

强烈推荐-B (维持)

兰花科创 600123.SH

目标估值: 60 元
当前股价: 39.98 元
2011 年 6 月 27 日

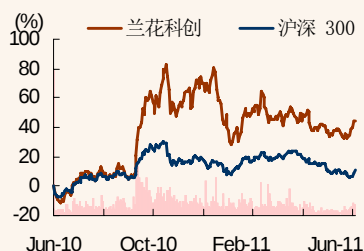
亚美大宁有望近期复产, 化工业务有望大幅减亏

基础数据

上证综指	2746
总股本(万股)	57120
已上市流通股(万股)	57120
总市值(亿元)	224
流通市值(亿元)	224
每股净资产(MRQ)	12.1
ROE(TTM)	19.8
资产负债率	45.2%
主要股东	山西兰花煤炭集团公司
主要股东持股比例	45.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-15	37
相对表现	5	-10	27



相关报告

1、《兰花科创(600123)一增长20%的一季度业绩仍是低点》2011/4/26

2、《兰花科创(600123)一未来三年煤炭产量翻番、化工业务有较大改善空间》2010/9/8

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

公司是煤化工一体化企业, 未来五年煤炭产量翻番, 巨额亏损的化肥化工业务有望大幅度减亏, 股权纷争影响下的亚美大宁有望近期复产, 12 年 P/E 不到 10 倍。持有不到 1 年有 50% 的收益, 维持“强烈推荐”投资评级。

- **煤炭产量五年翻番。**公司目前煤炭总产量 1000 万吨。通过新建、整合、技改, 十二五末公司产量预计达到 2000 万吨。我们预计: 公司 11-15 年煤炭产量分别为 750 万吨、1135 万吨、1790 万吨、1940 万吨和 2070 万吨, 同比分别增长-22%、51%、58%、8%和 7%。五年复合增速 17%。公司 11-15 年煤炭权益产量分别为 654 万吨、862 万吨、1229 万吨、1329 万吨和 1426 万吨, 同比分别增长-10%、32%、43%、8%和 7%。五年复合增速 14%。
- **化肥化工业务有望大幅减亏:** 2010 年公司的化肥和化工业务导致公司每股收益亏损高达 0.91 元。公司正对化肥化工子公司实行分公司化, 增强其盈利能力, 我们测算, 吸收合并田悦 30 万吨尿素可增厚每股收益 0.13 元。在尿素价格大幅上涨情况下, 我们测算目前尿素亏损约 50 元/吨, 较 10 年的亏损 362 元/吨大幅减亏。
- **持股 36% 的亚美大宁复产增厚年度每股收益约 1 元。**华润电力介入后, 亚美大宁的股权纷争应告一段落, 从年初停产至今的亚美大宁有望近期复产, 我们测算: 亚美大宁年可实现净利润 17 亿元。公司可获得投资收益 5.9 亿元, 折合每股收益 1.04 元 (月度贡献每股收益 0.09 元)。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.9 元、4.01 元和 5.07 元, 同比分别增长 26%、38%和 26%。由于受亚美大宁停产影响, 11 年的业绩并未真实反映公司的盈利情况, 我们按照 12 年业绩对公司股价估值, 目前股价下 12 年 P/E 不到 10 倍, 在煤炭上市公司中属于最低估值之一。按照公司 12 年业绩 15 倍 P/E 估值, 目标价 60 元。持有不到 1 年有 50% 的收益率。维持强烈推荐投资评级。
- **股价催化剂:** 亚美大宁复产、化肥化工业务盈利维持目前状态而大幅减亏。
- **风险提示:** 亚美大宁复产进度低于预期, 宏观调控影响估值。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	5616	5812	8025	8574	10585
同比增长	14%	3%	38%	7%	23%
营业利润(百万元)	1686	1881	2207	2910	3968
同比增长	-6%	12%	17%	32%	36%
净利润(百万元)	1271	1314	1659	2288	2894
同比增长	-9%	3%	26%	38%	26%
每股收益(元)	2.22	2.30	2.90	4.01	5.07
PE	18.0	17.4	13.8	10.0	7.9
PB	4.3	4.1	3.4	2.8	2.2

