（元/吨）		259	297	387
总资产		227123	284318	
净资产		134781	201553	
ROA		36%	41%	
ROE		60%	58%	

资料来源：招商整理

停产 84 天影响每股收益 0.25 元

公司持股 36%的亚美大宁安全许可证于 6 月 12 日到期，国土部门要求在股权纠纷未解决之前，不予换发新的采矿许可证，因此，山西煤矿安全监察局晋城分局对亚美大宁下达了停产通知书，于 6 月 13 日零时停产。

在《采矿许可证》有效期不变及矿井安全生产条件不变等前提下，山西省煤矿安全监察局同意将亚美大宁安全生产许可证有效期限延长至 2010 年 12 月 31 日。根据晋城市煤炭工业局《关于同意山西亚美大宁能源有限公司恢复生产的通知》，亚美大宁于 2010 年 9 月 4 日零时起正式恢复生产。

亚美大宁停产 84 天（上半年停产 18 天，下半年停产 66 天），对 2010 年业绩形成了一定的负面影响。

2010 年上半年亚美大宁实现净利润 7662.39 万元，按照上半年扣除停产 18 天后计算每天实现净利润 473 万元，上半年停产 18 天损失 8518 万元（减少每股收益 0.05 元），下半年停产 66 天损失 31233 万元（减少每股收益 0.2 元），合计损失 39751 万元，按照 36% 股权计算，减少全年每股收益 0.25 元。

上半年兰花科创实现每股收益 1.25 元，如果亚美大宁不停产的话，上半年公司每股收益应该为 1.3 元。如果不再考虑后面的化工业务停产影响，按照上半年还原后的业绩年化计算，10 年每股收益应该 2.6 元，扣除亚美大宁停产 84 天减少的每股收益 0.25 元，每股收益就降低为 2.35 元，亚美大宁停产影响每股收益幅度为 11%。

2、化工业务大面积停产，业绩处于底部

由于尿素行业和甲醇行业产能过剩严重，盈利不佳，对公司业绩形成比较大的拖累。08 年化工业务亏损 2.6 亿元，09 年亏损 3.8 亿元，2010 年中期亏损 1.76 亿元，分别贡献每股收益 -0.46 元、-0.67 元和 -0.31 元。

由于化工业务亏损，以及晋城市节能降耗的要求，公司的化工业务几乎全面停产。其中，**尿素停产 86 万吨（全部产能 116 万吨），甲醇停产 30 万吨（全部产能 30 万吨），停产日期到 10 月 25 日左右。**

表2：化工业务停产时间

停产公司	业务	产能（万吨）	停产时间	预计停产期间	继续停产时间	预计停产期间
化工分公司	化肥	13	2010 年 7 月 15 日	1 个月以上	2010 年 8 月 25 日	2 个月以上
兰花煤化工公司	化肥	30	2010 年 7 月 15 日	1 个月以上	2010 年 8 月 25 日	2 个月以上
阳化公司	化肥	13			2010 年 8 月 25 日	2 个月以上
兰花科创田悦化肥公司	化肥	30			2010 年 8 月 25 日	2 个月以上
兰花清洁能源	甲醇	20	2010 年 7 月 15 日	1 个月以上	2010 年 8 月 25 日	2 个月以上
兰花丹峰化工	甲醇	10	2010 年 7 月 15 日	1 个月以上	2010 年 8 月 25 日	2 个月以上

资料来源：公司公告

化肥业务停产亏损加大

由于煤炭价格不断上涨，而尿素价格处于下跌中，公司的化肥业务亏损较多。

尿素的成本主要是“两煤一电”，我们测算，原料煤和燃料煤成本大约 750 元/吨和 220 元/吨，煤炭成本合计 970 元/吨。电力成本大约 250 元/吨，其它成本大约 400 元/吨，尿素成本合计 1630 元/吨。此外三项费用大约 110 元，完全成本为 1740 元/吨。按照停产日 7 月 15 日的小颗粒尿素价格计算，**尿素亏损 190 元/吨（上半年，兰花科创化肥公司亏损 7471 万元，按照其下属企业产能 73 万吨的一半计算，吨尿素亏损 200 元/吨，与我们的测算基本相当）。**

