

采掘

2017年02月06日

*ST 煤气 (000968)

——加速发展的全国煤层气龙头

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据： 2017年02月03日

收盘价(元)	10.58
一年内最高/最低(元)	11.39/7.86
市净率	-11.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5435
上证指数/深证成指	3140.17/10004.84

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	-0.96
资产负债率%	101.92
总股本/流通A股(百万)	777/514
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《*ST 煤气(000968)点评：资产置换获证监会核准，成A股唯一纯煤层气标的》
2017/01/24

证券分析师

周泰 A0230516020001
zhoutai@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

孟祥文 A0230115070003
mengxw@swsresearch.com

联系人

孟祥文
(8621)23297818×7410
mengxw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司重大资产重组及增发方案获得批复。**重大资产置换方案已经完成，置出现有煤炭业务，置入蓝焰煤层气公司。预计近期将完成以每股6.90价格向7名投资人定增1.91亿股，募资13.2亿元。蓝焰煤层气公司为全国煤层气开采行业龙头企业，具有资源优势、技术优势、管道运输优势。
- **“十三五”期间煤层气行业发展迅猛。**由于煤层气抽采可以带来环保、煤矿安全生产理念的推广以及煤层气抽采技术进步，按照“十三五”规划，到2020年，煤层气（煤矿瓦斯）抽采量达到240亿立方米，其中地面煤层气产量100亿立方米，利用率90%以上。据此测算未来煤层气年产量增速将达到17%以上。作为配套，政府也提高了相应补贴标准，并通过下放煤层气矿权审批权到山西省政府来解决长期困扰行业发展的煤权与气权分离问题。
- **公司具备先天资源、技术优势。**蓝焰煤层气气田主要位于全国最大的煤层气基地沁水煤田，资源优势明显，通过采矿权和与有煤炭采矿权企业合作治理瓦斯两种方式获得可采资源，未来发展空间巨大。蓝焰煤层气无论在煤层气理论研究和实际操作方面的技术积累，均处于全国第一位置。
- **当前煤层气利用率提升空间巨大。**公司2015年煤层气利用率仅为52.97%的利用率。公司2015年毛利较低，很大原因就在于利用率低导致单位煤层气成本较高。随着配套管网建成及扩能，利用率低的问题将逐步改善。如果能将利用率提高到同一区域内亚美能源水平，公司在不增加投入及不新增产量的前提下，仍然可以增加6.8亿立方米左右的销量，增加约10亿元税前利润。
- **业绩承诺较高，兑现较为容易。**公司承诺，蓝焰煤层气2016年度、2017年度及2018年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于3.5亿元、5.3亿元、6.9亿元。2017年之后随着销售量的提升，具备超额完成业绩承诺的能力。
- **投资评级与估值：**考虑公司受益于管网建设和未来气田开采加快影响，我们上调公司16年和18年盈利预测，分别上调9.1%和12.7%，预计公司2016年、2017年、2018年EPS分别为0.36元/股，0.55元/股和0.71元/股，对应pe分别为29倍、19倍和15倍。A股可比同类从事煤层气开采销售业务的上市公司万德一致预期2016至2018年平均PE分别为258倍、35和21倍，采用相对估值法，大幅低于行业内水平。作为行业龙头，公司未来将得到一定估值溢价，给予公司“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,655	620	1,167	1,246	1,328
同比增长率(%)	-3.99	-56.74	-29.48	6.77	6.58
净利润(百万元)	-1,566	-732	350	533	687
同比增长率(%)	-	-	-122.35	52.29	28.89
每股收益(元/股)	-3.05	-1.43	0.36	0.55	0.71
毛利率(%)	-40.9	-34.2	40.4	40.6	45.0
ROE(%)	-725.4	-	9.8	12.5	13.5
市盈率	-4	-	29	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑公司受益于管网建设和未来气田开采加快影响，我们上调公司 16 年和 18 年盈利预测，分别上调 9.1% 和 12.7%，预计公司 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.36 元/股，0.55 元/股和 0.71 元/股，对应 pe 分别为 29 倍、19 倍和 15 倍。A 股可比同类从事煤层气开采销售业务的上市公司万德一致预期 2016 至 2018 年平均 PE 分别为 258 倍、35 和 21 倍，采用相对估值法，大幅低于行业内水平。作为行业龙头，公司未来将得到一定估值溢价，给予公司“买入”评级。

关键假设点

1. 向 7 名投资者定增顺利完成
2. 公司规划销售计划顺利完成

有别于大众的认识

传统认为，资源类企业核心是资源量以及开采量，在该方面公司极具优势。但是公司目前主要问题在于近 50% 的产量因输气管网不健全的问题不能有效销售利用。未来公司短期看点在于利用率的提高，销售量的提升。随着管网建设健全及销售渠道的拓展，煤层气销量提升，公司即便在不增加投入及不新增产量前提下，仍然可以增加 6.8 亿立方米左右的销量，增加约 10 亿元税前利润。公司盈利增长空间巨大。

