

充分受益煤层气行业的历史发展机遇,“技术+资源”构筑护城河

——蓝焰控股(000968.SZ)首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰(分析师)	黄红卫(联系人)	赵腾辉(联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

●煤层气价值逐渐凸显,行业迎来历史发展机遇:

2017年我国天然气消费量达到2386亿立方米(+14.8%),发展速度较快。尽管如此,目前我国天然气在一次能源消费结构中占比仅为6.6%,远低于全球天然气消费平均占比23.4%,提升空间较大。同时,相关政策规划到2020年我国天然气消费占一次能源比重重要达到10%,目前仍有一定差距。在此背景下,我国天然气勘探开发程度依旧较低,天然气对外依存度已攀升到38%,对加大国内天然气勘探开发力度的迫切性持续上升。而煤层气作为我国储量丰富、清洁高效的优质能源,价值逐渐凸显。

●山西省煤层气龙头,“技术+资源”构筑护城河:

2016年公司进行重大资产重组,置入优质煤层气资产(蓝焰煤层气),主业变为煤矿瓦斯治理及煤层气勘查、开发与利用。目前,公司是山西省煤层气龙头,2017年煤层气产量14.33亿立方米、利用量10.90亿立方米,分别占全国总量的28.90%和24.80%,是A股最纯正的煤层气标的。公司深耕煤层气技术多年,且位于煤层气资源大省山西,有望充分受益煤层气行业的历史发展机遇。另外,公司大股东晋煤集团实力雄厚,公司是晋煤集团旗下唯一上市平台,有望最先受益山西省煤层气改革。

●未来看点:短期看销售端量价齐升,长期看资源量成倍增长:

(1)短期:公司有望增加约30万方/日的对外管输能力,对提升销售量有积极作用。同时,在国内天然气供需偏紧的大背景下,公司在秋冬季议价能力有望提升,叠加公司平均采气成本持续走低,将对业绩产生积极影响。

(2)长期:公司已中标4个煤层气区块勘探权,且2018年山西省预计还有15个煤层气勘查区块公开出让,公司竞争优势显著,资源量有望成倍增长。

●看好山西省煤层气龙头的发展前景,首次覆盖给予“推荐”评级:

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.72、0.82和0.95元。当前股价对应2018-2020年PE分别为18.2、16.1和13.8倍。公司作为煤层气行业龙头,有望迎来高速发展期,首次覆盖给予“推荐”评级。

●风险提示:煤层气需求不及预期,政策推进不及预期。

财务摘要和估值指标

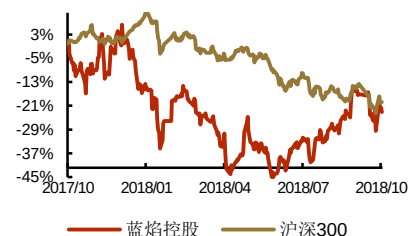
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,251	1,904	2,173	2,407	2,667
增长率(%)	-24.4	52.2	14.2	10.7	10.8
净利润(百万元)	384	489	697	792	920
增长率(%)	-124.6	27.3	42.5	13.6	16.1
毛利率(%)	27.0	34.0	41.9	44.7	46.0
净利率(%)	30.7	25.7	32.1	32.9	34.5
ROE(%)	25.5	14.6	17.2	16.3	16.0
EPS(摊薄/元)	0.40	0.51	0.72	0.82	0.95
P/E(倍)	33.1	26.0	18.2	16.1	13.8
P/B(倍)	9.3	4.0	3.3	2.7	2.3

推荐(首次评级)

市场数据 时间 2018.10.25

收盘价(元):	12.92
一年最低/最高(元):	9.02/18.59
总股本(亿股):	9.68
总市值(亿元):	125.0
流通股本(亿股):	5.14
流通市值(亿元):	66.38
近3月换手率:	89.37%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.02	27.65	-1.77
绝对	-6.54	16.66	-21.25

相关报告

投资要件

关键假设

1. 煤层气销售业务：假设公司 2018 年-2020 年煤层气销售量 8.10、8.91、9.80 亿方，平均销售单价稳步提升、平均采气成本稳步下降；
2. 气井建造工程业务：假设公司气井建造工程业务基本保持平稳，小幅提升；
3. 瓦斯治理服务业务：假设公司瓦斯治理服务业务基本保持平稳，稳步提升。

我们区别于市场的观点

1. 行业方面，本篇报告分析了未来天然气行业的发展态势，说明天然气行业未来需求旺盛，是政策支持的重要方向。同时，说明天然气对外依存度较高，在一次能源消费比例仍然不足，勘探开发程度依旧较低。另外，本篇报告论证了在天然气高速发展的大背景下，煤层气价值凸显，行业迎来了历史发展机遇。

