

煤炭/能源

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.56




当前价格: 7.07

2021.05.11

兰花科创(600123)

煤炭高弹性, 化工有回暖

兰花科创首次覆盖

	翟堃(分析师)	薛阳(研究助理)
	021-38675862	010-83939812
	zhaikun@gtjas.com	xueyang023985@gtjas.com
证书编号	S0880517100004	S0880121020021

本报告导读:

公司煤炭全部市场价销售, 煤炭板块大幅受益无烟煤价格反弹, 叠加玉溪煤矿 3 月投产, 全年将体现较大盈利弹性; 受益全球化工品涨价, 化肥板块业绩将有回暖。

投资要点:

首次覆盖, 给予“增持”评级。预测公司 2021~2023 年 EPS 为 1.27、1.33、1.33 元, 参考行业可比公司 2021 年 PE/PB 水平, 给予 10.56 元目标价, 目标价对应公司 2021 年 8.3xPE, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

超预期: 煤炭市场化销售, 大幅受益煤市涨价。与其他大部分煤企不同, 公司销售模式均为现货(2020 年第一大客户为贸易商, 占比仅 6%), 2021Q1 销售均价 605 元/吨(+104 元), 带动归母净利润增 320%。晋城无烟煤坑口价由 2020 年 9 月最低点 485 元/吨反弹至 2020 年 5 月初 745 元/吨, 随着煤炭价格持续上涨, 公司盈利弹性巨大。

优质无烟煤企, 产能开启释放。公司所处的晋城市为山西两大重点无烟煤基地之一, 现有各类矿井 14 个, 年设计能力 2020 万吨。新建玉溪煤矿(53%)240 万吨/年 2021 年 3 月份投产后, 公司生产矿井达到 8 个、产能合计 1200 万吨(权益 1212 万吨, 含参股 41%的亚美大宁年生产能力 400 万吨); 在建整合矿 5 个, 设计年生产能力 420 万吨。2021 年玉溪矿投产贡献弹性, 未来随着整合矿投产, 公司产量存在进一步增长空间。

化工业务大幅回暖。公司化工业务拥有尿素产能 120 万吨, 甲醇 40 万吨转化生产二甲醚 20 万吨, 己内酰胺 14 万吨。公司 2020 年煤炭对内销售 159 万吨, 测算基本实现自给, 受益全球化工品价格上涨, 2021Q1 尿素毛利同比增 147%, 二甲醚、己内酰胺毛利大幅扭亏。随着未来油价上涨带动化工品价格上行, 公司化工板块将实现可观盈利。

风险提示。新矿盈利不及预期; 煤价下跌。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,947	6,626	9,652	10,128	10,128
(+/-)%	-7%	-17%	46%	5%	0%
经营利润(EBIT)	1,193	592	2,371	2,464	2,507
(+/-)%	-30%	-50%	301%	4%	2%
净利润(归母)	663	375	1,448	1,519	1,522
(+/-)%	-39%	-43%	287%	5%	0%
每股净收益(元)	0.58	0.33	1.27	1.33	1.33
每股股利(元)	0.20	0.10	0.38	0.40	0.40

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	15.0%	8.9%	24.6%	24.3%	24.7%
净资产收益率(%)	6.3%	3.5%	9.8%	9.6%	9.0%
投入资本回报率(%)	3.6%	1.4%	6.1%	6.1%	5.9%
EV/EBITDA	6.53	9.41	4.64	4.44	4.36
市盈率	12.18	21.56	5.58	5.32	5.31
股息率(%)	2.8%	1.4%	5.4%	5.6%	5.7%

交易数据

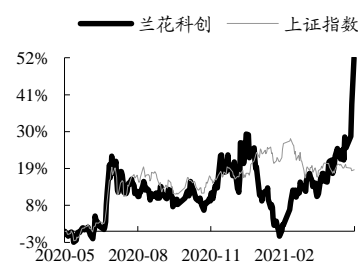
52 周内股价区间(元)	4.59-7.07
总市值(百万元)	8,077
总股本/流通 A 股(百万股)	1,142/1,142
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	16.88
日均成交值(百万元)	95.82

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	11,003
每股净资产	9.63
市净率	0.7
净负债率	74.71%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	0.05	0.20
Q2	0.08	0.36
Q3	0.09	0.37
Q4	0.11	0.34
全年	0.33	1.27

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	26%	49%	52%
相对指数	26%	55%	33%

相关报告

模型更新时间: 2021.05.11

股票研究

能源
煤炭

兰花科创(600123)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.56

当前价格: 7.07

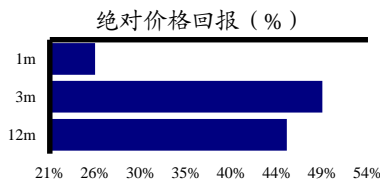
2021.05.11

公司网址

www.chinalanhua.com

公司简介

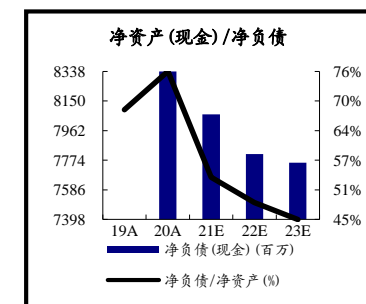
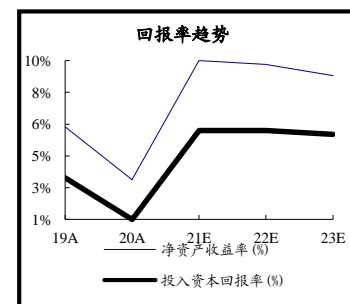
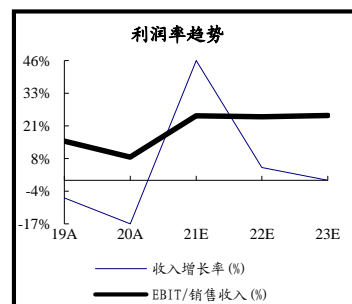
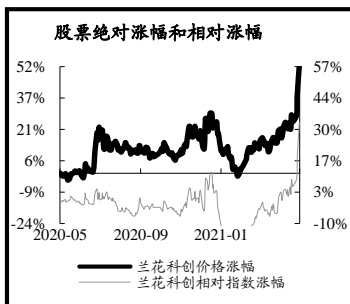
公司是一家以煤炭、化肥、化工为主导产业的现代企业,公司确立了“强煤、调肥、上化、发展新能源新材料”的发展战略,所属化肥化工企业以煤炭为原料进行生产,形成产业一体化优势。主要煤炭生产矿井地处全国最大的无烟煤基地-沁水煤田腹地,资源储量丰富。



