

## \*ST 煤气 (000968.SZ)

### 煤层气产业龙头：高盈利+高成长

● **转型：最大的煤层气公司华丽上市**

16年公司通过资产置换收购晋煤集团子公司蓝焰煤层气100%股权，作价30.7亿元。重组完成后，晋煤集团将成为公司大股东（持有40.05%），公司主营业务将转变为煤矿瓦斯治理及煤层气勘探、开发与利用业务，成功转型为A股唯一煤层气标的。截至目前，交易的资产交易已完成，蓝焰煤层气已置入上市公司，配套募集13.2亿元尚未完成。

● **煤层气：产业前景广阔，政策力度加大**

2015年国内煤层气抽采量180亿立方米，利用量为86亿立方米，十二五期间复合增长率分别为15.4%、19.0%，其中地面抽采量44亿方。国内煤层气资源丰富，且近年来国家出台多项政策支持煤层气发展，但由于开采难度大，成本高，多数公司难以盈利，加上煤权和气权重叠进一步制约了行业发展，十二五期间相比目标仍差距较大（新增探明储量和地面抽采量实际仅为规划35%和28%）。根据国家十三五规划，全国将新增煤层气探明地质储量4200亿立方米，并建成2-3个煤层气产业化基地，到2020年，地面抽采量达到100亿方，复合增长17.8%。此外，根据财政部和山西省政府文件，十三五期间煤层气开贴将从0.2元/方提升至0.3元/方，山西省也将补贴从0.05元/方提升至0.1元/方。随着煤层气规模快速增长，行业补贴力度加大，作为国内煤层气龙头企业，蓝焰煤层气将明显受益。

● **业务：规模优势明显，15年按产销量测算单位盈利分别0.24和0.47元/方**

蓝焰位于两大煤层气基地之一的山西沁水盆地，技术和资源优势明显，是全国最大的煤层气产销公司，年地面抽采能力15亿方。14年和15年公司抽采量分别为14.3亿方、14.5亿方，分别占全国38.7%和33.0%，销售量分别为8.5亿方、7.6亿方，分别占全国26.6%和20.0%。公司煤层气产业链布局完善，销售主要采用直销方式，包括管输煤层气（主要销售给煤层气管输公司、煤层气销售公司和LNG生产公司）和CNG（通过子公司对外以销售或自提），15年占比分别为79%和18%。近两年蓝焰煤层气公司盈利稳步提升，按照销售量测算，公司单位煤层气售价约1.5元/方，14-16（E）年净利分别为0.25元/方、0.25元/方和0.47元/方，而按照抽采量测算单位净利分别为0.13元/方、0.13元/方和0.24元/方。其中15年销售补贴和增值税退税占利润总额的140%。

● **未来看点：排空率下降和资源增加将进一步提升盈利**

公司未来增长来自3个方面：（1）排空率下降：目前公司整体排空率高达48%，公司目前管输能力约4.7亿方/年，近期将新增2.2-3.3亿方/年，省内管输能力也将持续提升，随着管输及配套的完善，公司排空率有望下降至22%；（2）抽采量提升：公司15年现有煤层气井抽采量14.5亿方，预计16-20年抽采量分别为14.8亿方、14.5亿方、14.1亿方、12.7亿方和11.2亿方。目前公司运营煤层气井约3400口，其中本部及子公司在建井585口，此外公司募投项目和对外瓦斯治理项目也将提升公司煤层气抽采量；（3）资源提升：公司为全国最大的煤层气开采公司，但根据我们的统计数据公司目前在山西省的气权面积仅为中石油的1%，未来将持续受益于山西煤层气权的下放，资源面积有望快速提升。

● **结论：盈利增长稳健，资源有望持续扩张，维持“买入”评级**

根据公司预计，16-19年归母净利润分别为3.5亿元、5.3亿元、6.9亿元和6.0亿元（按目前股本计算16-18年EPS为0.45、0.69和0.88元，按增发完成后股本计算EPS为0.36、0.55、0.71元），17-19年增值税退税和销售补贴占利润的比重分别为73%、70%和65%，增发完成后总股本将由目前的7.8亿上升至9.7亿，完成后公司市值约120亿。预计随着公司管道和配套的完善、在建气井的投产及改造，公司抽采量和销售量有望稳步提升，盈利增长也有望超出预期。此外，晋煤作为全国最大的煤层气开采企业，地处沁水煤层气基地，预计未来有望获取山西省更多的煤层气资源，维持公司“买入”评级。

● **风险提示：煤层气价格下跌；税收优惠、销售补贴政策变化风险。**

#### 公司评级

当前价格 12.50元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-09

#### 基本数据

总股本/流通股本（百万股） 777/514

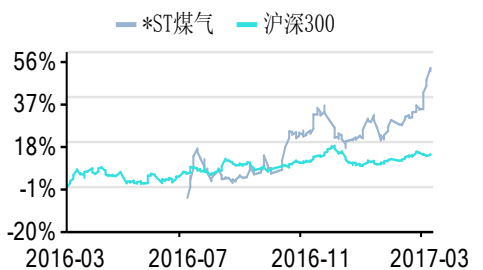
流通A股市值（百万元） 9,708

每股净资产（元） 0.42

资产负债率（%） 94.11

一年内最高/最低（元） 12.66/7.87

#### 相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

#### 相关研究：

\*ST 煤气 (000968.SZ)：重组进入煤层气行业，未来承诺业绩较高 2016-07-13

煤气化 (000968.SZ)：资产重组终止，公司自身难以扭亏 2015-04-15

煤气化 (000968.SZ)：转让关停工厂区，预计公司13年有望扭亏 2014-01-07

## 目录索引

<b>转型：最大的煤层气公司华丽上市</b> .....	4
原业务：实际控制人为省国资委，近两年盈利持续恶化.....	4
转型重组：资产置换转型煤层气业务 .....	5
<b>煤层气：产业前景广阔，政策力度加大</b> .....	7
规模：近两年平稳增长，但增速仍低于预期 .....	7
资源和技术：国内储量丰富，但开采难度较大，多数公司难以盈利.....	8
政策：行业补贴持续提升，十三五有望加快发展 .....	9
<b>公司业务：规模、技术优势明显，按产销量单位盈利分别为 0.24 和 0.47 元/方以上</b> .....	11
规模和技术：抽采量和利用量占全国高达 1/3，技术和资源优势明显 .....	11
产业链：煤层气产业链完善，管道销售为主要收入来源.....	12
盈利：单位销量净利高达 0.47 元/立方米，近几年补贴进一步提升盈利 .....	14
<b>未来看点：排空率下降和资源增加将进一步提升盈利</b> .....	16
排空率下降：管网线路进一步完善，未来市场规模有望进一步扩大.....	16
资源优势提升：现在资源抽采量有望稳步提升，气权下放有助于生产规模进一步扩张 .....	18
预计 17 年-19 年归母净利分别为 5.3 亿元、6.9 亿元和 6.0 亿元，补贴及增值税补贴占比较高 .....	20
<b>结论：煤层气龙头标的，高盈利高成长，维持“买入”评级</b> .....	22
<b>风险提示</b> .....	23

