

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

燃气 II

**蓝焰控股 (000968)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年04月26日

## 收到 2 个新区块试采批准，气量进入上升通道

**证券分析师：陈青青**

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

**证券分析师：武云泽**

021-60875161

wuyunze@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517050002

### 事项：

公司发布公告，宣布 2017 年 10 月中标获取探矿权的柳林石西、武乡南区块收到山西省自然资源厅下发的试采批准书。试采期限自 2019 年 4 月 16 日至 2020 年 4 月 15 日。

**国信公用观点：**试采批准是新区块从探矿阶段向采矿阶段推进的重要环节，公司 2017 年中标 4 个新区块本次有 2 个拿到试采批准，有望利好公司本年度销售气量以及售气收入、业绩提升。我们期待公司在手新区块持续推进，以及山西燃气集团重组为公司带来的后续资源对接，维持 2019-2021 年盈利预测为 7.97/10.69/13.67 亿元，对应动态 PE 为 15.6x/11.6x/9.1x，维持“买入”评级，维持合理估值为 16.48-16.58 元。

### 评论：

#### 区块进展回顾：2017 年中标新区块，18 个月迅速转入试采阶段

公司 2017 年 10 月参与山西省组织的中国第一次煤层气探矿权对外公开中标，10 个区块中标 4 个，包括本次的柳林石西、武乡南，以及和顺横岭、和顺西，探矿权为期 3 年。1 年半以来，上述 4 个区块已经有 3 个点出气，柳林石西/武乡南/和顺横岭完钻 34/13/3 口井，压裂 18/10/1 口井。

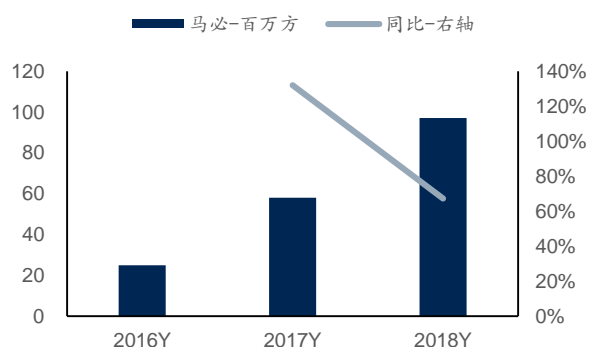
#### 试采批准意义重大，打开区块气量、业绩上升通道

《矿产资源勘查区块登记管理办法》规定，探矿权人在勘查石油、天然气等流体矿产期间，需要试采的，经登记管理机关批准后可以试采 1 年。试采阶段是连接探矿和采矿阶段的重要环节，可以加快勘查开发进度，且采出的煤层气可对外销售。我们认为本次获得试采批准的柳林石西和武乡南区块，有望在 2019 年为上市公司贡献增量的销售气量，并且在售气收入和业绩方面作出贡献。公司年报预计 2019 年固定资产投资完成 30 亿元，相比 2019Q1 末固定资产 33.00 亿元、在建工程 7.53 亿元，投资规划体量占比可观，我们研判主要将用于上述新区块的勘探试采。

#### 对标马必区块，试采阶段有望带来积极影响

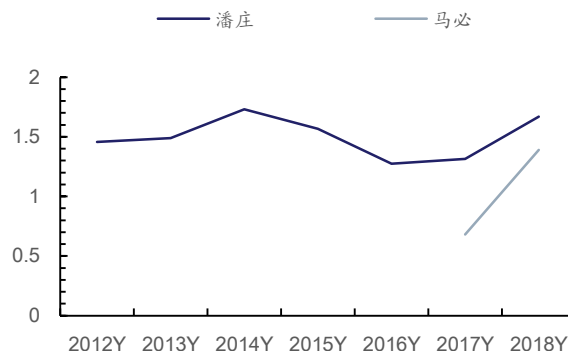
我们观察同在山西的亚美能源马必区块，发现马必区块于 2018 年 10 月方获得发改委总体开发方案（ODP）核准，但早在 2017 年 7 月即与中石油签订勘探期（先导期）销售协议。受此影响，马必 2018 年净销量增速 68% 至 7147 万方，收入增速 335%，EBITDA 由 2017 年的 -2689 万元扭亏至 4013 万元。

图 1: 亚美能源马必区块历年产气量情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 亚美能源潘庄、马必区块历年气价情况

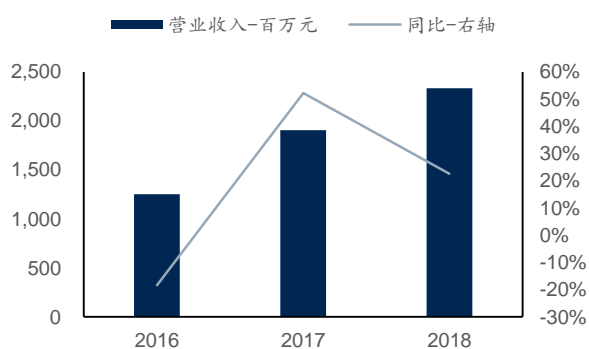


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司 2018 年老区块气量微降但毛利率提升, 期待新区块提振合并业绩