停产大约需要亏损折旧、工资，以及部分管理费用，预计大约亏损 250 元/吨。化肥业务停产亏损加大。

但是，由于近期全国尿素限产较多，加上淡季出口关税降低的影响，尿素价格有了较大幅度的上涨，目前山西地区小颗粒尿素价格为 1650 元/吨（大颗粒尿素 1850 元/吨）。较公司停产日的 1550 元/吨上涨了 100 元/吨。也就是说按照目前价格计算，公司的尿素相对于上半年可以减少到只亏损 100 元/吨。

由于公司大部分化肥厂生产的是大颗粒尿素（26 万吨是小颗粒尿素，90 万吨是大颗粒

尿素)，目前 1850 元/吨的价格，已经完全可以使公司的大颗粒尿素业务处于盈利状态。

甲醇业务停产减亏

甲醇成本：原料煤和燃料煤成本大约 1250 元/吨和 320 元/吨，煤炭成本 1570 元/吨，电力成本 120 元/吨，折旧 250 元/吨，其它成本 250 元/吨，成本合计 2190 元/吨，此外三项费用大约 250 元，完全成本为 2440 元/吨。

目前晋城地区甲醇价格为 2090 元/吨，扣除 17% 的增值税，不含税价格为 1786 元/吨，甲醇亏损大约 650 元/吨（上半年甲醇产能 20 万吨的兰花清洁能源亏损 6900 万元，吨甲醇亏损 690 元，与我们测算的大致相当）。

而目前停产，大约仍需要亏损折旧、工资，以及部分管理费用，预计大约亏损 300 元/吨。甲醇业务停产减亏 350 元/吨左右。

化工业务停产和生产亏损基本相当

化肥业务的停产导致亏损加大，而甲醇业务停产将减少亏损，我们测算，化肥停产多亏 3867 万元，甲醇停产少亏 2917 万元，综合起来看，公司的化工板块停产与生产亏损基本相当。

表3：化工业务停产影响利润情况

	亏损（元/吨）	停产时长（天）	产能（万吨）	亏损（万元）	停产减亏（万元）
化肥生产	-100	80	86	-1911	
化肥停产	-250	80	86	-4778	-2867
甲醇生产	-650	100	30	-5417	
甲醇停产	-300	100	30	-2500	2917

资料来源：公司公告，注 1，假设停产到 10 月 25 日截止。注 2，化肥 43 万吨停产 100 天，另外 43 万吨停产 60 天，加权平均停产 80 天

二、未来三年煤炭总产量翻番

公司属于煤化工一体化企业，利用煤炭资源优势，大力发展了化工行业，但是由于化工行业的不景气，一直处于亏损境况，公司未来的发展战略可能有所转变：即维持目前的化工规模，继续发展煤炭业务。

公司未来三年煤炭产量翻番。我们测算，2013 年煤炭总产量为 2020 万吨，较 09 年 999 万吨增长 102%。2013 年煤炭权益产量为 1188 万吨，较 09 年 717 万吨增长 66%。

- 预计 10-13 年煤炭总产量分别为 900 万吨、1220 万吨、1595 万吨和 2020 万吨，同比增长-10%、36%、31%和 27%。
- 预计 10-13 年煤炭权益产量分别为 689 万吨、851 万吨、988 万吨和 1188 万吨，同比增长-4%、24%、16%和 20%。