## 图表索引

图 1: 重组前公司与控股股东之间的产权及控制关系	4
图 2: 近 5 年来营业收入持续下滑, 归母净利润亏损严重	5
图 3: 资产置换交易方案示意图	6
图 4: 交易完成后公司与控股股东之间的产权及控制关系	6
图 5: 全球煤层气预测储量分布	8
图 6: 蓝焰煤层气产业链布局	13
图 7: 现有气井未来 5 年抽采量预测 (单位: 万立方米)	19
表 1: 资产置换交易完成前后股权结构变化对比 (单位: 亿股)	6
表 2: 历年煤层气开采和利用量 (单位: 亿立方米)	7
表 3: 十二五规划完成状况不理想 (单位: 亿立方米)	7
表 4: 山西省煤层气资源归属单位分布情况 (单位: 平方公里)	9
表 5: 国内煤层气行业最新政策情况 (单位: 亿立方米、元/立方米)	10
表 6: 蓝焰煤层气地面抽采、治理方式	11
表 7: 蓝焰煤层气获多项技术创新荣誉, 致力于煤层气开采技术创新	12
表 8: 蓝焰煤层气主要生产产品	13
表 9: 蓝焰煤层气主营业务收入中煤层气销售比重最大 (单位: 万元)	13
表 10: 向子公司回购进行销售的煤层气近三年基本稳定 (单位: 万元)	13
表 11: 蓝焰煤层气各业务毛利率情况	14
表 12: 公司近两年一期产销量、获利均稳定 (单位: 万元、万立方米、元/立方米)	14
表 13: 蓝焰煤层气近两年煤层气销量及价格 (单位: 亿立方米, 元/立方米)	15
表 14: 政府补助成为收入重要来源 (单位: 万元)	15
表 15: 目前蓝焰煤层气运输管网有 3 条	16
表 16: 未来预计进一步增加管网线路	17
表 17: 蓝焰煤层气各区块排空率预计将逐步下降 (万方)	17
表 18: 蓝焰煤层气有望新增 4 项煤层气采矿权	19
表 19: 山西省煤层气资源储量及分布	20
表 20: 蓝焰煤层气与煤炭企业矿权重叠情况	20
表 21: 沁水区块近两年抽采量情况及预测 (单位: 亿立方米)	21
表 22: 公司近两年煤层气销售量情况及预测 (单位: 亿立方米)	21
表 23: 煤层气与天然气销售单价差异一直存在 (单位: 元/立方米)	21
表 24: 蓝焰煤层气未来 6 年收入预测情况 (单位: 亿元)	22
表 25: 蓝焰煤层气主要财务和经营数据及盈利预测	23

## 转型：最大的煤层气公司华丽上市

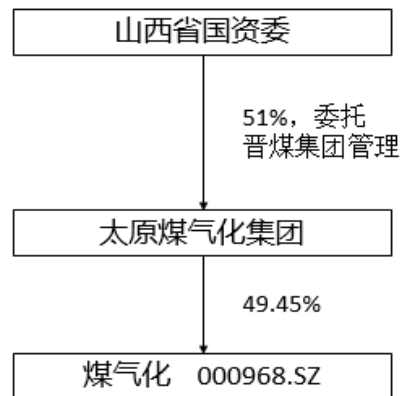
原业务：实际控制人为省国资委，近两年盈利持续恶化

公司原实际控制人为国务院国资委，2012年1月1日变更为山西省国资委。目前，大股东太原煤气化（集团）有限责任公司持股占49.45%，山西省国资委持有太原煤气化集团51%的股权，这部分股权委托山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司管理。

公司原业务以原煤及洗精煤的生产和销售为主，主要煤种为焦煤、肥煤和1/3焦煤。公司拥有产能481万吨，其中在产矿包括嘉乐泉煤矿、炉峪口煤矿、东河煤矿、山西蒲县华胜煤业有限公司，产能分别为76万吨/年、76万吨/年、76万吨/年、76万吨/年、101万吨/年及76万吨/年。其中，2015年公司煤炭总产量479万吨。

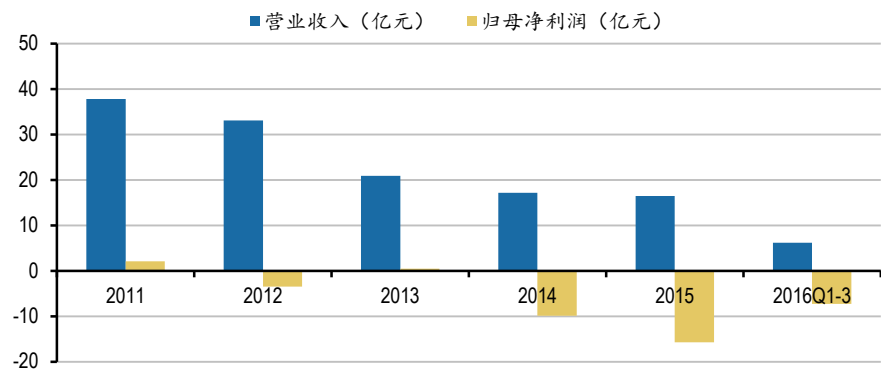
12-15年由于煤价下跌、公司盈利能力持续下滑。其中11年公司营业收入和归属于母公司净利润分别为37.8亿元及2.1亿元，而15年分别下降至16.5亿元及-15.7亿元，16年前三季度公司仍亏损-7.3亿元（16年12月公司完成了非公开发行股份购买资产，置入了蓝焰煤层气100%股权，预计归属于母公司净利润为32000万元-37500万元）。

图1：重组前公司与控股股东之间的产权及控制关系



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图2: 近5年来营业收入持续下滑, 归母净利润亏损严重



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 转型重组: 资产置换转型煤层气业务

2016 年公司计划以资产置换的方式收购晋煤集团全资子公司蓝焰煤层气, 将原有盈利能力较弱的煤炭业务和资产置出, 置入盈利能力较强、发展潜力大的煤层气优质资产。

交易方案主要内容为:

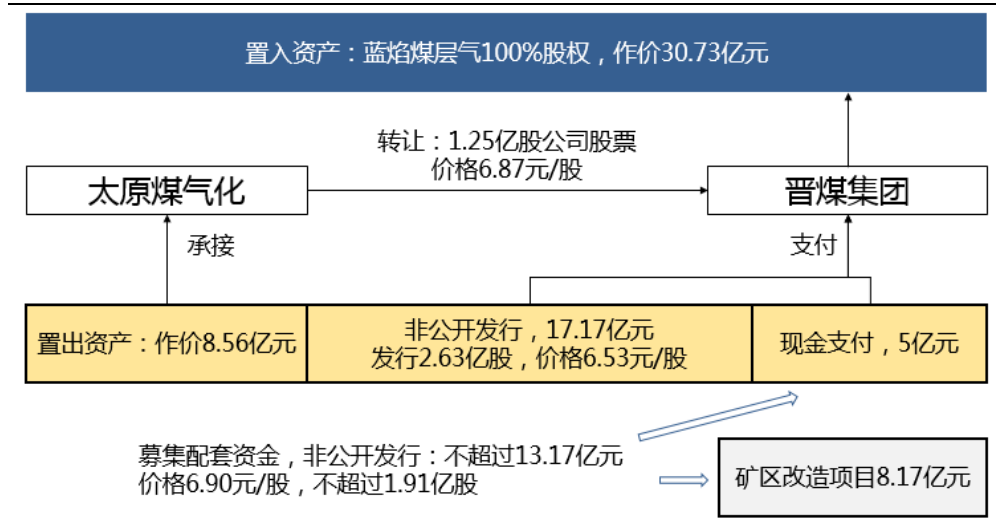
- ◇ **置出资产:** 截至 2016 年 1 月 31 日除全部应付债券及部分其他流动资产、应交税费、应付利息外的全部资产和负债, 作价 8.56 亿元, 由现控股股东太原煤气化承接。太原煤气化再以 6.87 元/股价格向晋煤集团转让 1.25 亿股作为承接置出资产的对价。
- ◇ **置入资产:** 晋煤集团所持有的蓝焰煤层气 100% 股权, 作价 30.73 亿元。
- ◇ **资产差价:** 置入资产作价超出置出资产的部分, 公司将以 5 亿元现金和以 6.53 元/股向晋煤集团非公开发行 2.63 亿股的方式支付。
- ◇ **配套募集资金:** 以 6.90 元/股向 7 名认购对象非公开发行不超过 1.91 亿股的股票, 募集资金不超过 13.2 亿元。配套资金扣除相关费用后, 拟用于支付本次交易现金对价和晋城矿区低产井改造提产项目。