股价表现的催化剂

煤层气销售数据好转，以及随着石油价格反弹带来的全球燃气价格反弹。

核心假设风险

如果销售管网建设及扩能无法匹配，公司销售量不能按进度提升，公司盈利将可能不及预期。

目录

1. 资产置换完成，主业变更为煤层气开采	5
2. “十三五”期间煤层气将加速发展	6
2.1 煤层气：长期被作为危害的清洁能源	6
2.2 煤层气抽采演变	7
2.2.1 煤层气开采经历了由通风到通风+井下瓦斯抽采，再到瓦斯地面抽采的三次转变	7
2.2.2 我国煤层气发展起步晚，但是发展快	7
2.3 “十二五”期间煤层气发展开始加速	8
2.4 多因素制约煤层气产业发展	8
2.4.1 沁水煤田技术难以适应其他区域推广	8
2.4.2 煤层气的气权纷争制约行业发展	9
2.5 “十三五”将迎来煤层气发展的高峰	9
2.5.1 “十三五”规划煤层气产量年均增长 17.8%	9
2.5.2 加大补贴提高企业积极性	10
2.5.3 煤层气矿权审批下放山西	10
3. 行业绝对龙头，承载行业未来	11
3.1 占据沁水气田，全面向西山、阳泉矿区推进	11
3.2 公司煤层气开采技术国内领先	13
3.3 利用率提升是业绩增长关键	14
3.4 业绩承诺较高，兑现较为容易	15
4. 发展潜力巨大，买入评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 重组方案草案.....	5
图 2: 重组完成后煤气化股权结构.....	6
图 3: 煤层气市场份额.....	11
表 1: 公司股本变化 (单位: 百万股)	6
表 2: 十二五期间煤层气发展迅速 (单位: 亿立方米, %)	8
表 3: 煤层气”十三五”规划.....	10
表 4: 公司可能获得的 4 个煤层气采矿权.....	12
表 5: 蓝焰煤层气及子公司签订瓦斯治理协定	13
表 6: 公司与主要竞争对手利用率比较.....	14
表 7: 同类上市公司万德一致预测 PE (2017 年 02 月 03 日)	15
表 8: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	16

1. 资产置换完成，主业变更为煤层气开采

太原煤气化公司（以下简称“公司”）于 2000 年 6 月 22 日在深交所上市，主业为煤炭、焦炭生产销售。

根据 6 月 27 日晋煤集团提交方案，公司重组方案草案，公司以截止 2016 年 1 月 31 日除全部应付债券及部分其他流动资产、应交税费、应付利息外的全部资产（置出资产），与晋煤集团所持有蓝焰煤层气 100% 股权（置入资产）中的等值部分进行置换。差额部分中 5 亿元由现金支付，其余 171654 万元为以每股 6.53 元价格向晋煤集团非公开发行 2.63 亿股支付。同时，太原煤气化将所持有公司 1.24 亿股转让于晋煤集团。此外配套以每股 6.90 价格向 7 名投资人定增 1.91 亿股，募资 13.2 亿元。交易完成后，公司主业将变更为煤层气勘探开发和利用，是 A 股唯一纯正煤层气开发标的。

此后，经历证监会两轮反馈意见及答复。16 年 11 月 10 日，公司发布《重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》。16 年 12 月 26 日，公司收到证监会核准文件。

图 1：重组方案草案

置出资产 (85614万元)	置入资产 (307268万元)	差额 (221654万元)	增发募资 (不超过131711万元)
<ul style="list-style-type: none"> 嘉乐泉煤矿采矿权20466万元 炉峪口煤矿采矿权36587万元 东河煤矿采矿权5234万元 其他净资产23328万元 	<ul style="list-style-type: none"> 蓝颜煤层气322268万元 扣除分红15000万元 	<ul style="list-style-type: none"> 现金支付50000万元 向晋煤集团非公开发行支付171654万元 (6.53元/股 * 262870153股) 	<ul style="list-style-type: none"> 不超过190885507股 发行价格6.90元/股 支付现金对价和气井改造

资料来源：公司公告，申万宏源研究

12 月 30 日，重大资产置换已经完成，通过增发晋煤集团获得公司 2.63 亿股；同时太原煤气化集团向晋煤集团转让 1.25 亿股也已经完成，目前公司总股本已经上升到 7.7 亿股。公司主业已经变更为瓦斯治理与煤层气开采。