2. 公司方面，本篇报告详细分析了公司的重组历程、业务发展情况、经营状况、技术优势、地理资源、集团资源等。

3. 市场担心煤层气行业的发展前景，担心煤层气的补贴的持续性会不足。我们认为，在天然气消费增速强劲，且天然气对外依存度较高的情况下，煤层气等非常规天然气的优势逐渐凸显。同时，《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》中明确表示，研究将非常规天然气补贴延续至“十四五”时期。因此我们认为，煤层气在未来将扮演越来越重要的作用，政策对其的扶持力度也将持续。

4. 2018 年是公司业绩承诺的最后一年，市场担心公司后续的业绩持续性。通过 2018 年中报公司业绩表现来看，公司 2018 年实现业绩承诺的压力较小。对后续业绩来看，我们认为短期公司有望增加约 30 万方/日的对外管输能力，对提升销售量有积极作用。同时，在国内天然气供需偏紧的大背景下，公司在秋冬季议价能力有望提升，叠加公司平均采气成本持续走低，将对业绩产生积极影响。长期来看，公司已经中标 4 个煤层气勘探区块勘探权，多个采矿权获取正在稳步推进，且 2018 年山西省预计还有 15 个煤层气勘查区块公开出让，公司中长期的资源量有望成倍增长，将从根本上打开公司的业绩上升通道。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩的释放，我们认为煤层气行业正处于历史的发展机遇，公司作为龙头公司将持续受益。短期公司可以通过增强管输能力提升业绩，长期公司可以通过获取资源量来打开业绩天花板。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、0.82 和 0.95 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 18.2、16.1 和 13.8 倍。公司作为煤层气行业龙头，将充分受益煤层气行业的历史发展机遇，业绩短期和长期确定性均较强。同时，山西燃气集团的改革正在推进中，公司作为晋煤集团旗下唯一上市平台，有望最先受益，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

煤层气需求不及预期，政策推进不及预期。

目 录

1、 煤层气价值逐渐凸显，行业迎来历史发展机遇	5
1.1、 天然气前景：需求增长强劲，政策方向明确	5
1.2、 煤层气地位：规划加大天然气开采力度，煤层气优势逐渐凸显	7
2、 山西省煤层气龙头，“技术+资源”构筑护城河	9
2.1、 发展历程：重组造就 A 股最纯正的煤层气标的	9
2.2、 煤层气销售业务：山西省煤层气龙头，抽采量和利用量占全国近三成	10
2.3、 气井及治理业务：依托晋煤集团，气井建设工程及瓦斯治理服务业务有序推进	12
2.4、 经营分析：补贴和增值税退税仍是利润重要贡献点，2018 年业绩承诺大概率顺利完成	14
2.5、 技术优势：公司深耕煤层气行业多年，开采技术积累深厚	16
2.6、 地理资源：“气化山西”战略引领下，煤层气是山西省发展的重要突破方向	17
2.7、 集团资源：公司是晋煤集团旗下唯一上市平台，有望受益山西省煤层气改革	19
3、 未来看点：短期看销售端量价齐升，长期看资源量成倍增长	21
3.1、 短期：煤层气销售有望迎来量价齐升	21
3.1.1、 管输能力增强将对销售量产生积极影响	21
3.1.2、 公司平均采气成本持续降低，秋冬季议价能力有望提升	22
3.2、 长期：新区块落地将带来资源量大幅增长	23
3.2.1、 2017 年公司已中标 4 个煤层气勘探区块勘探权，多个采矿权获取正在稳步推进	23
3.2.2、 2018 年山西省预计还有 15 个煤层气勘查区块公开出让	26
4、 盈利预测与投资建议	26
5、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 中国天然气产量及消费量	5
图 2： 中国一次能源消费占比（2017）	5
图 3： 世界一次能源消费占比（2017）	5
图 4： 中国天然气对外依存度	7
图 5： 中国煤层气的资源分布	8
图 6： 我国高、中、低阶煤层气资源分布	8
图 7： 公司资产重组方案	9
图 8： 本次交易前公司股权结构	9
图 9： 本次交易后公司股权结构（完成募集配套资金）	9
图 10： 2017 年我国主要煤层气企业开发利用情况	11
图 11： 公司营收变化情况	14
图 12： 公司归母净利润变化情况	14
图 13： 蓝焰煤层气业绩承诺情况（扣非净利润/万元）	15
图 14： 公司主要产品的工艺流程图或服务的流程图	16
图 15： 山西六大煤田煤层气资源量所占比例	17
图 16： 晋煤集团组织结构图	19
图 17： 公司平均采气成本及平均经营成本持续走低（元/立方米）	22
表 1： “十三五”天然气行业发展主要指标	6
表 2： 天然气行业相关政策梳理	6