本次交易前, 公司总股本 5.14 亿股, 太原煤气化为控股股东 (持股 49.45%); 交易完成后总股本将达到 9.68 亿股, 控股股东变为晋煤集团 (40.05%), 但实际控制人不变, 仍为山西省国资委。

截止 2017 年 3 月, 公司重大资产重组的交割已经基本完成, 置入资产已全部完成过户手续, 置出资产的 98.94% 也已完成过户手续, 剩余资产的过户手续正在办理中, 置出债务中的 90.1% 已取得债务转移同意函。后续太原煤气化和晋煤集团股份发行、转让和过户手续已经办理完毕, 5 亿元现金支付将待配套募集资金到位后再向晋煤集团支付。

重组完成后,公司主营业务将转变为煤矿瓦斯治理及煤层气勘探、开发与利用业务,将成为市场上唯一经营煤层气开采利用的 A 股公司和控股股东晋煤集团的唯一上市平台,未来盈利能力和可持续发展能力显著提升。

图3: 资产置换交易方案示意图



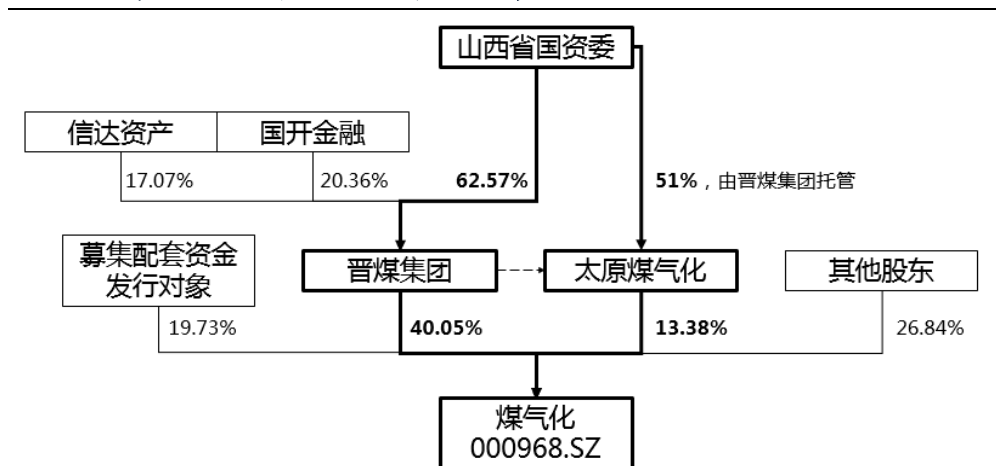
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表1: 资产置换交易完成前后股权结构变化对比 (单位: 亿股)

股东名称	本次交易前		本次发行股数	股份转让	本次交易后	
	股数	比例			股数	比例
太原煤气化	2.54	49.5%	-	-1.25	1.29	13.4%
晋煤集团	-	-	2.63	1.25	3.87	40.1%
募集配套资金发行对象	0.03	0.5%	1.91	-	1.93	20.0%
其他股东	2.57	50.0%	-	-	2.57	26.5%
合计	5.14	100.0%	4.54	-	9.66	100.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 交易完成后公司与控股股东之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 煤层气：产业前景广阔，政策力度加大

**规模：近两年平稳增长，但增速仍低于预期**

随着我国能源结构逐步调整，清洁能源的需求将不断增长。然而，国内天然气生产并不能完全满足市场需求，其中，2015年天然气对外依存度达到32.7%，进口量为624亿立方米。而煤层气属于非常规天然气，在煤层中产生，且热值高、污染小、安全性高，并具有可观的勘探开发前景，因此有潜力能为石油、天然气等常规能源的重要补充。

近几年国家出台多项政策支持煤层气业务发展，煤层气市场规模和产销量稳步增长。其中，2015年煤层气抽采量180亿立方米，利用量为86亿立方米，十二五期间复合增长率分别为15.4%、19.0%，其中地面和井下抽采量分别为44亿立方米、136亿立方米，利用量分别为38亿立方米、44亿立方米。

但受资源、技术等条件限制，相对于政策规划的重视程度而言，煤层气行业发展仍较为缓慢。根据十二五规划，截止2015年应累积先增探明煤层气储量10000亿立方米，抽采量300亿立方米，其中地面抽采量160亿立方米，井下140亿立方米。实际上，2015年末累积新增探明储量3505亿立方米，虽较“十一五”期间增长了111%，但仅为目标的35.1%，抽采量180亿立方米，其中地面抽采量44亿立方米，井下抽采量136亿立方米，各项指标均未达预期。

表 2：历年煤层气开采和利用量（单位：亿立方米）

年份	抽采量		利用量		抽采量		利用量	
	合计	合计	井下	井下	地面	地面	地面	地面
2005	22.3	6	22	6	0.3	0		
2009	74.6	25.1	64.5	19.3	10.1	5.8		
2010	88	36	73.5	25	14.5	11		
2011	115	53	92	35	23	18		
2012	141	58	114	38	27	20		
2013	156	66	126	43	30	23		
2014	170	77	133	45	37	32		
2015	180	86	136	48	44	38		

数据来源：能源局、广发证券发展研究中心

表 3：十二五规划完成状况不理想（单位：亿立方米）

规划指标	2010年	十二五目标	2015年	十二五期间复合增长率
抽采量	91	300	180	14.6%
其中：地面	15	160	44	24.0%
井下	76	140	136	12.3%

新增探明储量	1980	10000	3505	12.1%
地面利用量	12	160	38	25.9%
井下利用量	24	84	48	14.9%
地面利用率	80%	基本全部利用	86.4%	6.4%
井下利用率	31.6%	60%以上	35.3%	3.7%

数据来源：能源局、广发证券发展研究中心

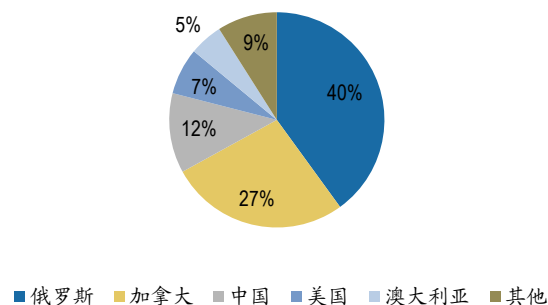
**资源和技术：国内储量丰富，但开采难度较大，多数公司难以盈利**

### 1、国内煤层气资源丰富，但开采难度较大

我国煤层气储量丰富，根据《天然气发展十二五规划》数据显示，我国埋深 2000 米以浅煤层气地质资源量约 36.8 万亿立方米，可采资源量约 10.8 万亿立方米，分别为常规天然气的 70.7%和 33.7%，煤层气资源总量占全球煤层气储量的 12%，排名世界第三。

相比天然气，煤层气开采难度更大，成本也较高。主要由于常规天然气是以游离的气态形式贮存于储层中，而 90%以上的煤层气是以吸附的方式贮存在煤层中，这也导致煤层气开采过程中需要通过排水降低地层压力，使煤层气气体开始从微孔隙表面分离，成为游离的气态（俗称解吸）后方能抽采，这也加大了煤层气的开采难度。而中国煤层气的埋藏禀赋也进一步加大了开采难度，国内煤层构造复杂，成煤期多，含气饱和度总体上较低，渗透率普遍偏低，煤储层压力低，煤层气降压解吸难度较大，这无疑对我国煤层气开采技术提出了更高的要求。2015 年，我国煤层气抽采量虽然达到 180 亿方，其中地面抽采仅 44 亿方，而总利用量仅有 81 亿米（折合利用率仅为 45%）。

