

强烈推荐-B (维持)

兰花科创 600123.SH

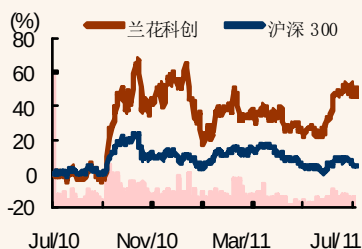
目标估值: 66 元
当前股价: 46.04 元
2011 年 7 月 29 日

基础数据

上证综指	2723
总股本(万股)	57120
已上市流通股(万股)	57120
总市值(亿元)	255
流通市值(亿元)	255
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
主要股东持股比例	45.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	26	54
相对表现	15	26	47



相关报告

- 1、《兰花科创(600123)—亚美大宁有望近期复产, 化工业务有望大幅减亏》2011/6/27
- 2、《兰花科创(600123)—增长20%的一季度业绩仍是低点》2011/4/26

卢平

010-57601856
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

王培培

010-57601857
wangpp@cmschina.com.cn
S1090511040022

化肥减亏、亚美大宁复产将推动业绩持续增长

上半年 EPS1.31 元, 同比增长 5%。本部煤炭业务盈利能力稳步提升, 化肥业务减亏明显。亚美大宁由于停产而亏损, 目前股权问题已解决, 近期有望复产, 月度贡献 EPS0.09 元, 是公司未来业绩的重要推动力。维持强烈推荐投资评级。

- **上半年实现 EPS1.31 元, 同比增长 5%, 二季度 EPS0.72 元, 环比增长 22%。**公司上半年实现营业收入 38.2 亿元, 同比增长 29%, 利润总额 10.6 亿元, 同比增长 18%, 归属母公司净利润 7.48 亿元, 同比增长 4.8%, 合 EPS1.31 元。二季度 EPS 为 0.72 元, 环比增长 22%。业绩基本符合预期(原预期二季度和中报 EPS 为 0.7 元和 1.29 元)。其中本部煤炭实现 EPS1.68 元, 参股 36% 的亚美大宁停产影响 EPS-0.13 元, 化肥化工业务亏损 EPS0.25 元。
- **煤炭价格大幅上涨推动业绩上升。**上半年煤炭业务实现营业收入 23.8 亿元, 同比增长 27%, 营业成本 7.7 亿元, 同比略增 1%, 营业利润 16 亿元, 同比增长 44%。上半年原煤产量 313 万吨, 同比增长 12%, 销量 259 万吨, 同比下降 6%。**煤炭综合售价 917 元/吨, 同比增长 236 元/吨(+35%)**; 销售成本 296 元/吨, 同比增加 21 元/吨(+8%)。煤炭毛利率为 67.7%, 同比提升 8.2 个百分点, 吨煤毛利 621 元/吨, 同比提升 215 元/吨(+53%)
- **尿素价格走高, 化肥业务减亏。**上半年销售化肥 83 万吨, 同比增加 21 万吨(+34%), 随着化肥业务子公司分公司化以及 5 月底尿素价格的上涨, 上半年化肥化工业务同比减亏 1.2 亿元至亏损 1.4 亿元, 目前尿素价格下化肥业务已经能够实现盈利, 化肥业务在随后季度盈利有望继续好转。
- **停产导致亚美大宁亏损 2.05 亿元, 影响公司 EPS-0.13 元。**由于停产, 亚美大宁上半年亏损 2.05 亿元, 按照 36% 的股权计算影响公司投资收益为-7393 万元, 合 EPS0.13 元。亚美大宁股权纷争告一段落, 近期有望复产, 月度贡献 EPS0.09 元, 年度贡献 EPS1.08 元。
- **盈利预测和投资评级:** 小幅调高 2012 年之后业绩, 预计 2011-2013 年每股收益分别为 2.9 元、4.44 元和 5.45 元, 同比分别增长 26%、53%和 23%。对应 11-13 年 P/E 为 16 倍、10 倍和 8 倍, 年度贡献 EPS1.08 元的亚美大宁停产至今, 11 年的业绩并未真实反映公司的盈利, 下游业务好转有望扭转一体化公司估值的双重折价, 按 12 年业绩 15 倍 P/E 估值, 目标价 66 元。持有不到 1 年有 43% 的预期收益。维持强烈推荐投资评级。
- **风险提示:** 亚美大宁复产时间晚于预期。

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	8267	8815	10845
同比增长	14%	3%	42%	7%	23%
营业利润(百万元)	1686	1881	2245	3225	4254
同比增长	-6%	12%	19%	44%	32%
净利润(百万元)	1271	1314	1659	2535	3115
同比增长	-9%	3%	26%	53%	23%
每股收益(元)	2.22	2.30	2.90	4.44	5.45
PE	20.7	20.0	15.8	10.4	8.4
PB	5.0	4.8	3.9	3.1	2.5

