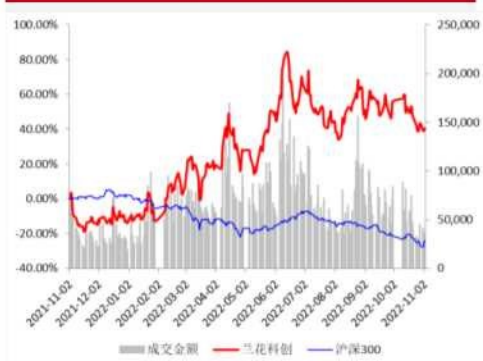




兰花科创 (600123.SH): 非电煤补库需求, 业绩边际改善

公司评级: 增持

近一年该股与沪深300走势



基础数据

总股本 (百万股)	1142
实际流通 A 股 (百万股)	1142
实际流通 A 股市值 (亿元)	160.2

研究员 顾诗园

投资咨询证书号 S0620521120001

电话 025-58519167

邮箱 sygu@njzq.com.cn

研究助理 孙其默

电话 025-58519170

邮箱 qmsun@njzq.com.cn

- **2022第三季度利润下行, 综合售价下降导致利润收窄:** 公司公告2022年前三季度实现归母净利润27.6亿元, 同比+96.0%, 扣非净利润32.0亿元, 同比+120.7%; 单三季度来看, 2022年Q3实现归母净利润7.7亿元, 环比-30.5%。实现扣非净利润9.4亿元, 环比-32.8%。
- **经营数据: 第三季度煤炭业务利润收窄。** 2022年第三季度公司原煤产量/商品煤销量283.9/307.4万吨, 环比-12.0%/-2.6%; 吨煤售价877元/吨, 环比-18.6%; 吨煤成本298元/吨, 环比+2.4%; 煤炭业务毛利润为66%, 环比-7.0pct。价格方面, 2022Q3晋城无烟煤小块坑口均价1766元/吨, 环比+1%; 晋城无烟末煤坑口均价1202元/吨, 环比-4%; 同时集团7月开始的保供任务对公司的业绩也有一定影响, 2022Q3公司承担了160万吨的电煤保供任务, 但是公司自有动力煤产能少, 只有口前煤业与永生煤业生产动力煤, 总设计产能210万吨/年, 使得保供任务的缺口需要公司购买市场煤或低热值的煤种与公司自产无烟煤混合用来完成保供任务, 使得业绩出现较为明显的环比下滑。**煤化工板块景气度下行业绩承压。** **尿素:** Q3产量/销量25.1/24.5万吨, 环比+0.1%/+2.3%; 综合售价2225元/吨, 环比-20.3%; 综合成本2068元/吨, 环比+1.5%; 尿素产品总毛利3848万元, 环比-78.8%。**二甲醚:** Q3产量/销量0.46/0.53万吨, 毛利为-62万元。受二甲醚市场低迷成本倒挂, 除丹峰化工自5月下旬至6月末通过外购甲醇暂时恢复二甲醚系统生产外, 丹凤化工和清洁能源公司两家二甲醚生产企业均处于停产状态。**己内酰胺:** Q3产量/销量4.1/4.2万吨, 环比+6.2%/+21.8%; 综合售价11214元/吨, 环比-12.5%; 综合成本12500元/吨, 环比-9.4%; 己内酰胺产品总毛利-5453万元, 亏损继续扩大。根据公司10月30日公告, 为执行秋冬季差异化管理措施, 公司所属化肥化工企业将在2022Q4至2023年Q1实行部分停产。

公司预计2022年Q4素减产约10.45万吨，己内酰胺减产约1.6万吨，二甲醚减产约5万吨，影响2022年Q4销售收入约6亿元。预计影响2023年Q1尿素减产约1.8万吨，二甲醚减产约5万吨，影响营业收入减少约2亿元。煤化工板块因原材料价格维持高位，疫情导致下游需求不足，产品价格下滑成本倒挂，利润出现亏损。今年的冬季减产措施将减轻煤化工对公司业绩的影响。

