

回复问询函减轻市场疑虑，新区块产能投放在即

买入（维持）

2018 年 07 月 02 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,904	2,259	2,697	3,312
同比（%）	52.2%	18.7%	19.4%	22.8%
净利润（百万元）	489	653	775	956
同比（%）	27.3%	33.4%	18.7%	23.3%
每股收益（元/股）	0.51	0.67	0.80	0.99
P/E（倍）	20.37	15.51	12.99	10.49

投资要点

公司发布《关于深圳证券交易所对 2017 年年报问询函的回复公告》，我们将其中核心信息摘录如下：

■ 与大股东及其他关联方的关联交易：

2017 年度上市公司向控股股东晋煤集团的销售占比为 57.96%，主要为向晋煤集团销售煤层气、提供煤层气井施工和运营服务等。通过开采与大股东产权完全独立的新区块、为其他无关联煤炭企业提供气井工程与瓦斯治理服务、以及加强与管输公司的合作，预计未来关联交易金额会逐步降低。

■ 煤层气销售价格与定价机制：

销售给主要客户铭石、天煜、山西压缩天然气集团、通豫、易高的价格分别为 1.65、1.75、1.70、1.49、1.37 元/方，销售价格的差异主要是由采购时间、输送距离、交付地点的差异所造成的。

■ 子公司业绩承诺的真实性：

蓝焰煤层气 2017 年实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润为 5.34 亿元，占业绩承诺 5.32 亿元的 100.32%，实现了业绩承诺，不存在管理层收入利润调节、精准达标的情形。

■ 综上所述，此次公司在《关于深圳证券交易所对 2017 年年报问询函的回复公告》中，分别从关联交易、煤层气销售定价机制、子公司业绩承诺等多个方面对交易所以及市场所关注的多个问题做了详细解释，公告发出后，有利于缓解和打消市场对于行业和公司未来发展前景的疑虑，站在当前时点，我们觉得行业发展逻辑通顺、集团整合工作有序推进、公司新区块产能投放在即，建议关注！

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到新区块投产和老区块增产进展存在不确定性，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.67、0.80、0.99 元，对应 PE 分别为 16、13、10 倍，维持公司“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.39
一年最低/最高价	9.22/18.59
市净率(倍)	3.07
流通 A 股市值(百万元)	5337.83

基础数据

每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	52.67
总股本(百万股)	967.50
流通 A 股(百万股)	513.75

相关研究

- 1、《蓝焰控股：斩获 4 宗煤层气区块意义重大，进一步奠定行业龙头地位：蓝焰控股：斩获 4 宗煤层气区块意义重大，进一步奠定行业龙头地位》2017-10-20
- 2、《蓝焰控股：三季报预告不改全年预期，技术&资源优势助推业绩高增长》2017-10-17
- 3、《蓝焰控股：煤层气行业龙头，技术&资源优势确保业绩高增长》2017-10-08

公司发布《关于深圳证券交易所对 2017 年年报问询函的回复公告》，我们将其中核心信息摘录如下：

一、与大股东及其他关联方的关联交易

2017 年度上市公司向控股股东晋煤集团的销售占比为 57.96%，比重较高，销售主要为两类：

1) 向晋煤集团提供煤层气井施工和运营服务等业务，这类业务占上市公司总销售收入的 37.46%，主要原因是随着煤炭行业整体转暖，煤矿企业为进一步释放先进产能，促进抽采掘平衡，加大对煤矿瓦斯的治理力度。新增的关联交易业务主要是：一是寺河煤矿、成庄矿、赵庄煤业公司、长平煤业公司委托蓝焰煤层气公司对其建设的地面瓦斯抽采井提供维护服务，新增瓦斯治理维护服务 2.83 亿元。二是寺河矿为加大下组煤层瓦斯地面抽采力度，委托蓝焰煤层气公司施工煤层气井提前对下组 15 号煤层进行地面瓦斯预抽，新增煤层气井工程施工 3.69 亿元。三是因 2017 年山西 22 户省属企业国有股权注入国投公司，蓝焰煤层气公司向同煤、阳煤、焦煤所属煤矿提供煤层气井工程施工 0.56 亿元新增为关联交易业务。

