

2017年04月25日

*ST 煤气 (000968.SZ)

业绩抢眼，政策扶持保障盈利，摘帽蜕变可期

■ **业绩抢眼，有望摘帽，蜕变可期：**据公司 2016 年年报，公司 2016 年实现营业收入 12.51 亿元，较上年重组后水平减少 18.40%；实现归母净利润 3.95 亿元，较上年重组后水平增加 45.50%；扣非后归母净利润 3.78 亿元，超晋煤集团 2016 年承诺业绩 3.5 亿元；EPS 为 0.83 元/股，公司业绩表现抢眼。公司完成资产重组后，蓝焰煤层气成为公司全资子公司也是唯一子公司，公司转型为煤层气开采利用和瓦斯治理企业，扭转连续两年亏损的局面，实现蜕变；公司已向深交所提交了撤销退市风险警示的申请，有望摘帽。此外，公司董事会通过议案，拟将公司更名为“山西蓝焰控股股份有限公司”，证券简称拟变更为“蓝焰控股”。

■ **销气端量价双降，营业利润承压：**石油和天然气开采为公司最主要的收入来源，2015 年和 2016 年该业务收入占比分别为 77%和 82%。2016 年，宏观经济下行，煤层气下游需求同比有所减少，公司煤层气的销售量有所减少，公司产气量 14.33 亿方，同比下降 1.38%，销气量 6.91 亿方，同比下降 10.41%；同时，2016 年，天然气降价，海上进口 LNG 价格偏低，公司销气价格受此影响同比有所下降，公司石油和天然气开采收入 10.3 亿元，同比减少 13.2%。此外，随着新增气井投入使用量增加，石油和天然气开采直接材料、折旧等成本增加，石油和天然气开采业务 2016 年毛利率 25.47%，同比下降 10.32 个百分点，公司综合毛利率 27.04%，同比下降 2.18 个百分点。公司销售费用同比增长 898.36%，销售费用率 2.62%，主要系公司 2015 年底收购诚安物流增加运输业务进而产生运输费所致。公司 2016 年管理费用率 20.78%，同比维持稳定；公司 2016 年财务费用率 12.4%，同比降低 5.3 个百分点，财务费用同比减少 1.17 亿元，主要来源于公司 2015 年剥离庆阳公司之后原负担的 1 亿余元委贷利息支出不再发生。公司 2016 年营业利润 -1.68 亿元，同比减少 44.35%。

■ **经常性损益类销气补贴和增值税退税增加，保障盈利：**2016 年，国家加大对煤层气产业的政策扶持，财政部 2016 年 2 月决定将煤层气(瓦斯)开采利用中央财政补贴标准从 0.2 元/立方米提高到 0.3 元/立方米；此外，山西省煤层气销售补贴为 0.1 元/立方米。公司作为煤层气采抽企业，享受增值税先征后退的政策优惠。2016 年，蓝焰煤层气营业外收入 6.11 亿元，占利润总额比例达 139.68%，公司营业外收入同比增长 58.86%。公司营业外收入中，煤层气销售补贴 2.75 亿元，同比增长 0.69 亿元；取得增值税退税收入 3.24 亿元，同比增长 1.90 亿元。煤层气售气补贴和增值税退税具有可持续性，为公司经常性损益，营业外收入增加保障了公司的盈利。

■ **输气管网逐步完善有望带来业绩增长新动力：**目前，公司部分煤层

公司快报

证券研究报告

焦炭

投资评级 **买入-A**

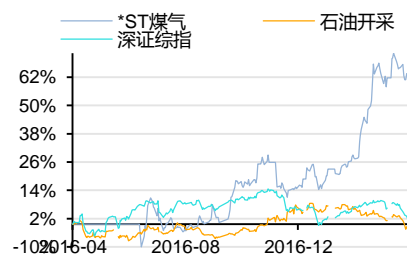
维持评级

6 个月目标价：**17 元**
股价 (2017-04-24) **14.01 元**

交易数据

总市值(百万元)	13,554.71
流通市值(百万元)	3,638.53
总股本(百万股)	967.50
流通股本(百万股)	259.71
12 个月价格区间	7.87/15.02 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.58	34.65	63.52
绝对收益	-1.89	33.43	63.83

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

周喆

报告联系人

zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

相关报告

- *ST 煤气：“蓝焰”中闪耀着希望，稀缺的煤层气标 2017-03-13 的
- *ST 煤气：“蓝焰”中闪耀着希望，稀缺的煤层气标 2017-03-02 的

