

ST 煤气 (000968.SZ)

16 年盈利超业绩承诺, 单位销量净利达 0.56 元/方

● 16 年盈利超业绩承诺 9%, 补贴收入大幅提升

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。至 4 月 24 日重组已全部完成, 晋煤集团将成为公司大股东, 持有股份 40.05%, 太原煤气化集团和信达集团分别持有公司权益 13.38% 和 7.02%。公司 16 年实现净利润 3.80 亿元, 较承诺业绩 3.50 亿元高约 9%, 较 15 年的 2.64 亿元同比上涨 45.5%, 增长主要原因是政府补贴从 3.63 亿元提高至 5.99 亿元, 其中煤层气销售补贴和增值税退税收入分别为 2.75 亿元和 3.24 亿元(15 年为 2.30 亿元和 1.34 亿元), 粗略测算政府补贴贡献的盈利占公司盈利的 130% 以上。

● 产销量分别为 14.3 亿方和 6.9 亿方, 单位销售净利 0.56 元/立方米

公司位于两大煤层气产业基地之一的山西沁水盆地, 2016 年公司煤层气产量为 14.3 亿立方米, 利用量 10.4 亿立方米, 分别占全国的 31.6% 和 26.8%。具体来看, 2016 年公司实现煤层气产量 14.3 亿立方米, 同比减少 1.4%, 实现销量 6.9 亿立方米, 同比减少 10.1%, 煤层气销售实现营业收入 10.3 亿元, 同比减少 13.2%, 占主营业务收入的 82.28% (2015 年为 77.36%)。按照销售量测算, 公司 16 年单位煤层气售价 1.49 元/立方米, 同比减少 3.4%, 单位成本为 0.54 元/立方米, 同比上涨 2.2%, 单位净利 0.56 元/立方米, 同比增加 120.1%, 其中单位增值税退税收入和补贴分别为 0.47 元/立方米和 0.40 元/立方米。

● **主要增长来自销量提升, 17 年承诺盈利 5.3 亿元, 维持公司“买入”评级**
公司未来公司计划 17 年实现营业收入 18 亿元, 利润总额 6 亿元, 煤层气销售量 8.5 亿立方米, 按此测算同比分别增速分别为 44.0%、37.0%、23.2%。而根据公司承诺, 17-18 年归母净利润不低于 5.3 亿元和 6.9 亿元。

公司未来的增长来自: **(1) 排空率下降:** 16 年公司整体排空率高达 52%, 管输能力约 4.7 亿方/年, 近期新增 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 16 年现有煤层气井抽采量 14.3 亿方, 预计 17-20 年抽采量分别为 14.5 亿方、14.1 亿方、12.7 亿方和 11.2 亿方。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:** 2016 年 4 月国土资源部公布《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》, 随着山西煤层气权的下放, 资源面积有望得到提升。

公司公告, 拟变更公司名称为山西蓝焰控股股份有限公司, 证券简称为蓝焰控股。作为 A 股唯一煤层气标的, 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。预计公司 17-19 年归属于母公司净利润分别为 5.8 亿元、7.5 亿元和 7.9 亿元, 总市值为 136 亿元, 对应 17 年 PE 为 23 倍, 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。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,654.84	1,250.96	1,826.46	2,100.43	2,310.47
增长率(%)	-3.99%	-24.41%	46.01%	15.00%	10.00%
EBITDA(百万元)	-824.38	311.38	-60.58	-69.67	-76.63
净利润(百万元)	-1,565.99	384.46	583.50	752.02	786.07
增长率(%)	-57.40%	124.55%	51.77%	28.88%	4.53%
EPS(元/股)	-3.048	0.495	0.603	0.777	0.812
市盈率(P/E)		20.97	23.23	18.02	17.24
市净率(P/B)	137.43	5.89	4.15	3.37	2.82
EV/EBITDA	-9.57	33.50	-213.95	-172.28	-144.35

公司评级

买入

当前价格

14.01 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-25

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): 煤 2017-03-09
层气产业龙头: 高盈利+高成长

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

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

联系人: 宋炜 021-60750610

songwei@gf.com.cn

16 年盈利超业绩承诺 9%，补贴收入大幅提升

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。至4月24日重组已全部完成，晋煤集团将成为公司大股东，持有股份40.05%，太原煤气化集团和信达集团分别持有公司权益13.38%和7.02%。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。公司16年实现净利润3.80亿元，较承诺业绩3.50亿元高约9%。