2) 蓝焰煤层气向晋煤集团批发销售煤层气，这类业务占上市公司总销售收入的 20.27%，主要原因：一是受“煤改气”和迎峰度冬等因素影响，煤层气下游需求旺盛，山西多地用气紧缺，供不应求，公司为此调整了销售布局。2017 年 12 月，山西省政府、太原市政府多次协调要求公司增加供气量，保证太原市居民用气。为履行企业社会责任，保障太原市冬季居民用气，向太原煤炭气化（集团）有限责任公司增加煤层气销售 0.49 亿元。二是因 2017 年山西 22 户省属企业国有股权注入国投公司，向国新能源等单位发生的 0.58 元煤层气销售新增为关联交易业务

预计未来关联交易金额会逐步降低：

1) 煤层气销售：2017 年，公司已通过招投标方式取得山西省范围内四宗煤层气矿业权，该 4 宗煤层气矿业权均不在晋煤集团矿区，系独立的煤层气采矿区，未来煤层气的销售将不再通过晋煤集团的现有管网。由于该四宗煤层气矿业权系独立的煤层气矿业权，与煤炭生产矿区不重叠，生产管理的复杂程度较公司现有业务大大降低，有利于公司充分发挥技术优势和管理优势，缩短项目投产时间。公司将新项目加快勘探、建设、生产的投入和进度，尽快实现规模销售，以有效降低对晋煤集团的销售占比。

2) **气井工程与瓦斯治理服务**：公司与多家煤炭企业签订《采煤采气一体化暨瓦斯治理工程的服务协议》，煤炭企业负责煤层气井的建设投资，公司负责施工和运营，收入来源于煤层气井施工、煤矿瓦斯治理以及煤层气销售三部分。晋煤集团下属的煤炭企业因自身需求，同其他无煤炭企业一样需要公司进行煤矿瓦斯治理，而公司同样也可以与其他无关联煤炭企业合作。

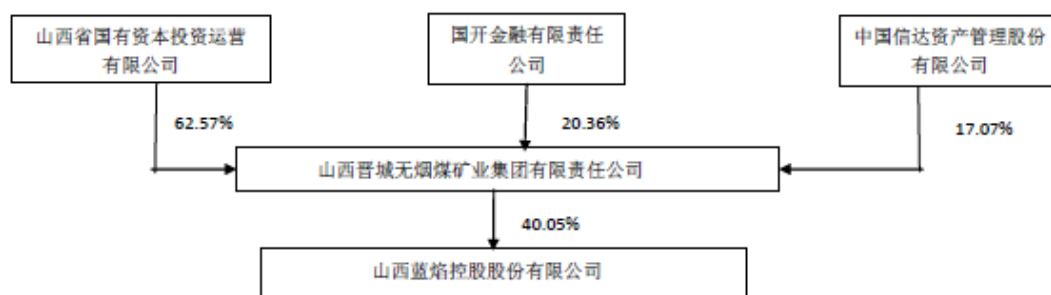
3) **加强与管输公司的合作**：公司还与通豫、国新、国化等山西省内主要天然气管输企业建立合作关系，不断加强管网建设，销售渠道畅通，销售市场广阔。目前对上述企业的煤层气供应量远低于其存量管输能力。因此，即便是公司通过技术改造等手段努力提升气量后，销售渠道也不会对公司业务形成制约。

图 1：蓝焰煤层气的前五大客户

客户名称	是否关联方	销售额（元）	占年度销售额的比例（%）
晋煤集团*	关联方	1,103,479,402.69	57.96
山西通豫煤层气输配有限公司	非关联方	196,541,178.49	10.32
山西易高煤层气有限公司	非关联方	164,174,123.62	8.62
山西压缩天然气集团晋东有限公司	关联方	53,622,483.08	2.82
同煤大唐塔山煤矿有限公司	关联方	25,736,681.06	1.35
合计	——	1,543,553,868.94	81.08

