

中报业绩符合预期，作为上游气源有望获益终端提价

买入（维持）

2018 年 08 月 27 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

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）	23.35	17.78	14.89	12.03

投资要点

■ **事件：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 10.03 亿，同比增长 24.74%；实现归母净利润 3.29 亿，同比增长 31.83%；扣非后归母净利润为 3.28 亿，同比增长 32.14%。

■ **煤层气销售业务量稳价升，工程业务收入显著增长：**根据公司半年报：上半年实现营收 10.03 亿，同比增长 24.74%；实现归母净利润 3.29 亿，同比增长 31.83%；扣非后归母净利润为 3.28 亿，同比增长 32.14%。分业务来看：

1) 煤层气销售：实现营收 5.39 亿，同比增长 6.75%；毛利率为 46.19%，与去年同期相比提升 5.98 个百分点。上半年公司完成煤层气抽采 7.24 亿方（去年同期是 7.02 亿方），同比增长 3.13%；利用量为 5.55 亿方（去年同期是 5.35 亿方），同比增长 3.74%；销售量为 3.52 亿方（去年上半年销售量数据未披露），折合销售价格为 1.53 元/方。一方面，公司上半年提价使得毛利率提升 5.98 个百分点；另一方面，上半年受到地区道路施工、CNG 车辆到期报废等因素的影响，CNG 销量同比有所下降，总体来看，煤层气销售业务量稳价升。

2) 气井建设工程：上半年实现营收 2.92 亿，同比增长 107.00%；毛利率为 39.06%，与去年同期相比微降 2.76 个百分点。考虑到工程业务在下半年将进入集中结算期，预计全年该业务有望实现较高增速。

3) 煤矿瓦斯治理：上半年实现营收 1.41 亿，与去年同期相比持平；毛利率为 35.20%，与去年同期相比提升 1.34 个百分点，总体来看公司的瓦斯治理业务发展较为稳定。

■ **新区块勘探开发有序进行，下半年有望贡献部分业绩：**根据公司公告，截至上半年年末，公司新中标的柳林石西、和顺横岭、和顺西、武乡南等四个区块地质填图 539.81 平方千米，已经完成工作量的 88%，其中柳林石西区块一号勘探井成功点火，成为山西省首批公开出让的十个煤层气勘探区块中首个勘探施工点火的区块；该区块煤层气管线工程已完成招标，正在有序施工，预计 10 月底建成。目前柳林石西区块已完钻勘探井 7 口，对 4 口井 6 层进行压裂试气，正在钻井 6 口；武乡南区块完钻勘探井 5 口，正在钻井 4 口；和顺横岭区块正在钻井 1 口。

■ **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 18、15、12 倍，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**经济下行降低终端用户需求，煤层气销量增速不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.91
一年最低/最高价	9.02/18.59
市净率(倍)	3.30
流通 A 股市值(百万元)	6118.73

基础数据

每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	51.98
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 (000968)：中报业绩符合预期，作为上游气源有望获益终端提价》2018-07-10
- 2、《蓝焰控股 (000968)：回复问询函减轻市场疑虑，新区块产能投放在即》2018-07-02
- 3、《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

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 10.03 亿，同比增长 24.74%；实现归母净利润 3.29 亿，同比增长 31.83%；扣非后归母净利润为 3.28 亿，同比增长 32.14%。

煤层气销售业务量稳价升，工程业务收入显著增长

根据公司半年报：上半年实现营收 10.03 亿，同比增长 24.74%；实现归母净利润 3.29 亿，同比增长 31.83%；扣非后归母净利润为 3.28 亿，同比增长 32.14%。分业务来看：

1) 煤层气销售：实现营收 5.39 亿，同比增长 6.75%；毛利率为 46.19%，与去年同期相比提升 5.98 个百分点。上半年公司完成煤层气抽采 7.24 亿方（去年同期是 7.02 亿方），同比增长 3.13%；利用量为 5.55 亿方（去年同期是 5.35 亿方），同比增长 3.74%；销售量为 3.52 亿方（去年上半年销售量数据未披露），折合销售价格为 1.53 元/方。一方面，公司上半年提价使得毛利率提升 5.98 个百分点；另一方面，上半年受到地区道路施工、CNG 车辆到期报废等因素的影响，CNG 销量同比有所下降，总体来看，煤层气销售业务量稳价升。

2) 气井建设工程：上半年实现营收 2.92 亿，同比增长 107.00%；毛利率为 39.06%，与去年同期相比微降 2.76 个百分点。考虑到工程业务在下半年将进入集中结算期，预计全年该业务有望实现较高增速。

3) 煤矿瓦斯治理：上半年实现营收 1.41 亿，与去年同期相比持平；毛利率为 35.20%，与去年同期相比提升 1.34 个百分点，总体来看公司的瓦斯治理业务发展较为稳定。

费用控制显著改善，增值税退税留待下半年确认

上半年公司销售费用为 0.02 亿，同比下降 55.80%，主要是由于受到地区道路施工、CNG 车辆到期报废等因素的影响，运输费用相应减少；管理费用为 0.65 亿，同比增长 20.77%；财务费用为 0.71 亿，同比下降 15.53%，得益于公司良好的费用管控能力，上半年期间费用率为 13.73%，同比下降 3.99 个百分点。其他收益方面：1) 上半年公司确认的煤层气抽采补贴合计 1.23 亿，同比下降 5.38%，主要是由于上半年煤层气销售气量同比减少所致。2) 增值税退税上半年未有确认（去年同期为 0.12 亿），由于 2018 年增值税退税确认的是 2017 年的金额（去年确认 0.89 亿），预计下半年将会相应确认。

新区块勘探开发有序进行，下半年有望贡献部分业绩

根据公司公告，截至上半年年末，公司新中标的柳林石西、和顺横岭、和顺西、武乡南等四个区块地质填图 539.81 平方千米，已经完成工作量的 88%，其中柳林石西区块一号勘探井成功点火，成为山西省首批公开出让的十个煤层气勘探区块中首个勘探施工点火的区块；该区块煤层气管线工程已完成招标，正在有序施工，预计 10 月底建成。目前柳林石西区块已完钻勘探井 7 口，对 4 口井 6 层进行压裂试气，正在钻井 6 口；武乡南区块完钻勘探井 5 口，正在钻井 4 口；和顺横岭区块正在钻井 1 口。

燃气集团 9 月底前完成重组，公司作为煤层气唯一平台有望率先获益

8 月 3 日，山西省国企上半年工作座谈会召开，强调下半年将加快推进重组混改，其中重中之重为加快推动燃气集团重组事宜，在资产评估基础上，加快股份制改造，确保 9 月底全面完成重组。而公司大股东晋煤集团为此次重组的牵头单位，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，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。

盈利预测与估值

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 18、15、12 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	3.1	3.1	3.1	3.1
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	23.35	17.78	14.89	12.03

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>