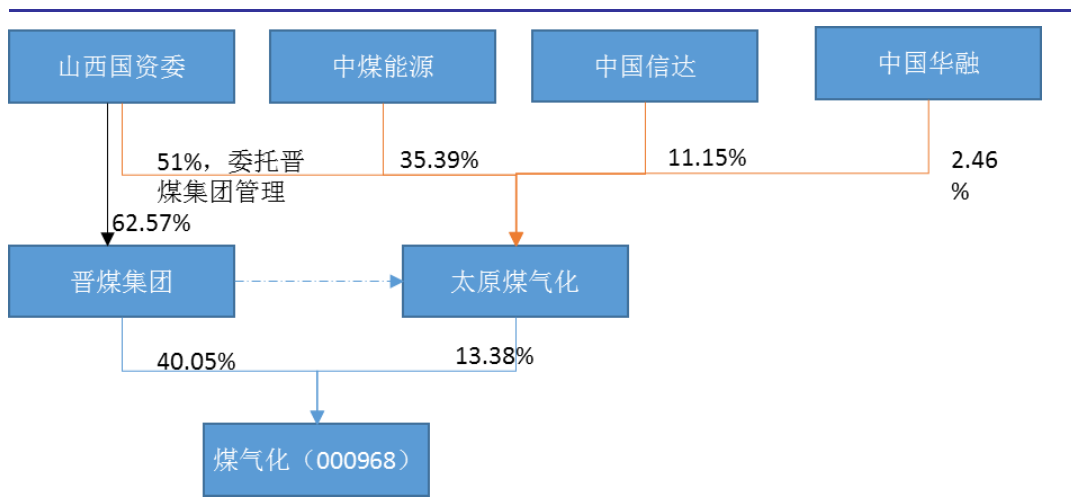
预计春节后公司启动向七家投资者以 6.53 元/股价格增发事项，全部完成后，公司总股本将上升到 9.67 亿股，第一大股东晋煤集团持股 3.87 亿股，一致行动人太原煤气化集团持股 1.29 亿股。

表 1：公司股本变化（单位：百万股）

股东名称	本次交易前		已经完成		尚未完成	全部交易完成后	
	股数	比例	发行股数	股份转让	发行股数	股数	比例
太原煤气化	254.04	49.45%		-124.62		129.42	13.38%
晋煤集团			262.87	124.62		387.49	40.05%
募集配套资金发行对象	2.58	0.50%			190.89	193.46	20.00%
其他股东	257.13	50.05%				257.13	26.58%
合计	513.75	100.00%	262.87		190.89	967.50	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：重组完成后煤气化股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. “十三五”期间煤层气将加速发展

2.1 煤层气：长期被作为危害的清洁能源

在煤炭形成过程中，需要经历泥炭化和煤化两个阶段。在泥炭化阶段，由于细菌的作用，可以生成少量甲烷；在煤化阶段，有机质热降解作用已经开始并且逐步加深，热降解产物主要是甲烷等。煤层形成后，形成的甲烷又经历扩散、迁移等过程，最终在煤层中形成以甲烷为主要成分、以吸附在煤基质颗粒表面为主，部分有利于煤空隙中或溶解于煤层水中的烃类气体，成为煤层气，俗称瓦斯。

井下瓦斯浓度在 5-16% 范围内时，容易发生爆炸，瓦斯爆炸被视为煤炭开采的第一大危害。因此早期瓦斯抽采的目的就是为了降低矿井瓦斯浓度，减少安全风险，绝大部分井下抽采瓦斯进行了排放。目前全球范围内对煤层气利用严重不足，目前每年因采煤向大气排放的煤层气达约 540 亿立方米，其中我国每年对空排放煤层气近 200 亿立方米，占全球煤层气排放的近 1/3。

煤层气主要成分是甲烷，可以与天然气混输混用，**燃烧清洁高效**。1立方米纯煤层气的热值相当于 1.13kg 汽油、1.21kg 标准煤，其热值与天然气相当。同时煤层气排放造成的煤层气直接排放到大气中，其温室效应约为二氧化碳的 21 倍，对生态环境破坏性极强。因此，煤层气的利用被我国政府提上日程，予以重视。

2.2 煤层气抽采演变

煤层气是煤的伴生资源，属非常规天然气。据 IEA 估计，全世界煤层气资源量达 260 万亿立方米，是常规天然气的两倍以上。截止 2014 年底，我国 2000 米以内煤层气储量 36.8 万亿立方米，占全球 15%，仅次于俄罗斯、加拿大位居第三位。

2.2.1 煤层气开采经历了由通风到通风+井下瓦斯抽采，再到瓦斯地面抽采的三次转变

煤层气的抽采最先是以防范安全事故为出发点。煤矿瓦斯防治主要通过“通风稀释”的手段解决，即通过通风系统向矿井内注入大量新鲜空气，将瓦斯的浓度稀释至爆炸临界值（5%）以内，以保障煤炭生产安全，但该方法需要建设大通风量的井巷，耗用大量电力，以保证较大通风量。

随着煤炭开采深度的增加和井下瓦斯含量的升高，仅仅“通风”已经不能满足煤炭安全生产的需要，因此又逐渐兴起了“**通风+井下瓦斯抽采**”技术，即在传统保证通风的基础上，在井下向煤层和瓦斯集聚区域打钻，将钻孔链接在专用管路上，建立井下瓦斯抽采系统，用抽采设备将煤层和采空区中的瓦斯抽至地面，或排放至总回风中，等井下瓦斯浓度降低至安全范围内，再正式开始煤炭生产。井下瓦斯抽采投资巨大，对煤炭开采成本有一定影响。

