

煤电研究小组 分析师：潘杭钧
执业证书编号：S0730511030002
panhj@ccnew.com
联系人：王志磊
wangzll@ccnew.com

未来平稳增长

——兰花科创（600123）2011 年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012 年 4 月 20 日

报告关键要素：

兰花科创（600123）受益于煤价上涨，2011年煤炭营收平稳增长；同时化肥业务好转。公司期间费用控制能力较强，毛利率保持在46.42%的高位。未来看点一是亚美大宁矿复产、二是公司在建玉溪矿及整合6家煤矿带来的对公司产能的提升。预计2012年、2013年公司EPS分别为4.00元和4.78元，对应动态PE分别为11倍和9倍，考虑到公司已内酰胺项目的不确定性，给予“增持”的投资评级。

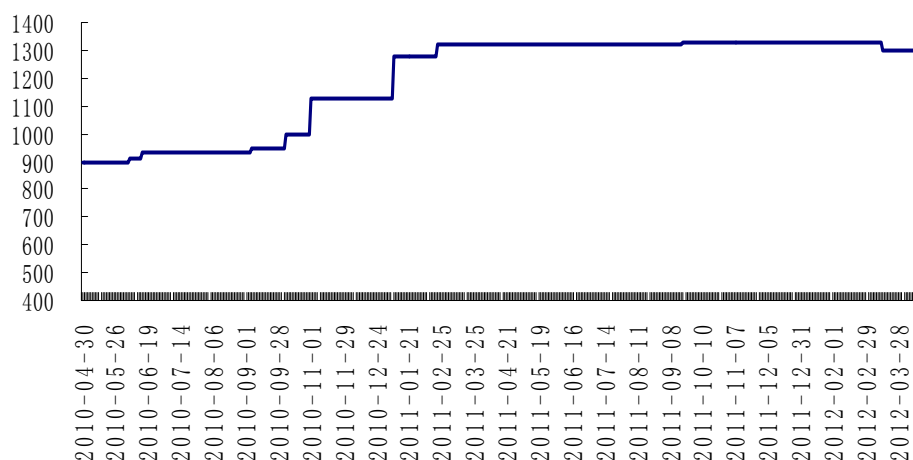
事件：

- **兰花科创（600123）公布2011年报：**2011年公司实现营业收入76.08亿元，同比增长30.91%；利润总额21.12亿，同比增长23.23%；归属于母公司所有者的净利润16.63亿，同比增长26.51%；基本每股收益2.91元；2012年一季度公司实现营业收入21.34亿元，同比增长22.41%；利润总额6.33亿，同比增长30.69%；归属于母公司所有者的净利润5.13亿元，同比增长52.05%；基本每股收益0.8987元。公司拟每10股分配现金红利6元（含税），每10股资本公积转增5股未分配利润送5股（含税）。

点评：

- **营收增长主要来自煤价提升。**公司是国内无烟煤龙头企业。全年累计生产原煤601.28万吨，与2010年基本持平，而无烟煤价格2011年全年保持高位，截止2011年末公司所在地山西晋城无烟中块车板价1330元/吨，上涨幅度200元/吨，涨幅17%。在煤价上涨带动下，公司煤炭业务收入44.15亿，同比增加21.99%；煤炭业务毛利率72.99%，比2010年同期增加了5.64个百分点。