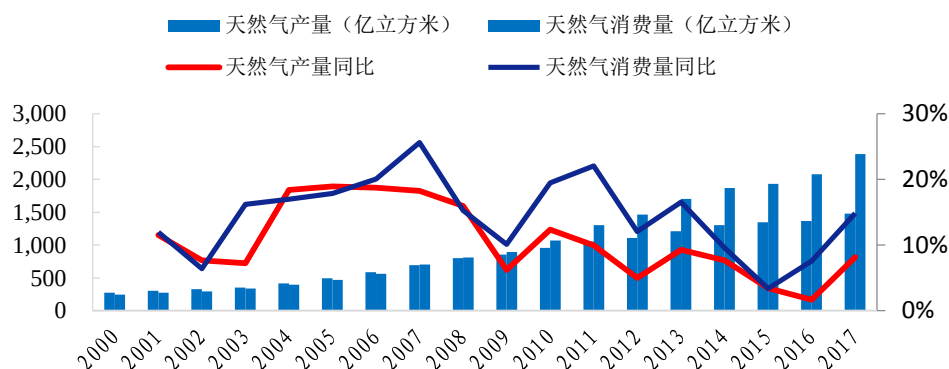
表 3: 不同浓度煤层气使用情况.....	7
表 4: “十三五”煤层气主要发展目标	8
表 5: 公司煤层气全产业链布局	10
表 6: 公司煤层气销售方式	10
表 7: 公司煤层气销售业务关联交易情况	10
表 8: 煤矿瓦斯治理业务的实施方式	12
表 9: 公司已与煤炭矿矿业权人签署的瓦斯综合治理协议情况（2009-2016 年）	12
表 10: 公司气井建造工程业务进展情况（关联交易）	13
表 11: 公司瓦斯治理服务业务进展情况（关联交易）（披露日：2018 年 4 月 26 日）	14
表 12: 公司煤层气利用补贴及增值税退税情况	15
表 13: 公司技术实力情况（截至 2016 年 12 月 31 日）	17
表 14: 山西省煤层气勘查开发规划主要指标	18
表 15: 山西省煤层气产能建设	18
表 16: 山西省发展煤层气产业重点方向	19
表 17: 晋煤集团引进昆仑能源、香港中华煤气和华润燃气战略投资项目详情	20
表 18: 煤层气抽采后到最终销售的各环节中减少煤层气量的主要因素	21
表 19: 公司煤层气抽采、利用及销售情况	21
表 20: 公司目前对外管输能力情况	22
表 21: 公司平均销售价格情况	23
表 22: 蓝焰煤层气及其下属子公司煤层气井的分布情况（截至 2016 年 6 月 30 日）	24
表 23: 蓝焰煤层气为其他企业管理和运营煤层气井的情况（截至 2016 年 6 月 30 日）	24
表 24: 公司正在推进的煤层气采矿权变更情况	24
表 25: 公司郑庄、胡底推进的煤层气采矿权新设情况	24
表 26: 2017 年山西省煤层气探矿权出让结果	25
表 27: 公司 4 个煤层气勘探区块具体勘查投入情况	25
表 28: 山西省煤层气重点勘查规划（2016-2020 年）	26
表 29: 财务预测的关键假设	26

1、煤层气价值逐渐凸显，行业迎来历史发展机遇

1.1、天然气前景：需求增长强劲，政策方向明确

中国天然气需求增长强劲，但在一次能源消费结构中占比仍低。根据《中国天然气发展报告（2018）》，2017年，全年天然气消费量达到2386亿立方米，同比增长14.8%，增速较2016年提高7.2个百分点，呈现“淡季不淡、旺季更旺”的态势。其中，城镇燃气和天然气发电消费增长明显，消费量分别由2016年的729亿立方米、366亿立方米增至2017年的937亿立方米和427亿立方米，占比分别增至39.3%和17.9%；工业燃料消费量为760亿立方米，占比31.8%；化工用气量延续低迷态势，约为262亿立方米，占比由2016年的12.2%降为11.0%。

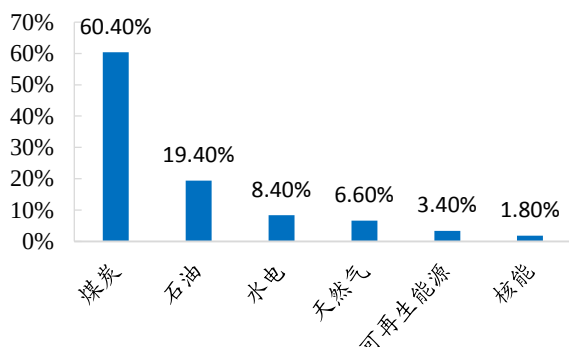
图1：中国天然气产量及消费量



资料来源：Wind，《中国天然气发展报告（2018）》，新时代证券研究所

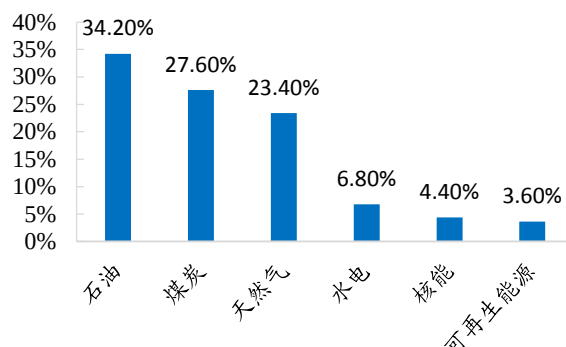
根据《BP 世界能源统计年鉴》2018版，我国天然气在一次能源消费结构中占比达到6.6%，远低于全球天然气消费平均占比23.4%，提升空间较大。

