



王志磊

执业证书编号: S0730512040003

021-50588666-8026

wangz11@ccnew.com

煤炭产能稳健释放, 己内酰胺项目存忧

——兰花科创(600123)调研简报

证券研究报告-公司调研

增持(维持)

发布日期: 2012年5月24日

报告关键要素:

兰花科创(600123)亚美大宁矿股权过户时间尚不确定,但全年400万吨的产量仍有望实现。公司在建玉溪矿预计2015年完全达产,低于此前预期。此外公司整合6家煤矿带来“十二五”期间产能提升。公司化肥业务有望好转,但新建己内酰胺项目未来面临整个行业产能过剩的隐忧。预计2012年、2013年EPS分别为3.87元和4.55元,对应动态PE分别为12倍和11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:

- 5月16日我们调研了兰花科创(600123),就公司业务状况进行了交流。

点评:

- 2012年看亚美大宁矿复产。公司本部煤矿产量目前基本保持在600万吨的生产水平。2012年主要看公司控股亚美大宁煤矿的复产进度。

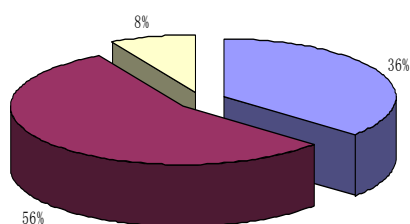
亚美大宁煤种为无烟煤,保有储量2.20亿吨,可采储量1.81亿吨,核定生产能力400万吨/年。2011年由于与香港AACI的股权纠纷,亚美大宁停产近一年。2011年3月华润电力收购AACI得以间接持有该矿56%股权。亚美大宁由外资控股变为中资企业。2011年8月,兰花科创同华润电力达成协议,从华润电力获得亚美大宁矿5%的股权,股权纠纷告一段落,亚美大宁于2011年底复产,但2011年报中显示公司对亚美大宁的持股比例仍是36%,5%股权的过户时间仍不确定。

预计2012年亚美大宁400万吨产量基本可以实现,假设公司持股比例提高到41%,按吨煤净利率40%,销量400万吨计算,5%的股权对应增加公司投资收益近8000万元。

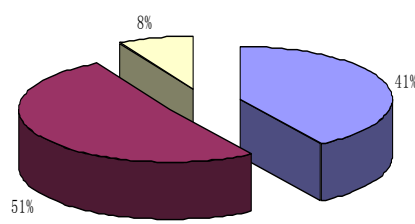
图表 1: 亚美大宁股权结构变化

当前股权结构

过户后股权结构



■ 兰花科创 ■ 华润电力 ■ 晋城煤运



■ 兰花科创 ■ 华润电力 ■ 晋城煤运

- **玉溪矿产能释放低于预期。**公司玉溪矿煤种为无烟煤，可采储量1.64亿吨，核定产能240万吨。该矿于2009年开工建设，预计2014年上半年联合试运转，2015年完全达产，低于此前2013年达产的预期。

另外公司还将整合6家煤矿，共计产能540万吨。其中兰兴煤业、宝欣煤业预计在2012年底释放少量产能，而产能集中释放将在2013-2014年间。目前公司产能810万吨，整合完全完成后公司产能接近翻番。

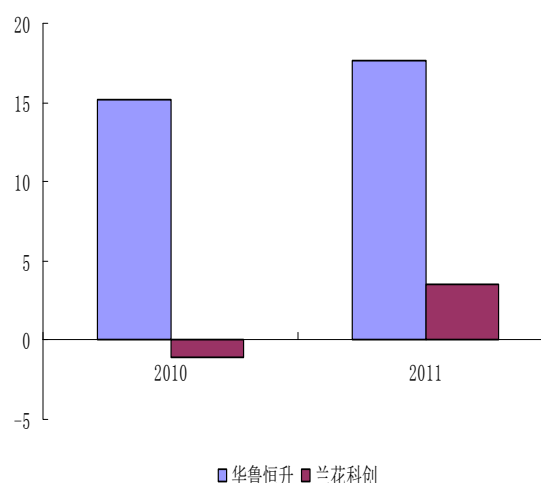
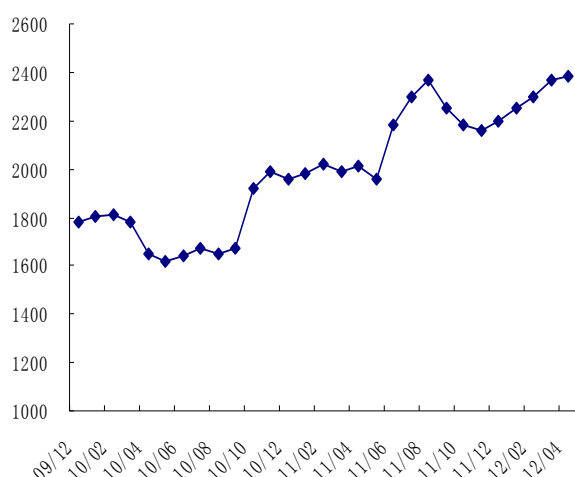
图表 2: 公司在建矿及整合煤矿