52周内价格范围 4.59-7.07
市值(百万) 8,077

财务预测(单位:百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表					
营业收入	7,947	6,626	9,652	10,128	10,128
营业成本	5,051	4,350	4,989	5,174	5,174
税金及附加	455	416	579	622	615
销售费用	217	149	270	256	270
管理费用	1,032	1,120	1,442	1,613	1,563
EBIT	1,193	592	2,371	2,464	2,507
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	431	192	401	421	421
财务费用	364	334	480	479	477
营业利润	885	534	2,371	2,511	2,543
所得税	324	250	821	870	881
少数股东损益	-134	-123	76	97	115
净利润	663	375	1,448	1,519	1,522
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,258	1,794	2,056	2,312	2,377
其他流动资产	293	289	289	289	289
长期投资	872	1,086	1,086	1,086	1,086
固定资产合计	7,848	8,207	11,928	12,468	13,098
无形及其他资产	5,893	5,879	5,869	5,860	5,850
资产合计	25,560	26,323	31,093	32,434	33,614
流动负债	10,896	10,180	10,860	11,040	11,040
非流动负债	3,800	5,216	5,216	5,216	5,216
股东权益	10,864	10,928	15,018	16,178	17,358
投入资本(IC)	20,523	21,056	25,146	26,306	27,487
现金流量表					
NOPLAT	740	296	1,541	1,601	1,629
折旧与摊销	1,064	989	953	953	953
流动资金增量	-1,098	-605	-378	-120	0
资本支出	-793	-738	-2,178	-1,999	-2,088
自由现金流	-87	-58	-62	435	493
经营现金流	832	684	2,962	2,778	2,678
投资现金流	-859	-581	-1,777	-1,578	-1,667
融资现金流	753	-364	-923	-945	-946
现金流净增加额	726	-260	262	256	65
财务指标					
成长性					
收入增长率	-6.8%	-16.6%	45.7%	4.9%	0.0%
EBIT增长率	-30.1%	-50.4%	300.9%	3.9%	1.7%
净利润增长率	-38.7%	-43.5%	286.5%	4.9%	0.2%
利润率					
毛利率	36.4%	34.4%	48.3%	48.9%	48.9%
EBIT率	15.0%	8.9%	24.6%	24.3%	24.7%
净利润率	8.3%	5.7%	15.0%	15.0%	15.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.3%	3.5%	9.8%	9.6%	9.0%
总资产收益率(ROA)	2.1%	1.0%	4.9%	5.0%	4.9%
投入资本回报率(ROIC)	3.6%	1.4%	6.1%	6.1%	5.9%
运营能力					
存货周转天数	41.7	41.5	41.5	41.5	41.5
应收账款周转天数	3.8	6.6	6.6	6.6	6.6
总资产周转天数	1,174.0	1,450.0	1,175.8	1,168.9	1,211.4
净利润现金含量	1.3	1.8	2.0	1.8	1.8
资本支出/收入	10.0%	11.1%	22.6%	19.7%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	58.5%	51.7%	50.1%	48.4%
净负债率	68.1%	76.3%	53.7%	48.3%	44.7%
估值比率					
PE	12.18	21.56	5.58	5.32	5.31
PB	0.70	0.61	0.50	0.47	0.44
EV/EBITDA	6.53	9.41	4.64	4.44	4.36
P/S	1.02	1.22	0.84	0.80	0.80
股息率	2.8%	1.4%	5.4%	5.6%	5.7%



目录

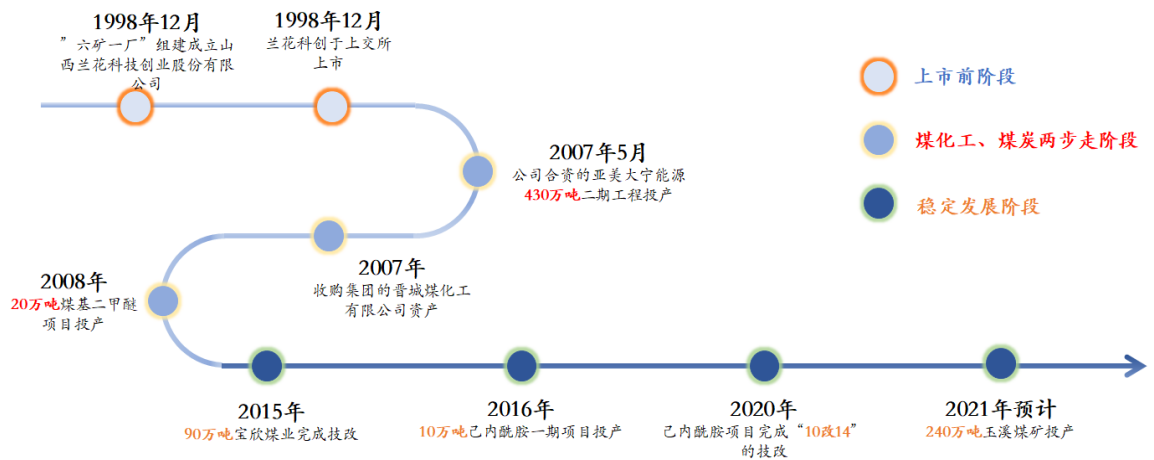
1. 煤炭业务将迎大幅回暖.....	4
1.1. 优质无烟煤企，产能开启释放.....	4
1.2. 煤炭市场化销售，大幅受益煤市涨价.....	7
2. 资源延伸布局多元煤化工业务.....	9
2.1. 尿素行业景气提升，尿素业务有望扭亏为盈.....	9
2.2. 二甲醚业务侵蚀利润严重，2021年预计减亏.....	10
2.3. 己内酰胺技改放量，全年有望量价双升.....	12
3. 盈利预测与估值.....	13
4. 风险提示.....	15

1. 煤炭业务将迎大幅反弹

1.1. 优质无烟煤企，产能开启释放

公司全称山西兰花科技创业股份有限公司，成立于1998年12月，1998年12月17日在上交所上市。作为山西省首家煤炭类上市企业，经过20多年的发展，公司已经成为以煤炭、化肥、化工为主导的，产业结构持续优化的综合类大型企业，其品牌产品“兰花”煤炭在业内具有较强的竞争力。