随着技术进步，**地面抽采瓦斯**取得明显技术突破，成为煤炭瓦斯治理的重要环节。该工艺具有投资少、安全度高等优点，同时由于地面瓦斯抽采与井下煤炭生产相对独立，因此可以提前预抽采，不受井下生产进度制约。至此，地面预抽采、井下抽采、通风相结合的瓦斯治理模式就已经形成。**蓝焰煤层气就是国内最大的地面抽采煤层气公司**，同时晋煤集团旗下还具有国内最大井下抽采能力。

2.2.2 我国煤层气发展起步晚，但是发展快

1980 年 12 月 12 日美国阿拉巴马州黑勇士盆地的 OakGrove 煤层气田的建成投产，标志着现代煤层气工业的诞生。此后，美国煤层气工业迅速发展。到 2008 年，年产量已超过 $590 \times 10^8 \text{m}^3$ ，约占美国全部天然气产量的 10%。

我国煤层气产能扩大，产销量稳步上升。

2015 年我国煤层气抽采量 180 亿立方米、利用量 86 亿立方米，煤层气利用率 48%。其中井下瓦斯抽采量 136 亿立方米、利用量 48 亿立方米。地面煤层气产量 44 亿立方米、利用量 38 亿立方米。

2.3 “十二五”期间煤层气发展开始加速

我国煤层气资源丰富。据煤层气资源评价，我国埋深 2000m 以浅煤层气地质资源量约 36 万亿立方米，主要分布在华北和西北地区。

“十二五”期间，我国煤层气发展迅速，开始解决井下抽采利用率低的问题。2015 年全国地面煤层气产量 44 亿立方米、利用量 38 亿立方米，利用率 86.4%。井下煤矿瓦斯抽采量 136 亿立方米、利用量 48 亿立方米，利用率 35.3%。井下抽采利用率低主要是因为井下开采浓度较低，平均在 20-40% 之间，不具备直接加压长距离运输和工业化使用条件，同时分布较为分散，难以收集利用，所以大部分依然当做废气外排。

表 2：十二五期间煤层气发展迅速（单位：亿立方米，%）

发展指标	2010 年	2015 年
地面煤层气产量	15	44
地面煤层气利用量	12	38
地面煤层气利用率	80%	86.4%
井下煤矿瓦斯抽采量	76	136
井下煤矿瓦斯利用量	24	48
井下煤矿瓦斯利用率	31.6%	35.3%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

煤层气开采加速的同时，输气管道建设取得重大进展，建成了沁水-侯马、临县-临汾、韩城-渭南-西安、博爱-郑州等煤层气干线输气管道，全国煤层气输配管线达到 4300 余千米。煤层气（煤矿瓦斯）广泛应用于发电、居民用气、汽车燃料等领域，瓦斯发电装机容量 193 万千瓦，居民用户超过 127 万户，煤层气燃料汽车 8 万余辆，建成煤层气压缩（液化）站 20 余座，压缩液化能力达到 320 万立方米/天。“十二五”期间，全国累计利用煤层气（煤矿瓦斯）340 亿立方米，相当于节约标准煤 4080 万吨，减排二氧化碳 5.1 亿吨。

2.4 多因素制约煤层气产业发展

2.4.1 沁水煤田技术难以适应其他区域推广

煤层气开采具有一定复杂性，简单复制常规油气技术及国外技术均难以实现高效开发。我国在上世纪 90 年代就已经开始由晋煤集团技术团队（蓝焰煤层气前身）在沁水煤田进行

技术试验，技术逐步成熟稳定高产。但是我国煤层气资源赋存条件复杂，开发技术要求高，区域适配性差，沁水盆地成熟的开发技术难以适应其他地区的地质条件。其他开发区域还存在工程成功率低、开发成本高、单井产量低等问题。

低浓度瓦斯经济利用和采动区地面抽采等技术有待进一步提高。松软低透气性煤层瓦斯高效抽采关键技术装备亟待突破。

2.4.2 煤层气的气权纷争制约行业发展

煤层气矿业权混乱曾长期制约我国煤层气产业发展。地面井采煤层气的矿权，与常规油气一样属国家一级管理。但与常规油气所不同的是允许煤矿开发利用排采的瓦斯，甚至是要求煤矿先采煤层气，降低其瓦斯含量后再采煤以保障安全。而煤矿(包括其准备开发的地区)矿权的审批管理权在地方。

因此造成很大的矿权纷争，也就是“矿业权重置”现象。即同一矿区的煤炭和煤层气矿业权分属不同矿权人。造成这一现象的根本原因是我国的煤炭矿权和煤层气矿权实行独立的审批登记制。据统计，2010年山西省已设置的煤层气与煤炭矿权共重叠175个(处)，面积2617平方公里。理论上在煤层尚未被开发的矿区首先地面钻井采煤层气降低瓦斯含量对专业煤层气公司和煤矿是互利双赢的事，亦是加强环保利国利民的最优选择。但在地方与中央、中央企业与地方企业长期利益冲突的背景上，牵扯到具体权益就变得很复杂。