资料来源: 招商证券

正文目录

一、煤炭产量五年翻番	3
二、化肥化工业务减亏在望	5
1、化肥化工子公司分公司化，增强其盈利能力	6
2、化肥价格上涨有望大幅减亏	7
三、亚美大宁复产增厚年度每股收益约 1 元	8
四、盈利预测与投资评级	9
1、盈利预测	9
2、投资评级	9

图表目录

图 1：公司 10-15 年煤炭产量及增速	4
图 2：公司 10-15 年煤炭权益产量及增速	4
图 3：尿素和块煤价格走势	7
图 4：尿素价格与块煤价格差逐渐扩大	7
图 5：公司历年动态 P/E 都能达到 15 倍	9
图 6：兰花科创历史 PEBand	10
图 7：兰花科创历史 PBBand	10
附：财务预测表	11
表 1：公司煤矿产量预测	3
表 2：公司化肥化工业务子公司盈利情况	5
表 3：公司尿素产量情况	5
表 4：公司甲醇二价醚产量情况	6
表 5：一体化增厚业绩情况	6
表 6：尿素成本构成	7
表 7：公司尿素价格、成本和毛利情况	7
表 8：亚美大宁股权结构变化	8
表 9：亚美大宁盈利测算	8
表 10：公司盈利分解	9
表 11：煤炭上市公司估值比较	10

一、煤炭产量五年翻番

公司既有的四个煤矿伯方、望云、唐安、太阳煤炭产量 600 万吨，参股 36%的亚美大宁产量 400 万吨，目前总产量合计 1000 万吨。

通过新建、整合、技改，十二五末公司产量预计达到 2000 万吨。

未来五年千万吨产能增长主要在于：

- 新建的玉溪煤矿（66.67%）产能 300 万吨，预计 2013 年底建成。
- 亚美大宁（36%）技改增加 200 万吨产能。
- 整合煤矿产能 540 万吨。预计 13 年前全部实现投产。
 - ✓ 口前煤矿（100%）产能 90 万吨，预计 11 年底试运转。
 - ✓ 兰花焦煤（80%）下辖两个煤矿，产能 60 万吨的兰兴煤业（80%）预计 2012 年底竣工，、产能 90 万吨的宝欣煤业（55%）11 年底试运转。
 - ✓ 平鲁永胜煤业（100%）产能 120 万吨，11 年底试运转。
 - ✓ 同宝煤矿（60%）产能 90 万吨，预计 13 年投产。
 - ✓ 百胜煤矿（60%）产能 90 万吨，预计 13 年投产。

我们预计：

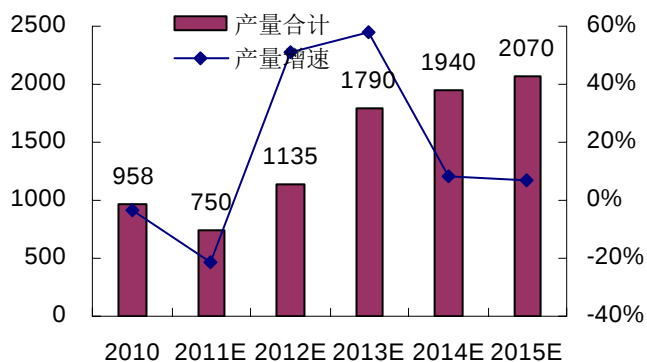
- 公司 11-15 年煤炭产量分别为 750 万吨、1135 万吨、1790 万吨、1940 万吨和 2070 万吨，同比分别增长-22%、51%、58%、8%和 7%。五年复合增速 17%。
- 公司 11-15 年煤炭权益产量分别为 654 万吨、862 万吨、1229 万吨、1329 万吨和 1426 万吨，同比分别增长-10%、32%、43%、8%和 7%。五年复合增速 14%。