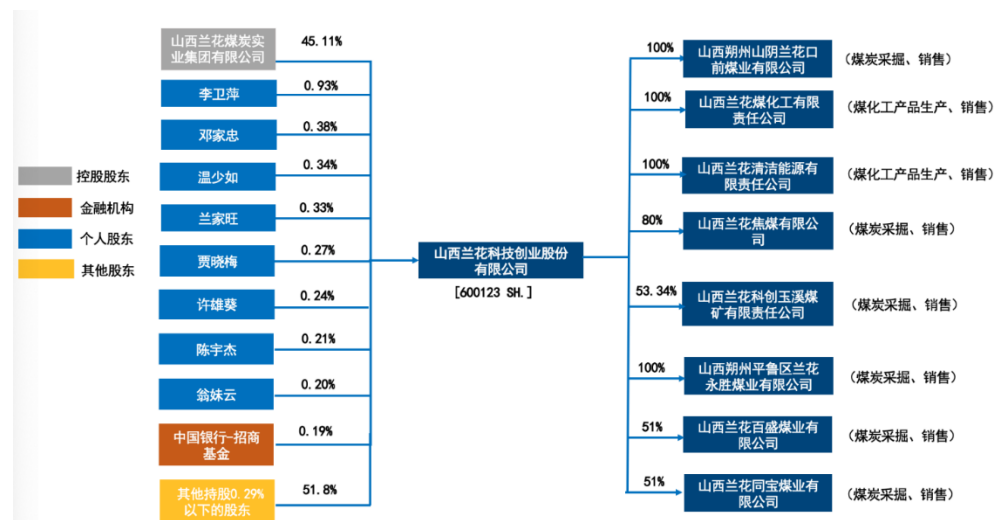
图 1: 兰花科创发展历史



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司控股股东为兰花集团，实控人为晋城市国资委。截至2020年末，控股股东兰花集团持有公司45.11%的股份。2018年12月29日，兰花集团完成国有股权划转，晋城市国有资本投资运营有限集团持有兰花集团56.74%股权，成为集团第一大股东。晋城市国有资本投资运营有限集团被晋城市国资委100%控股，公司实控人为晋城市国资委。

图 2: 截至2021年3月末公司股权结构及主要子公司

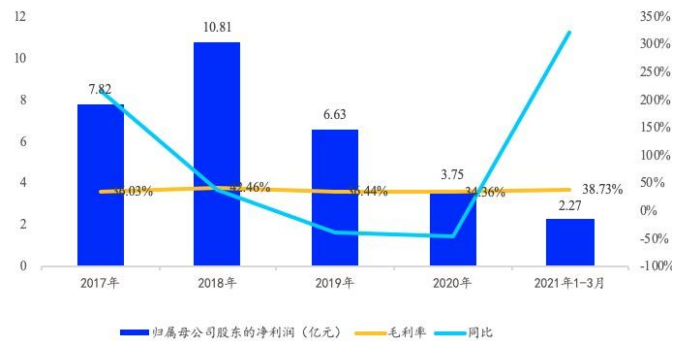


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

往年业绩受到压制，2021 年开始大幅反弹。2019 年开始，受无烟煤价格持续下滑影响，公司主营业务收入和净利润连续两年下降。受益于全国煤炭价格的大幅反弹，公司 2021 年一季度业绩实现大幅回暖，营业收入、归属母公司股东的净利润分别同比大幅增长 44.2%、320.3%。

图 3：2021 年一季度主营业务收入大幅增长 44.2%

图 4：2021 年一季度归母净利大幅增长 320.3%



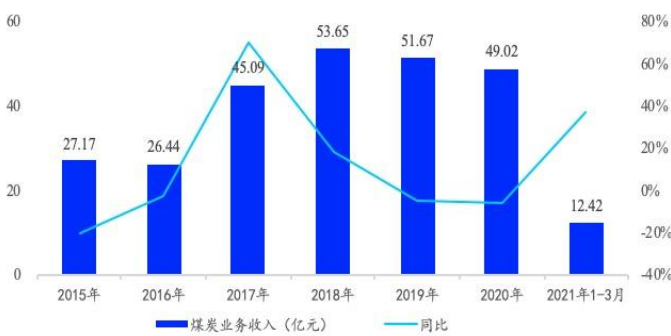
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司煤炭业务营收稳中有增，2021Q1 毛利率达近五年高点。2015~2018 年公司煤炭业务营业收入稳定增长，由 27.2 亿提升至 53.7 亿期间 CAGR 为 25.4%，主因 2016 年开启的供给侧改革提升了无烟煤的售价。2018 年之后受煤价下降影响，煤炭业务总营收略有收缩，毛利率略有下降，即使如此 2020 年毛利率仍维持在 34.4% 的高水平。2021Q1 公司单季实现营收 12.42 亿元，毛利 6.88 亿元，毛利率 55.4%，达到 2015 年以来的新高。

图 5：2015-2021 年一季度公司煤炭业务营收（亿元）

图 6：2015-2021 年一季度公司煤炭业务毛利（亿元）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

产能以无烟煤为主，动力煤、炼焦煤为辅，无烟煤是核心利润来源。公司煤炭产业现有各类矿井 14 个，年设计能力 2020 万吨，截至 2020 年末其中生产矿井 7 个（含望云、伯方、唐安、大阳、宝欣、口前、永胜），年煤炭生产能力 960 万吨，其中无烟煤、炼焦煤、动力煤产能分别为 660、90、210 万吨。新建无烟煤矿——玉溪煤矿 240 万吨/年矿井于 2019 年 11 月投入联合试运转，2021 年 1 月取得安全生产许可证，2021 年 3 月完成生产要素公告，正式转入生产矿井。

产能实现稳步扩张，权益产能 1212 万吨。玉溪煤矿投产后，公司权益产

能达到 1212 万吨/年，较 2020 年末的 1079 万吨增长 12.3%。

表 1: 公司在产矿井产能情况

序号	煤矿名称	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	持股比例	权益产能 (万吨)	主要煤种
1	大阳煤矿	15,045	6,979	180	100%	180	无烟煤
2	唐安煤矿	24,972	9,346	180	100%	180	无烟煤
3	伯方煤矿	26,357	15,229	210	100%	210	无烟煤
4	望云煤矿	13,521	4,677	90	100%	90	无烟煤
5	宝欣煤业	4,693	815	90	55%	49.5	焦煤
6	口前煤业	7,466	3,390	90	100%	90	动力煤
7	永胜煤业	16,577	5,733	120	100%	120	动力煤
8	玉溪煤矿	21,550	13,417	240	55%	132.8	无烟煤
控股合计		130,181	59,586	1,200	-	1,048	
参股	亚美大宁			400	41%	164	无烟煤
权益合计				-	-	1212	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

