

蓝焰控股(000968)

斩获 4 宗煤层气区块意义重大，进一步奠定行业龙头地位

买入(维持)

2017 年 10 月 20 日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

02160199782

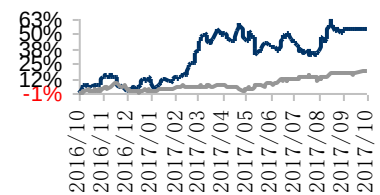
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1250.96	1779.11	2332.77	2908.26
同比(%)	-24.41%	42.22%	31.12%	24.67%
净利润(百万元)	384.46	571.32	712.44	826.31
同比(%)	-124.55%	48.64%	24.70%	15.98%
毛利率(%)	27.04%	36.00%	36.00%	36.00%
ROE(%)	28.02%	18.22%	19.30%	19.07%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.74	0.85
P/E	31.52	26.71	21.30	18.54
P/B	8.90	4.86	4.14	3.52

股价走势



— 蓝焰控股 — 沪深300

事件:

1) 山西省国土资源交易和建设用地区务中心公布 2017 年山西省煤层气探矿权出让结果, 在公开招标的 10 个煤层气勘查区块中, 蓝焰控股中标 4 个(每个投标人最多可投标 4 个区块), 分别为柳林石西区块、和顺横岭区块、和顺西区块、武乡南区块。2) 公司发布 2017 年三季报, 前三季度实现营收 11.47 亿, 同比增长 27.78%; 实现归母净利润 3.17 亿, 同比增长 79.63%; 扣非后为 3.14 亿, 同比增长 75.62%。

投资要点

■ 山西省首次出让 10 宗煤层气区块, 公司成为 4 个区块第一候选人!(每个投标人最多可投标 4 个区块), 概算储量规模有望再造一个晋城矿区。我国历史原因造就煤炭矿业权和煤层气矿业权存在重叠问题, 为了解决该问题, 2016 年 4 月, 国土资源部发布《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》, 首次将过去直接受理审批的山西省行政区域内的煤层气勘查开采审批事项部分委托下放至山西省。同年 12 月, 山西省国土资源厅出台《关于加大用地政策支持力度促进煤层气产业发展的通知》、《关于煤层气矿业权审批和监管的实施意见》、《关于完善煤层气试采审批管理工作的通知》、《关于印发山西省煤层气和煤炭矿业权重叠区争议解决办法(试行)的通知》等四项政策, 为解决采煤权和采气权重叠问题提供政策支持和行为准则。2017 年 8 月, 《山西省煤层气资源勘查开采规划(2016-2020 年)》获得国土资源部正式批复后, 山西省在全国首次推出煤层气勘查区块探矿权的公开招标, 此次招标的煤层气区块探矿权合计 10 个, 总面积约 2043 平方公里, 预测煤层气资源量约为 4300 亿立方米。

根据招标结果公示内容, 公司中标的柳林石西区块、和顺横岭区块、和顺西区块、武乡南区块合计面积为 616.01 平方公里, 占比出让区块总面积的 30.15%, 假设煤层气资源量占比与面积占比保持一致, 则公司此次中标区块所含煤层气资源量约为 1296.45 亿立方米。根据煤炭科学研究总院西安分院的《晋城矿区煤层气资源初步评价报告》、重庆分院的《寺河矿井瓦斯参数测定报告》、《寺河矿中央瓦斯抽放可行性研究报告》、晋丹公司的《潘庄井田煤层气开发评估报告》内容显示, 晋城矿区(含原部分规划区)

市场数据

收盘价(元)	15.76
一年最低/最高价	9.49/17.80
市净率(倍)	5.10
流通 A 股市值(百万元)	4093

基础数据

每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	58.28
总股本(百万股)	968
流通 A 股(百万股)	260