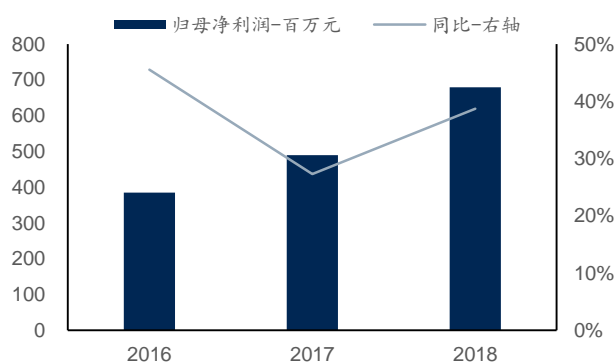
公司 2018 年主要由老区块贡献气量, 销气量-1.86%至 6.87 亿方, 但平均不含税气价+0.12 元/方至 1.72 元/方, 平均采气营业成本-0.04 元/方至 0.46 元/方。伴随 2019 年市场总体气价上行, 公司新区块若进入试采阶段贡献气量, 有望利好业绩。

图 3: 公司历年营业收入情况



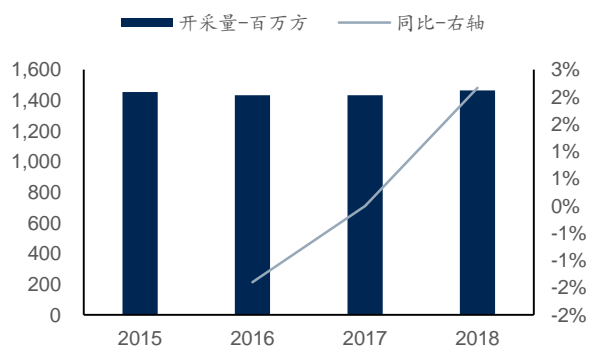
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司历年归母净利润情况



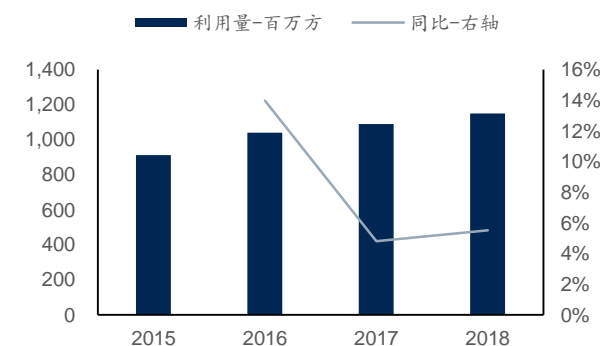
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司历年开采量情况



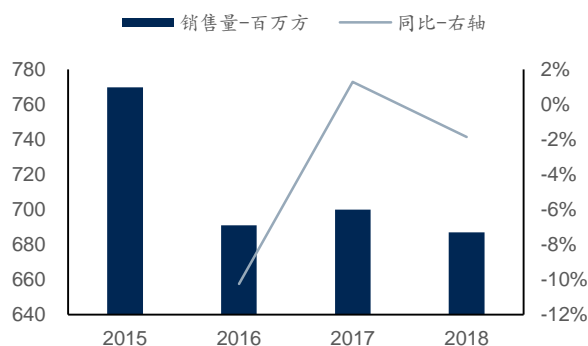
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司历年利用量情况



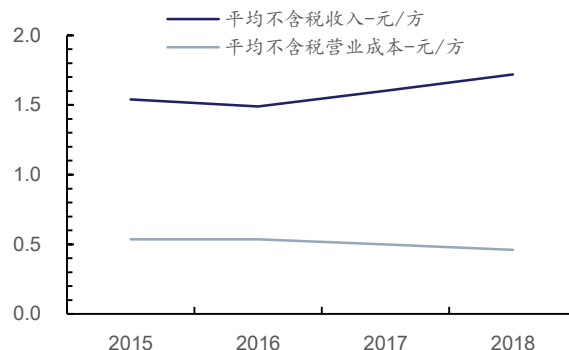
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司历年销售量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司历年平均气价与营业成本情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 山西燃气集团推进重组, 有望为上市公司对接更多资源

山西正推动国企改革, 新成立的山西燃气集团拟成为公司控股股东, 构建上、中、下游全产业链整合优化。公司作为其旗下唯一上市平台, 有望借助燃气集团的资源, 快速发展煤层气开采主业, 加快管网互通, 促进煤层气产业链完善。