表1：公司煤矿产量预测

单位：万吨	煤种	保有储量	产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
伯方煤矿	无烟煤	19999	180	195	200	200	200	200	200	200
望云煤矿	无烟煤	15239	90	66	90	90	90	90	90	90
唐安煤矿	无烟煤	23037	150	157	160	160	160	160	160	160
太阳煤矿	无烟煤	22220	150	141	150	150	150	150	150	150
亚美大宁煤矿（36%）	无烟煤	22000	400	430	358	150	400	600	600	600
玉溪煤矿（66.67%）	无烟煤	21669	300					50	200	300
朔州口前煤矿（100%）	动力煤	7979	90				45	90	90	120
兰花焦煤（80%）	炼焦煤	5996	150				30	150	150	150
1、兰兴煤业公司（80%）	主焦煤	1215	60					60	60	60
2、宝欣煤业（55%）	主焦煤	4781	90				30	90	90	90
平鲁永胜煤业（100%）	动力煤	14876	120				60	120	120	120
同宝煤矿（60%）	动力煤		90					90	90	90
百胜煤矿（60%）	动力煤		90					90	90	90
产量合计		138139	1720	989	958	750	1135	1790	1940	2070
产量增速				11%	-3%	-22%	51%	58%	8%	7%
权益产量		128598	1294	714	729	654	862	1229	1329	1426
权益产量增速				6%	2%	-10%	32%	43%	8%	7%

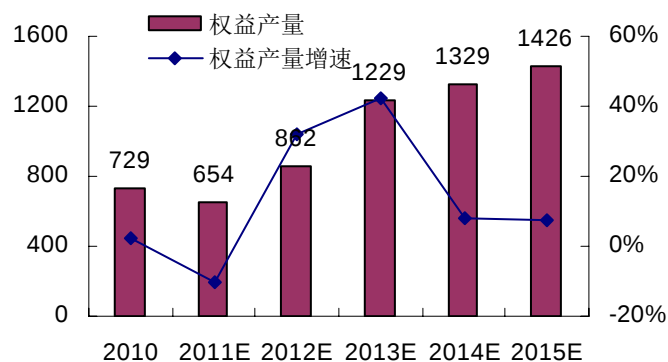
资料来源：公司公告，招商研发整理。注 1：宝欣、口前、永胜三矿加紧工程进度，确保年底试运转；兰兴等整合矿力争 2012 年底竣工投产。注 2：玉溪煤矿年内要完成进、回风立井贯通和装备、主扇等设备安装投入运行，2013 年底具备基本生产条件；注 3：亚美大宁股权纷争解决后，即可迅速扩产至 600 万吨。

图1: 公司10-15年煤炭产量及增速



资料来源: 招商研发整理

图2: 公司10-15年煤炭权益产量及增速



资料来源: 招商研发整理

二、化肥化工业务有望大幅减亏

公司是煤化工一体化企业，化工业务主要是化肥和甲醇，目前合成氨产能 70 万吨，尿素产能 116 万吨，甲醇产能 30 万吨，二甲醚产能 20 万吨。

限于行业不景气，公司的化肥化工业务子公司一直巨幅亏损。09 年和 10 年权益亏损额分别为 2.2 亿元和 4.4 亿元，每股收益亏损 0.39 元和 0.77 元。

由于化肥分公司（30 万吨）和化工分公司（13 万吨）是公司的分公司，公司未公告亏损情况。我们按照同等规模的阳化公司（13 万吨）和田悦公司（30 万吨）的盈利测算，并扣减所得税冲减额和增值税抵扣额，我们测算化肥分公司和化工分公司 10 年分别亏损 5649 万元和 2242 万元，合计亏损 7891 万元，折合成每股收益亏损 0.14 元。