由于煤矿与地方有更密切更现实的利益，在双方矿权重叠或有越界纠纷的时候，被压制的多是煤层气公司。专业煤层气公司在煤层气矿权上较难得到充分保障。矿权难以保障也是某些外资公司(如壳牌)撤出煤层气开发投资的重要原因之一。

2.5 “十三五”将迎来煤层气发展的高峰

出于节能减排、资源利用以及减少煤矿安全事故等方面综合考虑，国家对于煤层气的发展给予高度重视支持。

2.5.1 “十三五”规划煤层气产量年均增长 17.8%

2016年末，发改委能源局发布《煤层气(煤矿瓦斯)开发利用“十三五”规划》，规划中明确提出，“到2020年，全国建成2-3个煤层气产业化基地。2020年，煤层气(煤矿瓦斯)抽采量达到240亿立方米，其中地面煤层气产量100亿立方米，利用率90%以上；煤矿瓦斯抽采140亿立方米，利用率50%以上，煤矿瓦斯发电装机容量280万千瓦，民用超过168万户。”

总量240亿立方米的抽采规模虽然与之前市场预期的300亿立方米有所下降，但更加合理。从规划来看，未来煤层气产量增加主要来自于地面煤层气，而井下瓦斯抽采量因为煤炭产量稳定而保持稳定。到2020年，地面瓦斯抽采量将从2015年的44亿立方米增加到100亿立方米，年均增速17.8%；利用量从38亿立方米上升到90亿立方米，年均增长18.8%。

表 3: 煤层气“十三五”规划

发展指标	单位	2015 年	2020 年	年均增速（期末比 期初增长）
新增探明地质储量	亿立方米	3504	4200	3.70%
地面煤层气产量	亿立方米	44	100	17.80%
地面煤层气利用量	亿立方米	38	90	18.80%
地面煤层气利用率	%	86.4	90	[3.6]
井下煤矿瓦斯抽采量	亿立方米	136	140	0.58%
井下煤矿瓦斯利用量	亿立方米	48	70	7.80%
井下煤矿瓦斯利用率	%	35.3	50	[14.7]

资料来源：煤层气“十三五”规划，申万宏源研究

2.5.2 加大补贴提高企业积极性

对于煤层气开采的补贴起始于美国。1980 年，美国政府出台了《能源意外获利法》，鼓励非常规气体能源和低渗透气藏的开发，其中可适用于煤层气的鼓励政策是第 29 条的税收补贴政策，每立方米补贴标准为 2.82 美分（当时煤层气售价为每立方米 6 美分），补贴出台后，美国煤层气产业内部收益率从 5.8% 上升到 22%。自 1980 年该法出台以后的 10 年间，美国黑勇士盆地煤层气开采得到的税收补贴大约是 2.7 亿美元，圣胡安盆地的税收补贴为 8.6 亿美元。

2013 年 9 月，为加快煤层气抽采利用，国务院发文提出通过加大财政资金支持、强化税费政策扶持、完善煤层气价格和发电上网政策等措施建议。

2016 年 3 月财政部发布《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》。“十三五”期间，煤层气开采利用中央财政补贴标准从 0.2 元/m³ 提高到 0.3 元/m³。同时，根据产业发展、抽采利用成本和市场销售价格变化等，财政部将适时调整补贴政策。同时，山西省对煤层气补贴标准也由之前的 0.5 元/m³ 上调到 1 元/m³。

2.5.3 煤层气矿权审批下放山西

2009 年 6 月国土资源部召开解决山西晋城地区煤炭、煤层气矿业权重叠协调会，并出具《解决山西沁水盆地晋城地区煤炭、煤层气矿业权重叠协调会会议纪要》，根据纪要中石油退出部分重叠区块，将煤层气采矿权转让给晋煤集团。根据相关会议精神，晋城地区与煤炭采矿权有重叠权的区域未来都会归属煤炭所有方。矿权重叠的问题将得到有效解决，煤层气行业发展将加速。

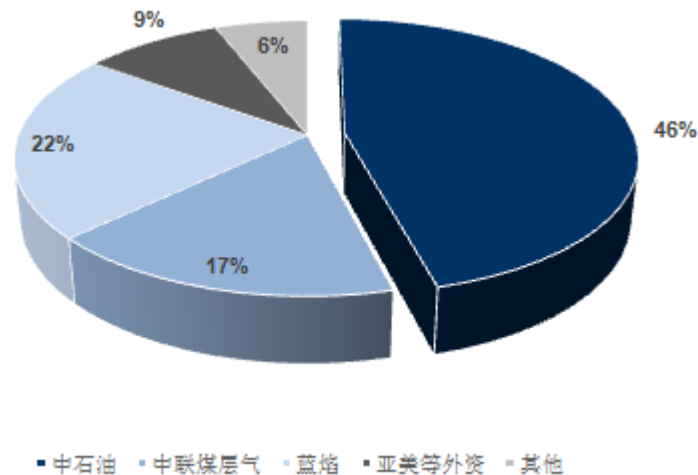
2016 年 4 月国土资源部发布《国土资源部关于委托山西省国土资源厅在山西省行政区域内实施部分煤层气勘查开采审批登记的决定》，将煤层气开采审批登记等权利委

