

**蓝焰控股(000968)/煤炭开采**
**降本控费, 增添新业务, 半年度业绩不俗**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 13.95

目标价格: 18

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

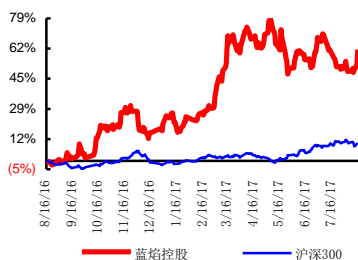
联系人: 陈晨

电话:

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	968
流通股本(百万股)	260
市价(元)	13.95
市值(百万元)	13,497
流通市值(百万元)	3,623

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 蓝焰控股(000968.SZ)深度报告:  
 极具成长性的煤层气行业龙头  
 20170703

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,532.94	1,250.96	1,583.81	1,794.86	2,037.64
增长率 yoy%	-11.06%	-18.40%	26.61%	13.33%	13.53%
净利润	264.24	384.46	582.09	707.87	830.70
增长率 yoy%	126.56%	45.50%	51.41%	21.61%	17.35%
每股收益(元)	1.01	0.50	0.60	0.73	0.86
每股现金流量	-0.65	0.70	0.37	0.21	0.24
净资产收益率	10.77%	26.98%	17.60%	17.63%	17.14%
P/E	8.66	20.97	23.19	19.07	16.25
PEG	0.07	0.46	0.45	0.88	0.94
P/B	0.93	5.66	4.08	3.36	2.78

备注:

**投资要点**

- 公司披露 2017 半年度报告, 实现营业收入 8.04 亿元 (+36.04%), 归属于上市公司股东净利润 2.5 亿元 (+129.3%), 其中 Q1、Q2 分别为 0.75 亿元、1.75 亿元, 折合 EPS 为 0.29 元/股 (+26.09%), ROE 达到 16.68% (同比增加 12.23pct)。
- 开采成本下降, 煤层气销售业务盈利能力提升。报告期内, 公司煤层气开采量 7.02 亿立方米 (占 2016 全年 50%), 利用量 5.35 亿方, 利用率为 76.2% (相对 2016 全年提升 2.5 个 pct), 根据公司获得煤层气销售补贴 1.3 亿元 (单位补贴 0.4 元), 我们推测煤层气销售量 3.24 亿方 (占 2016 全年 47%), 约有 2.1 亿立方煤层气未能获得收入。煤层气销售业务实现收入 5.05 亿元 (+0.6%), 销售成本 2.92 亿元 (-16.2%), 据此推算, 单位煤层气售价 1.56 元 (相比 2016 全年增加 0.07 元/立方米), 单位开采成本为 0.42 元 (相比 2016 年下降 0.12 元/立方米), 成本管控效果明显, 煤层气销售业务毛利率提升到 42.3%, 同比大幅增加 11.6 个 pct。
- 气井建造工程业务量增加, 新增瓦斯治理服务是亮点。报告期内, 气井建造工程业务量增加, 收入达到 1.41 亿元 (+126%), 毛利率为 41.82% (与 2016 全年基本持平)。2017 年 6 月份, 公司与控股股东晋煤集团旗下 4 家煤企签订了瓦斯抽采井维护服务协议, 期限两年, 预计每年可新增收入 2.84 亿元, 2017 上半年已确认 1.4 亿元, 获得毛利 0.48 亿元。公司所处沁水盆地主产无烟煤, 瓦斯含量高, 治理需求大, 抽采气井的维护服务有较大市场空间, 预计此项业务将成为公司新增收入的一个重要来源。
- 期间费用率下降明显。报告期内, 公司销售费用 160 万元, 同比大幅下滑 89%, 主要是因为子公司诚安物流发生的运费不再计入销售费用所致, 管理费用 0.54 亿元, 同比大幅下滑 47.2%, 职工薪酬、折旧费、修理费等下降明显。三项期间费用合计 1.39 亿元, 期间费用率为 17%, 同比大幅下滑 17 个 pct, 控费提效显著。
- 主要看点: 气井产能增加、排空率下降。公司 2016 年募集配套资金 8.2 亿元用于晋城矿区低产气井改造, 建设期预计 2 年, 有望增产煤层气 2.6 亿立方米/年, 同时公司尚需投资 7.5 亿元的在建工程项目以在建气井为主, 在建气井及老井改造项目有利于煤层气产量提升。当前贡献主要收入的本部煤层气排空率较高, 主要原因是当地产量大, 但市场消纳能力有限、天然气管网不健全, 未来随着管输能力增强 (国化能源和通豫煤层气预计合增 60 万方/日) 及下游市场开拓, 排空率有望逐渐降低。
- 盈利预测与估值: 我们预测公司 2017-2019 年归属于母公司股东净利润分别为 5.82、7.08、8.30 亿元, 对应 EPS 分别为 0.60、0.73、0.86 元, 同比增长 51.4%、21.6%、17.4%。当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 23X、19X、16X, 考虑公司所处煤层气行业在油气开采中具有更强的成长性且公司龙头地位稳固, 给予公司一定估值溢价, 给予“买入”评级, 目标价格 18 元, 对应 2018 年 25XPE。
- 风险提示: (1) 天然气价格进一步下滑风险; (2) 政策补贴可能有变风险; (3) 管网输送以及下游消费市场开发可能不及预期风险等。