即考虑化肥和化工两分公司后，2010 年公司的化肥和化工业务导致公司每股收益亏损高达 0.91 元。

表2：公司化肥化工业务子公司盈利情况

	权益	产能（万吨）	净利润（万元）	
			2009	2010
化肥				
化肥分公司		30		
化工分公司		13		
兰花科创化肥有限公司	100%	43	-14953	-18300
其中：1、阳化分公司		13		-5354
2、田悦分公司		30		-13100
煤化工公司大化一期	80.31%	30	-6735	-12300
合计			-21688	-30600
尿素产量（万吨）			133	106
吨尿素亏损（元/吨）			-211	-362
甲醇				
山西兰花丹峰化工股份公司	51%	20	-3851	-5926
山西兰花清洁能源有限公司	100%	10		-13014
合计			-3851	-18940
总计			-25539	-49540
权益亏损额			-22326	-44215
折合每股收益			-0.39	-0.77

资料来源：公司公告，招商研发整理。注：未考虑化肥分公司和化工分公司亏损情况

表3：公司尿素产量情况

单位：万吨	合成氨产能	尿素产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
化肥分公司	18	30	35	30	30	30	30	30	30
化工分公司	8	13	15	13	13	13	13	13	13
阳化分公司	8	13	15	13	13	13	13	13	13
田悦分公司	18	30	33	30	30	30	30	30	30
兰花煤化工(80.31%)大化一期	18	30	35	30	30	30	30	30	30
总计	70	116	133	106	116	116	116	116	116
权益产量			126	110	110	110	110	110	110

资料来源：公司公告，招商研发整理。注 1：大化二期 3052 尿素项目已经暂停。

表4: 公司甲醇二甲醚产量情况

单位: 万吨	甲醇产量	二甲醚	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
兰花清洁能源公司 (100%)	20	10	10	5	10	10	10	10	10
丹峰化工 (51%)	10	10	10	5	10	10	10	10	10
合计	30	20	20	10	20	20	20	20	20

资料来源: 公司公告, 招商研发整理。注 1: 大化二期项目 10 万吨甲醇项目已经暂停。

1、化肥化工子公司分公司化, 增强其盈利能力

08 年, 公司决定对化肥行业进行整合, 将化肥分公司、化工分公司、阳城化肥公司组建兰花科创化肥有限公司。煤化公司、田悦公司, 包装公司由于股权出资未纳入, 09 年 8 月, 以减资方式将原注入兰花科创化肥有限公司中的化肥分公司、化工分公司资产进行回购。兰花科创化肥公司只包括阳化和田悦两公司。

为进一步优化公司化肥产业布局, 减少管理层级, 提高管理效率, 降低运营成本, 提升专业化、统一化管理水平, 增强化肥企业盈利能力, 2011 年 3 月, 公司公告将兰花科创化肥有限公司吸收合并, 并注销该公司。兰花科创下属的田悦和阳化成为公司的分公司 (实质上只是合并田悦 30 万吨尿素)。

目前, 公司旗下的化肥业务, 除了兰花煤化工公司外, 都成为公司的分公司。

此外, 公司受让兰花清洁能源 25% 的股权, 成为 100% 控股的子公司, 下一步公司也可能将其分公司化。

我们测算,

- 吸收合并田悦 30 万吨尿素可增厚每股收益 0.13 元 (假设全部煤炭为内部交易)。
- 合并兰花清洁能源不增厚每股收益 (25% 股本增加的亏损和所得税 25% 的抵扣相互抵消)。

表5: 一体化增厚业绩情况

尿素产量 (万吨)	30
吨尿素耗块煤 (吨/吨)	0.75
吨尿素耗燃料煤 (吨)	0.25
块煤含税价格 (元/吨)	1420
燃料煤含税价格 (元/吨)	850
块煤不含税价格 (元/吨)	1214
燃料煤不含税价格 (元/吨)	726
块煤增值税 (元/吨)	206
燃料煤增值税 (元/吨)	124
吨尿素减少成本 (元/吨)	186
一体化减少成本 (万元)	5569
2010 年净利润 (万元)	-13100
2011 年亏损 (万元)	-7531
亏损抵所得税 (万元)	-1883
2011 年实际亏损额 (万元)	-5649
2011 年减亏额 (万元)	7451
增厚每股收益 (元/股)	0.13

