

## 煤层气售价提升，业绩符合预期

买入（维持）

2019年04月20日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002  
021-60199793

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,333	2,443	2,775	3,218
同比（%）	22.6%	4.7%	13.6%	16.0%
归母净利润（百万元）	679	735	867	1,032
同比（%）	38.7%	8.3%	18.0%	18.9%
每股收益（元/股）	0.70	0.76	0.90	1.07
P/E（倍）	20.05	18.51	15.68	13.18

### 投资要点

- **事件：**18年全年公司实现营收23.33亿元，同比增长22.57%；归母净利润6.79亿元，同比增长38.66%；扣非归母净利润6.73亿元，同比增长39.81%；加权平均ROE同比提高0.5pct至19.39%。19年第一季度公司实现营收4.07亿元，同比增长17.55%；归母净利润1.26亿元，同比增长14.87%；扣非归母净利润为1.25亿元，同比增长14.64%。
- **煤层气售价提高7.4%，单位成本下降3.8%，总体毛利率提升4.27pct。**分板块来看，1)煤层气销售板块实现营收11.82亿元，同比增长5.41%；2)气井建设工程板块实现营收8.44亿元，同比增长79.64%，主要系报告期内公司气井建设工程施工量增加；3)煤矿瓦斯治理板块实现营收2.82亿元，略微减少0.18%。2018年公司整体毛利率提升4.27pct至38.31%。其中，煤层气售价提高7.4%，单位成本下降3.8%，使该板块毛利率提升6.6pct至42.86%；气井建设工程板块毛利率提升4.49pct至40.17%；煤矿瓦斯治理板块毛利率减少10.82pct至16.77%。
- **期间费用率下降明显。**18年公司期间费用率下降4.68pct至15.67%。其中，销售/管理（加回研发费用）/财务费用率分别下降0.36、下降1.64、下降2.68pct至0.82%、8.93%、5.92%。
- **上期基数较高使投/融资净现金流变动较大。**18年公司经营性现金净流入6.92亿元，同比减少1.99%，为归母净利润的102%；投资活动现金净流出5970万元，同比增加89.49%；筹资活动现金净流出8.72亿元，同比减少211.12%，投融资现金流变动较大主要系17年公司支付晋煤集团5亿元重组现金对价和获得12.98亿元募集资金，基数较高所致。
- **规划50亿m<sup>3</sup>新增产能目标，新区块开发进展顺利。**《山西燃气集团重组方案》中，山西省国资委将省内优质燃气资产整合入燃气集团，并引入了华润燃气、昆仑燃气等省内外战略投资者。公司有望借助其控股股东燃气集团的资源形成上游资源开采、中游管网互通、下游渠道销售的全产业链优势。另外，重组方案中提出，力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能，到2020年自身煤层气抽采规模将达到43亿立方米，并与央企合作形成100亿立方米抽采规模，未来增长可期。公司现有产能16亿立方米/年，四大新增区块开发工作进展顺利，已有3个区块完成点火出气。其中，柳林石西累计完钻井34口，压裂18口；武乡南累计完钻井13口，压裂10口；和顺横岭累计完钻井3口，压裂1口。预计未来2-3年内公司新增区块的开发进展会显著加快，气量增长潜力充足。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年的EPS分别为0.76、0.9、1.07元，对应PE为19、16、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.06
一年最低/最高价	9.02/15.00
市净率(倍)	3.43
流通A股市值(百万元)	7218.93

### 基础数据

每股净资产(元)	4.10
资产负债率(%)	48.86
总股本(百万股)	967.50
流通A股(百万股)	513.44

### 相关研究

- 1、《蓝焰控股(000968)：燃气集团重组整合方案正式出台，公司迎来快速发展机遇》2019-02-20
- 2、《蓝焰控股(000968)：业绩增长符合预期，静待四季度新区块贡献》2018-10-30
- 3、《蓝焰控股(000968)：中报业绩符合预期，作为上游气源有望获益终端提价》2018-08-27

### 事件:

公司发布 2018 年年报, 2018 年全年公司实现营业收入 23.33 亿元, 同比增长 22.57%; 归母净利润 6.79 亿元, 同比增长 38.66%; 扣非归母净利润 6.73 亿元, 同比增长 39.81%; 加权平均 ROE 同比提高 0.5 个百分点至 19.39%。

公司发布 2019 年一季报, 2019 年第一季度公司实现营业收入 4.07 亿元, 同比增长 17.55%, 主要系煤层气销量和售价同比均有提高; 归母净利润 1.26 亿元, 同比增长 14.87%; 扣非归母净利润为 1.25 亿元, 同比增长 14.64%。