图表 1：山西晋城无烟块煤价格保持高位（单位：元/吨）

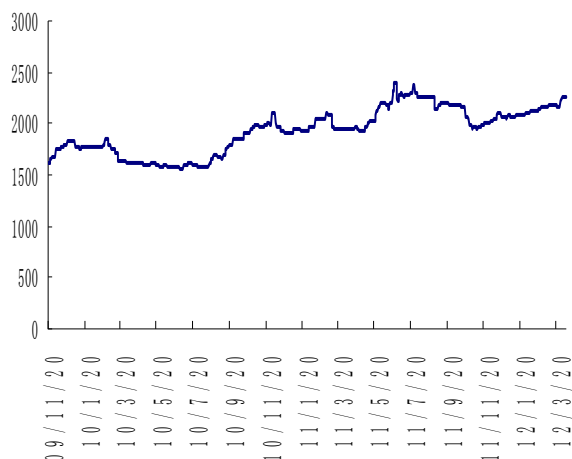


资料来源：中原证券，中国煤炭资源网

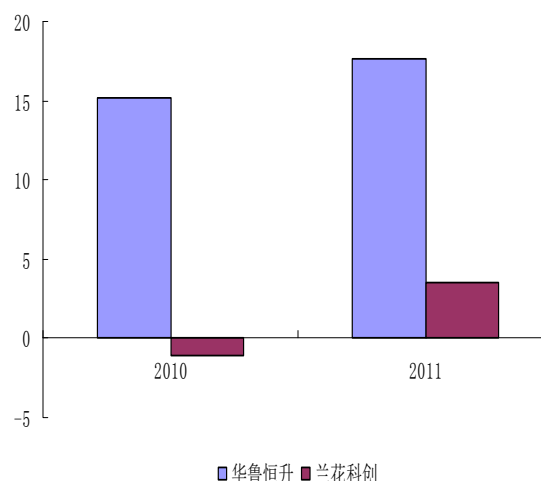
- **化肥业务有所好转，未来仍有盈利提升空间。**2011年尿素价格基本保持上涨态势，2011年年末尿素出厂价2080元/吨，较年初上涨了9%，使得公司化肥业务得到改善。2011年公司累计生产尿素140.47

万吨，同比增长32%；销售145.76万吨，同比增加了47%。实现营业收入49.10亿，同比增加52.42%；毛利率3.57%，增加了4.90个百分点，但是同具有类似业务的上市公司如华鲁恒升相比，公司化肥业务毛利率偏低，未来存在改善的空间。

图表 2: 尿素出厂价 (单位: 元/吨)



图表 3: 业务类似上市公司毛利率对比 (%)



资料来源: 中原证券, 百川资讯

资料来源: 中原证券, 公司公告

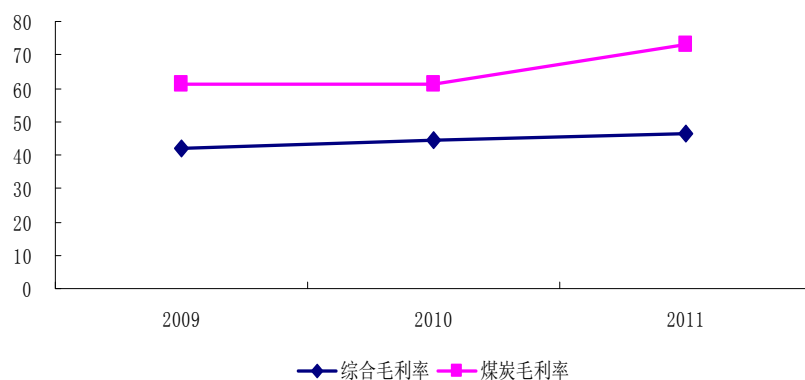
图表 4: 公司分产品业务

分产品	营业收入 (亿)	同比 (%)	营业成本 (亿)	同比 (%)	营业利润率 (%)	营业利润率比上年同 期增减
煤炭	44.15	21.99	11.93	0.92	72.99	增加 5.64 个百分点
化肥	39.09	52.42	47.34	45.05	3.57	增加 4.90 个百分点