托山西省政府进行管理。预计山西省内煤层气矿权设立将加速，有利于公司等山西省内企业获得更多资源。

3.行业绝对龙头，承载行业未来

全国煤层气行业主要集中于中石油、蓝焰煤层气、中联煤层气和亚美能源。公司此次注入的蓝焰煤层气是全国最大专营井下开采煤层气公司，2016年公司市场份额占全国22%，仅次于中国石油。

图3：煤层气市场份额



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1 占据沁水气田，全面向西山、阳泉矿区推进

山西省是全国煤层气最为富集的地区，占全国资源总量的 1/3，煤层气抽采量和利用量均占全国的 1/2。蓝焰煤层气气田主要位于全国最大的煤层气基地沁水煤田。根据咨询公司 SIA ENERGY 估计，到 2020 年全国商业煤层气产量的 75% 将来自于沁水煤田。沁水盆地煤层气是我国发现的第一个大型整装煤层气田，储量占全国的 10.8%。

公司过往煤层气开采集中于沁水煤田晋城矿区，近几年积极布局西山、阳泉矿区，目前适应性技术有所突破，预计未来公司主要增长点将由晋城向西山、阳泉两区域扩展。公司布局煤层气业务以直接获得采矿权和与有煤炭采矿权企业合作治理瓦斯两种方式进行开采。

➤ 有望即将获得 4 块采矿权

公司有望获得 4 块位于沁水煤田的煤层气采矿权。其中山西沁水盆地寺河煤矿(东区)煤层气开采、山西沁水盆地成庄煤矿煤层气开采两个采矿权目前分别归属晋煤集团和蓝焰煤业，蓝焰煤层气及上述采矿权所有方已经于 2015 年 10 月 19 日分别签署《煤层气采矿权转让协议》，并于 2015 年 12 月 28 日将上述两项煤层气采矿权的采矿权人变更申请上报国土资源部，目前手续尚在办理中。

同时，中石油在胡底井田与郑庄井田过去与晋煤集团所属煤矿采矿权重合，双方之前都没有有效开采。根据《解决山西沁水盆地晋城地区煤炭、煤层气矿业权重叠协调会会议纪要》，中石油同意将其持有的两块井田采矿权转让给晋煤集团。目前中石油已经主动退出该区域。目前胡底井田和郑庄井田属于未设置煤层气开矿权的空白区域，晋煤集团已经协助蓝焰煤层气以蓝焰煤层气为主体向国土资源部申报煤层气采矿权。两项煤层气采矿权涉及的开发利用方案、储量报告、土地复垦方案、矿山地质环境与治理恢复方案等已经编制完毕，正在提交国土部评审。

表 4：公司可能获得的 4 个煤层气采矿权

	采矿许可证号	矿区面积 (Km ²)	采矿权状态
山西沁水盆地寺河煤矿(东区)煤层气开采	20000010100006	37.613	正在从晋煤集团变更公司中
山西沁水盆地成庄煤矿煤层气开采	20000010100007	70.129	正在从蓝焰煤业变更公司中
湖底矿	20000010100003	17.907	已经提交材料
郑庄矿	020000081003	36.589	已经提交材料

资料来源：公司公告，申万宏源研究

➤ 以瓦斯治理方式进行开采

其他开采区域虽然暂时未获得独立煤层气采矿权，但由于符合煤层气开采相关规定而可以进行抽采。根据国土部《关于加强煤炭与煤层气综合资源勘查开采管理的通知》，煤层中瓦斯含量高于国家规定标准的大中型煤矿产地，具备规模化地面抽采条件的，煤炭探矿权人应按照“先采气、后采煤”的原则，统一编制煤炭和煤层气开发利用方案。同时根据山西省政府相关规定，**蓝焰煤层气及其子公司为煤炭矿业权人提供瓦斯治理服务，以井上井下全覆盖立体化抽采方式治理瓦斯**。在抽采煤层气试验基础上，对于具备规模化地面抽采条件的，可以依法申请煤层气采矿权。根据这一精神，蓝焰煤层气及其子公司与 17 个煤矿矿权所有人签署瓦斯治理协议，进行瓦斯地面抽采。