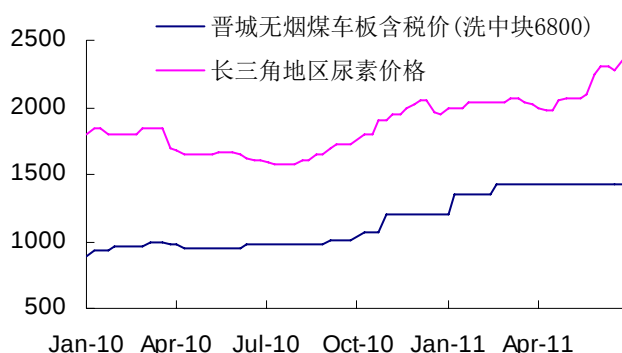
资料来源: 公司公告, 招商研发整理。注: 假设 11 年尿素亏损情况维持 10 年不变。

2、化肥价格上涨有望大幅减亏

目前长三角地区尿素价格已经上涨至 2350 元/吨（较年初上涨了 350 元/吨），晋城无烟煤中块价格也至 1420 元/吨（较年初上涨 70 元/吨），两者价差达到 930 元/吨，较 10 年的平均价差 739 元上升了 191 元/吨。

按照最新的原煤成本测算，公司尿素销售成本不到 2100 元/吨，完全成本不到 2200 元/吨，公司所在地尿素价格大约 2250 元/吨，尿素已经可以做到小幅盈利了（当然 2011 年均价可能低于目前价格，我们按照 2150 元/吨价格测算，大约每吨亏损 50 元/吨，较 10 年的吨尿素亏损 362 元/吨大幅减亏）。

图3：尿素和块煤价格走势



资料来源：煤炭资源网，招商证券研发中心

图4：尿素价格与块煤价格差逐渐扩大



资料来源：煤炭资源网，招商证券研发中心

表6：尿素成本构成

单位：元/吨	2008	2009	2010	2011E
原料煤	772	783	753	1108
燃料煤	180	165	224	255
电成本	256	256	273	298
工资	65	72	100	100
折旧	146	146	146	146
其他	260	160	176	175
尿素成本合计	1678	1582	1671	2082

资料来源：公司公告，招商研发整理

表7：公司尿素价格、成本和毛利情况

单位：元/吨	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
尿素价格	1551	1547	1602	1971	1589	1651	2150	2250
尿素成本	1222	1300	1326	1678	1582	1671	2001	1921
尿素毛利	329	248	276	293	7	-20	149	329
毛利率	21%	16%	17%	15%	0%	-1%	7%	15%
吨尿素净利					-211	-362	-131	49

资料来源：公司公告，招商研发整理

三、亚美大宁复产增厚年度每股收益约 1 元

由于股权纷争，持股 36%的亚美大宁从年初一直停产至今。

停产期间，亚美大宁不但没有业绩贡献，相反还有停产损失。我们测算，11 年一季度亚美大宁停产损失 9508 万元，按照 36%权益计算影响公司每股收益-0.06 元。

由于华润电力的强势介入，亚美大宁股权纷争可能告一段落，后面就是何时复产的问题。

表8：亚美大宁股权结构变化

原股权结构		华润电力介入后	
股东	股权比例	股东	股权比例
兰花科创	36%	兰花科创	36%
Banpu 亚美大宁（香港）控股公司	56%	华润电力亚美大宁（香港）控股公司	56%
晋城煤运公司	8%	晋城煤运公司	8%