注：可采储量信息截至 2020 年 3 月末

从 2020 年的经营情况来看，公司煤炭板块核心利润来自无烟煤矿，除望云煤矿有所亏损外，大阳煤矿、唐安煤矿、伯方煤矿均实现较高规模盈利，此外，公司动力煤矿口前煤业也是盈利的重要贡献点。

表 2: 2020 年公司在产矿井生产经营情况

序号	煤矿名称	产量 (万吨)	开工率	销量 (万吨)	销售单价 (元/吨)	销售收入 (万吨)	销售成本 (万吨)	利润总额 (万元)
1	大阳煤矿	177.01	98.34%	167.44	554.25	92806	39561	32,714
2	唐安煤矿	179.96	99.98%	175.05	580.99	101703	48014	29,229
3	伯方煤矿	205.11	97.67%	206.09	535.11	110279	46376	38,291
4	望云煤矿	52.52	58.36%	51.91	290.4	15074	12172	-4,329
5	宝欣煤业	112.91	125.46%	110.27	276.56	30496	23632	367
6	口前煤业	93.06	103.40%	93.28	514.68	48010	21514	16,781
7	永胜煤业	85.01	70.84%	88.93	193.27	17188	15137	-3,951
合计		905.58	94.33%	892.97		415,556	206,406	109,102

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

在建资源整合矿井 5 个，设计年生产能力 420 万吨、权益产能 229 万吨。公司当前的在产矿之一永胜矿原为整合矿井，在 2019 年 3 月实现转产。未来随着整合矿的投产以及经营爬坡好转，产能的逐步释放也将为公司煤炭板块贡献远期利润。

表 3: 公司新建及在建矿井产能情况

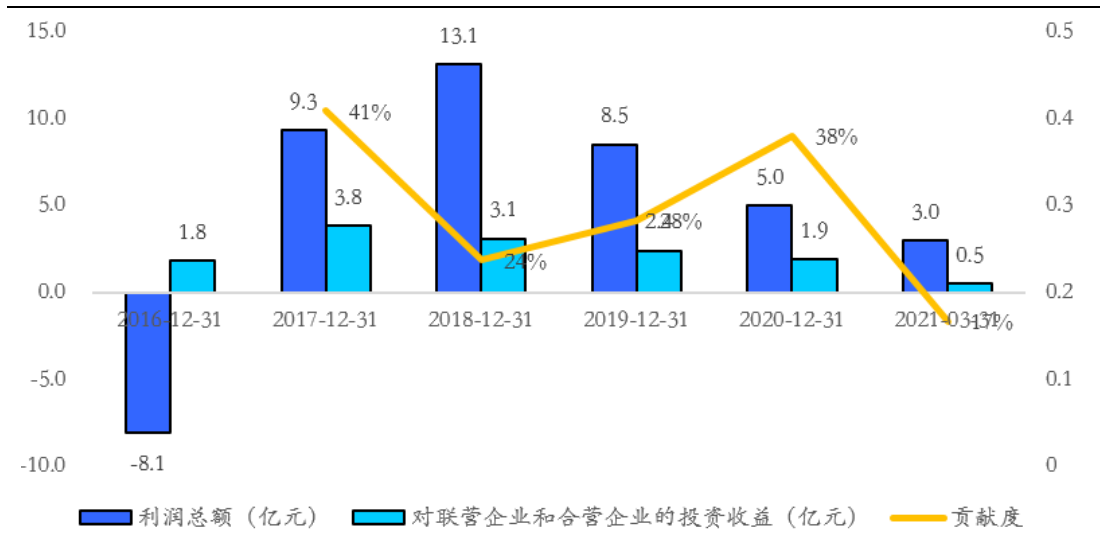
序号	煤矿名称	状态/工程进度	保有储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨)	持股比例	权益产能 (万吨)	主要煤种
1	同宝煤矿	在建 (70%)	9,799	2,957	90	51%	45.9	无烟煤
2	百盛煤矿	在建 (74%)	5,968	2,405	90	51%	45.9	无烟煤

3	兰兴煤业	在建 (99%)	1,332	766	60	72%	43.0	焦煤
4	芦河煤业	在建 (33%)	7,212	3,087	90	51%	45.9	无烟煤
5	沁裕矿业	在建 (70%)	4,413	2,692	90	53%	47.9	动力煤
合计			28,724	11,906	420	-	228.6	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司投资收益主要来自参股 41% 的亚美大宁煤矿 (原名华润大宁), 该煤矿生产能力 400 万吨/年, 2018~2020 年分别为公司贡献 3.1、2.4、1.9 亿元投资收益, 平均占公司利润总额的 30%。随着无烟煤价大幅上涨, 亚美大宁煤矿的盈利也将有望同步大幅上涨, 为公司带来可观投资收益。

图 7: 亚美大宁投资收益近三年贡献度平均 30%



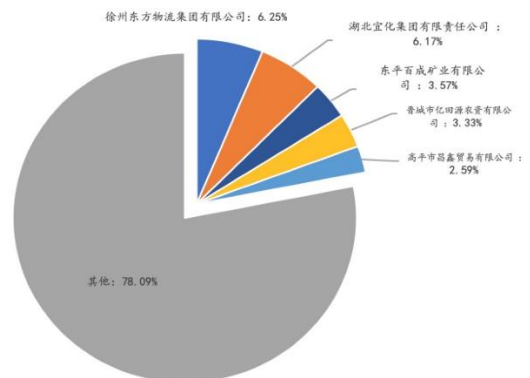
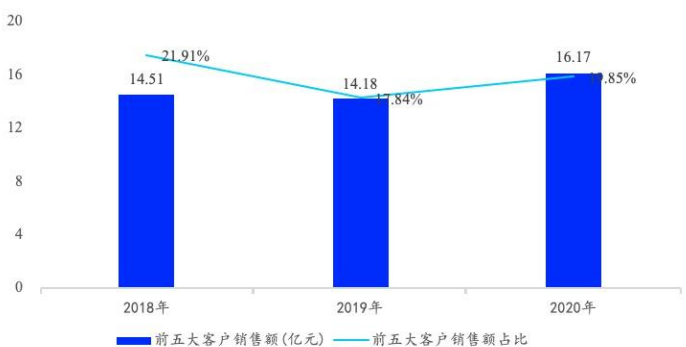
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 煤炭市场化销售，大幅受益煤市涨价