**图表 1：蓝焰控股销售收入预测表**

	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017E	2018E	2019E
<b>煤层气销售</b>								
抽采量 (亿立方米)	14.30	14.53		14.11	7.02	14.8	15.6	16.3
yoy		1.6%		-2.9%		5.0%	5.0%	5.0%
利用率 (亿立方米)				10.4	5.35			
销售量 (亿立方米)	8.72	7.70		6.91	3.24	7.48	8.23	9.05
销售利用率 (%)	60.9%	53.0%		49.0%	46.1%	50.5%	52.9%	55.4%
煤层气销售合计收入 (百万元)	1,253.35	1,185.85	502.01	1,029.32	505.22	1,167.96	1,298.75	1,445.49
煤层气销售成本 (百万元)	685.96	761.43	347.84	767.15	291.56	725.0	799.3	881.2
单位售价 (元/立方米)	1.44	1.54		1.49	1.56	1.56	1.58	1.60
单位成本 (元/立方米)	0.48	0.52		0.54	0.42	0.49	0.51	0.54
yoy		9%		4%		-10%	5%	5%
毛利 (百万元)	567.39	424.41	154.17	262.17	213.66	443.00	499.48	564.29
毛利率 (%)	45.27%	35.79%	30.7%	25.47%	42.3%	37.9%	38.5%	39.0%
<b>气井建设工程</b>								
收入 (百万元)	141	154.78	62.44	174	141	382	459	551
yoy		10%		12%	126%	120%	20%	20%
成本 (百万元)	113	139	59.43	101	82	229	275	330
yoy		23%		-27%	38%	127%	20%	20%
毛利 (百万元)	28	15	3	73	59	153	184	220
yoy		-45%		372%	185%	110%	20%	20%
毛利率 (%)	20.02%	9.97%	4.83%	41.86%	41.82%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>瓦斯治理服务</b>								
收入 (百万元)					141	283	311	342
成本 (百万元)					93	187	206	226
毛利 (百万元)					48	96	105	116
毛利率 (%)					33.86%	33.86%	33.86%	33.86%
<b>运输业务</b>								
销售收入 (百万元)	102.6	75.9	19.8	34.9	14.5	29.0	31.9	35.1
yoy		-26.0%		-54.0%	-26.9%	-17.03%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	81.5	65.4	22.7	34.5	29.0	57.9	47.8	45.6
yoy		-19.8%		-47.3%	27.5%	68.11%	-17.4%	-4.7%
毛利率	20.55%	13.85%	-14.55%	1.37%	-99.84%	-99.84%	-50.00%	-30.00%
毛利 (百万元)	21.1	10.5	-2.89	0.5	-14.47	-28.94	-15.9	-10.5
<b>其他业务</b>								
销售收入 (百万元)	44	116	7	13	2.2	4.4	5.2	6.3
销售成本 (百万元)	18	119	5	10	4.4	9	9.8	10.7
毛利率	59.39%	-2.09%	22.61%	22.19%	-103.87%	-103.87%	-86.88%	-71.31%
毛利 (百万元)	26	-2	2	3	-2.3	-4.5	-4.5	-4.5
<b>销售收入合计 (百万元)</b>	1,541.02	1,532.94	591.06	1,250.96	804.13	1,583.81	1,794.86	2,037.64
yoy		-0.52%		-18.40%	36.05%	26.61%	13.33%	13.53%
销售成本合计 (万元)	898.19	1,085.01	435.23	912.68	500.41	1,021.28	1,132.27	1,268.02
毛利合计 (万元)	642.83	447.93	155.83	338.27	303.72	562.53	662.59	769.62
yoy		-30.32%		-24.48%	94.90%	66.29%	17.79%	16.15%
毛利率	41.71%	29.22%	26.36%	27.04%	37.77%	35.52%	36.92%	37.77%