图2：中国一次能源消费占比（2017）



资料来源：《BP 世界能源统计年鉴》2018版，新时代证券研究所

图3：世界一次能源消费占比（2017）



资料来源：《BP 世界能源统计年鉴》2018版，新时代证券研究所

天然气是政策重点推动的一个方向，规划至2020年天然气消费占一次能源比重为10%。2017年1月，国家能源局发布《天然气发展“十三五”规划》，规划到2020年我国天然气占一次能源消费比例达到8.3-10%。2017年6月，发改委发布《加快推进天然气利用的意见》，规划到天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到10%左右。2018年9月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，明确两大主线：（一）加强产供储销体系建设，促进天然气供需动态平衡；（二）深化天然气领域改革，建立健全协调稳定发展体制机制。我们认为，从政策的推动力

度上来看，目前天然气在能源结构中的重要性是坚定和明确的。

表1: “十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015 年	2020 年	年均增速	属性
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%	预期性
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%	预期性
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3-10	-	预期性
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%	预期性
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	-	预期性
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%	预期性
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%	预期性
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9	约束性

资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，新时代证券研究所

表2: 天然气行业相关政策梳理

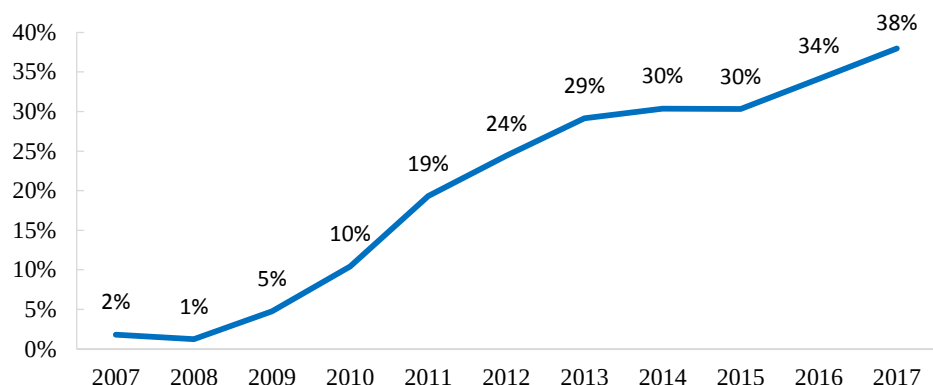
时间	发布机构	政策名称	内容
2017 年 1 月	国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	到 2020 年能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。“十三五”时期非化石能源消费比重提高到 15%以上，天然气消费比重力争达到 10%，煤炭消费比重降低到 58%以下。
2017 年 1 月	发改委	《天然气发展十三五规划》	提升天然气在一次能源消费比例，增强天然气供应能力，大力开发非常规气，引导中游基础设施建设和下游市场开发。提出发展的储量目标、供应能力、基础设施、市场体系建设目标。至 2020 年，累计探明储量 16 万亿立方米，产量 2070 亿方每年，天然气占一次能源消费比例 8.3%-10%，气化人口 4.7 亿人，城镇人口天然气气化率 57%，管道里程 10.4 万公里，管道一次运输能力 4000 亿立方米，地下储气库工作气量 148 亿立方米。
2017 年 2 月	国家能源局	《2017 能源工作指导意见》	2017 年天然气消费比重提高到 6.8%左右，天然气产量 1700 亿立方米（含页岩气产量 100 亿立方米左右）。调峰用天然气电站，在负荷集中和天然气气源有保障的地区，建设天然气调峰电站，年内计划新增装机规模 100 万千瓦；油气管网，积极推进已开工项目建设，年内计划建成中俄原油管道二线、陕京四线；天然气调峰设施，积极推进金坛盐穴、双 6、相国寺等已投运储气库扩容达容，推进中原文 23 等地下储气库建设，年内计划开工建设中原文 23、华北及大港储气库扩容改造，全年新增工作气量 3 亿立方米以上。
2017 年 5 月	发改委、国家能源局	《中长期油气管网规划》	对于天然气，一要拓展“一带一路”进口通道，扩大陆上油气管道进口的能力，稳定海上石油接驳能力，大力提升 LNG 接收能力。二要加强天然气管道布局，完善主干管网和联络线，强化基础网络。到 2020 年，全国油气管网规模达到 16.9 万公里，天然气管道 10.4 万公里。到 2025 年，天然气管网 16.3 万公里，天然气管道进口能力 1500 亿立方米，LNG 接卸能力 1 亿吨，天然气储存能力 400 亿立方米，城镇天然气用气人口达 5.5 亿。
2017 年 5 月	国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务，包括完善油气进出口管理体制，提升国际国内资源利用能力和市场风险防范能力；改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力；深化下游竞争性环节改革，提升优质油气产品生产供应能力；改革油气产品定价机制，有效释放竞争性环节市场活力；完善油气储备体系，提升油气战略安全保障供应能力。
2017 年 6 月	发改委	《加快推进天然气利用的意见》	总体目标在于要逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一，到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%左右，地下储气库形成有效工作气量 148 亿立方米。到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%左右，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。
2018 年 9 月	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	明确天然气在能源结构中的重要性，研究将非常规天然气补贴延续至“十四五”时期。