公司无烟煤业务核心下游客户为化工及冶金行业, 直接销售对象主要为物流贸易企业, 全部按照市场价格销售。根据公司 2020 年报数据, 全年前五大主要客户销售额占年度销售总额比重仅 21.91%, 其中关联交易额 0 元, 第一大客户占公司销售比重仅 6.25%。市场化的销售, 也使得公司的煤炭销售价格充分跟随市场价格进行波动, 在煤炭价格上涨周期内, 充分享受价格上涨带来的利润增长。

图 8: 公司近年来前五大客户销售相对稳定

图 9: 2020 年公司前五大客户销售占比



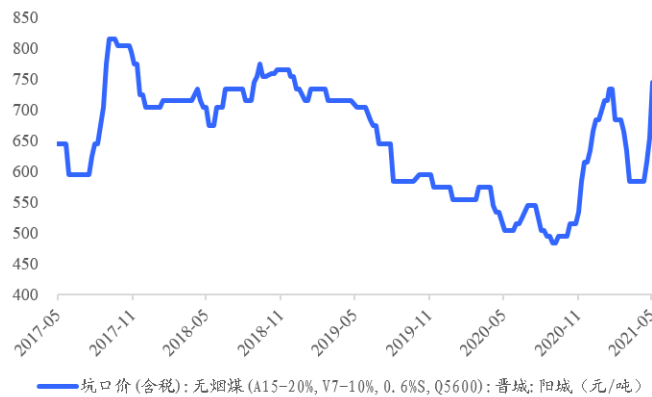
数据来源: wind、国泰君安证券研究

数据来源: wind、国泰君安证券研究

参考 wind 数据, 晋城地区的无烟煤价格自 2017 年以来经历了较大幅度的持续下跌, 但价格在 2020 年 10 月份之后开始止跌反弹, 我们认为核心原因在于全球经济复苏背景之下, 油价上行带动化工品价格上涨, 进而带动无烟煤价格的快速修复, 以晋城阳城地区无烟煤价格为例, 晋城无烟煤坑口价由 2020 年 9 月最低点 485 元/吨反弹至 2020 年 5 月初 745 元/吨, 涨幅高达 260 元/吨 (+54%)。

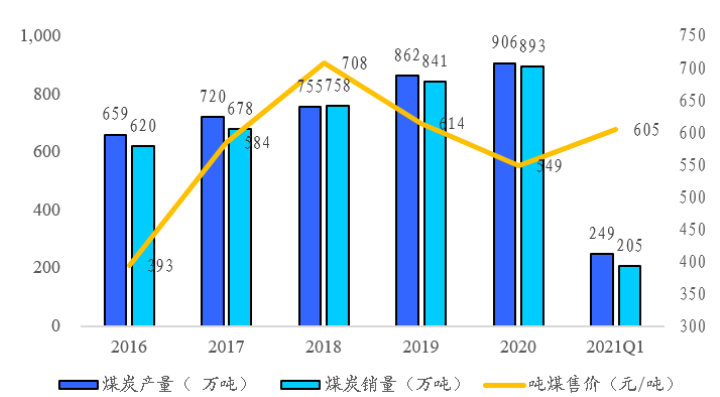
受益煤价反弹, 公司 2021 年一季度煤炭销售均价达到 605 元/吨, 较 2020 年一季度高出 104 元/吨 (+21%), 但销售均价仍未达到 2018 年全年 708 元/吨的高位, 随着晋城无烟煤价格的持续反弹, 公司煤炭销售价格将进一步新高。

图 10: 晋城无烟煤价格实现大幅反弹



数据来源: wind、国泰君安证券研究

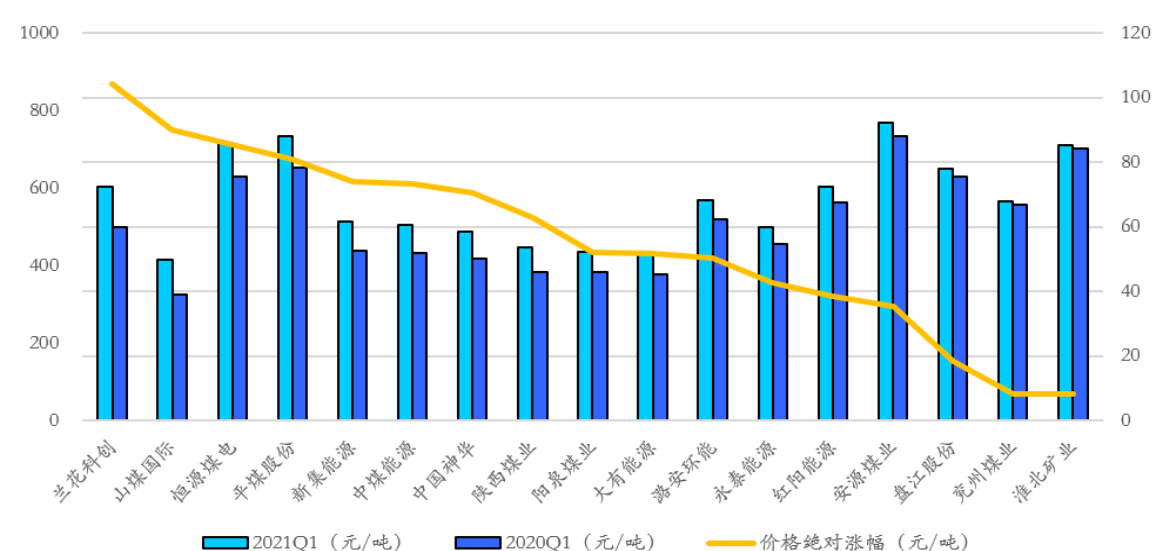
图 11: 2015~2020 年公司煤炭销售均价变化



数据来源: wind、国泰君安证券研究

根据我们对已经披露 2021 年经营数据的上市公司进行梳理, 兰花科创煤炭销售均价涨幅 20.8% 仅次于山煤国际的 27.7%, 但从单位价格绝对涨幅来看, 以 104 元/吨涨价大幅领先于其他公司, 充分体现煤炭价格弹性。

图 12: 兰花科创一季度销售均价涨幅领先其他上市公司



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司煤炭板块在 2021 年一季度已经实现量价齐升，一季度煤炭产量、销量同比分别增加 57.3、24.3 万吨，产销率与过去全年水平相对较为不匹配，我们认为主要原因在于一季度防控疫情导致煤炭销售量相对减少。全国疫情防控到位后，公司销售逐渐恢复正常，我们认为公司二季度的盈利相对一季度将实现进一步的增长。