本部煤炭产量稳定在 570 万吨

本部四个煤矿产能合计 570 万吨。预计产量稳定在 570 万吨左右。

亚美大宁将增加 1 倍的权益产量

持股 36% 的亚美大宁股权之争在解决中，公司拟将股权从原先的 36% 提升 10%+1% 至 47%，成为亚美大宁的控股股东。

亚美大宁原设计产能 400 万吨，11 年拟扩产至 600 万吨。

公司的权益产量将从此前的 144 万吨增加至 282 万吨。

整合煤矿 550 万吨将逐渐投产

公司已经整合了口前煤矿（100%）和兰花焦煤（80%），未来分别技改至 120 万吨和 180 万吨。

未来还将整合大约 250 万吨的煤炭产能（权益预计不低于 51%）。

新建 300 万吨玉溪煤矿

设计产能 300 万吨的玉溪煤矿正在建设中，该项目于 2009 年 5 月正式开工建设，建设期 3 年。预计 2012 中期投产。

表4：煤炭产量增长预测

		保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能(万 吨)	可采年 限(年)	2009	2010	2011	2012	2013
煤种										
伯方煤矿	无烟煤	19999	14936	180	83	185	180	180	180	180
望云煤矿	无烟煤	15239	9788	90	109	79	90	90	90	90
唐安煤矿	无烟煤	23037	13164	150	88	150	150	150	150	150
太阳煤矿	无烟煤	22220	17275	150	115	145	150	150	150	150
亚美大宁煤矿（47%）	无烟煤	22000	18100	400	45	440	330	500	600	600
玉溪煤矿（66.67%）	无烟煤	21669	16425	300	55					300
口前煤矿（100%）	动力煤	7979	6450	120	54			60	120	120
兰花焦煤（80%）	炼焦煤	5996	4458	180	25			90	180	180
1、兰花焦煤兰兴公司		1215	872	90	10			45	90	90
1) 中立煤业（70%）	主焦煤	412	291	30	10			15	30	30
2) 瑞兴煤业（51%）	主焦煤	303	206	30	7			15	30	30
3) 沙坪子煤业（55%）	主焦煤	500	375	30	13			15	30	30
2、玉生煤业（55%）	主焦煤	4781	3586	90	40			45	90	90
其他整合煤矿（51%）				250					125	250
合计		138139	100596	1820	55	999	900	1220	1595	2020
产量增速							-10%	36%	31%	27%
权益产量		113519	81069	1116		717	689	851	988	1188
权益产量增速							-4%	24%	16%	20%

资料来源：招商研发整理

三、化工业务业绩改善可期

1、化工业务亏损较大

自 05 年以来，公司大力发展煤化工项目，尿素产量从 05 年的 36 万吨迅速发展至 09 年的 133 万吨，四年期间增长了 269%。甲醇从无到有，目前拥有 30 万吨的产量。

但是由于尿素行业和甲醇行业产能过剩严重，盈利不佳，对公司业绩形成比较大的拖累。08 年化工业务亏损 2.6 亿元，09 年亏损 3.8 亿元，2010 年中期亏损 1.76 亿元，分别贡献每股收益 -0.46 元、-0.67 元和 -0.31 元。

近期，受亏损影响和晋城市节能降耗的要求，公司的化工业务几乎全面停产。

表5：公司化肥产量预测

	合成氨 产能(万 吨)	尿素产能 (万吨)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
既有化肥厂											
化肥分公司	18	30	30	34	35	35	35	30	30	30	30
化工分公司	8	13	6	14	15	15	15	13	13	13	13
兰花科创化肥公司	74	125			44	68	83	73	73	73	73
1、阳城化肥分公司	8	13			13	13	15	13	13	13	13
2、兰花科创田悦化肥公司	18	30			5.5	25	33	30	30	30	30
3、兰花煤化工公司(80.31%)											
其中:大化公司一期	18	30			25.5	30	35	30	30	30	30
大化公司二期	30	52									
总计	100	168	36	48	94	118	133	116	116	116	116
权益产量				48	89	112	126	110	110	110	110

资料来源：招商整理，注，大化二期 3052 化肥项目缓建，目前尿素产能为 116 万吨。

表6：公司甲醇产量预测

	甲醇产量(万吨)	二甲醚(万吨)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
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							
合计	40	20	12.5	20	20	20	20	20

资料来源：招商整理，注，大化二期 10 万吨甲醇项目缓建，目前甲醇产能为 30 万吨

表7：化工行业利润及占比

单位: 万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	201006
化工业务净利润	1635.97	-280.63	-385.57	52.24	-26421.46	-38044.66	-17551.71
煤炭业务每股收益	0.46	0.75	0.99	1.01	2.65	2.89	1.56
化工业务每股收益	0.03	0.00	-0.01	0.00	-0.46	-0.67	-0.31
合计每股收益	0.49	0.75	0.98	1.01	2.19	2.22	1.25