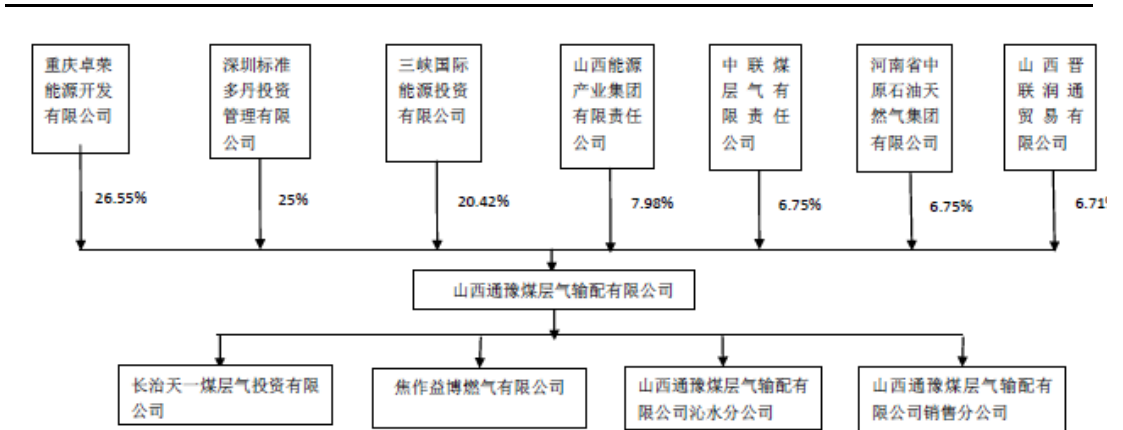
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司的产权及控制关系



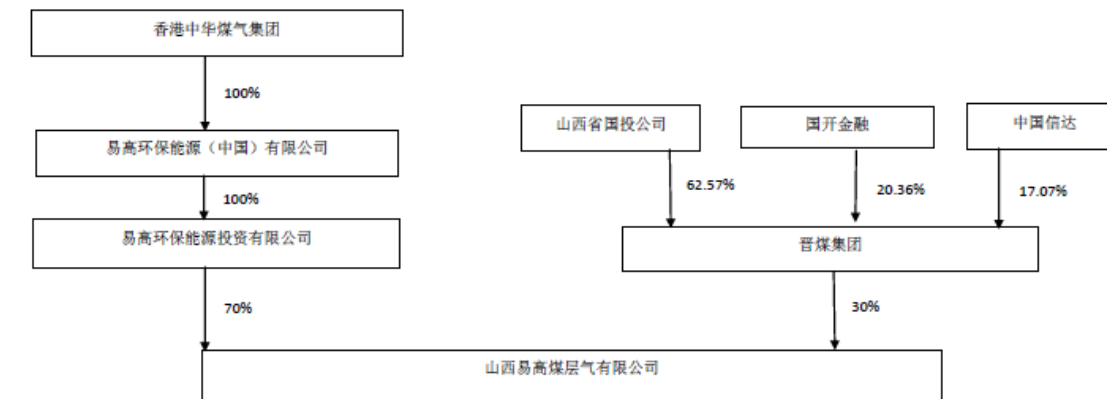
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 3：山西通豫煤层气输配有限公司的产权及控制关系