2. 化工业务将实现明显反转

2.1. 尿素行业景气提升，尿素业务有望扭亏为盈

公司以无烟煤为基，延伸布局煤化工业务，现有 120 万吨尿素权益产能。公司从自产无烟煤出发，先通过气化制备合成气，再制备液氨，最后用液氨与一氧化碳制备尿素。目前，公司尿素业务主要由下属化工、阳化、田悦、煤化工四个分公司承担，产能合计 120 万吨，且权益占比为 100%。2020 年尿素业务产量合计 84.8 万吨、销量 87.4 万吨、产销率 88.5%、开工率 70.7%，开工率较低主因受“疫情+环保+尿素价格过低”影响 2020 年阳化分公司停产，实现利润总额-1.4 亿元，主因尿素市场景气度较差。

表 2: 公司 2020 年尿素业务生产经营情况及产能 (万吨)

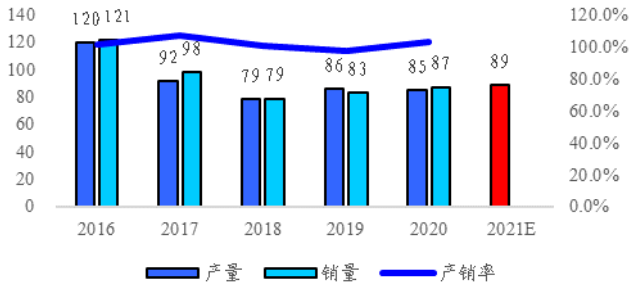
名称	2020 年产量	2020 年销量	销售单价(元/吨)	利润总额(万元)	权益占比	权益产能
化工分公司	16.82	17.3	1503	-1,950	100%	-
阳化分公司	-	0.05	1549	-5,110	100%	-
田悦分公司	37.06	37.19	1533	-2,765	100%	-
煤化工公司	30.95	32.83	1525	-4,555	100%	-
合计	84.83	87.37	1524	-14,380		120

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司尿素业务产销趋于稳定，亏损额逐年下降。公司 2016 年尿素业务开满年产 119.9 万吨，而当年尿素市场受各项优惠政策取消、农用需求疲软、出口量降低等多重因素影响，全行业亏损严重。2017 年起，晋城市开始安排工业企业秋冬季错峰生产，公司所属阳化分公司、化工分公司也陆续停产，全年产量 91.8 万吨。随后由于尿素市场整体处于供大于求阶段，公司维持中高开工率，2018~2020 年产量分别为 78.7、85.8、84.8 万吨，2021 年公司计划生产尿素 88.8 万吨，较 2020 年提升 4.7%。

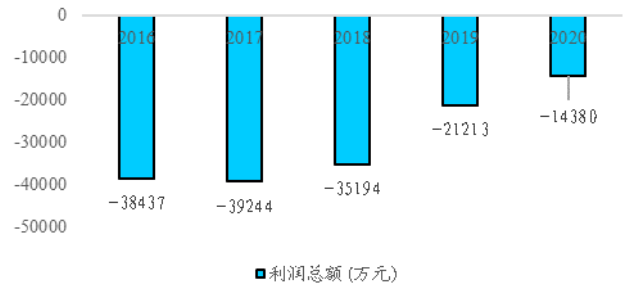
值得注意的是，虽然市场较低，但公司通过自身成本管控使得 2017 年至今尿素业务亏损额逐渐减小。虽然 2016~2018 年公司单吨尿素净利润亏损额逐年下降，与市场景气走势呈现背离，但 2018 年至今公司不断优化成本工艺，在 2020 年全年售价仅 1524 元/吨（同比下降 151 元/吨）的情况下，实现吨亏损 165 元，同比提升 86 元。

图 13: 2016-2020 年公司尿素产销量及产销率情况(万吨)



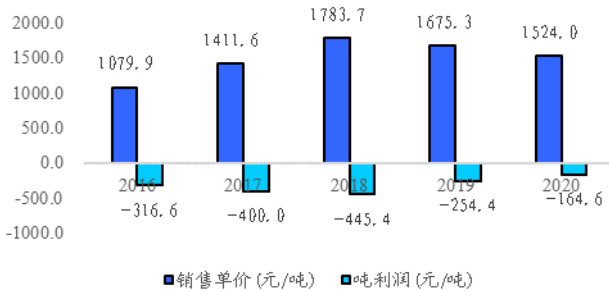
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 2016-2020 年公司尿素业务亏损额逐渐减小



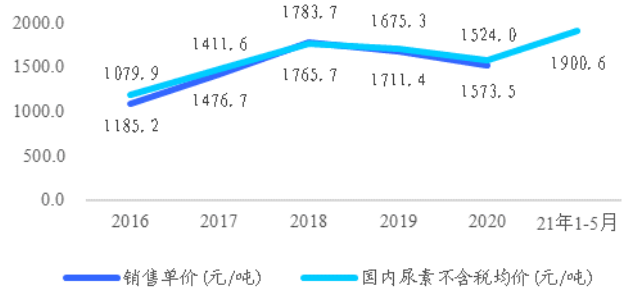
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 15: 2016-2020 年公司在尿素售价波动的情况下保持尿素吨利润呈减亏趋势



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 16: 2016-2020 年公司尿素销售均价与国内尿素不含税均价整体高度一致



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司尿素销售均价与国内不含税均价高度一致，中性测 2021 年公司吨尿素净利为 106 元。以尿素市场价 2000 元/吨，无烟煤市场价 600 元/吨的中性条件计算，公司该项目吨尿素净利为 106 元，若按 2021 年公司实现生产计划的 88.8 万吨计算，将实现归母净利 0.94 亿，同比提升 2.38 亿元，增量相当于 2020 年归母净利的 63.5%。

表 3: 公司尿素业务盈利敏感性分析

尿素吨净利 (元/吨)	尿素价格(元/吨)				
	1600	1800	2000	2200	2400
500	-58	89	222	354	487
550	-136	31	164	296	429
600	-213	-36	106	238	371
650	-291	-114	47	180	313
700	-368	-191	-14	122	255

数据来源: 国泰君安证券研究

2.2. 二甲醚业务侵蚀利润严重，2021 年预计减亏

公司具有二甲醚权益产能 10 万吨，2020 年归母净利-1.22 亿。公司合成二甲醚的工艺为，先通过无烟煤制合成气再制甲醇，在通过甲醇缩合制备二甲醚。目前，丹峰化工和清洁能源是公司二甲醚业务的主体，权益占比分别为 51%、100%，权益产能合计 10 万吨。受环保趋严影响，兰