净利润：公司16年实现归母净利润3.84亿元，较15年的2.64亿元同比上涨45.5%，按照目前股本摊薄的每股收益为0.4元，增长主要原因是政府补贴从3.63亿元提高至5.99亿元，其中煤层气销售补贴和增值税退税收入分别为2.75亿元和3.24亿元（15年为2.30亿元和1.34亿元），粗略测算政府补贴贡献的盈利占公司盈利的130%以上。单季度来看，1-4季度单季度EPS分别为0.01元、0.1元、0.07元和0.21元，4季度净利润达2.1亿元，业绩环比上涨207.8%，其中主要由于4季度为用气高峰，此外部分补贴确认可能也在4季度实现。

营业收入和营业成本：公司16年实现营业收入12.5亿元，同比回落18.4%，其中4季度营业收入为3.5亿元，环比上涨15.1%；16年营业成本9.1亿元，同比回落15.9%。公司营业收入下滑主要源于煤层气销售单价及销量同比下降导致的煤层气销售收入下滑。

毛利率：公司16年销售毛利率为27%，同比回落2.2个百分点，主要源于煤层气销售量和售价出现双降以及随着新增气井投入使用量的增加，直接材料、折旧等成本不断增加。

表 1：公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	16A 同比
营业收入	15.3	12.5	-18.4%
营业成本	10.9	9.1	-15.9%
毛利率	29.2%	27.0%	-2.2%
管理费用	2.6	2.6	0.6%
销售费用	0.0	0.3	898.4%
财务费用	2.7	1.6	-42.9%
期间费用率	34.9%	35.9%	1.0%
营业利润	-1.2	-1.7	43.6%
净经营现金流	-1.7	5.4	-414.4%
销售商品现金/收入	49.4%	74.3%	25.0%
EPS（元）	0.27	0.40	45.5%

数据来源：wind、公司财报、广发证券发展研究中心

产销量分别为 14.3 亿元和 6.9 亿方,单位销售净利 0.56 元/立方米

公司位于两大煤层气产业基地之一的山西沁水盆地,2016 年公司煤层气产量为 14.3 亿立方米,利用量 10.4 亿立方米,分别占全国的 31.6% 和 26.8%。

具体来看,2016 年公司实现煤层气产量 14.3 亿立方米,同比减少 1.4%,实现销量 6.9 亿立方米,同比减少 10.1%,煤层气销售实现营业收入 10.3 亿元,同比减少 13.2%,占主营业务收入的 82.28% (2015 年为 77.36%)。按照销售量测算,公司 16 年单位煤层气售价 1.49 元/立方米,同比减少 3.4%,单位成本为 0.54 元/立方米,同比上涨 2.2%,单位净利 0.56 元/立方米,同比增加 120.1%,其中单位增值税退税收入和销售补贴分别为 0.47 元/立方米和 0.40 元/立方米。

除煤层气抽采业务外,公司主要业务还包括气井制造和交通运输,收入占比分别为 13.9% 和 2.8%,其中气井制造业务 16 年毛利由 15 年的 0.15 亿元大幅提升至 0.73 亿元,而交通运输业务毛利率大幅下降至 1.4%,主要由于子公司诚安物流提供的 CNG 和 LNG 运输服务量价齐跌。

表 2: 公司煤层气业务经营数据概览

	2014A	2015A	2016A	16 年同比
生产量	14.3	14.5	14.3	-1.4%
销售量	8.5	7.7	6.9	-10.1%
单位售价	1.44	1.54	1.49	-3.4%
单位净利	0.22	0.25	0.55	120.1%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 3: 主营业务分行业基本情况 (单位: 亿元)

	2015A	2016A	16A 同比
营业收入			
煤层气销售	11.86	10.29	-13.2%
气井建设工程	1.55	1.74	12.3%
交通运输	0.76	0.35	-54.0%
其他业务	1.16	0.13	-89.0%
营业成本			
煤层气销售	7.61	7.67	0.75%
气井建设工程	1.39	1.01	-27.46%
交通运输	0.65	0.34	-47.31%
其他业务	1.19	0.10	-91.60%
毛利			
煤层气销售	4.24	2.62	-38.23%
气井建设工程	0.15	0.73	371.64%

交通运输	0.11	0.00	-95.45%
其他业务	-0.02	0.03	-216.75%
毛利率(%)			
煤层气销售	35.79	25.47	-10.32
气井建设工程	9.97	41.86	31.89
交通运输	13.85	1.37	12.48
其他业务	-2.09	22.19	24.28

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

主要增长来自销量提升，17年承诺盈利5.3亿元，维持公司“买入”评级

公司计划17年实现营业收入18亿元，利润总额6亿元，煤层气销售量8.5亿立方米，按此测算同比分别增速分别为44.0%、37.0%、23.2%。而根据公司承诺，17-18年归母净利润不低于5.3亿元和6.9亿元。