资料来源: 中原证券, 公司公告

- **毛利率持续上升。**公司毛利率近年来保持高位，受化肥业务好转的影响，2011年公司毛利率46.42%，同比增加了1.86个百分点，显示了较强的盈利能力。

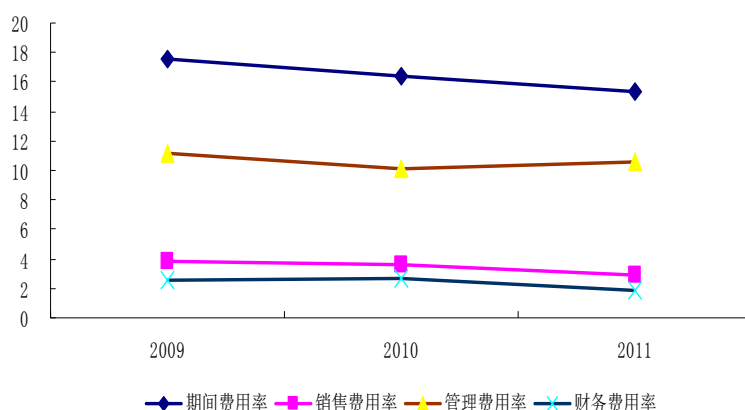
图表 5: 公司历年毛利率 (单位: %)



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **费用控制能力较强。**公司期间费用率15.37%，比去年同期下降1.06个百分点。除管理费用率（8.27%）由于工资和社会保险等增加，同比增加了0.45个百分点外，公司销售费用率2.91%，同比减少0.68个百分点，而财务费用率为1.84%，同比减少0.83个百分点，显示了公司较强的费用控制能力。

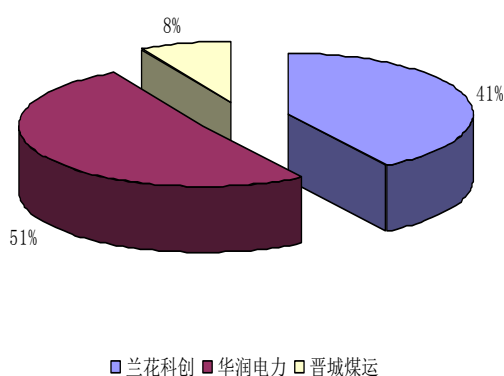
图表 6：期间费用率 (单位：%)



资料来源：中原证券, 公司公告

- **2012年看亚美大宁矿复产。**2011年由于兰花科创与香港AACI的股权纠纷，亚美大宁煤矿停产近一年。亚美大宁煤种为优质无烟煤，保有储量22000万吨，可采储量18100万吨，生产能力400万吨/年。2010年亚美大宁实现净利润11.77亿元，投资收益占公司净利润的29%，而2011年上半年由于停产亚美达宁净利润亏损2.05亿。2011年3月华润电力全资子公司华润煤业以6.69亿美元收购了香港AACI全部股本从而间接持有亚美大宁56%股权。华润电力的央企背景使得亚美大宁由外资控股转变为中资企业。2011年8月，兰花科创同华润电力达成协议，从华润电力获得5%亚美大宁煤矿的股权，其股权纠纷告一段落，亚美大宁于2011年底复产。

图表 7：亚美大宁股权结构



资料来源：中原证券

- **公司煤炭资源后备力量充足。**公司所在沁水煤田是国内最大的无烟煤生产基地，探明煤炭可采储量约3300亿吨，其中晋城市无烟煤探明储量为271亿吨，而公司目前煤炭可采储量为8.59亿吨，煤炭资源后备力量充足。公司新建玉溪矿核定产能240万吨，实际产能300万吨，预计2013年完全达产；另外公司还将整合6家煤矿，共计产能630万吨。目前公司产能1000万吨，整合完成后产能将翻番。

图表 8: 公司在建矿及整合煤矿

煤矿名称		属地	煤种	股权比例	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)
玉溪矿		晋城	无烟煤	57.31%	21669	16425	240
朔州矿业	永胜煤业	朔州	动力煤	100%	11000		120
	口前煤业	朔州	动力煤	100%	7979	6450	90
兰兴煤业		临汾蒲县	焦煤	80%	10582		60
宝欣煤业		临汾古县	焦煤	55%	4781		90
百盛煤业		晋城高平	无烟煤		5517		120
同宝煤业		晋城高平	无烟煤		9331		120
合计					70859	22875	840