花清洁能源于 2019 年 10 月开始停产，因此 2020 全年公司二甲醚产量为 7.8 万吨，开工率仅为 39%。受开工率底及售价低共同影响，公司 2020 年该业务利润总额-1.47 亿，归母净利-1.22 亿，大幅侵蚀业绩。

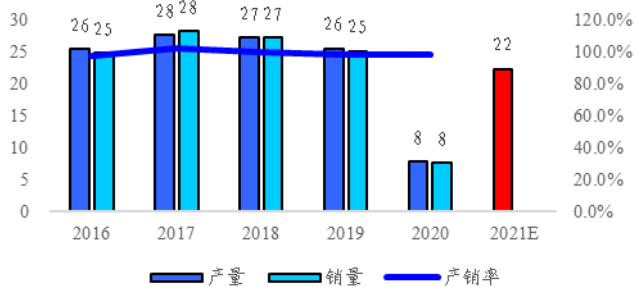
表 4: 公司 2020 年二甲醚业务生产经营情况及产能 (万吨)

名称	2020 年产量	2020 年销量	销售单价(元/吨)	利润总额(万元)	权益占比	权益产能
丹峰化工	7.76	7.43	2,283	-5,204	51%	-
清洁能源	0	0.19	2,066	-9,510	100%	-
合计	7.76	7.62	2,276	-14714		10

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

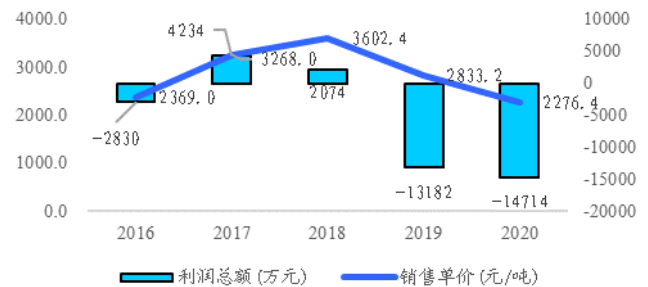
公司二甲醚业务利润与二甲醚市场售价高度相关，2021 年公司计划大幅提产。2016 年至今公司二甲醚业务盈利整体不佳，仅 2017、2018 年实现盈利，当年二甲醚售价分别为 3268、3602 元/吨，而在售价 3000 元以下的年份公司均出现亏损。此外，公司 2016~2019 年二甲醚产量整体保持稳定均在 25 万吨以上，2020 年受清洁能源停产及丹峰化工部分月份停产影响，产量历史新低仅为 8 万吨，不过受益于市场好转公司 2020 年报中披露 2021 年尿素计划产量达 22 万吨，同比增产 14 万吨。

图 17: 2016-2020 年公司二甲醚产销量及产销率情况 (万吨)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

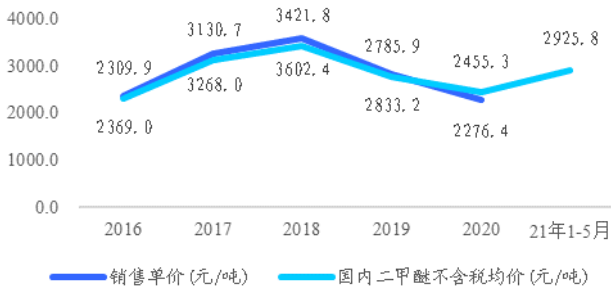
图 18: 2016-2020 年公司二甲醚业务利润总额随销售单价波动而波动



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

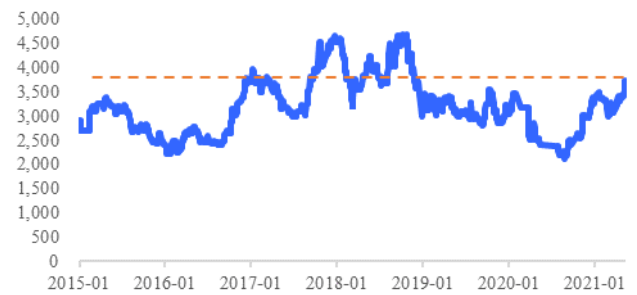
公司二甲醚销售价格与市场高度一致，2021 年至今二甲醚均价接近 3000 元/吨，2021 年该业务有望实现大幅减亏。2020 年下半年以来，受益于国内疫情恢复，伴随需求回升，二甲醚价格持续上涨。作为重要的有机合成中间体，其走势与国际油价相关性较强，受全球油价回暖影响，二甲醚价格也将波动向上。

图 19: 2016-2020 年公司二甲醚销售均价与国内尿素不含税均价整体高度一致



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 20: 2020 年下半年以来兰花丹峰二甲醚出厂价持续提升(元/吨)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 己内酰胺技改放量, 全年有望量价双升

公司具有己内酰胺权益产能 14 万吨, 2020 年归母净利-1.63 亿。公司己内酰胺业务由新材料分公司作为运营主体。新材料分公司于 2020 年 5 月实现己内酰胺业务“10 改 14”技改工程的投产运营, 不过受新产线磨合及上半年疫情影响, 2020 年产量为 10.0 万吨, 开工率仅为 71.4%, 全年归母净利-1.63 亿元。

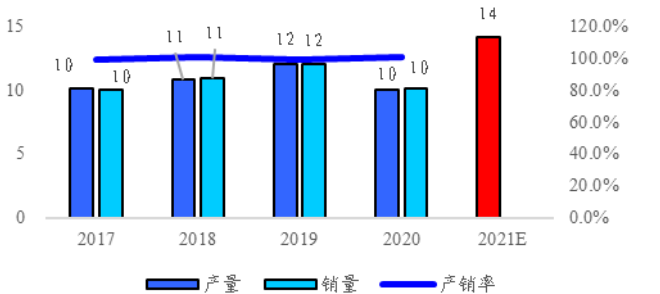
表 5: 公司 2020 年己内酰胺业务生产经营情况及产能(万吨)

名称	2020 年产量	2020 年销量	销售单价(元/吨)	利润总额(万元)	权益占比	权益产能
新材料分公司	10.03	10.10	8,666.18	-16,306	100%	14