图5：全球煤层气预测储量分布



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



## 2、煤权和气权重叠进一步制约发展

在受困盈利瓶颈的同时，煤层气与煤炭开采的矿业权重叠问题则进一步制约了行业发展。1998年，伴随政府机构改革，原煤炭工业部被撤销，其职能由国土资源部取代，而国土资源部要求对煤层气矿业权重新登记。在1998年以前拥有煤炭矿业权的企业，由于经营困难或缺乏资源意识等原因并未去重新登记，于是未登记的煤层气矿业权都被国土资源部收回，实行一级管理，由国土资源部审批。于是就出现同一区块，煤炭矿业权和煤层气矿业权分属于不同的企业，产生矿业权重叠的问题。

在过去较长时间，气、矿权重叠问题一直造成煤层气勘查开发与煤炭开采不协调。一直以来，我国煤炭在能源消费中占据绝大多数份额，这导致在部分产煤区存在“先采煤，后采气”，或排斥煤层气探矿权等现象，这使得我国煤层气矿权面积处于较低水平。煤层气和煤炭矿权的重叠，直接影响煤层气的大规模开发利用。

以山西为例，截止2012年底山西省境内35个煤层气矿业权中，有28个与煤炭矿业权重叠，重叠率达到80%。其中，央企在山西的煤层气资源占比较高，其中中石油、中联煤和中石化矿业权个数分别为15个、13个和1个，合计占比高达83%，而地方企业仅有5家拥有矿业权，除晋煤集团外，兰花集团、中煤地大、东宝能投、大统能源等也拥有矿业权。

表 4: 山西省煤层气资源归属单位分布情况 (单位: 平方公里)

单位	煤层气 (平方公里)	探矿权	采矿权	占比
中石油	12518	14	1	43%
中联煤	10084	11	2	37%
中石化	1046	1	-	3%
晋煤集团	128	0	2	6%
大统能源	172	1	0	3%
兰花集团	26	1	0	3%
中煤地大	173	1	0	3%
东宝能投	82	0	1	3%

数据来源: 山西矿业权统计、广发证券发展研究中心

### 政策: 行业补贴继续提升, 十三五有望加快发展

国家近年出台多项政策支持煤层气业务发展, 预计十三五期间, 一方面煤层气规模仍将维持快速增长, 另一方面行业补贴也正继续提升, 企业盈利有望大幅好转。

#### 1、规模方面

根据 16 年 12 月发布的《煤层气开发利用“十三五”规划》, “十三五”期间, 全国将新增煤层气探明地质储量 4200 亿立方米, 较 2015 年提升 19.9%, 并建成 2-3 个煤层气产业化基地。到 2020 年, 煤层气抽采量达到 240 亿立方米, 复合增长率为 5.9%。

- ◇ **地面煤层气:** 预计 2020 年抽采量 100 亿立方米, 复合增长率 17.8%, 利用率 90% 以上。其中沁水和鄂尔多斯盆地两大产业基地、新建产业基地及煤矿区开发抽采量规划分别为 83 亿立方、11 亿立方和 6 亿立方。
- ◇ **井下瓦斯:** 预计 2020 年煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米, 十三五复合增长率为 0.6%, 利用率达到 50% 以上; 煤矿瓦斯发电装机容量 280 万千瓦, 民用超过 168 万户, 复合增长率分别为 7.7%、5.8%。

而根据山西省 16 年 12 月发布的《山西省“十三五”综合能源发展规划》, “十三五”期间, 全省将继续建设沁水、河东两大煤层气基地, 推进河曲—保德、临县—兴县、三交—柳林、永和—大宁—吉县、沁南、沁北等 6 个煤层气片区勘探开发, 到 2020 年, 全省煤层气总产能力争达 400 亿立方米, 实现全省煤矿瓦斯抽采利用全覆盖、气化人口基本全覆盖。

## 2、补贴方面

2016 年 2 月, 财政部在《关于“十三五”期间煤层气(瓦斯)开发利用补贴标准的通知》中规定, 中央财政按 0.3 元/立方米煤层气(折纯)标准对煤层气开采企业进行补贴(此前为 0.2 元/立方米)。

而山西省人民政府也在 2015 年 8 月《关于印发山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案的通知》中规定, 提高煤层气开发利用补贴的标准, 在现有省财政补贴 0.05 元/立方米的基础上, 在三年瓦斯抽采全覆盖工程实施期间再提高 0.05 元/立方米, 达到省级财政补贴 0.10 元/立方米。

表 5: 国内煤层气行业最新政策情况(单位: 亿立方米、元/立方米)

项目	十三五规划	2015 年情况	复合增长率
新增探明地质储量	4200	3504	3.7%
地面抽采量	100	44	17.8%
井下抽采量	140	136	0.6%
地面利用量	90	38	18.8%
井下利用量	70	48	7.8%
地面利用率	90%	86.4%	3.6%
井下利用率	50%	35.3%	14.7%
中央财政补贴	0.3	0.2	0.1
山西省财政补贴	0.1	0.05	0.05

数据来源: 财政部、山西省政府、广发证券发展研究中心

## 公司业务：规模、技术优势明显，按产销量单位盈利分别为 0.24 和 0.47 元/方以上

**规模和技术：抽采量和利用量占全国高达 1/3，技术和资源优势明显**

蓝焰煤层气为全国最大的煤层气产销公司，公司位于两大煤层气产业基地之一的山西沁水盆地，而山西省是中国煤层气最为富集的地区，其埋深浅于 2000 米的煤层气资源总量约 10 万亿立方，接近全国的 1/3，煤层气抽采量和利用量均已占到了全国总量的 1/2。公司已形成了多点支撑基本布局，业务覆盖寺河、成庄、郑庄、胡底等矿区，年地面抽采能力 15 亿立方米，煤层气日均利用量 250 万立方米。

公司已实现直井、定向井、多分支水平井、U 型井、L 型井等多种抽采井型，其中多分支水平井单井平均日产气量在 10000 立方米以上，U 型井平均单井日产量已达到 6000 立方米，L 型井平均日产气量 30000 立方米。2014 年和 2015 年，公司煤层气抽采量分别为 14.3 亿立方米、14.5 亿立方米，分别占全国煤层气抽采量的 38.7% 和 33.0%。

**表 6：蓝焰煤层气地面抽采、治理方式**

对应区域瓦斯含量	抽采方式	具体类型
> 16 立方米/吨规划区	地面预抽井	垂直、从式、U 型井 多分支水平、单分支 L 型井
8~16 立方米/吨准备区	地面钻井抽采 井下长距离钻孔 穿层钻孔预抽	U 型对接、L 型地面预抽井
生产区	地面井压裂 井下长钻孔抽采 采空区煤层气抽采 区地面煤层气地面抽采	采动直井、采动 L 型井

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

销售方面，公司主要以管输、压缩、液化三种方式运输，产品销售市场包括山西、河南、河北、珠三角、长三角地区，也在晋城周边地市供应燃气及油气两用汽车 2 万多辆、燃气居民用户 100 余万户、工业用户 3300 余户，形成了国内最大规模的煤层气销售市场。**公司近两年煤层气销售量分别为 8.5 亿立方米、7.6 亿立方米，分别占全国的煤层气销售量的 26.6% 和 20.0%。**

从全国煤层气技术水平来看，我国煤层气行业主要是参照天然气行业的管理模式进行管理，行业开发基础研究薄弱、行业技术标准规范欠缺、技术装备水平较低。而蓝焰煤层气借鉴国外煤层气开发利用技术和国内油气开发技术，在煤层气地面预抽采领域进行技术创新，打破了国际公认的无烟煤地面抽采的“禁区”，开发出一套适宜本地区的具有自主知识产权的煤层气地面抽采技术体系，已获得高新技术企业证