气在采抽之后仍然无法及时运输至下游客户，公司 2016 年煤层气利用率 48.22%，仍有提升空间。据年报，公司已与国化能源公司签署战略合作协议，“胡底-固县”管线已经铺设完工，正在进行调试，有望新增输气量 30 万方/日；此外，公司已与山西通豫煤层气管配公司达成协议，在“瑞氏—晋城—博爱煤层气输气”管道现有供气 30 万方/日的基础上再增加 30 万方/日的输气量，为公司业绩带来新增长点。

■**晋煤集团支持和平台效应进一步兑现：**公司完成资产重组后，晋煤集团成为公司控股股东，带来集团支持和平台效应。晋煤集团已帮助公司申请郑庄、胡底两项气权，并转让寺河、成庄两项气权；公司部分业务来自晋煤内部，能够很好解决困扰行业发展的煤权和气权重叠问题。此外，晋煤集团为公司带来资金支持，据公司 4 月 24 日公告，公司与晋煤集团财务有限公司签署了《金融服务协议》，财务公司将为公司提供存款服务、结算服务、综合授信服务等一系列金融服务。公司为晋煤集团旗下唯一上市平台，资本市场运作已经成为山西国企改革硬性要求之一，在省政府大力督促下，作为晋煤旗下唯一上市平台，公司未来资本运作值得期待。

■**投资建议：**公司为煤层气骨干企业，2016 年公司煤层气产量和利用率分别占全国总量的 31.6% 和 26.8%，同时公司位于全国两大煤层气产业基地之一的山西沁水盆地，煤层气储量丰富，区域优势明显。看好随着管网完善带来的销气量提升，有望为公司带来业绩增长新动力。根据公司经营计划，公司 2017 年努力实现营业收入 18 亿元，利润总额 6 亿元，煤层气销售量 8.5 亿方。根据公司与晋煤集团签署的《业绩补偿协议》，晋煤集团承诺：蓝焰煤层气 2016 年度、2017 年度及 2018 年度扣非后归母净利润分别不低于 3.5 亿元、5.32 亿元、6.87 亿元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 为 0.63 元、0.79 元、0.91 元，对应 PE 为 22.2x、17.8x 和 15.3x；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 17 元。