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

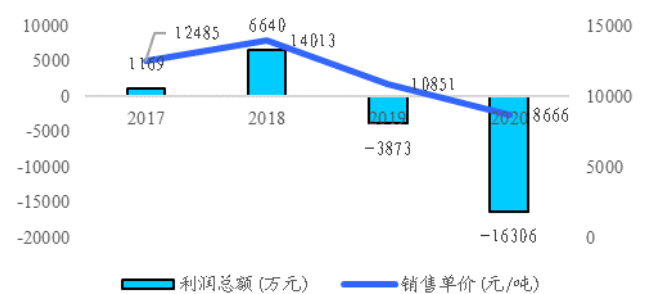
受益技改放量, 2021 年己内酰胺产量有望大幅提升。公司 10 万吨己内酰胺一期项目于 2016 年中投产, 2017 年投产后全年实现满产, 并自 2017 年起产量保持稳定, 均在 10 万吨以上。公司 2020 年已完成技改, 据公司 2020 年报披露, 2021 年公司计划生产 14.2 万吨, 同比提升 4.2 万吨。此外, 公司该业务利润主要取决于销售单价的变化, 2019 年销售均价 1.09 万/吨时亏损 0.39 亿, 2017 年均价 1.2 万/吨时, 盈利 0.12 亿。

图 21: 2016-2020 年公司己内酰胺产销量及产销率情况(万吨)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

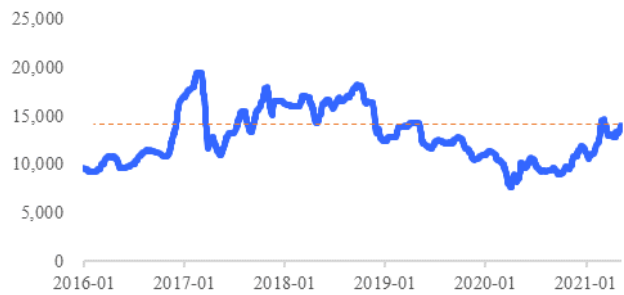
图 22: 2016-2020 年公司己内酰胺业务利润总额随销售单价波动而波动



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

己内酰胺价格已接近 2019 年高点, 公司 2021 年吨盈利水平将接近 2017 年, 叠加技改放量摊薄固定成本, 全年有望来那个价双升。

图 23: 己内酰胺价格已接近 2019 年高点(元/吨)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

中性测 2021 年公司吨己内酰胺净利为 888 元。以己内酰胺市场价 12000 元/吨, 纯苯市场价 6000 元/吨的中性条件计算, 公司己内酰胺项目吨净利为 888 元, 若按 2021 年公司实现生产计划的 14.2 万吨计算, 将实现归母净利 1.26 亿, 同比提升 2.89 亿元, 增量相当于 2020 年归母净利的 77.1%。

表 6: 公司己内酰胺项目盈利敏感性分析

己内酰胺吨净利 (元/吨)	己内酰胺价格(元/吨)					
	8000	10000	12000	14000	16000	
4000	-710	795	2122	3450	4777	
纯苯价格 (元/吨)	5000	-1533	177	1505	2832	4160
6000	-2356	-587	888	2215	3542	
7000	-3179	-1410	270	1598	2925	

数据来源: 国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

盈利预测核心假设:

- 玉溪煤矿投产带动产量增加, 预计 2021~2023 年煤炭销量分别为 1034、1110、1110 万吨。
- 煤炭价格高景气, 销售价格假设维持在 630 元/吨; 玉溪煤矿投产折旧使综合成本有所提升, 单位销售成本维持 245 元/吨。
- 假设尿素业务维持当前生产水平, 2021~2023 年销售维持在 87 万吨; 尿素价格新高持续上涨, 假设全年尿素均价 2100 元/吨; 尿素成本受煤价影响, 提升至 1550 元/吨。

根据假设, 我们预计公司 2021~2023 年实现收入 96.5、101.3、101.3 亿元, 归母净利润分别 14.5、15.2、15.2 亿元, EPS 分别为 1.27、1.33、1.33 元。

表 7: 兰花科创收入成本预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入合计	7947	6626	9652	10128	10128
成本合计	5051	4350	4989	5174	5174
毛利率	36.44%	34.36%	48.31%	48.91%	48.91%
煤炭业务收入合计	4573	4156	6517	6993	6993
煤炭产量 (万吨)	862	906	1056	1136	1146
煤炭销量 (万吨)	841	893	1034	1110	1110
其中内部销量 (万吨)	132	159	160	160	160
对外销量 (万吨)	708	734	874	950	950
煤价格 (元/吨)	544	465	630	630	630
煤炭销售成本合计	2021	2064	2534	2720	2720
煤炭平均生产成本 (元/吨)	228	215	215	215	215
煤炭平均销售成本 (元/吨)	240	231	245	245	245
尿素收入	1397	1331	1835	1835	1835
尿素销量 (万吨)	83	87	87	87	87
尿素价格 (元/吨)	1675	1524	2100	2100	2100
尿素成本	1221	1210	1354	1354	1354
尿素单位成本 (元/吨)	1465	1384	1550	1550	1550
其他业务收入	1977	1139	1300	1300	1300
其他业务成本	1808	1076	1100	1100	1100

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

估值:

公司煤炭种类为无烟煤, 市场可比公司为华阳股份; 公司业务结构为煤炭+化工(尿素为主), 可比公司为中煤能源。

行业可比公司 2021 年平均市盈率为 9.11 倍, 以此作为比较对应估值为 11.55 元; 可比公司 2021 年平均市净率为 0.81 倍, 以此作为比较对应估值为 8.35 元。综合 PE 和 PB 两种方法, 我们给予公司 10.56 元目标价, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 8: 可比公司 2021 年 PE 为 9.11 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
华阳股份	6.54	157.3	0.63	0.79	0.73	10.38	8.30	8.92
中煤能源	8.21	920.4	0.45	0.83	0.83	18.24	9.92	9.93
平均值						14.31	9.11	9.42
兰花科创	7.07	80.77	0.33	1.27	1.33	21.56	5.58	5.32

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2021 年 5 月 10 日

表 9: 可比公司 2021 年 PB 为 0.81 倍

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元/股)			PB		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
华阳股份	6.54	157.3	6.96	10.48	10.90	0.94	0.62	0.60
中煤能源	8.21	920.4	7.61	8.19	8.79	1.08	1.00	0.93
平均值						1.01	0.81	0.77
兰花科创	7.07	80.77	9.38	10.27	11.20	0.75	0.69	0.63

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价截至 2021 年 5 月 10 日

4. 风险提示

1) 新矿盈利不及预期: 玉溪煤矿作为新投产矿井, 从投产到产能完全释放、成本控制稳定需要爬坡过程, 若产能释放进度不及预期, 则或将影响盈利的释放。

2) 煤价下跌: 2021 年煤价大幅上涨主要由于供需不匹配, 国家若出台政策打压煤炭价格, 或经济增长不及预期使需求下降, 则煤价存在下跌导致公司盈利不及预期的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		