书和多项专利，成为煤层气预抽领域的技术实力最强的企业。

**表 7: 蓝焰煤层气获多项技术创新荣誉，致力于煤层气开采技术创新**

荣誉	数量/内容
高新技术企业	1
技术专利	19
起草标准	5 (3 项国家、2 项地方)
国家级、省级科研项目	11
研究所、博士后科研工作站	煤层气开发工程产学研基地、博士后科研工作站
技术重点实验室	瓦斯综合治理示范基地 国家能源煤与煤层气共采技术重点实验室

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

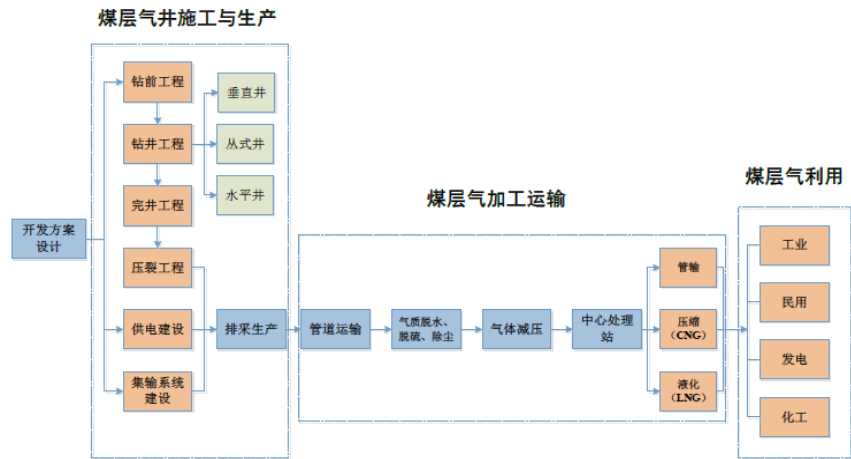
### 产业链：煤层气产业链完善，管道销售为主要收入来源

由于拥有先进的煤层气开采技术及优异的资源条件，蓝焰煤层气形成了完善的产业链：上游建设了稳定的气源基地，中游利用管网、压缩方式合理输配，下游建立城市燃气、工业用气等多用户用气网络，已形成从煤层气勘探、抽采、输送到化工、发电、汽车及居民用气等一套完整的产业链。

公司营业收入包括煤层气销售、煤层气井施工等，15 年占总收入比重分别为 77.36% 和 10.10%（由于各区块气井布局基本充裕，预计未来年度煤层气井施工业务将不再发生）。公司煤层气销售主要采用直销方式，煤层气产品按状态分为管输煤层气和压缩煤层气（CNG）两种（一部分为本部销售，另一部分为向子公司回购销售，3 年基本保持在 1 亿立方米）。管输煤层气主要销售给煤层气管输公司、煤层气销售公司和液化煤层气（LNG）生产公司；压缩煤层气（CNG）销售主要通过全资物流子公司诚安物流对外销售或自提。此外，诚安物流也会向液化煤层气（LNG）生产企业采购后对外销售。

公司各业务中煤层气销售、气井建造业务、技术服务和运输业务 15 年毛利率分别为 35.79%、9.97%、2.89% 和 13.85%，其中煤层气销售毛利率较高，不过近两年由于其价格相对天然气不断缩小，成本不断上升，出现了毛利率缓慢下降的情况。

图6: 蓝焰煤层气产业链布局



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 8: 蓝焰煤层气主要生产产品

产品名称	运输方式	主要客户
管输煤层气	中心站运输	晋城市燃气公司
	西气东输管道	煤层气液化企业、管输公司
压缩煤层气	客户自提	中小型客户
	全资物流子公司运输	
液化煤层气 (经销性质)	全资物流子公司运输	周边的煤层气液化企

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 9: 蓝焰煤层气主营业务收入中煤层气销售比重最大 (单位: 万元)

项目	2012	2013	2014	2015
煤层气销售	81463	98430	125335	118585
煤层气井施工	102070	72143	14113	15478
运输业务	-	-	10259	7593
技术服务	-	3950	268	10786
其他业务	1099	-	4127	852
收入合计	184632	174522	154102	153294

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 10: 向子公司回购进行销售的煤层气近三年基本稳定 (单位: 万元)

项目	2013	2014	2015
本部抽采煤层气销售收入	160054	128590	120448
向子公司回购销售收入	14468	17460	17850

销售收入合计	174522	146050	138298
--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**表 11: 蓝焰煤层气各业务毛利率情况**

项目	2014	2015	2016H
煤层气销售	45.3%	35.8%	30.7%
气井建设工程	20.0%	10.0%	4.8%
技术服务收入	3.4%	2.9%	26.1%
运输业务	20.6%	13.9%	-14.6%
营业收入合计	41.7%	29.2%	26.4%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**盈利：单位销量净利高达 0.47 元/立方米，近几年补贴进一步提升盈利**

近两年蓝焰煤层气公司盈利稳步提升，其中 14 年、15 年和 16E 归母净利润分别为 26664 万元、26424 万元和 34952 万元。按照销售量测算，公司单位煤层气售价分别为 1.44 元/方、1.54 元/方和 1.49 元/方，净利分别为 0.25 元/方、0.25 元/方和 0.47 元/方，而按照抽采量测算单位净利分别为 0.13 元/方、0.13 元/方和 0.24 元/方。

**表 12: 公司近两年一期产销量、获利均稳定（单位：万元、万立方米、元/立方米）**

项目	2014	2015	2016E
营业收入	154102	153294	114692
煤层气销售收入	125335	118585	111725
净利润	19064	19618	34952
归母净利润	26664	26424	34952
销售量	87208	76986	74945
售价	1.44	1.54	1.49
<b>单位净利</b>	<b>0.22</b>	<b>0.25</b>	<b>0.47</b>
抽采量	143032	145341	147556
售价	0.88	0.82	0.76
<b>单位净利</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.24</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司销售产品有管输、压缩、液化，2015 年销售量占比分别为 81.7%、16.8%和 1.5%。价格方面，2015 年三种煤层气销售单价分别为 1.38 元/立方、1.6 元/立方和 2.26 元/立方，同比增长 6.2%、-5.9%和-22.9%，而 2016 年上半年管输和液化煤层气价格进一步下降至 1.31 元/立方和 1.80 元/立方，而压缩煤层气上涨至 1.83 元/立方。

近两年煤层气价格相对稳定,但由于2015年内天然气价格两次下调,导致煤层气相对于天然气的价格优势明显缩小,煤层气销售受到一定压力。公司煤层气2015年抽采量14.5亿立方米,同比增长1.6%,销售量7.7亿立方米,同比增长-11.7%。2016年上半年抽采量7.1亿立方米,销售量3.3亿立方米。

表 13: 蓝焰煤层气近两年煤层气销量及价格(单位:亿立方米,元/立方米)

	2014年			2015年			2016年H		
	价格	销量	销量占比	价格	销量	销量占比	价格	销量	销量占比
管输	1.30	7.1	79.3%	1.38	6.4	79.0%	1.31	2.86	79.4%
压缩	1.70	1.6	18.3%	1.60	1.3	15.9%	1.83	0.39	10.8%
液化	2.93	0.2	2.3%	2.26	0.4	5.1%	1.80	0.35	9.8%
合计	-	8.9	100%	-	8.1	100%	-	3.6	100%
天然气	3.05			3.05、2.61、1.91			1.91		