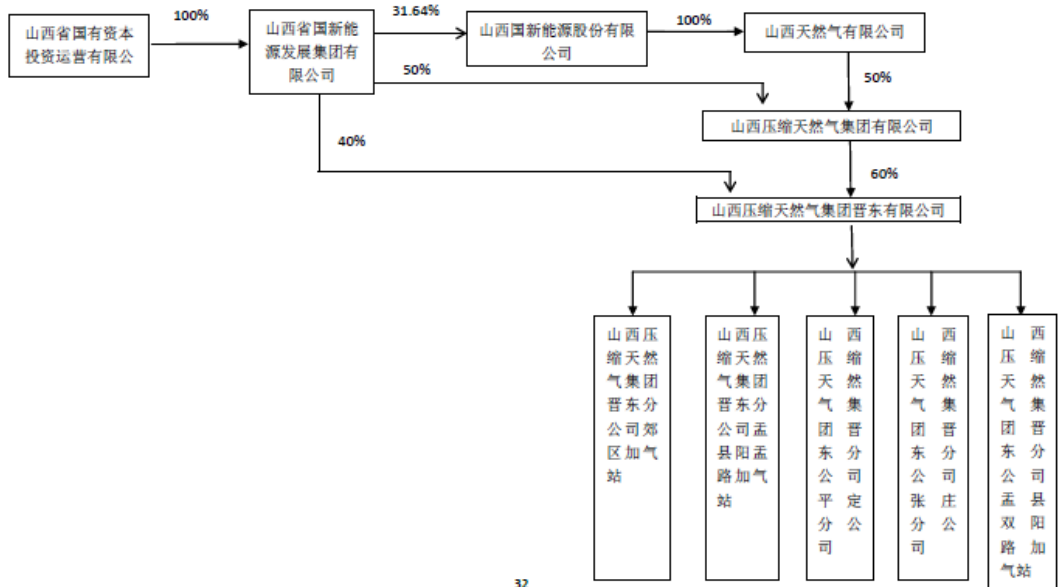
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4：山西易高煤层气有限公司的产权及控制关系



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

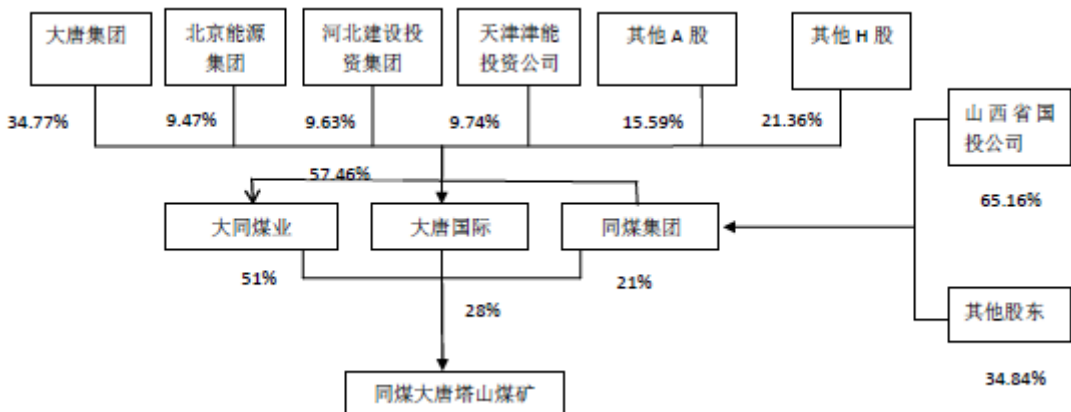
图 5：山西压缩天然气集团晋东有限公司的产权及控制关系



32

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 6：同煤大唐塔山煤矿有限公司的产权及控制关系



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

二、煤层气销售价格与定价机制

2017 年公司煤层气综合销售价格为 1.47 元/方（不含税），根据年报数据算出的平均销售价格为 1.60 元/方（不含税），而山西省天然气基准门站价格最高为 1.91 元/立方米（含税价）。以公司煤层气产品中最重要的管输煤层气为例，2017 年度，公司向前五大客户中关联方晋煤集团（铭石公司、天煜公司）、山西压缩天然气集团晋东有限公司销售煤层气的价格与向其它非关联方客户销售管道煤层气的价格对比如下：

图 7：公司销售给主要客户的管输煤层气价格（元/立方米）

项目	单价
晋煤集团-山西铭石煤层气利用股份有限公司（关联方）	1.65
晋煤集团-晋城天煜新能源有限公司（关联方）	1.75
山西压缩天然气集团晋东有限公司（关联方）	1.70
山西通豫煤层气输配有限公司（非关联方）	1.49
山西易高煤层气有限公司（非关联方）	1.37