资料来源：中原证券，山西煤炭信息网

- **己内酰胺项目存在不确定性。**公司公告计划投资45亿元建设年产20万吨己内酰胺项目，工期2年。己内酰胺主要用途是生成聚酰胺尼龙-6切片。尼龙-6主要可加工成锦纶纤维、工程塑料、塑料薄膜。目前我国是世界最大己内酰胺消费国，年需求量超百万吨。己内酰胺主要原料为纯苯、液氨，公司掌握上游资源的优势，有助于公司由传统煤化工向现代煤化工转型。但是目前国内多家企业大规模投入建设，2013年将陆续达产，有产能过剩的风险；况且公司在化工业务上的表现不佳，未来项目前景存忧。
- **未来无烟煤价以稳为主。**无烟煤作为稀缺性煤种，一方面国家提高粮食单产对化肥呈现刚性需求，同时我国最大无烟煤进口来源国越南对无烟煤出口加以限制，导致无烟煤价格易涨难跌，未来以稳为主。
- **给予“增持”评级。**预计2012年、2013年EPS分别为4.00元和4.78元，以4月18日收盘价44.84元计算，对应动态PE分别为11倍和9倍，考虑到公司己内酰胺项目的不确定性，给予“增持”的投资评级
- **风险提示：**1. 亚美大宁矿生产进度低于预期；2. 化肥价格下行的风险；3、公司己内酰胺项目的不确定性。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	58.12	76.07	85.75	100.64
增长率(%)	3.49	30.91	12.73	14.89
净利润(亿元)	13.14	16.63	22.85	27.32
增长率(%)	3.44	26.51	36.09	19.56
每股收益(元)	2.30	2.91	4.00	4.78
市盈率(倍)	19	15	11	9

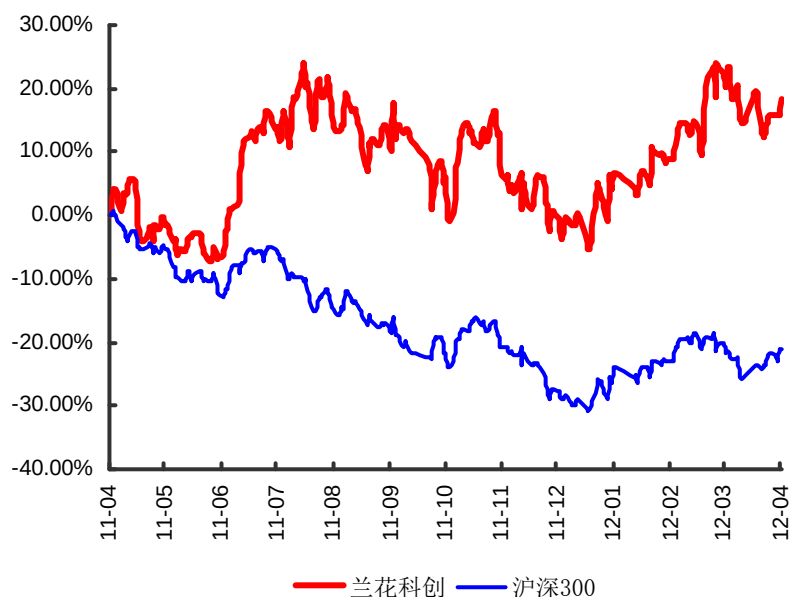
市场数据（2012年4月18日）

收盘价(元)	44.84
一年内最高/最低(元)	49.10/35.09
沪深300指数	2599.91
市净率(倍)	3.22
流通市值(亿元)	256.13

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产(元)	13.93
每股经营现金流(元)	2.06
毛利率(%)	46.42
净资产收益率(%)	20.89
资产负债率(%)	42.61
总股本/流通股(万股)	57120.00/57120.00
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。