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

**蓝焰煤层气业务销售补贴和增值税退税是盈利的重要来源,其中14年、15年和16年上半年两项收入合计分别为24690万元、36349万元和21798万元,占利润总额比重分别为100.5%、141.8%和168.3%,其中销售补贴占92.8%、89.7%和100.6%,增值税退税占7.7%、52.1%和67.7%。**目前由于抽采成本和技术难度等原因,煤层气行业的发展仍较为缓慢,距国家规划的目标还有较大差距,预计政府未来会继续大力扶植,增值税退税及来自于中央财政和山西省财政的销售补贴也将具有较强可持续性。

表 14: 政府补助成为收入重要来源(单位:万元)

项目	2016H	2015	2014
营业收入	59108	153294	154102
营业外收入	21913	38481	24963
利润总额	12953	25635	24569
煤层气销售补贴	13031	22988	22795
煤层气销售补贴占比	100.60%	89.67%	92.78%
增值税退税	8767	13361	1895
增值税退税占比	67.68%	52.12%	7.71%
合计政策补贴占比	168.28%	141.79%	100.49%

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

## 未来看点：排空率下降和资源增加将进一步提升盈利

**排空率下降：管网线路进一步完善，未来市场规模有望进一步扩大**

由于煤层气属于非常规天然气，整体产量不大，单位价值也较低，因此长途运输以管道为主，而我国煤层气管道建设等配套工程滞后，下游市场不完善，不能满足开发与市场紧密衔接的需求，部分煤层气开发区域缺少输气管网，压缩煤层气市场和液化煤层气市场受全国经济及价格的影响发展受限，大量开发出来的煤层气因到不了市场而被迫排空。因此，煤层气的利用率主要以排空率衡量。

计算公式为：排空率 = 1 - 销售量/煤层气抽采量 = 工艺损耗率 + 客观排空率 + 主观排空率。其中，工艺损耗和客观排空在生产和管输过程中不可避免、相对稳定且占比不高，而主观排空主要由于销售市场不景气，输配相关辅助设施配套不全。

14年和15年蓝焰煤层气及下属子公司煤层气抽采量分别为14.3亿方，14.5亿方，而销量分别为8.7亿方，7.7亿方，平均排空率分别为41%和48%。公司目前排空率较高，未来运输管道配套的完善和排空率的下降将成为盈利的增长的来源之一。

### 1、现有管输能力 4.7 亿方/年

目前蓝焰煤层气对外管输能力约 130 万方/日，年化约 4.7 亿方。主要包括：（1）“西气东输”管道，现日供气 80 万方，主要供应晋城市居民、长治市居民以及晋城天煜新能源有限公司；（2）通往河南的“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道，现日供气 30 万方；（3）连接沁水县城方向的管道，现日供气 20 万方。

**表 15：目前蓝焰煤层气运输管网有 3 条**

名称	日供气	供应地区
西气东输管道	80 万立方米	晋城市、长治市
端氏—晋城—博爱输气管道	30 万立方米	河南
沁水县城方向的管道	20 万立方米	沁水县

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 2、预计近期内可增加管输能力 2.2 亿方-3.3 亿方

根据公司预计未来五年内将与山西国化能源、国新能源公司合作新增管网，预计近期内可以增加 60-90 万方/日的对外管输能力，年化运输能力约 2.2 亿方-3.3 亿方。新增三条管线包括：

- ◇ **与山西国化能源公司签署了框架协议：**近期连通“胡底—固县”线，可以汇入山西国化现有的管道“临（汾）—长（治）”线，将具备向邯郸、太原方向供气条件，目前双方初步约定的供气能力为 30 万方/日；其中，9 月上旬已完成供气 20 万方/天。



- ◇ **与山西通豫煤层气输配公司初步沟通:** 将在“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道现有日供气 30 万方的基础上再每日增加 30 万方; 目前已实现向焦作、洛阳供气 10 万方/天的能力。
- ◇ **与山西省国新能源管网合作:** 拟推动连接国新能源沁水县城的管线, 这将增加每日 30 万方的外输能力 (与赵庄工区对接, 将原来的压缩供气改为管输供气)。

**表 16: 未来预计进一步增加管网线路**

名称	新增日供气	供应地
胡底—固县线	30 万立方米	邯郸市、太原市
临(汾)—长(治)线	30 万立方米	邯郸市、太原市
端氏—晋城—博爱线	30 万立方米	河南
沁水县线管道对接国新能源管道	30 万立方米	沁水县

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 3、受管道及配套完善, 各区域排空率有望下降

其中, 本部、西山蓝焰和漾泉蓝焰规模较大, 销售占比分别约为 76%、11%和 11%。其中, 漾泉蓝焰煤层气产量较大, 主要销售市场为太原市, 相比天然气, 煤层气价格优势明显, 排空率较低; 而本部和西山蓝焰, 管网建设尚不健全, 预计随着管网的完善, 排空率将持续下降。

**表 17: 蓝焰煤层气各区块排空率预计将逐步下降 (万方)**

区块名称	指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
蓝焰煤层气	销量	58690	52979	57323	64678	64253	59949	55157
	排空率	37.4%	45.4%	53.0%	45.4%	40.4%	35.4%	25.4%
吕梁蓝焰	销量			719	999	1409	2790	3810
	排空率			69.0%	69.0%	59.0%	12.0%	12.0%
漾泉蓝焰	销量			8028	7413	10123	10688	10940
	排空率	9.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
左权蓝焰	销量			182	269	1432	2378	5051
	排空率			95.0%	95.0%	75.0%	55.0%	30.0%
美锦蓝焰	销量			590	605	558	762	805
	排空率	4.1%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
西山蓝焰	销量			8104	7707	10525	11112	11374
	排空率	38.9%	38.7%	19.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%

	抽采量	143032	145341	147556	144768	140889	126685	111547
合计	销量	84988	75837	74945	81670	88301	87679	87137
	排空率	40.6%	47.8%	49.2%	43.6%	37.3%	30.8%	21.9%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

#### 4、未来全国和山西省管道将持续完善，公司排空率有望继续下降

根据国家“十三五”规划前期研究，到 2020 年，全国长输管网总规模达 15 万千米左右(含支线)，输气能力达 4800 亿立方米/年左右。预计随着国家目前正在进一步完善对天然气运输管道的建设，建设全国性的天然气输送骨干网，煤层气外输管道建设即将进入快速通道。

此外，山西省内也在大力建设天然气用户网等基础设施，目前已收到明显效果，山西省内三纵十一横的管道系统已基本建成，西气东输管道也已与煤层气产地相连通，煤层气运输能力显著增长。公司作为煤层气行业的龙头必将受益于此，进一步扩大煤层气销售的市场规模，有望为公司业绩带来新的增长点。

**资源优势提升：现在资源抽采量有望稳步提升，气权下放有助于生产规模进一步扩张**

##### 1、现有气井抽采量将下降，但在建气井、募集资金项目及对外合作的开展将使公司抽采量维持稳定或稳步提升

蓝焰煤层气位于目前国内两大煤层气产业发展基地之一的沁水盆地，年抽采能力 15 亿立方米，抽采量处于全国领先水平。公司 15 年现有煤层气井抽采量 14.5 亿方，预计 16-20 年抽采量分别为 14.8 亿方、14.5 亿方、14.1 亿方、12.7 亿方和 11.2 亿方。

因此虽然公司现有气井抽采量未来将逐步下降，但由于在建气井的逐步投产、晋城矿区项目的改造，以及公司和其他公司瓦斯治理合作协议，预计公司抽采量有望维持平稳或稳步上升。