资料来源：招商整理

2、未来化工业务存在较大的改善空间

改善途径一：天然气提价改变气头和煤头的盈亏状态

目前全国尿素分为煤头和气头，由于国家补贴天然气价格，气头尿素成本相对便宜，

近期天然气出厂价格已经上调了 0.23 元/立方米，管道运费上涨 0.08 元/立方米，按照吨尿素消耗天然气 600 立方米计算，增加气头尿素成本 186 元/吨，气头尿素成大约 1500 元/吨。与兰花科创的煤头尿素成本 1640 元/吨相差 140 元/吨。只要天然气价格再上调 0.25 元，煤头和气头的尿素成本基本相当，

十二五期间，规划中的天然气的消费量将大幅度增加，未来天然气价格上调仍然是大势所趋。我们认为，未来天然气价格有较大的提升空间，煤头尿素的成本劣势将转化为成本优势。目前的气头尿素盈利而煤头尿素亏损的局面将彻底扭转。

改善途径二：停产甲醇减亏，未来等待甲醇需求改善

公司化工业务包括尿素和甲醇，而甲醇亏损较多，目前价格下尿素尚可维持盈利。

根据前面的测算，甲醇生产亏损 650 元/吨，停产亏损大约 300 元/吨，按照产能 30 万吨计算，停产可以减少亏损 10500 万元。

按照公司的甲醇权益产能 20 万吨计算，公司减亏 7000 万元，可以增厚每股收益 0.12 元。

而要彻底扭转甲醇亏损的局面，需要国家出台政策支持甲醇掺烧汽油，增加甲醇需求量，改变甲醇行业的供求态势，提升甲醇价格。

改善途径三：煤化工真正一体化

由于煤炭需要缴纳 17% 的增值税，而化肥行业免交增值税，煤化工真正一体化的含义就是把煤炭和化肥内部化，不再单独设立具有独立法人的子公司，取消煤炭的中间销售环节，直接作为化肥的原材料供应。

目前公司尿素的煤炭成本大约 1000 元/吨，如果内部化后，可以节约成本 170 元/吨，而公司目前尿素亏损 100 元/吨，从而一举扭转尿素亏损的局面。

不过注销子公司可能会遇到一些阻力，实施起来尚有一定难度。

改善可增厚盈利大约 0.3 元

仅仅考虑停产甲醇和煤化工真正一体化，公司的化工业务可以大幅度减亏。

停产甲醇减亏 7000 万元。增加每股收益 0.12 元。

煤化工真正一体化，每吨增加 170 元/吨的利润，尚未一体化的权益产能为 67 万吨，可以增加利润 11406 万元。扣除所得税（100 元抵扣亏损，70 元利润征收所得税）增加净利润 10232 万元，增加每股收益 0.18 元。

09 年化工业务亏损 0.67 元/股，后两项改善途径如果得以实施的话，可以减少亏损 0.3 元/股。

四、亚美大宁股权解决将大幅度增厚业绩

亚美大宁是由亚美大陆煤炭有限公司、山西兰花科创股份有限公司、山西省煤炭运销总公司晋城分公司共同出资成立的中外合作企业，经历次股权转让，现有股权结构变更为：

- 亚美大宁（香港）控股公司出资 24841 万元，股权占 56%，是第一大股东，
- 兰花科创出资 15969 万元，股权占 36%，是第二大股东，
- 晋城煤炭运销分公司出资 3549 万元，股权占 8%。

该煤矿井田面积 38.83 平方公里，保有储量为 22000 万吨，可采储量 18100 万吨，设计生产能力 400 万吨/年，于 2007 年 8 月建成投产。