■**风险提示：**煤层气价格波动不及预期，补贴政策变化

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,654.8	1,251.0	1,805.0	1,965.6	2,073.8
净利润	-1,566.0	384.5	611.1	759.5	883.2
每股收益(元)	-1.62	0.40	0.63	0.79	0.91
每股净资产(元)	0.22	1.42	3.61	4.39	5.31
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-8.7	35.3	22.2	17.8	15.3
市净率(倍)	62.8	9.9	3.9	3.2	2.6
净利润率	-94.6%	30.7%	33.9%	38.6%	42.6%
净资产收益率	-725.4%	28.0%	17.5%	17.9%	17.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-34.5%	-0.3%	6.4%	-36.4%	38.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,654.8	1,251.0	1,805.0	1,965.6	2,073.8	成长性					
减:营业成本	2,331.8	912.7	1,209.8	1,065.1	1,116.3	营业收入增长率	-4.0%	-24.4%	44.3%	8.9%	5.5%
营业税费	115.6	42.4	27.9	16.9	15.7	营业利润增长率	74.0%	-91.5%	-256.7%	131.7%	7.6%
销售费用	115.9	32.8	0.5	0.3	0.3	净利润增长率	57.4%	-124.6%	59.0%	24.3%	16.3%
管理费用	353.4	260.8	271.1	294.8	311.1	EBITDA 增长率	70.6%	-126.7%	160.0%	41.4%	4.2%
财务费用	525.9	155.6	32.1	-22.9	-26.9	EBIT 增长率	72.1%	-99.1%	-2445.3	98.8%	7.2%
资产减值损失	191.8	14.9	0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	77.7%	-99.3%	-2263.6	107.2%	5.0%
加:公允价值变动收益	-	-	0.3	-0.2	0.0	投资资本增长率	-7.4%	-5.1%	-136.2%	-199.1%	-184.6%
投资和汇兑收益	0.5	-	-	-	-	净资产增长率	-74.4%	101.9%	147.6%	23.2%	20.9%
营业利润	-1,979.0	-168.2	263.7	611.0	657.1	利润率					
加:营业外净收支	-59.0	605.9	598.0	415.8	506.9	毛利率	-40.9%	27.0%	33.0%	45.8%	46.2%
利润总额	-2,038.0	437.7	861.7	1,026.8	1,164.0	营业利润率	-119.6%	-13.4%	14.6%	31.1%	31.7%
减:所得税	15.4	58.1	172.3	170.9	213.2	净利润率	-94.6%	30.7%	33.9%	38.6%	42.6%
净利润	-1,566.0	384.5	611.1	759.5	883.2	EBITDA/营业收入	-61.5%	21.7%	39.1%	50.8%	50.2%
						EBIT/营业收入	-87.8%	-1.0%	16.4%	29.9%	30.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	1,888	1,720	612	487	391
						流动资产周转天数	-695	-504	-285	-268	-227
						流动负债周转天数	695	515	932	1,214	1,336
						应收账款周转天数	162	280	212	218	237
						存货周转天数	51	46	33	27	29
						总资产周转天数	3,039	2,695	1,766	1,907	1,919
						投资资本周转天数	888	1,100	237	-1	18
						投资回报率					
						ROE	-725.4%	28.0%	17.5%	17.9%	17.2%
						ROA	-16.4%	6.1%	6.0%	9.2%	7.4%
						ROIC	-34.5%	-0.3%	6.4%	-36.4%	38.6%
						费用率					
						销售费用率	7.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	21.4%	20.9%	15.0%	15.0%	15.0%
						财务费用率	31.8%	12.4%	1.8%	-1.2%	-1.3%
						三费/营业收入	60.1%	35.9%	16.8%	13.8%	13.7%
						偿债能力					
						资产负债率	94.1%	76.1%	67.9%	51.5%	57.0%
						负债权益比	1599.1%	319.0%	212.0%	106.2%	132.8%
						流动比率	0.29	0.60	1.49	2.37	1.78
						速动比率	0.25	0.57	1.45	2.35	1.73
						利息保障倍数	-2.76	-0.08	9.22	-25.65	-23.44
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	492.6	316.2	5,827.7	4,017.4	7,528.5
交易性金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1
应收账款	821.4	1,122.1	1,005.9	1,373.5	1,352.1
应收票据	73.0	263.7	305.5	265.3	339.4
预付账款	69.5	33.0	69.0	21.6	83.2
存货	221.2	100.9	231.5	62.6	273.6
其他流动资产	40.0	27.9	39.2	35.7	34.3
可供出售金融资产	2.5	-	1.7	1.4	1.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	310.1	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	8,681.3	3,274.4	2,864.6	2,454.9	2,045.1
在建工程	587.0	858.1	858.1	858.1	858.1
无形资产	978.7	65.7	65.4	65.2	65.0
其他非流动资产	227.2	164.2	211.4	192.1	183.4
资产总额	12,504.4	6,226.1	11,480.3	9,347.8	12,763.8
短期债务	1,169.0	300.0	-	-	-
应付账款	3,605.6	1,296.6	3,006.6	1,102.1	3,655.2
应付票据	560.5	30.0	888.3	385.4	407.0
其他流动负债	544.3	1,484.9	1,112.0	948.8	1,330.1
长期借款	2,043.9	1,133.5	-	-	-
其他非流动负债	3,845.1	495.0	2,793.7	2,378.0	1,888.9
负债总额	11,768.5	4,740.1	7,800.7	4,814.2	7,281.3
少数股东权益	520.1	114.0	188.3	283.1	349.1
股本	513.7	776.6	967.5	967.5	967.5
留存收益	-481.2	592.0	2,523.8	3,283.1	4,165.9
股东权益	736.0	1,486.0	3,679.6	4,533.6	5,482.5

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-2,053.4	379.5	611.1	759.5	883.2
加:折旧和摊销	437.5	309.1	410.0	410.0	410.0
资产减值准备	191.8	14.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	0.3	-0.2	0.0
财务费用	542.9	157.4	32.1	-22.9	-26.9
投资损失	-0.5	-	-	-	-
少数股东损益	-487.4	-4.9	78.2	96.4	67.5
营运资金的变动	754.8	-3,153.5	4,608.9	-3,069.4	2,059.8
经营活动产生现金流量	-69.1	540.3	5,740.7	-1,826.7	3,393.7
投资活动产生现金流量	-266.5	105.5	1.0	0.1	-0.4
融资活动产生现金流量	-1,649.0	-760.4	-230.2	16.2	117.9

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-1.62	0.40	0.63	0.79	0.91
BVPS(元)	0.22	1.42	3.61	4.39	5.31
PE(X)	-8.7	35.3	22.2	17.8	15.3
PB(X)	62.8	9.9	3.9	3.2	2.6
P/FCF	-6.1	-21.2	3.4	-7.0	3.9
P/S	8.2	10.8	7.5	6.9	6.5
EV/EBITDA	-8.0	38.4	12.4	10.7	7.0
CAGR(%)	-174.7%	35.8%	-184.9%	-174.7%	35.8%
PEG	0.0	1.0	-0.1	-0.1	0.4
ROIC/WACC	-3.4	-0.0	0.6	-3.6	3.8
REP	-0.6	-101.8	-10.3	-2.2	-1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034