表 5：蓝焰煤层气及子公司签订瓦斯治理协定

合作主体	合同对象	合同名称	合同内容	签订时间
蓝焰煤层气	山西省沁城煤矿	瓦斯地面抽排协议	地面瓦斯抽放	2009. 03
蓝焰煤层气	阳泉煤业（集团）有限责任公司	煤层气合作开发框架协议	寺家庄煤层气勘探和抽采	2009. 05
蓝焰煤层气	华晋焦煤	瓦斯综合治理（地面抽采）与利用合作框架协议	共同在沙区矿南翼瓦斯综合治理（地面抽采） 蓝焰为煤层气采矿权人，直接向过如不申请长平煤业采矿权范围内煤层气空白区的煤层气采矿权	
蓝焰煤层气	长平煤业有限责任公司	合作协议书	申请胡底煤业采矿权和探矿权范围内煤层气开采权	2015. 10
蓝焰煤层气	晋煤胡底煤业	合作协议书	申请郑庄	2015. 10
蓝焰煤层气	沁水县鑫海能源	合作协议书	申请煤层气	2015. 10
蓝焰煤层气	晋煤赵庄煤业	合作协议书	申请煤层气	2016. 03
蓝焰煤层气	汾西瑞泰井矿正行煤业	合作协议书	申请煤层气	2016. 03
蓝焰煤层气	汾西瑞泰井矿正明煤业	合作协议书	申请煤层气	2016. 03
美锦蓝焰	美锦东于煤业	合作协议书	以阳煤集团为采矿权人，申报五矿采矿权，蓝焰武昌抽采煤层气承担投资	2016. 04
蓝焰煤层气	阳泉煤业（集团）有限责任公司	合作协议书	以阳煤集团为采矿权人，申报寺家庄采矿权，蓝焰武昌抽采煤层气承担投资	2016. 04
蓝焰煤层气	阳泉煤业（集团）有限责任公司	合作协议书	委托蓝焰进行瓦斯治理，未来申请采矿权	2016
蓝焰煤层气	晋煤集团	采煤采气一体化暨瓦斯治理工程服务协议	委托蓝焰进行瓦斯治理，未来申请采矿权	2016
蓝焰煤层气	蓝焰煤业	采煤采气一体化暨瓦斯治理工程服务协议	煤层气勘探、地面抽采和利用	2010. 09
蓝焰煤层气	西山煤电集团	煤层气地面抽采（瓦斯治理）利用与合作	煤层气勘探、地面抽采和利用	2010. 10
蓝焰煤层气	汾西矿业	煤层气地面抽采（瓦斯治理）利用与合作	宏远煤业申请采矿权，蓝焰武昌抽采煤层气，承担投资	2016. 06
蓝焰煤层气	山煤左权宏远煤业	合作协议书		

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 公司煤层气开采技术国内领先

蓝焰煤层气无论在煤层气理论研究和实际操作方面的技术积累处于全国第一位置。

在借鉴国外煤层气开发利用技术和国内油气开发技术基础上，蓝焰煤层气在煤层气地面开采有很多独特技术创新，开发出一套适合本地区的具有自主知识产权的煤层气地面抽

采技术。在抽采技术上，成功开发出地面垂直井、地面丛林井、地面羽状井等多井型抽采技术工艺。

蓝焰公司负责起草的《煤层气开发利用安全流程》于 2010 年 4 月 5 日在公司内实施，填补国内煤层气行业安全开采领域的空白。2012 年 4 月 1 日，作为国家标准进行实施。此外，公司起草的《车用压缩煤层气》、《民用煤层气》、《煤层气术语》等国标别于 2011 年 6 月、2011 年 11 月、2015 年 9 月在全国范围内实施。

蓝焰煤层气还与多个科研院所合作建设“煤层气开发工程产学研基地”，成立省级“山西省煤层气开发利用工程技术研究中心”，设计博士后科研工作站，建立全国第一个瓦斯综合治理示范基地和国家能源与煤层气开采技术重点实验室。

目前公司在沁水煤田的国产化开采技术在积极向其他区域企业推广，但由于我国各区域煤层气赋存禀赋差异巨大，各地学习效果较差，短期也没有形成适合当地的开采工艺，公司的优势更加明显。

3.3 利用率提升是业绩增长关键

目前公司存在一个很大的问题就是排空率比较高，公司产量中有近 50%进行了排空。尤其是 2015 年以来，销售量所占比重大幅下滑。公司 2015 年产量 14.53 亿立方米，销售量 7.70 亿立方米，利用率仅 52.97%，剩余全部排空。预计 2016 年产销数据与 15 年基本相同。

与主要竞争对手比较，中联煤层气、亚美能源 16 年的利用率分别达到 79.24%和 98%，均大幅高于公司 52.97%的利用率。公司 2015 年毛利较低，很大原因就在于利用率低导致单位煤层气成本偏高。如果能将利用率提高到亚美能源水平，公司在不增加投入及不新增产量的前提下，仍然可以增加 6.8 亿立方米左右的煤层气销量，增加约 10 亿元税前利润。