时间	发布机构	政策名称	内容
----	------	------	----

见》

资料来源：国家能源局，国务院，发改委，新时代证券研究所

中国天然气对外依存度持续走高，勘探开发程度依旧较低。根据《中国天然气发展报告（2018）》，2017年，中国天然气进口量为946亿立方米，对外依存持续走高，2017年对外依存度达到38%。与此同时，我国天然气勘探开发程度依旧较低。我们认为，随着技术进度和天然气体制改革的不断深入，开发低渗透、深层、深水、火山岩等领域大量的品位低、难动用资源的经济性将逐步显现，非常规天然气资源潜力将不断释放。

图4：中国天然气对外依存度

资料来源：Wind，《中国天然气发展报告（2018）》，新时代证券研究所

1.2、煤层气地位：规划加大天然气开采力度，煤层气优势逐渐凸显

煤层气是一种清洁高效的能源。煤层气是煤的伴生矿产资源，属非常规天然气，是洁净、优质能源和化工原料。煤层气热值是通用煤的2-5倍，1立方米纯煤层气的热值相当9.5度电、3立方米水煤气、1升柴油、接近0.8千克液化石油气、1.1至1.3升汽油，其热值与天然气相当，可以与天然气混输混用，而且燃烧后很洁净，几乎不产生任何废气，是一种清洁高效的能源。

表3：不同浓度煤层气使用情况

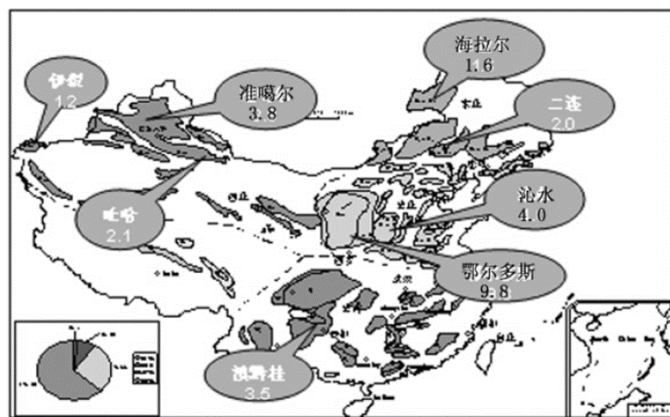
不同浓度煤层气	使用情况
中高浓度煤层气	民用燃料（甲烷>40%）
	工业燃料（甲烷>40%）
	发电（甲烷>30%）
	煤层气液化（甲烷>40%）
低浓度煤层气	浓缩富集
	细水雾输送及低浓度发电
矿井乏风中甲烷	混燃发电及热逆流反应技术

资料来源：《煤层气利用现状及发展趋势》，《中国煤层气产业发展研究》，新时代证券研究所

我国煤层气资源丰富，产业正处在高速发展期。我国埋深2000米以浅煤层气地质资源量约30.1万亿立方米，可采资源量为12.5万亿立方米。2017年，全国煤层气产量49.59亿立方米、利用量43.96亿立方米，同比分别增长9.24%、13.82%。目前，我国煤层气开发利用已初步建成沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘煤层气产业化基地；新疆、贵州、四川等地区正加快煤层气资源潜力评价，实施开发利用示范工

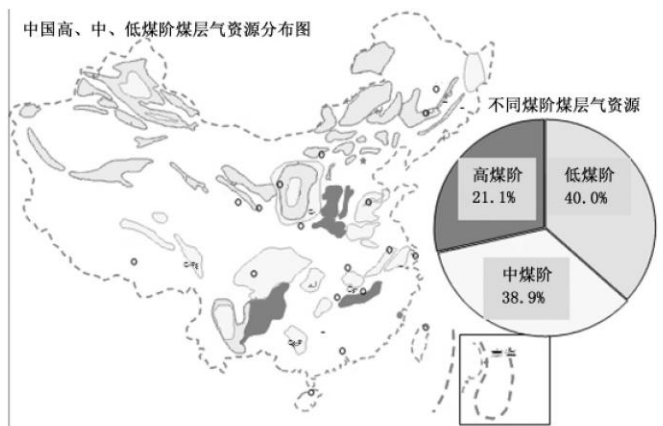
程。全国各高瓦斯和煤与瓦斯突出矿井均建立了瓦斯抽采系统，山西晋城、贵州盘江、安徽两淮等地区部分具体条件的矿井开展了瓦斯地面预抽、采动区和采空区瓦斯抽采。