相关研究

1. 三季报预告不改全年预期, 技术&资源优势助推业绩高增长 -20171017
2. 煤层气行业龙头, 技术&资源优势确保业绩高增长 -20171008

面积为 630.08 平方公里，煤层气资源量为 1254.78 亿立方米，因此公司拿下 4 个区块后，概算资源量相当于再造一个晋城矿区。

图表 1：2017 年山西省煤层气探矿权出让结果公示

区块名称	地理位置	面积 (平方公里)	第一中标候选人
柳林石西	柳林县	50.52	山西蓝焰煤层气集团有限责任公司
和顺横岭	和顺县、榆社县	271.15	山西蓝焰控股股份有限公司
和顺西	和顺县、左权县	91.18	山西蓝焰煤层气集团有限责任公司
武乡南	武乡县、襄垣县、沁县	203.16	山西蓝焰煤层气集团有限责任公司
中标合计		616.01	
介休	介休市、平遥县、孝义市	235.85	山西美锦能源股份有限公司
平遥南	平遥县、介休市	182.26	山西省平遥煤化（集团）有限责任公司
榆社东	榆社县、左权县	237.24	山西省国新能源发展集团有限公司
古县永乐北	古县、安泽县	292.06	山西乾通新能源开发集团有限公司
古县永乐	古县、安泽县	298.53	山西安鑫煤业有限公司
安泽南	古县、安泽县、浮山县	181.51	山西尚道实业有限公司
合计		2043.46	

资料来源：山西省国土资源交易和建设用地事务中心，东吴证券研究所

■ 中标结果意义重大，彰显公司竞争优势明显，未来有望逐步打造成为“气化山西”战略实施的平台。

我们分析中标结果发现：1) 除了公司独中 4 个区块以外，其他 6 个区块的中标候选人均为不同企业；2) 在未中标的 6 个区块中，公司作为第二中标候选人的 3 个、作为第三中标候选人的人 1 个，意味着公司参与竞标的 8 个区块中（公司与子公司山西蓝焰煤层气集团有限责任公司分开竞标），4 个为第一中标候选人、3 个为第二中标候选人、1 个为第三中标候选人，与其他竞标企业相比竞争优势极其明显。

我们在深度报告（详情请见《蓝焰控股：煤层气行业龙头，技术&资源优势助推业绩高速增长》）中已经介绍，公司作为国内较早进行煤层气开采技术研发的企业之一，在借鉴国外煤层气开发利用技术和国内油气开发技术的基础上，开发出一套适宜本地区的具有自主知识产权的煤层气地面抽采技术体系，已获得高新技术企业证书和多项专利，并设立了博士后科研工作站，建立了全国第一个瓦斯综合治理示范基地，拥有较强的技术优势和丰富的项目经验。我们从公开信息渠道获悉（http://finance.ifeng.com/a/20170824/15603283_0.shtml），山西省今后将分期分批投放煤层气探矿权，继今年投放 10 个探矿权之后，明年仍将投放 10-15 个探矿权，预计公司明年项目持续落地是大概率事件，伴随着公司技术工艺的不断成熟和在手探矿

权面积的不断增加，未来有望逐步打造成为“气化山西”战略实施的平台值得期待。

- **短期来看，进入供暖季煤层气价量齐升，公司全年完成业绩承诺无忧；长期来看，煤层气供需两旺，有望成为弥补常规天然气供需缺口的重要手段。**

短期来看：1) 冬季山西省内天然气价格大概率上调：类比 2016 年冬季，根据《山西省发展和改革委员会关于调整我省冬季非居民用天然气价格的通知》（晋发改商品[2016]803 号），2016 年 11 月 20 日-2017 年 3 月 15 日，山西省提高冬季非居民用天然气门站价格：从中石油陕京线接气的价格上调 0.2865 元/方，从中石油西气东输线接气的价格上调 0.191 元/方。2) “煤改气”进一步加剧天然气供需紧张：根据发改委最新数据，今年 1 至 8 月，我国天然气产量 978 亿立方米，同比增长 10.8%；天然气消费量 1504 亿立方米，同比增长 17.8%；天然气进口量达到 570 亿立方米，同比增长 24.8%，而造成今年我国天然气消费爆发式增长的主要原因来自于“煤改气”工程。近期山西省经信委和山西省发改委联合出台的《今冬明春全省煤电油气运保障工作方案》，要求实施“煤改气”的地市要先落实气源，以供定改，充分彰显今年冬季山西省内天然气供需紧张的状况。在这种形势下，煤层气作为对常规天然气的重要补充，有望迎来价量齐升的有利局面，预计公司四季度业绩将实现显著增长，全年完成业绩承诺无忧。