表 6：公司与主要竞争对手利用率比较

	蓝焰 (2015)	蓝焰 (2014)	中联煤层气 (2016)	亚美能源 (2016)
抽采量	14.53	14.3	11.80	5.41
销售量	7.70	8.72	9.35	5.30
利用率	52.97%	60.94%	79.24%	98%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

主要原因在于公司过去过度依赖非管道销售，而中联、亚美均为管道销售。以亚美能源为例，主要销售通过端氏-晋城-博爱煤层气管道线路进行输气，实现了全部上网，利用率一直在 98%以上。公司过去由于产量大，生产能力建设远快于管输能力，过度依赖于 CNG 和 LNG，随着 2015 年进口 LNG 价格的下跌，LNG 工厂开工率大幅下降，影响了公司煤层气的销售。同时，2016 年太原市进行出租车由 CNG 向电动车转换，公司最大 CNG 市场也出现断崖式下跌。所以公司 2015 年利用率较 2014 年出现较大下降。

根据公司公告，2016年后公司将努力开发市场，扩大销路，与大客户直接洽谈。比如与国新能源公司在赵庄工业区对接，实现管输供气；与国化能源达成供气协议，在胡底工业区与国化能源管网对接；打通山西通豫煤层气输配公司管网输送渠道，实现向焦作、洛阳供气50万立方米到100万立方米。

其中国化能源公司供气协议（河北邯郸方向）于9月上旬完成供气20万立方米/天，年销售7200万立方米；与山西通豫煤层气输配公司（晋城-博爱-洛阳）管网增加气量10万立方米/天，合计预期全年增加销量1.05亿立方米。结合CNG销量有所下滑，预计公司2017年销量增加7500万立方米，增加13%。保证公司业绩承诺的实现的可能性较大。如果后期销售市场继续得到拓展，公司业绩增长潜力巨大。

3.4 业绩承诺较高，兑现较为容易

根据公司与晋煤集团签署的《业绩补偿协议》，晋煤集团承诺：若本次重组于2016年度内实施完毕，蓝焰煤层气2016年度、2017年度及2018年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于3.5亿元、5.32亿元、6.87亿元。根据1月末公司发布预增公告，预计16年可以利润3.2-3.75亿元之间，预计可以完成16年业绩承诺。2017年之后随着销售量的提升，具备超额完成业绩承诺的能力。

4. 发展潜力巨大，买入评级

短期蓝焰煤层气公司业绩受天然气价格下调及销售不畅影响，但随着17年管道疏通，未来销售空间将逐步扩大，煤层气开采的利润将逐年增加。资产重组得以顺利进行，煤气化将从目前煤炭业转型为煤层气开采，盈利能力将得到大幅度提升。

考虑公司受益于管网建设和气田开采加快影响，我们上调公司16年和18年盈利预测，分别上调9.1%和12.7%，预计公司2016年、2017年、2018年EPS分别为0.36元/股，0.55元/股和0.71元/股，对应pe分别为29倍、19倍和15倍。考虑到蓝焰煤层气所处行业为中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订）下的“石油和天然气开采业”（B07），A股可比同类从事煤层气开采销售业务的上市公司万德一致预期2016至2018年平均PE分别为258倍、35和21倍，采用相对估值法，大幅低于行业内水平。作为行业龙头，公司未来将得到一定估值溢价，给予公司“买入”评级。

表 7：同类上市公司万德一致预测 PE（2017 年 02 月 03 日）

证券代码	证券简称	2016E	2017E	2018E
600795. SH	洲际油气	498	47	21
600028. SH	中国石化	19	13	12
601857. SH	中国石油	258	46	29
平均 PE		258	35	21
000968. SZ	*ST 煤气	29	19	15
溢价幅度		329.63%	93.75%	-7.14%

资料来源：WIND，申万宏源研究

5. 风险提示

如果销售管网建设及扩能无法匹配，公司销售量不能按进度提升，公司盈利将可能不及预期。

表 8：公司盈利预测（单位：百万元）

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,724	1,655	1,167	1,246	1,328
二、营业总成本	2,861	3,634	1,406	1,086	1,037
其中：营业成本	1,864	2,332	696	740	731
营业税金及附加	72	116	18	11	10
销售费用	150	116	0	0	0
管理费用	325	353	216	212	217
财务费用	293	526	166	124	79
资产减值损失	158	192	310	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	308	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
三、营业利润	(1,137)	(1,979)	69	160	291
加：营业外收入	3	9	330	433	475
减：营业外支出	19	68	0	0	0
四、利润总额	(1,154)	(2,038)	399	592	766
减：所得税	(28)	15	120	89	115
五、净利润	(1,125)	(2,053)	279	503	651
少数股东损益	(131)	(487)	(70)	(29)	(36)
归属于母公司所有者的净利润	(995)	(1,566)	350	533	687
六、基本每股收益	(1.94)	(3.05)	0.36	0.55	0.71
全面摊薄每股收益	(1.94)	(3.05)	0.36	0.55	0.71

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。