资料来源：公司公告，招商研发整理

亚美大宁是无烟煤种，其商品煤主要分为块煤和末煤，占比分别为 40%和 60%。根据目前晋城地区煤炭价格计算，目前综合售价大约 937 元/吨。

10 年亚美大宁成本 176 元/吨，假设未来增长 10%，则亚美大宁的吨煤成本为 194 元/吨。

我们测算：亚美大宁年可实现净利润 17 亿元（按原煤产量计算吨煤净利润 413 元/吨）。按照股权比例 36%计算，公司可获得投资收益 5.9 亿元，折合每股收益 1.04 元（月度贡献每股收益 0.09 元）。

表9：亚美大宁盈利测算

单位（万元）	2008	2009	2010	2012E
亚美大宁收入（万元）	175991	234178	222305	337231
亚美大宁净利润（万元）	80711	117697	117700	165141
兰花获得的投资收益（万元）	29056	42371	42372	59451
折合每股收益（元/股）	0.51	0.74	0.74	1.04
煤炭产量（万吨）	346	430	358	400
煤炭销量（万吨）	312	387	322	360
按产量吨煤净利（元/吨）	233	274	329	413
按销量吨煤净利（元/吨）	259	304	365	459
块煤价格（元/吨）			868	1214
末煤价格（元/吨）			626	752
块煤比例			40%	40%
末煤比例			60%	60%
煤炭价格（元/吨）	564	605	690	937
煤炭成本（元/吨）	221	173	176	194
税金及附加（元/吨）	11	12	14	19
销售费用（元/吨）	23	24	28	37
管理费用（元/吨）	51	48	55	75
利润总额（元/吨）	259	348	417	612
所得税（元/吨）	0	43	52	153
净利润（元/吨）	259	304	365	459

资料来源：公司公告，招商研发整理

四、盈利预测与投资评级

1、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.9 元、4.01 元和 5.07 元，同比分别增长 26%、38%和 26%（假设亚美大宁 8 月份复产，产量 150 万吨，贡献 EPS0.37 元）。

表10：公司盈利分解

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
煤炭业务每股收益（元）	2.89	3.20	3.62	4.32	5.38
1、本部煤炭每股收益（元）	2.15	2.60	3.25	3.21	3.24
2、亚美大宁贡献每股收益（元）	0.74	0.64	0.37	1.04	1.56
其他煤矿贡献每股收益（元）				0.07	0.58
化肥化工每股收益（元）	-0.67	-0.91	-0.72	-0.32	-0.32
合计每股收益（元）	2.22	2.30	2.90	4.01	5.07
本部煤炭产量（万吨）	559	601	600	600	600
本部煤炭销量（万吨）	582	570	600	600	600
按产量计本部吨煤净利（元/吨）	219	247	310	306	308
按销量计本部吨煤净利（元/吨）	211	261	310	306	308

资料来源：公司公告，招商研发整理

2、投资评级

由于受亚美大宁停产影响，11 年的业绩并未真实反映公司的盈利情况，我们按照 12 年业绩对公司股价估值，目前股价下 12 年 P/E 不到 10 倍，在煤炭上市公司中属于最低估值，较目前煤炭行业 12 年平均 15 倍 P/E 折价 50%。我们按照公司 12 年业绩 15 倍 P/E 估值（每年都能看到 15 倍 P/E），目标价 60 元。持有不到 1 年有 50%的收益率。维持强烈推荐投资评级。