公司未来的增长来自：

(1) 排空率下降：16年公司整体排空率高达52%，管输能力约4.7亿方/年，近期新增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16年现有煤层气井抽采量14.3亿方，预计17-20年抽采量分别为14.5亿方、14.1亿方、12.7亿方和11.2亿方。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：2016年4月国土资源部公布《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》，随着山西煤层气权的下放，资源面积有望得到提升。

公司公告，拟变更公司名称为山西蓝焰控股股份有限公司，证券简称为蓝焰控股。作为A股唯一煤层气标的，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。预计公司17-19年归属于母公司净利润分别为5.8亿元、7.5亿元和7.9亿元，总市值为136亿元，对应17年PE为23倍，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。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1718	1864	3828	5102	6284
货币资金	493	316	1727	2686	3626
应收及预付	964	1419	1854	2132	2346
存货	221	101	246	283	312
其他流动资产	40	28	0	0	0
非流动资产	10787	4362	4259	4259	4259
长期股权投资	310	0	0	0	0
固定资产	8681	3310	3274	3274	3274
在建工程	587	858	858	858	858
无形资产	1023	81	66	66	66
其他长期资产	185	113	61	61	61
资产总计	12306	6223	8083	9357	10540
流动负债	5879	3112	3578	4115	4526
短期借款	1169	300	0	0	0
应付及预收	4656	1537	3578	4115	4526
其他流动负债	55	1275	0	0	0
非流动负债	5874	1629	1134	1134	1134
长期借款	2044	1134	1134	1134	1134
应付债券	697	0	0	0	0
其他非流动负债	3133	495	0	0	0
负债合计	11754	4740	4712	5248	5660
股本	514	777	968	968	968
资本公积	584	-132	995	995	995
留存收益	-1065	724	1307	2059	2845
归属母公司股东权益	33	1369	3269	4021	4807
少数股东权益	520	114	103	88	72
负债和股东权益	12306	6223	8083	9357	10540

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1655	1251	1826	2100	2310
营业成本	2332	913	1396	1606	1766
营业税金及附加	116	42	62	71	78
销售费用	116	33	48	55	61
管理费用	353	261	381	438	482
财务费用	526	156	0	0	0
资产减值损失	192	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
营业利润	-1979	-168	-61	-70	-77
营业外收入	9	611	734	807	847
营业外支出	68	5	0	0	0
利润总额	-2038	438	673	737	771
所得税	15	58	101	0	0
净利润	-2053	380	572	737	771
少数股东损益	-487	-5	-11	-15	-15
归属母公司净利润	-1566	384	583	752	786
EBITDA	-824	311	-61	-70	-77
EPS (元)	-3.05	0.50	0.60	0.78	0.81

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-69	540	1357	152	93
净利润	-2053	380	572	737	771
折旧摊销	437	309	0	0	0
营运资金变动	788	-326	1466	222	170
其它	758	178	-681	-807	-847
投资活动现金流	-266	105	784	807	847
资本支出	-197	84	784	807	847
投资变动	-70	22	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1649	-760	-730	0	0
银行借款	1169	950	-300	0	0
债券融资	-1879	-1347	-1747	0	0
股权融资	0	0	1317	0	0
其他	-939	-364	0	0	0
现金净增加额	-1985	-115	1411	959	941
期初现金余额	3237	493	316	1727	2686
期末现金余额	1252	378	1727	2686	3626

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.0	-24.4	46.0	15.0	10.0
营业利润增长	-74.0	91.5	64.0	-15.0	-10.0
归属母公司净利润增长	-57.4	124.6	51.8	28.9	4.5
获利能力(%)					
毛利率	-40.9	27.0	23.5	23.5	23.5
净利率	-124.1	30.3	31.3	35.1	33.4
ROE	-4,809.	28.1	17.8	18.7	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	95.5	76.2	58.3	56.1	53.7
净负债比率	6.2	1.6	-0.2	-0.4	-0.5
流动比率	0.29	0.60	1.07	1.24	1.39
速动比率	0.24	0.56	0.99	1.16	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.12	0.13	0.26	0.24	0.23
应收账款周转率	4.73	1.79	1.79	1.79	1.79
存货周转率	9.96	5.67	5.67	5.67	5.67
每股指标(元)					
每股收益	-3.05	0.50	0.60	0.78	0.81
每股经营现金流	-0.13	0.70	1.40	0.16	0.10
每股净资产	0.06	1.76	3.38	4.16	4.97
估值比率					
P/E	-2.9	21.0	23.2	18.0	17.2
P/B	137.4	5.9	4.1	3.4	2.8

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年煤炭行业新财富第一名(团队), 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	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31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。