资料来源: 招商证券

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
大阳煤矿	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	100	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%)	气煤	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%)	长焰煤气煤	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	700	1135	1790	1940	2070
产量增速				11%	-3%	-27%	62%	58%	8%	7%
权益产量		128598	1294	714	729	636	862	1229	1329	1426
权益产量增速				6%	2%	-13%	36%	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。

表2: 本部煤炭产量、价格、成本、吨煤利润

	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	201006	201106	同比
产量 (万吨)	407	404	452	519	549	559	601	279	313	12%
销量 (万吨)	410	364	447	497	543	582	570	275	259	-6%
综合售价 (元/吨)	218	322	334	395	498	620	699	681	917	35%
综合成本 (元/吨)	74	93	103	177	204	242	269	275	296	8%
本部吨煤净利	65	107	125	111	227	219	261	223	371	66%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表3: 各板块盈利分解

	2009	2010	201006	201106	同比增长
煤炭业务每股收益 (元/股)	2.89	3.20	1.71	1.56	-9%
1、本部煤炭每股收益 (元/股)	2.15	2.60	1.23	1.68	37%
2、亚美大宁贡献每股收益 (元/股)	0.74	0.64	0.48	-0.13	-127%
化肥每股收益 (元/股)	-0.67	-0.91	-0.46	-0.25	-46%
合计每股收益 (元/股)	2.22	2.30	1.25	1.31	5%
本部煤炭产量 (万吨)	559	601	279	313	12%
本部煤炭销量 (万吨)	582	570	275	259	-6%
按产量计本部吨煤净利 (元/吨)	219	247	251	306	22%
按销量计本部吨煤净利 (元/吨)	211	261	255	370	45%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

表 4: 分行业收入、成本、利润情况

单位: 万元	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	201006	201106	同比
主营业务收入										
煤炭产品	89472	117302	148954	204786	333287	360455	398237	187402	237835.6	27%
化肥产品	44567	61383	88179	161270	219756	323943	322116	218559	311030	42%
包装材料	865	1280	1394	2242	3071	2772		1387		
化工材料	711	319	444	495	4236	1433				
二甲醚					410	7216		16286		
单晶硅片								1695		
主营业务成本										
煤炭产品	30463	33803	46105	87661	110676	140458	153446	75798	76794	1%
化肥产品	36431	50064	74444	132308	182069	343319	326392	220979	304865	38%
包装材料	808	1167	1305	1942	2819	2511		1271		
化工材料	716	379	524	540	5159	1206				
二甲醚					940	8695		19937		
单晶硅片								1530		
主营业务利润										
		180350								
煤炭产品	59009	83499	102849	117125	222611	219997	244791	111604	161042	44%
化肥产品	8137	11319	13735	28962	37687	-19376	-4277	-2420	6165	-355%
包装材料	57	113	89	299	252	260		115		
化工材料	-5	-61	-80	-46	-922	227				
二甲醚					-530	-1479		-3651		
单晶硅片								165		
毛利率										
煤炭产品	66%	71%	69%	57%	67%	61%	61%	60%	67.71%	8%
化肥产品	18%	18%	16%	18%	17%	-6%	-1%	-1%	1.98%	3%
包装材料	7%	9%	6%	13%				8%		
化工材料	-1%	-19%	-18%	-9%						
二甲醚								-22%		
单晶硅片								10%		