### 点评:

## 1. 煤层气售价提升, 期间费用下降明显

**营收业绩增长, 高于预告中值。**2018 年公司实现营业收入 23.33 亿元, 同比增长 22.57%; 归母净利润 6.79 亿元, 同比增长 38.66%, 高于业绩预告中值 6.55 亿元。分板块来看, 1) 煤层气销售板块实现营收 11.82 亿元, 同比增长 5.41%, 主要是因为 18 年公司煤层气售价提升 7.4% 所致; 2) 气井建造工程板块实现营收 8.44 亿元, 同比增长 79.64%, 主要系报告期内公司气井建造工程施工量增加; 3) 煤矿瓦斯治理板块实现营收 2.82 亿元, 与去年同期相比基本持平, 略微减少 0.18%; 4) 其他业务实现营收 0.26 亿元, 同比减少 14.8%。

**蓝焰煤层气超额完成业绩承诺。**2016 年公司与晋煤集团签署了《业绩补偿协议》, 晋煤集团承诺蓝焰煤层气公司 2016-2018 年扣非归母净利润分别不低于 3.5 亿元、5.32 亿元、6.87 亿元。2018 年全资子公司蓝焰煤层气完成扣非归母净利润 7.17 亿元, 完成率为 104.33%。

**煤层气销售和气井建造工程毛利率提升, 使总体毛利率提升 4.27 个百分点。**2018 年公司整体毛利率提升 4.27 个百分点至 38.31%。其中, 煤层气销售板块毛利率提升 6.6 个百分点至 42.86%, 营收占比下降 8.25 个百分点至 50.64%; 气井建造工程板块毛利率提升 4.49 个百分点至 40.17%, 营收占比提升 11.49 个百分点至 36.16%; 煤矿瓦斯治理板块毛利率减少 10.82 个百分点至 16.77%, 营收占比减少 2.75 个百分点至 12.09%。

**煤层气售价提高 7.4%, 单位成本下降 3.8%, 带来毛利率提高。**2018 年公司实现煤层气抽采量 14.64 亿立方米, 同比增加 2.16%, 利用量 11.5 亿立方米, 同比增加 5.5%, 销售量 6.87 亿立方米, 同比减少 1.86%。价格方面, 公司根据市场形势变化适时调整煤层气产品售价, 价格较上年提升 7.4% 至 1.72 元/立方米, 并通过成本管控使单位成本下降 3.81% 至 0.98 元/立方米, 两相结合使煤层气销售板块毛利率提升 6.6 个百分点。

表 1：公司煤层气销售量价情况

	2016	2017	2018	同比
煤层气销售收入：亿元	10.29	11.21	11.82	5.41%
煤层气销售成本：亿元	7.67	7.15	6.75	-5.59%
抽采量：亿立方米	14.33	14.33	14.64	2.16%
利用量：亿立方米	10.40	10.90	11.50	5.50%
销售量：亿立方米	6.91	7.00	6.87	-1.86%
煤层气销售单价：元/立方米	1.49	1.60	1.72	7.40%
煤层气单位成本：元/立方米	1.11	1.02	0.98	-3.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**四大新增勘探区块已有三个点火出气。**公司现有煤层气开采主要以晋城、阳泉、西山、吕梁为主，2017 年通过竞标取得了和顺横岭、柳林石西、和顺西和武乡南四个区块 610 平方公里煤层气探矿权。目前，新增的四个区块中已有三个成功点火出气，为山西省首批公开出让的十个煤层气勘探区块中进度最快项目。随着未来这些新增项目的陆续投产，将为增厚公司经营业绩提供稳定基础。

**成本管控开源节流，期间费用率降低 4.7 个百分点。**2018 年公司期间费用（加回研发费用）同比减少 5.5% 至 3.66 亿元，期间费用率下降 4.68 个百分点至 15.67%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别减少 14.17%、增加 3.66%、减少 15.57% 至 0.19 亿元、2.09 亿元、1.38 亿元；销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 0.36、下降 1.64、下降 2.68 个百分点至 0.82%、8.93%、5.92%。

**销售净利率增加带动 ROE 提升。**2018 年公司净资产收益率同比提升 0.5 个百分点至 19.39%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2018 年公司销售净利率为 29.08%，同比提高 3.37 个百分点，总资产周转率为 0.3（次）同比提高 0.02（次），权益乘数从 17 年的 3.0 降低至 18 年的 2.19。

## 2. 财务杠杆减少，营业周期延长

**财务杠杆减少，资产负债率下降 4.9 个百分点。**2018 年末公司资产负债率下降了 4.9 个百分点至 50.75%，主要系负债减少和所有者权益增加所致。报告期内公司偿还了部分银行借款，短期借款减少 88.24% 至 1 亿元；归母净资产增加 21.48% 至 38.4 亿元。