股权纠纷正在解决中：

5 月 27 日公司发布公告，与外方签订股权转让意向，外方股东拟将 10+1% 的股权转让给兰花科创（1% 的附加条件为 2 个：7 月 31 日或之前，将目前拥有开采的 3 号煤层的权力扩展至 3 号煤层下的 7 号和 15 号煤层；7 月 31 日或之前，使亚美大宁的经营期限延长 20 年至 2045 年）。而同时，国土部门要求在股权纠纷未解决之前，不予换发新的采矿许可证，而亚美大宁安全许可证于 6 月 12 日到期，山西煤矿安全监察局晋城分局对亚美大宁下达了停产通知书，于 6 月 13 日零时停产，以督促解决股权纠纷事宜。虽然亚美大宁已于 2010 年 9 月 4 日零时起正式恢复生产。我们仍然可以期待后续股权转让事宜。

表8：亚美大宁股权拟转让情况

	转让前	转让 10%后	考虑附加条件增持 1%后
兰花科创	36%	46%	47%
亚美大宁（香港）控股公司	56%	46%	45%
晋城煤运公司	8%	8%	8%
合计	100%	100%	100%

资料来源：招商整理

亚美大宁未来利润贡献测算：假设股权转让年底完成，公司的持股比例从 36% 提升至 47%，而亚美大宁的技改于 11 年完成，煤炭最终产量提升至 600 万吨，则公司的权益产量从此前的 144 万吨提高至 282 万吨，增长 96%。亚美大宁对公司的每股收益贡献将提升至接近 2 元/股（不考虑所得税变更为 25%）。

考虑到亚美大宁产量逐步达产问题，我们谨慎的假设 11-12 年产量分别为 500 万吨和 600 万吨，两免三减半的所得税政策于 11 年底到期（08 年为完整投产的第一年，12 年恢复至 25% 的所得税率），则亚美大宁 11-12 年贡献每股收益分别为 1.46 元和 1.51 元。

五、盈利预测和投资评级

1、盈利预测

我们预计，公司 10-12 年每股收益分别为 2.27 元、3.15 元和 3.52 元，同比增长 2%、39%和 12%。其中：

10-12 年本部煤炭业务加整合煤炭业务实现每股收益分别为 2.06 元、2.32 元和 2.57 元，同比增长-4%、12%和 11%。

10-12 年亚美大宁实现每股收益分别为 0.84 元、1.46 元和 1.51 元，同比增长 13%、74%和 3%。

10-12 年化工业务实现每股收益分别为-0.63 元、-0.56 元和-0.54 元（不考虑前述提到的改善途径增厚业绩部分），同比增长 5%、0%和 12%。

表9：公司盈利分解

单位：元/股	2004	2005	2006	2007	2008	2009	201006	2010	2011	2012
煤炭业务每股收益	0.46	0.75	0.99	1.01	2.65	2.89	1.56	2.90	3.78	4.08
1、本部煤炭每股收益	0.46	0.75	0.99	1.01	2.18	2.15	1.07	2.06	2.32	2.57
2、亚美大宁贡献每股收益				0.00	0.47	0.74	0.48	0.84	1.46	1.51
化工每股收益	0.03	0.00	-0.01	0.00	-0.46	-0.67	-0.31	-0.63	-0.63	-0.56
合计每股收益	0.49	0.75	0.98	1.01	2.19	2.22	1.25	2.27	3.15	3.52

资料来源：招商整理

2、投资评级

未来三年产量翻番；

处于盈利底部的化工业务存在较大的改善空间；

亚美大宁股权谈判如期解决将成为年内股价的催化剂；

估值便宜，11 年 P/E 仅为 9.8 倍，远远低于行业 13.7 倍的平均值。

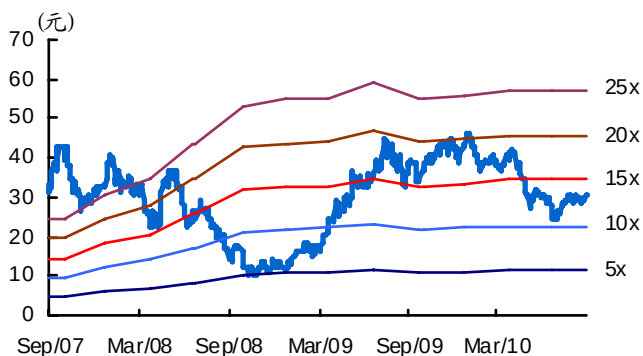
按照 11 年 15 倍 P/E 估值，目标价 45 元，维持公司强烈推荐的投资评级。