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

关联方山西压缩天然气集团晋东有限公司：主要采购公司位于阳泉的子公司的煤层气。由于阳泉邻近太原，其天然气的主要供应来源于国家西气东输管道，因此当地市场的煤层气销售价格基本与天然气保持一致，但山西压缩天然气集团晋东有限公司修建的至公司在阳泉子公司集输管网的煤层气管道也需要发生经营成本，因此双方以当地的天然气价格为基础，并考虑至阳泉子公司集输管网的煤层气管道的山西压缩天然气集团晋东有限公司必要支出，双方协商确定煤层气销售价格。

非关联方山西通豫煤层气输配有限公司：主要从事长距离煤层气管输业务，其长输管道在公司的沁水煤层气中心站和公司的煤层气集输管网相接；

山西易高煤层气有限公司：主要从事煤层气液化业务，其煤层气专用管也是在公司沁水煤层气中心站和公司的煤层气集输管网相接，公司不需要承担煤层气销售的运输成本，定价较低。

公司对山西通豫煤层气输配有限公司和山西易高煤层气有限公司的销售价格差异主要是采购时间差异所致，山西易高煤层气有限公司主要从事煤层气液化业务，其生产具有一定的弹性，在夏季煤层气需求量较小、市场价格较低时，其采购量较大，平均价格较低；而山西通豫煤层气输配有限公司系管输企业，其采购规模的变动率较低，因此其平均采购价格与公司平均销售价格差距很小。

公司关联方山西铭石煤层气利用股份有限公司和山西天煜新能源有限公司均系晋煤集团直接控股的企业。山西铭石煤层气利用股份有限公司主要经营民用气，其主要客户为晋城市市区及周边居民、陵川县城区居民、高平市城区居民、长治市市场居民、晋煤矿区居民和小型客车车主（煤层气作为汽车燃料）。公司向山西铭石煤层气利用股份有限公司销售管道煤层气时，煤层气交付地点位于蓝焰煤层气的沁水-晋煤集团本部的煤层气输气管道的相关分输站，因此蓝焰煤层气需要承担从沁水至晋城约 40 公里的管输费用，煤层气管输先要脱水、再增压，交付用户时又需求减压，管道的建设成本又较

高，因此距离不远、但发生的单位成本较高；山西天煜新能源有限公司主要从事煤层气液化业务，公司向其交付的管道煤层气位于该公司生产场所，其输送距离比山西铭石煤层气利用股份有限公司远，因此其采购价格略高于山西铭石煤层气利用股份有限公司。

三、公司主要财务数据与子公司业绩承诺的真实性

1) 公司营业收入、营业成本、归属于上市公司股东净利润在 2016 年和 2017 年变动情况如下：

图 8：2016、2017 年公司主要财务数据的变化（元）

项目	2016 年度	2017 年度	变化金额	变化比例
营业收入	1,250,955,623.79	1,903,719,491.54	652,763,867.75	52.18%
营业成本	912,681,946.36	1,255,621,061.45	342,939,115.09	37.57%
其中：材料	127,858,083.37	285,460,069.22	157,601,985.85	123.26%
折旧	249,900,550.54	277,311,337.41	27,410,786.87	10.97%
气井租金	122,062,123.19	62,057,142.85	-60,004,980.34	-49.16%
电费	76,670,378.90	77,828,688.43	1,158,309.53	1.51%
人工成本	113,695,445.00	152,283,546.85	38,588,101.85	33.94%
归属于上市公司 股东净利润	384,457,198.26	489,404,571.49	104,947,373.23	27.30%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