图5： 中国煤层气的资源分布



资料来源：《国内外煤层气资源开发利用现状》，新时代证券研究所

图6： 我国高、中、低阶煤层气资源分布



资料来源：《国内外煤层气资源开发利用现状》，新时代证券研究所

规划到 2020 年全国煤层气抽采量（地面和井下合计）达到 240 亿立方米。根据《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，“十三五”期间，新增煤层气探明地质储量 4200 亿立方米，建成 2-3 个煤层气产业化基地。2020 年，煤层气（煤矿瓦斯）抽采量达到 240 亿立方米，其中地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上；煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米，利用率 50% 以上，煤矿瓦斯发电装机容量 280 万千瓦，民用超过 168 万户。煤矿瓦斯事故死亡人数比 2015 年下降 15% 以上。

表4：“十三五”煤层气主要发展目标

发展指标	单位	2015 年	2020 年	年均增速/[期末比期初增长]
新增探明地质储量	亿立方米	3504	4200	3.7%
煤层气产量	亿立方米	44	100	17.8%
煤层气利用量	亿立方米	38	90	18.8%
煤层气利用率	%	86.4	90	[3.6]
煤矿瓦斯抽采量	亿立方米	136	140	0.58%
煤矿瓦斯利用量	亿立方米	48	70	7.8%
煤矿瓦斯利用率	%	35.3	50	[14.7]

资料来源：《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，新时代证券研究所

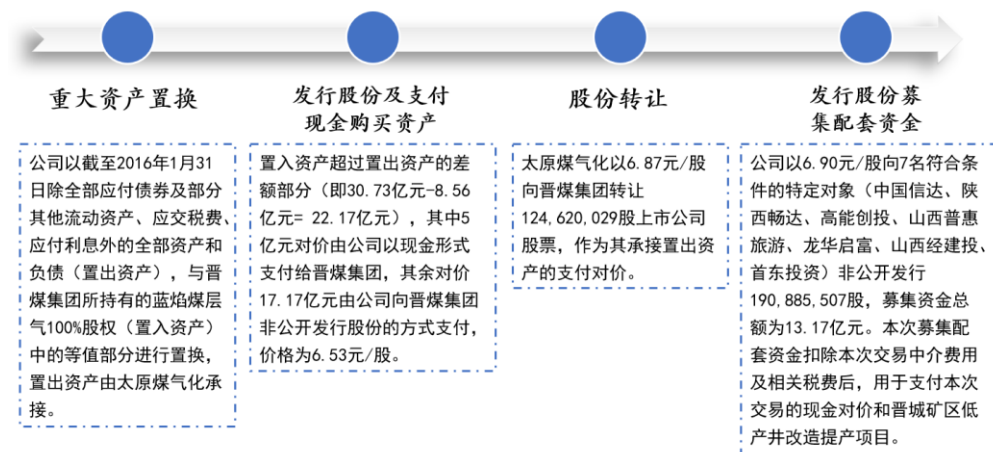
政策方向：加大国内勘探开发力度，研究将非常规天然气补贴延续至“十四五”时期。2018 年 9 月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》。《意见》明确：“力争到 2020 年底前国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上”。此次目标值 2000 亿立方米基本和《天然气发展“十三五”规划》中 2070 亿立方米的产量目标持平，按照 2017 年天然气总产量 1480.3 亿立方米测算，预计我国天然气总产量 2018-2020 年复合增长率为 10.55%。为了达到 2020 年的目标，《意见》强调要加大国内勘探开发力度。我们认为，非常规天然气相对于常规天然气来说继续开发的潜力更大，有望成为未来重点的突破方向。同时，《意见》还提出：“研究将中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期，将致密气纳入补贴范围”，更加提高了非常规天然气在未来勘探中的开发意愿。

2、山西省煤层气龙头，“技术+资源”构筑护城河

2.1、发展历程：重组造就 A 股最纯正的煤层气标的

公司原主业为原煤及洗精煤的生产和销售，2016 年公司进行重大资产重组，将原有盈利能力较弱的煤炭业务和资产置出，置入盈利能力较强、发展潜力大的优质资产（蓝焰煤层气），主业变为煤矿瓦斯治理及煤层气勘查、开发与利用。