长期来看：行业快速发展的有利条件已经具备：1) “煤改气”由京津冀地区逐步向全国范围内推广；2) 根据规划，2020 年，我国天然气在一次能源结构中占比要由目前的 6%提升至 10%，2030 年提升至 15%，那么意味着到 2030 年我国天然气消费量将达到 7000 亿立方米，供需缺口将进一步扩大。3) 《山西省煤层气资源勘查开发规划(2016—2020 年)》要求到 2020 年，力争煤层气抽采量达到 200 亿立方米，地面开采产能建设达到 300-400 亿立方米/年，煤层气勘探、抽采、运输、转化全产业链条产值达到 1000 亿元左右。因此，预计在“十三五”期间煤层气行业将迎来高速发展期，而公司作为行业龙头企业，有望率先充分获益，伴随着技术工艺不断成熟和新增煤层气区块逐步投运，业绩持续高速增长值得期待。

- **三季度业绩维持高增长，多因素拖累 Q3 单季度表现：**根据公司公告，前三季度实现归母净利润 3.17 亿，同比增速为 79.63%，业绩保持高增长，主要是由于报告期内公司新增瓦斯治理服务业务，同时公司优化业务流程，强化内部管控，加强了日常成本费用管理。单季度来看，Q3 实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长-0.37%，我们分析判断公司业绩放缓的原因主要是：1) 部分气井建造工程业务完成后尚未结算，有望在四季度集中结算；2) 去年同期有部分确认的增值税退税，造成高基数效应；3) Q3 是传统燃气销售业务淡季。展望四季度，国化线建成增加煤层气销量+供暖季到来煤层气价格存在上调预期+在手气井建造工程业务集中结算，预计全年完业绩承诺无忧。

- **我们重申公司推荐逻辑，坚定看好公司长期增长：**

1) 行业层面：技术+行政+意识三因素均有突破，行业景气度迎来拐点。1) 技术方面，蓝焰控股是行业技术先驱；2) 行政方面，山西省内采煤权和采气权同级审批；3) 意识方面，环保意识增强催生多项行业补贴政策，因此行业景气度迎来拐点，煤层气开采利用行业有望在“十三五”进入高速发展期。

2) 股东层面：“气化山西”战略引领下，煤层气将是山西省摆脱对煤炭依赖的重要抓手。“十三五”时期，山西省要彻底摆脱对煤炭的过度依赖，大力发展煤层气等清洁能源将是“气化山西”战略引领下的重要抓手。公司作为晋煤集团旗下唯一上市

公司，未来有望借助集团的平台和资源优势，短期内通过改造和二次增产实现业务规模稳健增长；中期内通过和山西省内其他煤炭企业合作进一步巩固和强化区域优势；远期走向全国，通过跨区域合作逐步打造成为全国煤层气行业发展龙头。

3) 公司层面：排空率下降+供给量扩大，业绩将进入高速增长期。受制于管输能力严重不足，公司煤层气业务的排空率超过 50%，远远高于同行业竞争对手。1) 短期来看，通豫、国化、沁水三条管线运输能力的提升将有望在 1-2 年内增加 2-3 亿方/年销量；整个“十三五”时期在山西省背书和中央政策支持下，公司排空率有望持续下降。2) 远期来看，新建气井+老旧气井改造后二次增产，有望为公司带来 4.2 亿的增量收入；在获取新增区块+权属重叠问题解决在即的有利形势下，公司未来 3-5 年内抽采量有望翻番，成长空间充分打开。