**应收账款周转天数增加 55 天，净营业周期增加。**2018 年公司应收账款同比增加 149.13% 至 21.49 亿元，应收账款周转天数增加 55.4 天至 232.3 天；存货同比减少 75.61% 至 1.26 亿元，存货周转天数减少 8.13 天至 80.64 天；应付账款同比增加 47.17% 至 11.91 亿元，应付账款周转天数增加 22.09 天至 250.18 天，使净营业周期增加 25.19 天至 62.77 天。

### 3. 现金回款能力良好，投融资净现金流变化较大

现金回款能力良好，上期基数较高使投/融资净现金流变化较大。1) 2018 年公司经营性现金净流入 6.92 亿元，同比减少 1.99%，是归母净利润 6.79 亿元的 102%，反应了公司良好的回款能力。2) 投资活动现金净流出 5970 万元，同比增加 89.49%，主要系上年基数较高，17 年支付晋煤集团重组现金对价 5 亿元，若不考虑对价因素，则报告期内投资活动现金流出同比减少 516 万元。3) 筹资活动现金净流出 8.72 亿元，同比减少 211.12%，主要系 17 年公司获得募集资金 12.98 亿元，而 18 年仅发生常规融资，使筹资活动现金流入同比减少 9.19 亿元；另外 18 年公司偿还债务增加，使筹资活动现金流出同比增加 7.37 亿元。

19Q1 经营活动现金流净额减少较多。1) 2019 年第一季度公司经营性现金净流出 1.85 亿元，同比减少 1916.01%，主要系支付的材料款及税费同比增加；2) 投资活动现金净流出 0.19 亿元，同比增加 32.73%，主要系支付的设备款同比减少；3) 筹资活动现金净流入 1.37 亿元，同比增加 171.97%，主要系偿还贷款同比减少。

### 4. 政策支持、优势明显，规划宏伟蓝图

市场需求强劲，我国煤层气储量丰富。目前我国天然气在一次能源消费结构中占比仅为 6.6%，远低于 23.4% 的全球平均水平。同时，《天然气发展十三五规划》中提出到 2020 年我国天然气占一次能源消费比重力争达到 10% 左右，发展潜力显著。而煤层气作为一种重要的非常规天然气源，在我国储量丰富，埋深 2000 米以浅煤层气地质资源量约为 30.8 万亿立方米，可采资源量为 12.5 万亿立方米，且正处于加速发展阶段。2018 年全国地面煤层气产量 54.13 亿立方米、利用量 49 亿立方米，同比分别增长 9.16%、11.46%。

政策积极支持煤层气产业发展。为支持煤层气发展，形成对天然气源的重要补充，国家和山西省出台了一系列支持政策。财税[2007]16 号文提出，对煤层气抽采企业的增值税一般纳税人，抽采销售煤层气实行增值税先征后退政策。2016 年，财政部提出“十三五”期间，煤层气（瓦斯）开采利用中央财政补贴标准提高到 0.3 元/立方米；2015 年 7 月，山西省提出省级财政补贴标准在三年瓦斯抽采全覆盖工程实施期间达到 0.10 元/立方米。

公司拥有资源加技术双重优势。公司煤层气开发区块主要位于山西沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，是国家规划的重点地区，而山西省作为我国煤层气最为富集地区，探明储量居全国首位。2018 年山西省地面煤层气产量 50.4 亿立方米、利用量 45.4 亿立方米，分别占全国的 93.11%、92.65%。此外，公司技术优势突出，具有完整自主知识产权的煤层气地面抽采技术，创立了“五阶段瓦斯治理”、“采煤采气一体化”等煤矿瓦斯治理新模式。目前已形成了从煤层气勘查、抽采、工程、运营，到运储、批发、销售等完整



的上中下游全产业链。

**优质燃气资产注入，形成全产业链协同发展。**今年2月，公司发布了《关于公司控股股东拟发生变更的提示性公告》，山西省国资委旗下的晋煤集团、煤气化集团等公司将所有燃气资产划入，尤其是晋煤集团，几乎将旗下所有优质资产注入，公司有望借助控股股东燃气集团的资源优势，快速发展上游煤层气开采主业，加快中游管网互通和下游渠道销售，形成煤层气全产业链的协同发展。