报告期归属于上市公司股东净利润的增加小于营业收入的增加幅度，主要原因是 2017 年确认的增值税退税金额小于 2016 年确认的增值税退税金额。由于增值税退税款的会计核算采用收付实现制，公司 2016 年确认的增值税退税款系 2014 年、2015 年的合计数，合计金额为 3.24 亿元；而 2017 年确认的增值税退税款为 2016 年度的金额，金额为 0.89 亿元，差额为 2.35 亿元，该事项对 2017 年和 2016 年归属于上市公司母公司股东净利润对比的影响较大。同时，由于母公司 2017 年发生了 0.52 亿元的成本费用，其中包括 0.13 亿元的管理费用和 0.39 亿元的财务费用，也对净利润产生了一定影响。

2) 公司煤层气销售收入、成本、毛利率构成情况如下：

图 9：公司煤层气销售业务的毛利率情况（万元）

产品种类	2016 年度		
	毛利率	主营业务收入	主营业务成本
煤层气销售	25.47%	102,932.31	76,715.61
单位：万元			
产品种类	2017 年度		
	毛利率	主营业务收入	主营业务成本
煤层气销售	36.26%	112,107.47	71,461.86

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2017 年度较 2016 年度煤层气销售业务毛利率上升了 10.79%，主要原因一是本报告期煤层气销售单价较上年增高，由于煤层气市场供应紧缺，公司根据市场情况提高管输气的销售价格，使毛利较同期有所提高；二是煤层气开采受煤矿采煤影响，部分租赁气井吨煤瓦斯含量降低，煤层气井租赁费有较大额的减少，报告期煤层气井租金减少导致成本降低。

3) 子公司蓝焰煤层气业绩承诺的真实性：

蓝焰煤层气 2017 年实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润为 5.34 亿元，占业绩承诺 5.32 亿元的 100.32%，实现了业绩承诺。主要由于公司在报告期内一是通过加强排采管理、开展技术攻关、强化全过程质量监督等方式，有效提高了气井的运转率及产气量，保证了气井产能的有序释放，确保了公司稳产增产；二是坚持“以销促产”，制定合理的销售政策，加强管道建设，提高管输能力，积极拓展下游市场，增加液化等调峰用户，开发管网辐射盲点区域，更好的发挥公司销售渠道优势；三是积极发挥技术优势，承接了相关企业的地面瓦斯抽采井维护服务业务，新增了瓦斯治理服务收入，增加了公司的利润增长点；四是进一步加强内部精细化管理水平，严格控制成本费用开支，使得公司的盈利能力得到了有效提升。因此，不存在管理层收入利润调节、精准达标的情形。

综上所述，此次公司在《关于深圳证券交易所对 2017 年年报问询函的回复公告》中，分别从关联交易、煤层气销售定价机制、子公司业绩承诺等多个方面对交易所以及市场所关注的多个问题做了详细解释，公告发出后，有利于缓解和打消市场对于行业和公司未来发展前景的疑虑，站在当前时点，我们觉得行业发展逻辑通顺、集团整合工作有序推进、公司新区块产能投放在即，建议关注！

再次强调行业和公司核心逻辑：

行业层面：1) 需求端：根据中石油经济技术研究院发布的《2017 国内外油气行业

发展报告》，2017 年我国天然气消费量为 2352 亿立方，同比增长 17%（发改委公布的数据是 2373 亿立方，同比增长 15.3%），当年消费增量超过 340 亿立方，刷新我国天然气消费增量历史。展望 2018 年，在环保政策和地方煤改气持续推进的形势下，预计全年天然气需求量仍将维持 10%以上的较高增速。2) **供给端**：2017 年，天然气产量为 1476 亿立方米，同比增长 9.8%。由于我国内生天然气产量增速慢于消费量增速，供需矛盾下全年天然气进口量为 926 亿立方米，同比增长 24.4%，对外依存度升至 39.4%，创历史新高。展望 2018 年，预计国内天然气产量将稳定增加，产量有望达到 1606 亿方，同比增长 8.81%，同时供需矛盾仍将存在，预计 2018 年我国天然气进口将达到 1050 亿立方，对外依存度进一步上升至 40.6%，而天然气作为战略性资源，未来必然将通过国内非常规天然气作为补充，煤层气从储量、技术、经济性等各方面来看发展最为成熟，有望形成重要补充。