■ **盈利预测与投资评级：**业绩承诺 17、18 年归母净利润不低于 5.32、6.87 亿，安全边际充足，我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.59、0.74、0.85 元，对应 PE 分别为 27、21、19 倍，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观层面：经济下行降低终端用户需求，煤层气销量增速不达预期；行业层面：天然气价格下降导致煤层气售价降低；销售补贴及增值税退税政策发生变化；公司层面：管网建设进度不达预期；气井工程业务进展不达预期；新区块获取进度慢于预期。

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)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1863.8	2425.2	3799.3	4668.0	营业收入	1251.0	1779.1	2332.8	2908.3
现金	316.2	1730.9	2972.6	3637.8	营业成本	912.7	1138.6	1493.0	1861.3
应收款项	1385.8	467.9	530.5	661.3	营业税金及附加	42.4	26.7	35.0	43.6
存货	100.9	125.8	165.0	205.7	营业费用	32.8	1.1	1.4	1.7
其他	60.9	100.6	131.3	163.2	管理费用	260.8	195.7	256.6	319.9
非流动资产	4362.4	4454.6	4524.9	4574.3	财务费用	155.6	129.1	84.7	72.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4168.1	4252.5	4315.3	4357.4	其他	-14.9	-8.9	-15.6	-27.3
无形资产	65.7	73.5	81.0	88.3	营业利润	-168.2	279.0	446.5	582.0
其他	128.6	128.6	128.6	128.6	营业外净收支	605.9	400.0	400.0	400.0
资产总计	6226.1	6879.8	8324.2	9242.3	利润总额	437.7	679.0	846.5	982.0
流动负债	3111.6	1916.3	2721.0	2909.8	所得税费用	58.1	101.8	127.0	147.3
短期借款	1552.5	800.0	800.0	800.0	少数股东损益	-4.9	5.8	7.1	8.3
应付账款	811.6	315.1	870.4	800.1	归属母公司净利润	384.5	571.3	712.4	826.3
其他	747.5	801.2	1050.6	1309.8	EBIT	2.3	417.0	546.8	681.7
非流动负债	1628.5	1708.5	1788.5	1868.5	EBITDA	286.3	605.2	768.6	924.8
长期借款	1133.5	1133.5	1133.5	1133.5	重要财务与估值指标				
其他	495.0	575.0	655.0	735.0		2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	4740.1	3624.9	4509.5	4778.4	每股收益(元)	0.50	0.59	0.74	0.85
少数股东权益	114.0	118.5	124.0	130.5	每股净资产(元)	1.77	3.24	3.81	4.48
归属母公司股东权益	1372.0	3136.5	3690.7	4333.5	发行在外股份(百万股)	776.6	967.5	967.5	967.5
负债和股东权益总计	6226.1	6879.8	8324.2	9242.3	ROIC(%)	0.0%	8.7%	12.8%	17.7%
					ROE(%)	28.0%	18.2%	19.3%	19.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	27.0%	36.0%	36.0%	36.0%
经营活动现金流	540.3	1245.5	1707.7	1168.6	EBIT Margin(%)	0.2%	23.4%	23.4%	23.4%
投资活动现金流	105.5	-271.5	-307.7	-319.8	销售净利率(%)	30.7%	32.1%	30.5%	28.4%
筹资活动现金流	-760.4	440.7	-158.2	-183.5	资产负债率(%)	76.1%	52.7%	54.2%	51.7%
现金净增加额	-114.6	1414.6	1241.7	665.3	收入增长率(%)	-24.4%	42.2%	31.1%	24.7%
折旧和摊销	284.1	188.2	221.8	243.1	净利润增长率(%)	-124.6%	48.6%	24.7%	16.0%
资本开支	-5010.0	264.5	297.7	309.8	P/E	31.52	26.71	21.30	18.54
营运资本变动	-6197.4	472.5	752.3	65.4	P/B	8.90	4.86	4.14	3.52
企业自由现金流	-901.2	750.7	1141.2	578.1	EV/EBITDA	44.97	24.17	19.03	15.82

数据来源: WIND 资讯, 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>