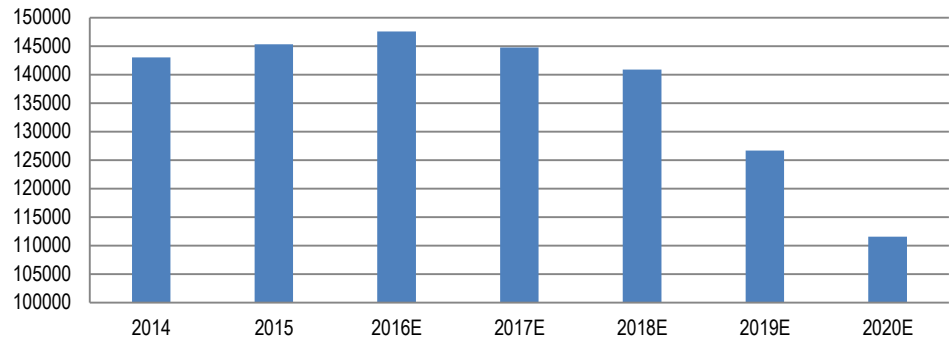
◇ 在建气井：目前公司运营煤层气井约 3400 口，其中。本部及子公司拥有 2064 口井，拟通过晋煤集团受让的 4 项煤层气采矿权拥有 1366 口井。其中，本部及子公司气井中在建 585 口。

◇ 募集资金：公司募集资金 13.2 亿元，其中 8.2 亿元用于晋城矿区低产井改造提产项目，建设期为二年，根据公司预计每年新增销售收入约 4.2 亿元，按此测算新增销售量约 2.8 亿方。

◇ 对外合作：公司已与华晋焦煤、阳泉煤业等企业及其下属企业开始了瓦斯治理

合作，预计也将成为未来增长的重要来源。

图7：现有气井未来5年抽采量预测（单位：万立方米）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 18：蓝焰煤层气有望新增 4 项煤层气采矿权

矿区	采矿权面积 (平方公里)
山西沁水盆地寺河煤矿(东区)煤层气开采	37.6
山西沁水盆地成庄煤矿煤层气开采	70.1
沁水煤层气田郑庄区块	36.6
沁水煤层气田樊庄区块，胡底矿	17.9

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、山西省气权下放，国务院也出台相关政策鼓励解决煤权气权重叠，预计公司在资源获取方面将有明显优势

煤炭采矿权与煤层气采矿权/探矿权的重叠一直是制约煤层气行业进一步发展的主要因素之一，其中涉及到中央和地方企业之间的利益冲突，这一限制因素影响了煤层气的进一步开发利用。2016年4月，国土资源部宣布在未来两年山西省部分煤层气勘查开采审批将不再由国土资源部直接审批，而是委托山西省国土资源厅实施审批。这一举措将使得山西省的煤层气开采审批权和煤矿采矿权均由地方政府管理，显著缓解了目前存在的矿权重叠现象，有利于煤炭和煤层气的高效开采。

在全国层面，国务院出台了《国务院办公厅关于加快煤层气抽采利用的若干意见》和《国务院办公厅关于进一步加快煤层气抽采利用的意见》，前者要求依法清理并妥善解决煤层气和煤炭资源的矿业权交叉问题；后者则明确要求建立煤层气、煤炭协调开发机制，对规划5年内开始建井开采的区域，优先保证煤炭资源开发需要，并有效开发利用煤层气资源；对规划5年后开始建井开采的区域，应坚持“先采气、后采煤”原则，做好采气采煤施工衔接工作。

作为山西最成熟的煤层气开发企业，晋煤集团及蓝焰煤层气中预计将在资源获取中取得明显优势。

表 19: 山西省煤层气资源储量及分布

煤田	<1500 米		1500-2000 米		合计	
	面积 (平方千米)	资源量 (亿立方米)	面积 (平方千米)	资源量 (亿立方米)	面积 (平方千米)	资源量 (亿立方米)
沁水	15558	34637	6928	22487	22485	57123
河东	10090	30870	2803	9136	12893	40006
宁武	958	2446	300	1304	1258	3750
西山	1304	2369	-	-	1304	2369
霍西	910	586	163	118	1073	704
合计	28819	70907	10193	33045	39012	103953

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 20: 蓝焰煤层气与煤炭企业矿权重叠情况

公司 名称	煤矿 区块	煤炭矿权基本情况		煤层气矿权基本情况	
		矿权人	矿权类型	矿权人	矿权类型
西山蓝焰	马兰矿		采矿权	中联煤层 气	探矿权
	屯兰矿	西山煤电	采矿权		探矿权
	东曲矿		采矿权		探矿权
吕梁蓝焰	贺西矿	汾西矿业	采矿权	中石油	探矿权
	沙曲矿	华晋焦煤	采矿权	中联公司	探矿权
蓝焰 煤层气	寺河矿	晋煤集团	采矿权	中联公司	探矿权
	越城矿	沁秀煤业	采矿权	中联公司	探矿权
	沁城矿	沁城煤矿	采矿权	中石油	探矿权

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

预计 17 年-19 年归母净利分别为 5.3 亿元、6.9 亿元和 6.0 亿元，补贴及增值税补贴占比较高

根据公司预计，蓝焰煤层气 16-19 年归母净利润分别为 34951.95 万元、53230.15 万元、68687.21 万元和 59817.02 万元，具体如下：

#### ◇ 抽采量

根据公司预测，公司所在的沁水区块气井数量比较稳定，但受各气井建成时间、布局、产气进度、尚可开采年限等条件的限制，预计公司所在的沁水区块未来 5 年内年均抽采量将逐步下降。

**表 21: 沁水区块近两年抽采量情况及预测 (单位: 亿立方米)**

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
年均抽采量	14.3	14.5	14.2	11.8	10.8	9.3	7.4
全国抽采量	44.0	44	-	-	-	-	-
占比	38.6%	33.0%	-	-	-	-	-

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

◇

#### ◇ 销售量

考虑现有气井的情况下, 蓝焰煤层气本部煤层气未来销售量受未来抽采量变化的影响将呈现下降趋势, 但随着子公司各煤层气区块逐渐投入运营并进入抽采量增长期, 蓝焰煤层气本部从各子公司采购煤层气并销售的数量会逐年增加。综合来看, 预计 2020 年前蓝焰煤层气的煤层气销量将相对稳定。

**表 22: 公司近两年煤层气销售量情况及预测 (单位: 亿立方米)**

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
本部抽采销量	7.4	6.5	5.7	6.5	6.4	6.0	5.5	4.2
向子公司回购销量	1.1	1.1	1.7	1.7	2.4	2.8	3.2	3.3
销量合计	8.5	7.6	7.4	8.2	8.8	8.8	8.7	7.5

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

#### ◇ 销售价格

煤层气的市场价格一直较天然气偏低, 二者价差始终存在。这一方面是由于煤层气的长途运输成本高, 限制了产地的销售价格, 另一方面是由于煤层气与煤炭互为替代品, 且煤炭的供应量一直较大。未来我国城镇化率将进一步提高, 导致市场需求进一步扩大, 进一步推动清洁能源的市场需求, 无疑会有利于煤层气价格的上升, 逐步实现我国煤层气与天然气市场销售价格的并轨。

**表 23: 煤层气与天然气销售单价差异一直存在 (单位: 元/立方米)**

项目	2016H	2015	2014
管输煤层气单价	1.31	1.38	1.30
压缩煤层气单价	1.83	1.60	1.70
液化煤层气单价	1.80	2.26	2.93
天然气单价	1.91	3.05、2.61、1.91	3.05

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

#### ◇ 销售收入

预计在未来 6 年内，蓝焰煤层气的销售量最高将达到 8.8 亿立方米，抽采量最高将达到 6.47 亿立方米。销售单价将稳定在 1.5 元/立方米左右的水平，整体气价呈现微弱上升趋势。煤层气销售收入 2017 年将达到 12.1 亿元，2018 年~2020 年将稳定在 13.1 亿元左右，2021 年和 2022 年下降至 11.3 亿元和 8.6 亿元，整体产销量和销售收入都呈现出先增后减的趋势。