风险因素：亚美大宁股权转让是否如期完成

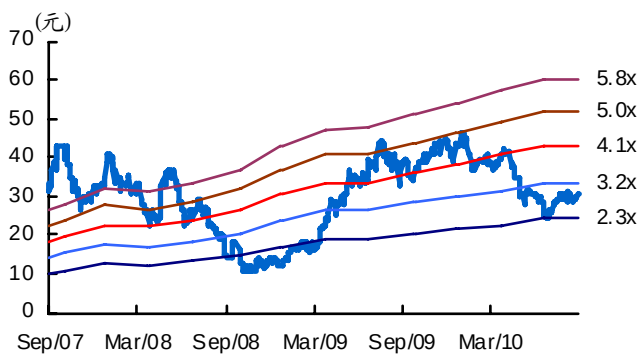
表10: 煤炭上市公司估值比较表

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			10-13 年复 合增速	PEG	每股净资产（元）	P/B（×）
		09A	10E	11E	09A	10E	11E				
炼焦煤类											
西山煤电	21.64	0.71	1.25	1.78	30.6	17.4	12.1	25%	0.7	3.8	5.8
盘江股份	21.19	0.89	1.33	1.45	23.8	15.9	14.6	20%	0.8	5.1	4.2
冀中能源	29.01	1.39	2.36	2.44	20.9	12.3	11.9	7%	1.9	9.3	3.1
平煤股份	18.55	0.77	1.39	1.41	24.0	13.4	13.1	1%	12.2	5.1	3.6
平均	22.60	0.94	1.58	1.77	24.8	14.7	12.9	13%	4	6	3.9
喷吹煤类											
国阳新能	16.70	0.77	1.10	1.18	21.6	15.2	14.2	3%	4.8	3.1	5.4
潞安环能	37.83	1.83	2.59	3.37	20.7	14.6	11.2	10%	1.4	8.9	4.2
平均	27.27	1.30	1.84	2.27	21.2	14.9	12.7	7%	3	6	5
动力煤类											
中国神华	24.30	1.52	1.77	1.90	16.0	13.7	12.8	8%	1.7	10.4	2.3
国投新集	12.60	0.45	0.59	0.67	28.0	21.5	18.8	19%	1.1	3.5	3.6
恒源煤电	30.65	1.14	2.20	1.90	26.8	13.9	16.1	-4%	-3.7	9.3	3.3
中煤能源	10.09	0.50	0.69	0.84	20.2	14.5	11.9	11%	1.4	5.4	1.9
兖州煤业	19.02	0.79	1.61	1.79	24.1	11.8	10.7	7%	1.6	6.1	3.1
大同煤业	16.80	0.89	1.00	1.18	18.9	16.8	14.2	12%	1.4	5.2	3.2
山煤国际	24.02	0.82	1.09	1.61	29.3	21.9	14.9	23%	0.9	3.8	6.4
昊华能源	34.57	1.04	1.97	2.63	33.4	17.6	13.2	12%	1.4	11.0	3.2
平均	21.51	0.89	1.37	1.57	24.6	16.5	14.1	11%	1	6.8	3.4
企业转型类											
神火股份	21.23	0.57	1.42	1.82	37.2	15.0	11.7	12%	1.3	3.9	5.5
兰花科创	31.00	2.22	2.27	3.15	14.0	13.7	9.8	25%	0.6	10.4	3.0
开滦股份	16.28	0.67	0.69	0.76	24.3	23.7	21.4	15%	1.5	4.3	3.8
平均	22.84	1.15	1.46	1.91	25.1	17.5	14.3	17%	1.1	6.2	4.1
总平均	23	1.0	1.5	1.8	24.3	16.0	13.7	12%	1.8	6.4	3.9
中值	21.2	0.8	1.4	1.8	24.0	15.0	13.1	12%	1.4	5.2	3.6