来源：中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,724	1,533	1,251	1,584	1,795	2,038
增长率	-17.36%	-11.1%	-18.4%	26.6%	13.3%	13.5%
营业成本	-1,864	-1,085	-913	-1,021	-1,132	-1,268
% 销售收入	108.1%	70.8%	73.0%	64.5%	63.1%	62.2%
毛利	-140	448	338	563	663	770
% 销售收入	-8.1%	29.2%	27.0%	35.5%	36.9%	37.8%
营业税金及附加	-72	-22	-42	-32	-36	-41
% 销售收入	4.1%	1.4%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-150	-3	-33	-8	-9	-10
% 销售收入	8.7%	0.2%	2.6%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-325	-259	-261	-127	-144	-163
% 销售收入	18.8%	16.9%	20.9%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	-687	163	2	396	474	556
% 销售收入	-39.8%	10.7%	0.2%	25.0%	26.4%	27.3%
财务费用	-293	-273	-156	-150	-162	-129
% 销售收入	17.0%	17.8%	12.4%	9.5%	9.0%	6.3%
资产减值损失	-158	-20	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,137	-117	-168	246	312	427
营业利润率	-66.0%	-7.6%	-13.4%	15.5%	17.4%	20.9%
营业外收支	-16	374	606	423	492	517
税前利润	-1,154	256	438	669	804	944
利润率	-66.9%	16.7%	35.0%	42.2%	44.8%	46.3%
所得税	28	-60	-58	-107	-121	-142
所得税率	—	23.5%	13.3%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	-1,125	196	380	562	684	802
少数股东损益	-131	-68	-5	-20	-24	-28
归属于母公司的净利润	-995	264	384	582	708	831
净利率	-57.7%	17.2%	30.7%	36.8%	39.4%	40.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-1,125	196	380	562	684	802
少数股东损益	0	0	0	-20	-24	-28
非现金支出	408	253	324	271	272	290
非经营收益	230	263	163	-273	-330	-388
营运资金变动	-1,080	-883	-326	-199	-425	-472
经营活动现金净流	-1,567	-172	540	341	177	203
资本开支	23	165	-84	-648	-292	-317
投资	-170	72	22	0	0	0
其他	395	5	0	0	0	0
投资活动现金净流	202	-88	105	648	292	317
股权募资	336	0	0	1,301	0	0
债权募资	2,432	488	-397	2,275	-1,493	66
其他	409	-133	-364	-150	-162	-129
筹资活动现金净流	3,177	355	-760	3,426	-1,655	-63
现金流量	1,812	95	-115	4,415	-1,186	457

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,237	517	316	4,751	3,590	4,075
应收款项	1,068	939	1,386	1,812	2,053	2,331
存货	247	665	101	252	279	313
其他流动资产	118	52	61	99	107	117
流动资产	4,669	2,173	1,864	6,914	6,029	6,835
% 总资产	30.3%	31.8%	29.9%	64.1%	61.4%	64.9%
长期投资	235	55	61	61	61	61
固定资产	9,229	4,490	4,168	3,668	3,548	3,412
% 总资产	59.8%	65.6%	66.9%	34.0%	36.1%	32.4%
无形资产	1,074	65	81	84	132	180
非流动资产	10,762	4,667	4,362	3,866	3,794	3,705
% 总资产	69.7%	68.2%	70.1%	35.9%	38.6%	35.1%
资产总计	15,431	6,840	6,226	10,780	9,823	10,540
短期借款	1,749	1,177	1,552	3,228	2,335	1,901
应付款项	3,994	1,126	1,369	1,634	1,445	1,246
其他流动负债	341	121	190	341	382	429
流动负债	6,084	2,425	3,112	5,203	4,162	3,576
长期贷款	2,434	1,203	1,134	1,734	1,134	1,634
其他长期负债	3,996	639	442	442	442	442
负债	12,514	4,267	4,687	7,379	5,738	5,652
普通股股东权益	1,878	2,454	1,425	3,308	4,016	4,846
少数股东权益	1,039	119	114	94	70	41
负债股东权益合计	15,431	6,840	6,226	10,780	9,823	10,540

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	-1.937	1.005	0.495	0.602	0.732	0.859
每股净资产 (元)	3.655	9.334	1.835	3.419	4.151	5.009
每股经营现金净流 (元)	-3.050	-0.654	0.696	0.373	0.208	0.239
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-52.99%	10.77%	26.98%	17.60%	17.63%	17.14%
总资产收益率	-6.45%	3.86%	6.17%	5.40%	7.21%	7.88%
投入资本收益率	-15.49%	2.86%	0.05%	9.37%	10.33%	11.02%
增长率						
营业总收入增长率	-17.36%	-11.06%	-18.40%	26.61%	13.33%	13.53%
EBIT 增长率	-23.89%	123.81%	-98.62%	17492.99%	19.66%	17.20%
净利润增长率	-2287.50%	126.56%	45.50%	51.41%	21.61%	17.35%
总资产增长率	31.79%	-55.68%	-8.97%	73.15%	-8.88%	7.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.0	110.8	238.2	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	49.4	153.5	153.2	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	355.2	489.2	327.2	500.0	400.0	300.0
固定资产周转天数	1,301.1	1,422.1	954.3	700.5	563.2	482.1
偿债能力						
净负债/股东权益	56.29%	72.43%	153.98%	6.17%	-2.97%	-11.07%
EBIT 利息保障倍数	-2.3	0.6	0.0	2.6	2.9	4.3
资产负债率	81.10%	62.39%	75.28%	68.44%	58.41%	53.63%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。