**新区块开发工作进展顺利。**截至2019年3月底，1)柳林石西区块：累计完钻34口井，累计压裂18口，并进行了试气成功点火；完成野外地质填图、二维地震等工作；完成集输管线施工26公里，临时增压站已正式运行，实现与国新能源临汾-临县管线对接；2)武乡南区块：累计完钻13口井，压裂10口井，进行了试气试验，并陆续点火成功；同时实验分析储层物性和煤岩特征，绘制区域内主力煤层的底板等高线图，甲烷含量等值线图和等厚线图等地层地质资料，为区块储量评估提供数据支持；3)和顺横岭区块：协调办理环保、林业、水利、国土等相关手续，确保施工正常开展，累计完钻3口井，累计压裂1口井；4)和顺西区块：正在进行放点工作，累计放点13个。

**规划50亿立方米新增产能，未来增长可期。**山西燃气集团重组方案中提出力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能。到2020年，自身煤层气抽采规模将达43亿立方米；与央企合作形成100亿立方米抽采规模。目前公司已形成产能约16亿立方米/年，意味着如果要完成资产重组目标，即使不考虑与央企合作形成的产能，则2019、2020年两年之内需要再造1.5个蓝焰控股。公司在18年年报中披露19年预计完成固定资产投资30亿元，实现营业收入23亿元。目前在手新增的四大区块中已有3个完成点火出气，勘探工作进展顺利，气量增长潜力充足。在规划目标明确的形势下，预计未来2-3年内公司新区块的进展会显著加快，气量销售有望实现较快增长。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年的EPS分别为0.76、0.9、1.07元，对应PE为19、16、13倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

蓝焰控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,673</b>	<b>4,509</b>	<b>7,001</b>	<b>8,443</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,333</b>	<b>2,443</b>	<b>2,775</b>	<b>3,218</b>
现金	1,142	2,376	3,868	5,507	减:营业成本	1,439	1,509	1,699	1,952
应收账款	2,149	1,004	2,577	1,576	营业税金及附加	22	23	26	30
存货	126	550	211	663	营业费用	19	20	23	26
其他流动资产	256	579	345	698	管理费用	151	158	179	208
<b>非流动资产</b>	<b>4,306</b>	<b>4,217</b>	<b>4,252</b>	<b>4,333</b>	财务费用	138	178	197	236
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	7	8	9
固定资产	3,359	3,382	3,422	3,455	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	747	635	625	662	其他收益	0	0	0	0
无形资产	73	75	89	107	<b>营业利润</b>	<b>821</b>	<b>899</b>	<b>1,055</b>	<b>1,258</b>
其他非流动资产	126	124	117	109	加:营业外净收支	-4	-3	-3	-3
<b>资产总计</b>	<b>7,979</b>	<b>8,726</b>	<b>11,253</b>	<b>12,777</b>	<b>利润总额</b>	<b>818</b>	<b>897</b>	<b>1,052</b>	<b>1,255</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,559</b>	<b>2,042</b>	<b>2,975</b>	<b>3,042</b>	减:所得税费用	150	174	198	240
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	-11	-12	-14	-17
应付账款	1,191	906	1,455	1,258	<b>归属母公司净利润</b>	<b>679</b>	<b>735</b>	<b>867</b>	<b>1,032</b>
其他流动负债	1,268	1,036	1,420	1,684	EBIT	892	979	1,156	1,375
<b>非流动负债</b>	<b>1,490</b>	<b>2,032</b>	<b>2,773</b>	<b>3,215</b>	EBITDA	1,197	1,142	1,328	1,557
长期借款	1,293	1,834	2,576	3,017					
其他非流动负债	198	198	198	198	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,049</b>	<b>4,073</b>	<b>5,748</b>	<b>6,257</b>	每股收益(元)	0.70	0.76	0.90	1.07
少数股东权益	89	77	63	46	每股净资产(元)	3.97	4.73	5.63	6.69
					发行在外股份(百万股)	968	968	968	968
归属母公司股东权益	3,840	4,575	5,443	6,474	ROIC(%)	12.0%	11.0%	10.3%	10.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,979</b>	<b>8,726</b>	<b>11,253</b>	<b>12,777</b>	ROE(%)	17.0%	15.5%	15.5%	15.6%
					毛利率(%)	38.3%	38.2%	38.8%	39.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	29.1%	30.1%	31.3%	32.1%
经营活动现金流	692	1,128	854	1,397	资产负债率(%)	50.8%	46.7%	51.1%	49.0%
投资活动现金流	-60	-73	-207	-263	收入增长率(%)	22.6%	4.7%	13.6%	16.0%
筹资活动现金流	-872	180	845	505	净利润增长率(%)	38.7%	8.3%	18.0%	18.9%
现金净增加额	-240	1,234	1,492	1,639	P/E	20.05	18.51	15.68	13.18
折旧和摊销	305	162	172	182	P/B	3.54	2.97	2.50	2.10
资本开支	64	-89	35	81	EV/EBITDA	12.35	12.17	10.11	8.04
营运资本变动	-441	65	-367	-36					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