- **盈利预测与投资建议：**公司主要煤炭产品为无烟煤，是市场稀缺的高热值煤种，具有一定的溢价。无烟煤作为煤化工的主要原料，2022Q4至2023Q2的下游的补库需求将支撑无烟煤价格维持在较高的水平。三季报公布后，市场主要担忧的风险点：保供对业绩的影响程度也能得到较好的评估，未来业绩的不确定性得到了释放。
- 经过2022Q3业绩环比下滑后，2022Q4公司业绩将得到边际改善。一方面，价量双升煤炭业绩提升，截至11月1日，晋城无烟末煤平均坑口均价为1360元/吨，环比第三季度+13.1%。同时公司现有在建资源处于建设尾声阶段，产能约有270万吨的提升空间将逐步释放。第二方面，11月28日，11月年度长协价格环比上涨9元至728元/吨，为今年5月以来的首次上涨，这次价格上涨具有象征意义，表明了未来长协基准价格有继续上调的可能性。那么随着长协价格的上涨，公司完成保供任务对业绩的影响也将减轻；第三方面，化肥化工业务减产将减少对于公司2022Q4-2023Q1业绩的负面影响。第四方面，公司第三季度计提了2.2亿元兰花纳米公司旧厂区关停搬迁补偿款。使得第四季度计提大额减值的风险也得到了一定释放。预计2022-2024年公司归母净利润为35.4亿元、38.7亿元、47.6亿元，对应PE估值4.77/4.37/3.55倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求增长不及预期，公司煤矿安全事故影响正常生产，公司控股子公司兰花焦煤所属子公司兰兴煤业资产减值，保供任务大幅增加。

图表 1：主营业务产品经营数据

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭产品						
产量	万吨	906	1,040	1,182	1,300	1,404
销量	万吨	893	1,027	1,177	1,283	1,383
综合售价	元/吨	465	806	974	967	1,009
综合成本	元/吨	260	261	310	325	322
毛利率	%	44.09%	67.62%	67.15%	66.39%	68.09%
尿素						
销量	万吨	87	91	85	94	93
单位售价	元/吨	1,524	2,168	2,436	2,631	2,763
单位成本	元/吨	1,384	1,732	2,080	2,184	2,250
毛利率	%	9.19%	20.11%	14.61%	16.99%	18.57%
二甲醚						
销量	万吨	8	13	2	-	-
单位售价	元/吨	2,276	3,236	3,396	-	-
单位成本	元/吨	2,414	3,472	3,776	-	-
毛利率	%	-6.06%	-7.29%	-11.19%	-	-
己内酰胺						
销量	万吨	10	14	14	15	15
单位售价	元/吨	8,666	12,182	11,740	13,149	14,201
单位成本	元/吨	8,369	11,500	12,537	13,540	14,217
毛利率	%	3.43%	5.60%	-6.79%	-2.97%	-0.11%

图表 2：主营业务收入、成本及毛利情况（包含内部抵消）

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
煤炭业务						
营业收入	百万	490,150	1,024,666	1,260,201	1,394,001	1,567,918
营业成本	百万	274,283	464,461	456,370	555,967	593,768
毛利率	%	44.04	54.67	63.8	60.10	62.10
煤化工业务						
营业收入	百万	276,048	493,525	417,913	511,277	561,620
营业成本	百万	256,814	443,465	438,357	481,093	499,152
毛利率	%	6.97	10.14	-4.90	5.90	11.10
其他业务						
营业收入	百万	9,840	14,255	12,602	15,334	17,247
营业成本	百万	7,490	11,701	10,082	12,267	13,798
毛利率	%	23.89	17.91	20.00	20.00	20.00

资料来源：公司公告，南京证券研究所

附表： **利润表**

年（百万元，百万股）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,626.37	12,859.56	14,319.74	16,307.74	18,214.74
营业成本	4,349.67	6,755.28	6,460.67	7,594.89	7,814.07
营业税金及附加	416.03	777.28	862.05	996.40	1,103.81
销售费用	149.11	135.81	287.83	288.65	293.26
管理费用	1,120.05	1,285.07	1,575.17	1,630.77	2,003.62
研发费用	--	23.71	8.59	13.05	20.04
财务费用	334.08	523.15	572.79	712.65	755.91
资产减值损失	-14.14	-614.73	-10.87	--	--
信用减值损失	14.98	9.81	-8.44	--	--
其他经营损益	--	--	--	--	--
投资收益	192.08	279.59	394.12	--	--
公允价值变动损益	--	--	--	--	--
资产处置收益	1.00	-0.01	1.69	--	--
其他收益	82.68	17.10	16.65	--	--
营业利润	534.04	3,051.03	4,945.79	5,071.33	6,224.03
营业外收入	3.17	6.39	5.00	5.00	5.00
营业外支出	35.52	105.81	350.00	50.00	50.00
其他非经营损益	--	--	--	--	--
利润总额	501.69	2,951.60	4,600.79	5,026.33	6,179.03
所得税	250.25	948.18	1,058.18	1,156.06	1,421.18
净利润	251.44	2,003.42	3,542.61	3,870.27	4,757.85
少数股东损益	-123.26	-349.10	230.04	251.32	308.95
归属母公司股东净利润	374.70	2,352.52	3,542.61	3,870.27	4,757.85
总股本	1142	1142	1142	1142	1142
EPS(元)	0.33	2.06	2.94	3.21	3.95
市盈率（PE）	42.48	6.81	4.77	4.37	3.55

注：市盈率截至2022年11月2日

请务必阅读正文之后的重要法律声明

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
持有：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
减持：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。