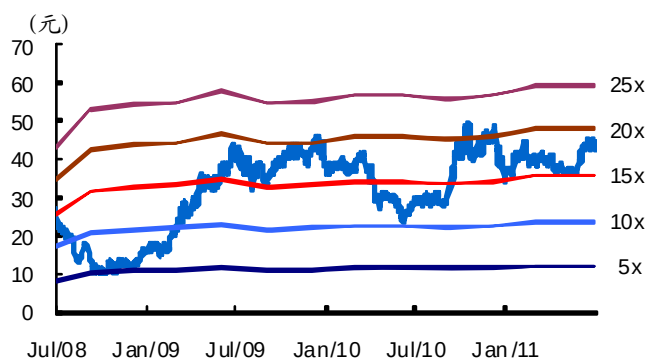
资料来源: 招商证券研发中心

表 5: 重点上市公司估值比较

	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (×)			PEG	每股净 资产 (元)	PB (×)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
炼焦煤类										
西山煤电	23.50	0.84	1.31	1.71	28.0	17.9	13.7	2.2	4.5	5.3
盘江股份	33.18	1.22	1.50	1.85	27.2	22.2	17.9	1.2	6.2	5.3
冀中能源	26.88	1.04	1.46	1.75	26.0	18.5	15.4	3.1	5.5	4.9
平煤股份	13.47	0.78	0.86	0.89	17.2	15.6	15.2	15.7	4.3	3.1
永泰能源	17.61	0.15	0.28	0.65	117.4	62.1	27.3	1.2	4.5	3.9
平均	22.93	0.81	1.08	1.37	43.1	27.3	17.9	4.7	5.0	4.5
喷吹煤类										
国阳新能	25.43	1.00	1.30	1.35	25.4	19.6	18.8	8.3	4.0	6.4
潞安环能	32.93	1.49	1.89	1.96	22.0	17.4	16.8	2.5	5.8	5.7
平均	29.18	1.25	1.59	1.65	23.7	18.5	17.8	5	4.9	6.0
动力煤类										
中国神华	30.40	1.87	2.31	2.88	16.3	13.2	10.6	2.0	10.3	2.9
国投新集	12.46	0.68	0.78	1.02	18.3	15.9	12.2	1.2	4.0	3.1
恒源煤电	50.52	2.17	2.50	2.54	23.3	20.2	19.9	7.8	13.7	3.7
中煤能源	10.90	0.52	0.66	0.86	21.0	16.6	12.6	0.9	5.8	1.9
兖州煤业	33.50	1.83	2.10	2.21	18.3	15.9	15.2	1.9	8.0	4.2
大同煤业	17.27	0.77	0.81	0.87	22.4	21.4	19.8	1.2	5.8	3.0
山煤国际	31.16	0.76	1.13	2.22	41.0	27.5	14.0	0.9	4.8	6.5
昊华能源	28.33	0.87	1.32	1.47	32.6	21.5	19.3	5.1	5.8	4.9
大有能源	33.13	1.73	2.14	2.30	19.1	15.5	14.4	8.1	10.3	3.2
平均	27.5	1.2	1.5	1.8	23.6	18.6	15.3	3.2	7.6	3.7
一体化公司										
神火股份	16.83	0.63	1.00	1.57	26.7	16.9	10.7	0.9	2.8	6.0
兰花科创	46.04	2.30	2.90	4.44	20.0	15.8	10.4	0.7	12.1	3.8
开滦股份	17.39	0.70	0.76	0.88	24.7	23.0	19.7	2.2	4.9	3.6
煤气化	25.91	0.46	0.46	0.82	56.3	56.5	31.5	1.0	5.8	4.4
平均	26.54	1.02	1.28	1.93	31.9	28.1	13.8	1.3	6.6	4.4
总平均	26.34	1.09	1.37	1.71	24.1	19.2	15.4	3.4	6.4	4.3

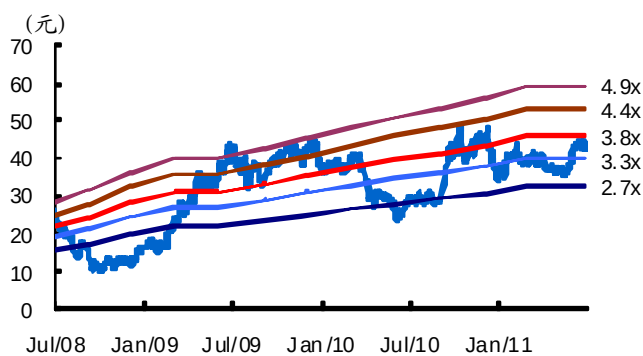
资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 兰花科创历史 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心、港澳资讯

图 2: 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	20	25
其它应收款	618	1094	403	391	481
存货	471	720	933	979	1160
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	1333	1345	1615
预收账款	634	1007	1294	1362	1613
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	7132	9313
少数股东权益	578	573	460	443	681
母公司所有者权益	5310	5507	6669	8443	10624
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	2535	3115
折旧摊销			606	564	528
财务费用			141	137	126
投资收益			(85)	(614)	(922)
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)	(761)	(935)
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

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5616	5812	8267	8815	10845
营业成本	3267	3222	4738	4760	5723
营业税金及附加	74	78	120	128	169
营业费用	215	209	354	377	469
管理费用	626	591	754	802	1026
财务费用	147	155	141	137	126
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	85	614	922
营业利润	1686	1881	2245	3225	4254
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	2205	3220	4249
所得税	402	476	659	702	896
净利润	1213	1238	1546	2518	3353
少数股东损益	(57)	(76)	(113)	(17)	238
母公司所有者净利润	1271	1314	1659	2535	3115
EPS (元)	2.22	2.30	2.90	4.44	5.45

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	14%	3%	42%	7%	23%
营业利润	-6%	12%	19%	44%	32%
净利润	-9%	3%	26%	53%	23%
获利能力					
毛利率	41.8%	44.6%	42.7%	46.0%	47.2%
净利率	22.6%	22.6%	20.1%	28.8%	28.7%
ROE	23.9%	23.9%	24.9%	30.0%	29.3%
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	10.0	9.2	10.1
应收帐款周转率	180.0	366.7	536.0	439.3	483.1
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	4.44	5.45
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	14.78	18.60
每股股利	0.14	1.14	0.87	1.33	1.64
估值比率					
PE	20.7	20.0	15.8	10.4	8.4
PB	5.0	4.8	3.9	3.1	2.5
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。