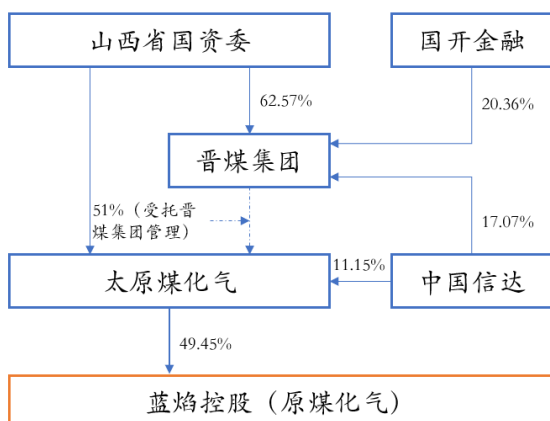
图7：公司资产重组方案



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

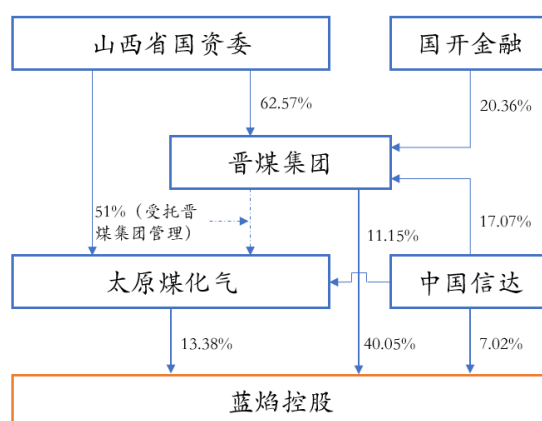
重组后晋煤集团成为公司的控股股东和实际控制人。本次交易前，太原煤气化持有上市公司 254,037,755 股股份，占比 49.45%，为上市公司的控股股东，山西省国资委为上市公司的实际控制人。本次交易完成后，晋煤集团持有上市公司 387,490,182 股股份，系公司第一大股东，晋煤集团成为上市公司的控股股东和实际控制人。

图8：本次交易前公司股权结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图9：本次交易后公司股权结构（完成募集配套资金）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

A 股最纯正的煤层气标的诞生。公司目前的主要业务为煤矿瓦斯治理及煤层气勘查、开发与利用，经营范围包括煤层气地面开采、矿产资源勘查、煤矿瓦斯治理服务、煤层气工程设计咨询和施工、道路货物运输、以自有资金对外投资等。目前公司主营业务收入主要来源于煤层气销售、气井建设工程、瓦斯治理服务。

- **煤层气销售：**公司生产的煤层气（煤矿瓦斯）通过管输、压缩、液化三种方式销往山西及周边地区用户，主要用于工业和民用领域。
- **气井建设工程：**公司为集团内公司及非关联方提供气井建造服务，目前主要为晋煤集团服务。
- **瓦斯治理服务：**公司与有关煤炭企业签订了瓦斯治理协议，有偿提供瓦斯抽采服务，目前主要为晋煤集团服务。

公司煤层气上中下游一体化的产业链布局已初具规模。公司目前已初步形成从煤层气勘查、抽采、工程设计、气井运营，到煤层气运储和批发销售等较为完整的业务链条。

表5： 公司煤层气全产业链布局

产业链位置	业务布局
上游	公司已建设稳定的煤层气生产基地，瓦斯治理服务正在山西高瓦斯和煤与瓦斯突出重点矿区逐步扩展。
中游	公司按照“就近利用、余气外输”的原则，采用管输、压缩两种方式进行合理调配。
下游	公司开辟了山西及周边地区稳定的城市燃气、工业用气等用户市场，主要采用直销方式和市场化原则将煤层气销售给天然气管道公司、销售公司和液化天然气生产公司等单位。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、煤层气销售业务：山西省煤层气龙头，抽采量和利用量占全国近三成

2010年起，在山西省委省政府“气化山西”的战略引领下，公司加快推进煤层气产业发展步伐，先后在晋城、襄垣、阳泉、西山、吕梁等开展煤层气地面抽采利用工程，形成了多点支撑的基本布局。公司坚持利用与抽采同步发展，通过管输、压缩、液化三种运输方式销往山西、河南、河北、江苏、浙江、上海、广东等省（市），在晋城周边地市供应燃气及油气两用汽车2万多辆、燃气居民用户100余万户、工业用户3300余户，培育了国内最大规模的煤层气利用市场。截至2016年12月，公司抽采范围已覆盖山西省高瓦斯矿区，形成年抽采能力15亿立方米的生产规模，煤层气日均利用量250万立方米。

表6： 公司煤层气销售方式

类型	销售方式	主要客户
管输煤层气	管输煤层气系通过管道由中心站或西气东输管道输送至客户。	晋城市燃气公司、煤层气液化企业、煤层气管输公司等。
压缩煤层气	压缩煤层气系使用专用设备，在煤层气压缩站将煤层气增压至约600个大气压后，灌装入压缩煤层气运输专用车辆，并通过公路运输至客户处。	以中小型客户为主，如晋城市万洋达能源有限公司、晋中市阳泰燃气有限公司等。
液化煤层气	公司不生产液化煤层气，其全资子公司诚安物流系压缩煤层气、液化煤层气的专业运输机构，拥有特种车辆和经营资质。向周边的煤层气液化企业提供液化煤层气运输服务。	诚安物流除承担蓝焰煤层气的压缩煤层气运输任务外，还