股东层面：晋煤集团获批，主导成立山西燃气集团（注册资本 1000 万元，晋煤集团持股 100%），并将其地位于山西省煤层气（燃气）专业化重组平台。而公司作为煤层气行业的龙头、“气化山西”战略实施下的品牌及平台企业，有望率先获益。

公司层面：短期来看，天然气缺口+管网通气带来价量齐升；中期来看，新区块投产将显著提升产能；长期来看，作为煤层气行业龙头，将充分率先获益于行业成长。

盈利预测与估值

考虑到新区块投产和老区块增产进展存在不确定性，我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.67、0.80、0.99 元，对应 PE 分别为 16、13、10 倍，维持公司“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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3158.4	4227.2	5257.9	6518.0	营业收入	1903.7	2259.3	2697.2	3312.3
现金	1286.5	2315.4	2977.8	3717.6	减:营业成本	1255.6	1422.0	1693.5	2081.5
应收账款	1297.9	1238.0	1477.9	1815.0	营业税金及附加	22.4	31.6	37.8	39.1
存货	518.4	588.3	700.6	861.1	营业费用	22.4	6.8	29.7	8.3
其他流动资产	55.6	85.5	101.6	124.3	管理费用	201.2	158.8	179.4	225.6
非流动资产	4194.3	4114.0	3992.4	3832.9	财务费用	163.7	264.3	304.0	334.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	3998.7	3912.1	3784.4	3619.2	加:投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	730	531	394	309	其他收益	360.1	-3.1	-3.1	-3.1
无形资产	72.5	78.9	84.9	90.7	营业利润	598.5	372.7	449.8	620.5
其他非流动资产	123.0	123.0	123.0	123.0	加:营业外净收支	-1.5	423.7	495.7	545.7
资产总计	7352.7	8341.1	9250.3	10350.9	利润总额	597.0	796.3	945.5	1166.2
流动负债	3245.4	3538.5	4059.5	4634.7	减:所得税费用	121.7	162.3	192.7	237.7
短期借款	2043.0	1588.2	1727.9	1786.3	少数股东损益	-14.1	-18.8	-22.3	-27.5
应付账款	866.9	755.8	900.1	1106.3	归属母公司净利润	489.4	652.8	775.1	956.0
其他流动负债	335.5	1194.5	1431.5	1742.0	EBIT	402.1	640.1	756.8	957.9
非流动负债	846.5	1046.5	846.5	646.5	EBITDA	684.7	993.0	1154.4	1393.8
长期借款	541.5	941.5	941.5	941.5					
其他非流动负债	305.0	105.0	-95.0	-295.0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	4091.9	4584.9	4906.0	5281.2	每股收益(元)	0.51	0.67	0.80	0.99
少数股东权益	100.0	87.6	72.8	54.6	每股净资产(元)	3.27	3.79	4.42	5.18
归属母公司股东权益	3160.8	3668.6	4271.5	5015.2	发行股份(百万股)	967.5	967.5	967.5	967.5
负债和股东权益	7352.7	8341.1	9250.3	10350.9	ROIC(%)	6.4%	9.7%	12.7%	15.6%
					ROE(%)	15.5%	17.8%	18.1%	19.1%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	34.0%	37.1%	37.2%	37.2%
经营活动现金流	705.7	1503.4	973.8	1173.2	销售净利率(%)	25.7%	28.9%	28.7%	28.9%
投资活动现金流	-568.2	-274.6	-279.0	-279.5	资产负债率(%)	55.7%	55.0%	53.0%	51.0%
筹资活动现金流	784.5	-199.8	-32.4	-153.9	收入增长率(%)	52.2%	18.7%	19.4%	22.8%
现金净增加额	922.0	1029.0	662.3	739.8	净利润增长率(%)	27.3%	33.4%	18.7%	23.3%
企业自由现金流	-298.9	1107.0	544.0	725.5	P/E	20.37	15.51	12.99	10.49

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>