此外，未来增值税退税和销售补贴仍将成为利润的重要来源，其中 17 年、18 年和 19 年占利润的比重分别为 73%、70%和 65%。

表 24: 蓝焰煤层气未来 6 年收入预测情况 (单位: 亿元)

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务收入	11.5	12.1	13.1	13.1	13.1	11.3	8.6
煤层气销售收入	11.2	12.1	13.1	13.1	13.1	11.3	8.6
营业外收入	3.3	4.3	4.7	3.4	3.2	2.6	1.7
利润总额	3.5	6.0	6.8	5.2	4.7	2.7	0.2

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 结论: 煤层气龙头标的, 高盈利高成长, 维持“买入”评级

公司 15 年煤层气抽采量和销售量分别达到 14.5 亿方和 7.7 亿方, 占全国比重高达 33%和 20%。公司煤层气资源位于山西省沁水盆地, 未来现有资源抽采量有望维持平稳。公司未来增长来自 3 个方面:**(1)排空率下降:**目前公司整体排空率高达 48%, 公司目前管输能力约 4.7 亿方/年, 近期将新增 2.2-3.3 亿方/年, 省内管输能力也将持续提升, 随着管输及配套的完善, 公司排空率有望下降至 22%;**(2)抽采量提升:**公司 15 年现有煤层气井抽采量 14.5 亿方, 预计 16-20 年抽采量分别为 14.8 亿方、14.5 亿方、14.1 亿方、12.7 亿方和 11.2 亿方。目前公司运营煤层气井约 3400 口, 其中本部及子公司在建井 585 口, 此外公司募投项目和对外瓦斯治理项目也将提升公司煤层气抽采量;**(3)资源提升:**公司为全国最大的煤层气开采公司, 但根据我们的统计数据公司目前在山西省的气权面积仅为中石油的 1%, 未来将持续受益于山西煤层气权的下放, 资源面积有望快速提升。

**根据公司预计, 16-19 年归母净利润分别为 3.5 亿元、5.3 亿元、6.9 亿元和 6.0 亿元(按目前股本 16-18 年 EPS 为 0.45、0.69 和 0.88 元,按增发后股本为 0.36、0.55、0.71 元), 17-19 年增值税退税和销售补贴占利润的比重分别为 73%、70%和 65%, 增发完成后总股本由 7.8 亿上升至 9.7 亿, 完成后公司市值约 120 亿。预计随着公司管道和配套的完善、在建气井的投产及改造, 公司抽采量和销售量有望稳步提升, 盈利增长也有望超出预期。此外, 晋煤作为全国最大的煤层气开采企业, 地处沁水**

煤层气基地，预计未来有望获取山西省更多的煤层气资源，维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 1、煤层气价格下跌的风险。
- 2、税收优惠、销售补贴政策变化风险。
- 3、矿采矿权存在未能如期完成过户手续的可能。

表 25: 蓝焰煤层气主要财务和经营数据及盈利预测

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	154,102	153,294	116,696	124,556	132,821
煤层气销售 (万元)	125,335	118,585	111,725	121,230	131,410
抽采量 (万立方米)	143,032	145,341	147,556	144,768	140,889
销售量 (万立方米)	89,300	81,144	79,544	81,670	88,301
单价-按抽采量 (元/立方米)	0.88	0.82	0.76	0.84	0.93
单价-按销售量 (元/立方米)	1.40	1.42	1.50	1.48	1.49
其中: 管道 (万元)	92,959	88,528			
单价 (元/立方米)	1.30	1.38			
销量 (万立方米)	71,507	64,151			
压缩 (万元)	26,253	20,643			
单价 (元/立方米)	1.70	1.60			
销量 (万立方米)	15,443	12,902			
液化 (万元)	6,123	9,414			
单价 (元/立方米)	2.93	2.26			
销量 (万立方米)	2,089.81	4,165.44			
气井建设工程 (万元)	14,113	15,478			
提供劳务 (万元)	268	10,786			
运输业务 (万元)	10,259	7,593			
其他业务 (万元)	4,126	853	2,004.06	3,325.71	1,411.43
营业成本 (万元)	89,822	108,501	74,255.24	73,700.97	81,800.09
煤层气销售 (万元)	68,599	76,143			
单位成本-按抽采量	0.48	0.52			
单位成本-按销售量	0.77	0.94			
其中: 直接材料 (万元)	3,294	7,000			
直接人工 (万元)	14,983	12,267	7,785.45	8,356.66	8,690.92
电费 (万元)	9,480	9,447			
折旧费 (万元)	13,611	15,607	10,397.32	11,432.94	11,535.34
占地费 (万元)	3,286	4,124			
安全生产费用 (万元)	1,502	1,347			
煤层气井租金 (万元)	15,644	15,644			
其他 (万元)	6,798	10,706			
气井建设工程 (万元)	11,288.29	13,934.54			
提供劳务 (万元)	71.37	10,474.82			
运输业务 (万元)	8,150.61	6,540.87			
其他业务 (万元)	1,713.41	1,407.35	1,994.45	3,289.98	1,403.70

主营业务税金及附加 (万元)	2,605.35	2,194.00	1,805.07	1,072.90	1,007.99
占收入比重	1.69%	1.43%	1.55%	0.86%	0.76%
销售费用 (万元)	373.62	328.65	35.21	19.42	21.05
占收入比重	0.24%	0.21%	0.03%	0.02%	0.02%
管理费用 (万元)	30,814.77	25,926.73	21,587.83	21,163.52	21,664.68
占收入比重	20.00%	16.91%		16.99%	16.31%
财务费用 (万元)	26,566.75	27,267.30	16,639.77	12,353.21	7,905.38
占收入比重	17.24%	17.79%		9.92%	5.95%
资产减值损失 (万元)	3,970.99	2,004.23	159.87	-	-
占收入比重	2.58%	1.31%			
投资收益 (万元)	467.47	1,207.78		-	-
占收入比重	0.30%	0.79%			
营业利润 (万元)	415.43	-11,719.48	2,213.15	16,246.11	20,421.75
营业外收入 (万元)	24,962.55	38,480.82	32,950.04	43,269.44	47,485.43
其中: 增值税退税 (万元)	1,895.16	13,360.75			
其中: 销售补贴 (万元)	22,795.13	22,988.11	31,817.73	32,668.08	35,320.34
利润总额 (万元)	24,568.90	25,634.74	35,163.19	59,515.55	67,907.18
所得税税率	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
所得税费用 (万元)	5,505.36	6,016.40	3,503.95	6,019.99	6,597.58
蓝焰煤层气 (万元) - 归属于母公司净利润	19,063.54	19,618.34	31,659.23	53,495.56	61,309.60
吕梁蓝焰 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	100%	-2,609.61	-2,770.44	-2,290.61
沁盛煤层气 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	35%	-61.97	-11.72	-24.39
蓝焰工程 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	90%	-354.35	-404.58	394.24
左权蓝焰 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	100%	-655.42	-1,540.36	310.87
美锦蓝焰 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	51%	255.9	292.07	272.17
漾泉蓝焰 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	100%	3,350.90	1,617.37	4,242.04
西山蓝焰 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	51%	2,492.39	1,641.25	3,447.81
诚安物流 (万元) - 归属于母公司净利润	股权	100%	874.86	911	1,025.49
合并归属于母公司净利润 (万元)			34,951.95	53,230.15	68,687.21
股本 (万股) - 按照目前股本			77,662	77,662	77,662
EPS (元) - 按目前股本			0.45	0.69	0.88
PE - 按目前股本			27.9	18.2	14.3
股本 (万股) - 按增发完成后股本			96,750	96,750	96,750
EPS (元) - 按增发完成后股本			0.36	0.55	0.71
PE - 按增发完成后股本			34.8	22.8	17.7

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心



## 广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2016 年年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2016 年年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015-2016 年年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。