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)	达产时间
玉溪矿	晋城	无烟煤	57.31%	21669	16425	240	2015
兰兴煤业	临汾蒲县	焦煤	80%	10582		60	2012年底
宝欣煤业	临汾古县	焦煤	55%	4781		90	2012年底
永胜煤业	朔州	动力煤	100%	11000		120	2013
口前煤业	朔州	动力煤	100%	7979	6450	90	2013
百盛煤业	晋城高平	无烟煤		5517		90	2014
同宝煤业	晋城高平	无烟煤		9331		90	2014
合计				70859	22875	780	

资料来源：中原证券，公司公告、山西煤炭信息网

- **化肥业务有所好转,未来仍有盈利提升空间。**由于尿素价格上涨,公司化肥业务得到改善。目前公司销售价格2450元/吨,2011年尿素生产成本每吨1900多元,因此公司化肥业务2012年预计将实现小幅盈利,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,2011年仅为3.57%,未来存在继续提升的空间。

图表 3: 尿素(>46%)月平均市场价(单位:元/吨) 图表 4: 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

- **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，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。

图表 5：己内酰胺新增产能（单位：万吨）

公司名称	现有产能	新增产能	投产时间
中石化巴陵分公司	20	10	2012 年四季度
中石化石家庄炼化公司	16.5		
南京帝斯曼东方公司	20	20	2013 年四季度
浙江衢州巨化公司锦纶厂	2.5	2.5	2012 年二季度
中石化与浙江恒逸合资公司	0	20	2012 年二季度
山东博汇集团海力化工	0	20	2012 年一季度
山东洪业（方明）	0	10	2012 年三季度
合计	59	82.5	

资料来源：中原证券，巴陵石化

公司已内酰胺计划分两步走。一期先上10万吨，如果一期成本能够控制在10-20亿元，则二期再上10万吨，以期降低风险。历史上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3.87元和4.55元，以5月23日收盘价48.19元计算，对应动态PE分别为12倍和11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
- **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、公司已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	86.87	102.87
增长率 (%)	3.49	30.91	14.20	18.42
净利润 (亿元)	13.14	16.63	22.11	26.01
增长率 (%)	3.44	26.51	32.95	17.64
每股收益 (元)	2.30	2.91	3.87	4.55
市盈率 (倍)	21	17	12	11

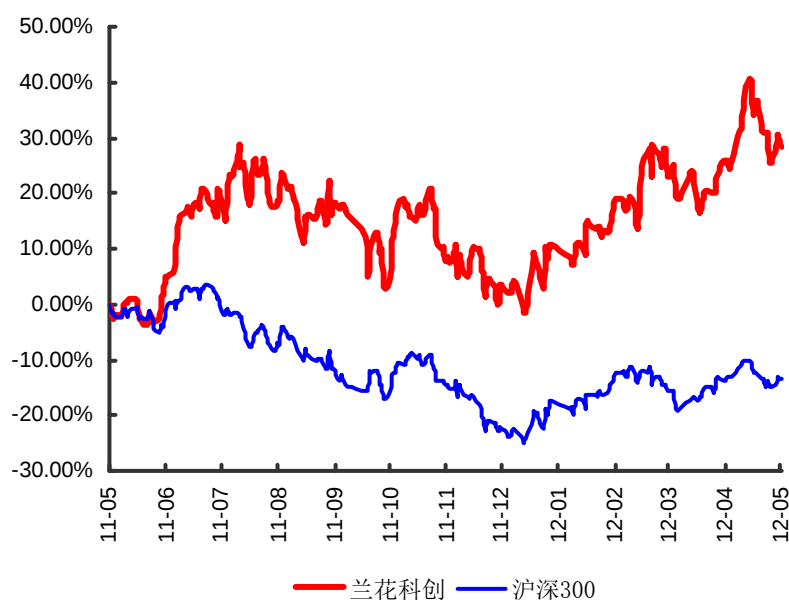
市场数据 (2012年5月23日)

收盘价(元)	48.19
一年内最高/最低(元)	52.53/35.60
沪深300指数	2616.87
市净率(倍)	3.24
流通市值(亿元)	275.26

基础数据 (2012年3月31日)

每股净资产(元)	14.87
每股经营现金流(元)	1.08
毛利率(%)	43.64
净资产收益率(%)	6.05
资产负债率(%)	43.09
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。