股价催化剂：亚美大宁复产、化肥化工业务盈利维持目前状态而大幅减亏。

图5：公司历年动态P/E都能达到15倍



资料来源：招商研发整理

表11: 煤炭上市公司估值比较

	股价（元）	EPS（元）			P/E（×）			11-14 年 复合增速	PEG	每股净资产 （元）	P/B（×）
		10A	11E	12E	10A	11E	12E				
炼焦煤类											
西山煤电	24.08	0.84	1.31	1.71	28.7	18.4	14.0	13%	2.3	4.5	5.4
盘江股份	33.97	1.22	1.50	1.85	27.8	22.7	18.4	22%	1.3	6.2	5.5
冀中能源	25.52	1.04	1.42	1.71	24.7	17.9	14.9	7%	3.8	5.5	4.6
平煤股份	14.03	0.78	0.86	0.89	17.9	16.2	15.8	1%	16.4	4.3	3.2
永泰能源	16.60	0.22	0.77	1.26	73.8	21.5	13.2	18%	4.2	8.7	1.9
平均	22.84	0.82	1.17	1.48	34.6	19.3	15.3	12%	5.6	5.8	4.1
喷吹煤类											
国阳新能	24.22	1.00	1.30	1.35	24.2	18.7	17.9	3%	7.9	4.0	6.1
潞安环能	33.80	1.49	1.89	1.96	22.6	17.9	17.3	9%	2.5	5.8	5.8
平均	29.01	1.25	1.59	1.65	23.4	18.3	17.6	6%	5	4.9	6.0
动力煤类											
中国神华	29.51	1.87	2.31	2.88	15.8	12.8	10.2	8%	1.9	10.3	2.9
国投新集	12.21	0.68	0.78	1.02	18.0	15.6	12.0	15%	1.2	4.0	3.0
恒源煤电	39.64	2.17	2.56	2.61	18.3	15.5	15.2	1%	18.4	13.3	3.0
中煤能源	9.85	0.52	0.64	0.71	18.9	15.4	13.8	9%	2.1	5.8	1.7
兖州煤业	34.97	1.83	2.10	2.21	19.1	16.6	15.8	10%	1.9	8.0	4.4
大同煤业	16.89	0.77	0.81	0.87	21.9	21.0	19.3	19%	1.1	5.8	2.9
山煤国际	30.68	0.76	0.97	1.96	40.4	31.6	15.7	43%	0.9	4.7	6.6
昊华能源	61.96	1.92	2.90	3.24	32.3	21.3	19.1	6%	5.0	12.7	4.9
大有能源	31.25	1.73	2.14	2.30	18.0	14.6	13.6	2%	7.7	10.3	3.0
平均	29.7	1.4	1.7	2.0	22.5	18.3	15.0	14%	4.5	8.3	3.6
一体化公司											
神火股份	15.03	0.69	1.00	1.40	21.9	15.1	10.7	18%	1.2	2.8	5.3
兰花科创	39.98	2.30	2.90	4.01	17.4	13.8	10.0	24%	0.7	12.1	3.3
开滦股份	15.86	0.70	0.76	0.88	22.5	21.0	18.0	11%	2.0	4.9	3.3
煤气化	24.75	0.46	0.46	0.82	53.8	53.9	30.1	55%	1.0	5.8	4.2
平均	23.91	1.04	1.28	1.78	28.9	25.9	13.4	18%	1.3	6.6	4.0
总平均	26.74	1.15	1.47	1.78	23.2	18.2	15.0	15%	4.2	7.0	4.1
中值	25.1	0.9	1.3	1.7	22.2	17.9	15.4	11%	2.0	5.8	3.8