### 投资建议: 重申“买入”评级, 维持盈利预测与合理估值

试采批准是新区块从探矿阶段向采矿阶段推进的重要环节, 公司 2017 年中标 4 个新区块本次有 2 个拿到试采批准, 有望利好公司本年度销售气量以及售气收入、业绩提升。我们期待公司在新区块持续推进, 以及山西燃气集团重组为公司带来的后续资源对接, 维持 2019-2021 年盈利预测为 7.97/10.69/13.67 亿元, 对应动态 PE 为 15.6x/11.6x/9.1x, 维持“买入”评级, 维持合理估值为 16.48-16.58 元。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1142	2165	3267	4662
应收款项	2327	2591	2949	3372
存货净额	126	125	130	139
其他流动资产	78	79	90	102
<b>流动资产合计</b>	<b>3673</b>	<b>4960</b>	<b>6436</b>	<b>8276</b>
固定资产	4107	3985	3834	3661
无形资产及其他	73	70	67	64
投资性房地产	126	126	126	126
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7979</b>	<b>9140</b>	<b>10463</b>	<b>12127</b>
短期借款及交易性金融负债	743	1200	1400	1600
应付款项	1319	1252	1304	1393
其他流动负债	497	486	507	540
<b>流动负债合计</b>	<b>2559</b>	<b>2938</b>	<b>3211</b>	<b>3533</b>
长期借款及应付债券	1293	1293	1293	1293
其他长期负债	198	198	198	198
<b>长期负债合计</b>	<b>1490</b>	<b>1490</b>	<b>1490</b>	<b>1490</b>
<b>负债合计</b>	<b>4049</b>	<b>4428</b>	<b>4701</b>	<b>5023</b>
少数股东权益	89	76	58	35
股东权益	3840	4636	5704	7069
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7979</b>	<b>9140</b>	<b>10463</b>	<b>12127</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.70	0.82	1.10	1.41
每股红利	0.11	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.97	4.79	5.90	7.31
ROIC	10%	10%	13%	16%
ROE	18%	17%	19%	19%
毛利率	38%	39%	44%	48%
EBIT Margin	30%	31%	36%	41%
EBITDA Margin	43%	45%	49%	53%
收入增长	23%	1%	14%	14%
净利润增长率	39%	17%	34%	28%
资产负债率	52%	49%	45%	42%
息率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	18.3	15.6	11.6	9.1
P/B	3.2	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	16.5	15.9	12.9	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2333</b>	<b>2364</b>	<b>2691</b>	<b>3077</b>
营业成本	1439	1441	1514	1613
营业税金及附加	22	24	27	31
销售费用	19	19	22	25
管理费用	151	145	151	157
财务费用	138	110	107	89
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
其他收入	264	0	0	0
营业利润	821	625	871	1162
营业外净收支	(4)	352	428	508
<b>利润总额</b>	<b>818</b>	<b>978</b>	<b>1299</b>	<b>1670</b>
所得税费用	150	196	249	327
少数股东损益	(11)	(13)	(18)	(23)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>679</b>	<b>796</b>	<b>1068</b>	<b>1366</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>679</b>	<b>796</b>	<b>1068</b>	<b>1366</b>
资产减值准备	3	0	0	(0)
折旧摊销	297	325	353	376
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	138	110	107	89
营运资本变动	(152)	(342)	(301)	(324)
其它	(13)	(14)	(18)	(23)
<b>经营活动现金流</b>	<b>821</b>	<b>765</b>	<b>1102</b>	<b>1395</b>
资本开支	(400)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(400)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	52	0	0	0
支付股利、利息	(111)	0	0	0
其它融资现金流	(447)	457	200	200
<b>融资活动现金流</b>	<b>(565)</b>	<b>457</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(144)</b>	<b>1022</b>	<b>1102</b>	<b>1395</b>
货币资金的期初余额	1286	1142	2165	3267
货币资金的期末余额	1142	2165	3267	4662
企业自由现金流	318	371	642	859
权益自由现金流	(77)	741	756	987

## 相关研究报告

- 《蓝焰控股-000968-2018 年报及 2019 年一季报点评：年报符合预期，一季度气量增长》 ——2019-04-22
- 《蓝焰控股-000968-重大事件快评：山西燃气集团启动控股权收购，静待省内资源整合》 ——2019-03-26
- 《蓝焰控股-000968-重大事件快评：控股股东拟变更为山西燃气集团，承载省政府厚望》 ——2019-02-20
- 《蓝焰控股-000968-2018 年三季报点评：业绩符合预期，期待气量进展》 ——2018-10-25
- 《蓝焰控股-000968-2018 年半年报点评：业绩合预期，看好今冬量价齐升》 ——2018-08-28

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032