资料来源: 招商整理

图 1: 兰花科创历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 兰花科创历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2134	3391	3441	4702	6822
现金	835	1444	1502	2496	4268
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	101	293	252	311	361
应收款项	41	21	32	33	41
其它应收款	111	618	426	463	536
存货	566	471	690	707	822
其他	479	544	541	693	795
非流动资产	7150	8232	7780	7440	7096
长期股权投资	500	727	651	676	668
固定资产	4713	4760	4410	4099	3824
无形资产	1510	1792	1732	1674	1618
其他	427	953	987	990	986
资产总计	9283	11623	11221	12143	13917
流动负债	3006	4287	3587	3424	3541
短期借款	478	1421	100	100	100
应付账款	677	897	1092	1186	1351
预收账款	751	634	923	948	1101
其他	1100	1335	1473	1190	989
长期负债	1450	1448	968	761	763
长期借款	1236	1293	793	593	593
其他	214	155	174	168	170
负债合计	4456	5735	4555	4185	4304
股本	571	571	571	571	571
资本公积金	651	714	714	714	714
留存收益	3179	4025	4931	6190	7597
少数股东权益	426	578	449	482	731
母公司所有者权益	4402	5310	6217	7475	8882
负债及权益合计	9283	11623	11221	12143	13917

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1585	1057	1905	1548	2037
净利润			1295	1798	2010
折旧摊销			614	571	534
财务费用			121	124	131
投资收益			(479)	(836)	(860)
营运资金变动			448	(130)	(31)
其它			(92)	20	253
投资活动现金流	(1773)	(1001)	(159)	(233)	(189)
资本支出			(200)	(200)	(200)
其他投资			41	(33)	11
筹资活动现金流	(104)	553	(1689)	(321)	(76)
借款变动			(1640)	(500)	(200)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(388)	(539)	(603)
其他			340	718	727
现金净增加额	(291)	610	57	994	1772

资料来源：公司报表、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4912	5616	6035	6878	8190
营业成本	2357	3267	3916	4276	4862
营业税金及附加	55	74	85	101	127
营业费用	211	215	238	275	333
管理费用	602	626	461	551	689
财务费用	95	147	121	124	131
资产减值损失	78	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	291	425	479	836	860
营业利润	1804	1686	1694	2386	2907
营业外收入	22	13	9	16	18
营业外支出	56	84	167	99	81
利润总额	1769	1615	1536	2303	2844
所得税	392	402	369	472	585
净利润	1377	1213	1167	1831	2259
少数股东损益	(25)	(57)	(128)	32	249
母公司所有者净利润	1401	1271	1295	1798	2010
EPS (元)	2.45	2.22	2.27	3.15	3.52

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	41%	14%	7%	14%	19%
营业利润	107%	-6%	0%	41%	22%
净利润	143%	-9%	2%	39%	12%
获利能力					
毛利率	52.0%	41.8%	35.1%	37.8%	40.6%
净利率	28.5%	22.6%	21.5%	26.1%	24.5%
ROE	31.8%	23.9%	20.8%	24.1%	22.6%
ROIC	21.8%	15.4%	17.1%	22.5%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	49.3%	40.6%	34.5%	30.9%
净负债比率	21.1%	26.1%	12.4%	7.4%	5.0%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.4	1.9
速动比率	0.5	0.7	0.8	1.2	1.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	11.0	10.8	10.4	9.8	10.7
应收帐款周转率	148.6	180.0	226.5	211.3	222.1
应付帐款周转率	1.9	2.1	2.0	1.9	1.9
每股资料(元)					
每股收益	2.45	2.22	2.27	3.15	3.52
每股经营现金	2.78	1.85	3.34	2.71	3.57
每股净资产	7.71	9.30	10.88	13.09	15.55
每股股利	0.14	0.14	0.68	0.94	1.06
估值比率					
PE	12.6	13.9	13.7	9.8	8.8
PB	4.0	3.3	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	13.1	13.2	12.2	9.6	8.3

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。具有证券业专业水平二级证书和期货从业资格，五年会计从业经历，六年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区能源行业第二名，2007 年度和 2009 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第二名，2008 年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师第一名。

王培培：毕业于中国人民大学，金融学硕士。具有证券从业资格和期货从业资格。2007 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。