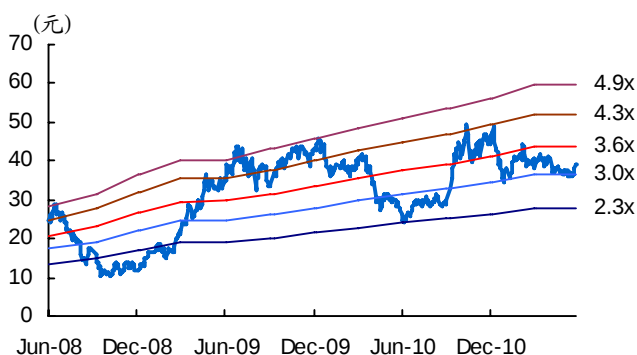
资料来源: 招商整理。

图 6: 兰花科创历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 7: 兰花科创历史 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3391	3905	4411	6272	9365
现金	1444	1444	1314	2923	5325
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	293	303	419	448	553
应收款项	21	10	20	19	25
其它应收款	618	1094	398	395	481
存货	471	720	923	996	1166
其他	544	333	1338	1491	1816
非流动资产	8232	8619	8097	7766	7427
长期股权投资	727	1099	975	1016	1003
固定资产	4760	4689	4347	4043	3774
无形资产	1792	1813	1752	1694	1637
其他	953	1018	1023	1012	1013
资产总计	11623	12524	12508	14037	16792
流动负债	4287	4773	3909	3863	4357
短期借款	1421	1579	100	100	100
应付账款	897	918	1319	1368	1623
预收账款	634	1007	1280	1385	1621
其他	1335	1269	1210	1009	1013
长期负债	1448	1671	1470	1470	1470
长期借款	1293	1512	1312	1312	1312
其他	155	159	158	158	158
负债合计	5735	6444	5379	5333	5827
股本	571	571	571	571	571
资本公积金	714	740	740	740	740
留存收益	4025	4196	5358	6959	8986
少数股东权益	578	573	461	434	668
母公司所有者权益	5310	5507	6669	8270	10297
负债及权益合计	11623	12524	12508	14037	16792

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1057	1295	2148	2285	2708
净利润			1659	2288	2894
折旧摊销			606	564	528
财务费用			154	151	140
投资收益			(209)	(594)	(892)
营运资金变动			49	(98)	(197)
其它			(111)	(27)	235
投资活动现金流	(1001)	(426)	(84)	(233)	(189)
资本支出			(200)	(200)	(200)
其他投资			116	(33)	11
筹资活动现金流	553	34	(2194)	(443)	(117)
借款变动			(1749)	(200)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(498)	(687)	(868)
其他			52	444	751
现金净增加额	610	903	(131)	1609	2402

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5616	5812	8025	8574	10585
营业成本	3267	3222	4687	4842	5752
营业税金及附加	74	78	115	123	164
营业费用	215	209	343	366	457
管理费用	626	591	728	776	997
财务费用	147	155	154	151	140
资产减值损失	26	39	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	425	364	209	594	892
营业利润	1686	1881	2207	2910	3968
营业外收入	13	31	10	14	18
营业外支出	84	198	50	19	23
利润总额	1615	1714	2167	2905	3963
所得税	402	476	620	643	834
净利润	1213	1238	1547	2261	3129
少数股东损益	(57)	(76)	(112)	(27)	235
母公司所有者净利润	1271	1314	1659	2288	2894
EPS (元)	2.22	2.30	2.90	4.01	5.07

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	14%	3%	38%	7%	23%
营业利润	-6%	12%	17%	32%	36%
净利润	-9%	3%	26%	38%	26%
获利能力					
毛利率	41.8%	44.6%	41.6%	43.5%	45.7%
净利率	22.6%	22.6%	20.7%	26.7%	27.3%
ROE	23.9%	23.9%	24.9%	27.7%	28.1%
ROIC	15.4%	15.6%	19.3%	23.6%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	51.5%	43.0%	38.0%	34.7%
净负债比率	26.1%	26.8%	12.9%	10.1%	8.4%
流动比率	0.8	0.8	1.1	1.6	2.1
速动比率	0.7	0.7	0.9	1.4	1.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	10.8	9.8	9.8	8.9	9.8
应收帐款周转率	180.0	366.7	530.6	439.8	483.9
应付帐款周转率	2.1	1.8	2.1	1.8	1.9
每股资料(元)					
每股收益	2.22	2.30	2.90	4.01	5.07
每股经营现金	1.85	2.27	3.76	4.00	4.74
每股净资产	9.30	9.64	11.67	14.48	18.03
每股股利	0.14	1.14	0.87	1.20	1.52
估值比率					
PE	18.0	17.4	13.8	10.0	7.9
PB	4.3	4.1	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA	17.4	15.7	13.2	10.8	8.4

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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证书，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至2010年度《新财富》煤炭开采行业最佳分析师，2010年度首届最佳分析师金牛奖。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。