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

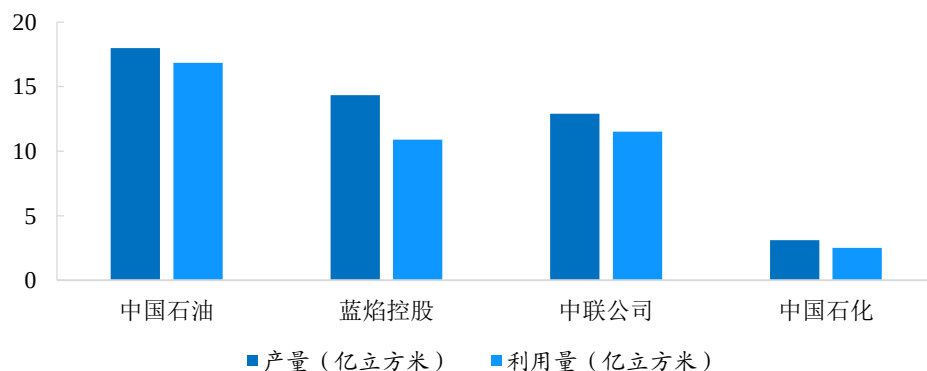
表7： 公司煤层气销售业务关联交易情况

披露日	关联人	关定价原则	合同签订金额或预计金额（万元）	2017 年发生金额（万元）
2018 年 4 月 26 日	山西三晋新能源发展有限公司	市场价格	10,020.00	7,303.08
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司寺河煤矿	市场价格	450.00	385.14
	晋城天煜新能源有限公司	市场价格	14,000.00	10,217.54
	山西铭石煤层气利用股份有限公司	市场价格	17,375.00	12,202.33
	晋城市得一工贸有限公司	市场价格	300.00	49.93
	山西能源煤层气有限公司	市场价格	300.00	314.20
	山西晋城煤层气(天然气)集输有限公司	市场价格	7,440.00	6,040.30
	晋城铭安新能源技术有限公司	市场价格	252.00	31.35
	晋城市银焰新能源有限公司	市场价格	1,200.00	1,192.78
	山西宇光电缆有限公司	市场价格	362.00	57.20
	山西晋城无烟煤矿业集团公司天溪煤制油分公司	市场价格	1,498.00	392.68
	太原煤炭气化(集团)有限责任公司	市场价格	1,688.00	6,184.64
	太原天然气有限公司	市场价格	300.00	
	陵川县惠民煤层气利用有限公司	市场价格	178.00	81.72
	山西晋煤集团赵庄煤业有限公司	市场价格	368.00	99.82
	山西压缩天然气集团晋东有限公司	市场价格	6,000.00	5,362.25
	山西煤层气(天然气)集输有限公司	市场价格	900.00	373.76
	山西沁东能源有限公司	市场价格	50.00	8.11
	山西国化盛达燃气有限公司	市场价格	12.00	0
2018 年 8 月 8 日	山西国化能源有限责任公司	市场价格	7,000.00	0
	河南晋煤天庆煤化工有限责任公司	市场价格	30.00	0
	山西国兴煤层气输配有限公司	市场价格	1,500.00	0
合计			71,223.00	50,296.83

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司、中石油、中联煤三足鼎立，公司抽采量和利用量占全国近三成。我国煤层气行业的企业不多，比较有实力的煤层气公司更是屈指可数，主要集中在山西与河南等地。公司作为行业内的龙头企业，行业份额较大，主要竞争对手有中石油煤层气有限责任公司、中联煤层气有限责任公司、亚美大陆煤层气有限公司、格瑞克（郑州）煤层气技术服务有限公司、山西煤层气有限责任公司。2017 年公司煤层气产量 14.33 亿立方米、利用量 10.90 亿立方米，分别占全国总量的 28.90% 和 24.80%。

图10： 2017 年我国主要煤层气企业开发利用情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、气井及治理业务：依托晋煤集团，气井建设工程及瓦斯治理服务业务有序推进

瓦斯抽采全覆盖工程全面推进。2015年7月，山西省人民政府发布《山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案》，提出到2017年，全省煤矿全面建立完善的瓦斯综合治理工作体系，重点建设一批高标准瓦斯抽采示范工程，引领和促进全省煤矿瓦斯井上、井下抽采协调发展，煤矿瓦斯防治能力得到显著提升。《实施方案》明确主要任务：（一）开展井上、井下联合抽采，建立立体化瓦斯抽采模式；（二）完善矿井瓦斯抽采系统，实现瓦斯抽采基础条件达标；（三）优化矿井瓦斯抽采工艺，实现瓦斯抽采效果达标；（四）强化瓦斯综合利用，加快“气化山西”建设步伐；（五）重点实施瓦斯抽采示范工程，引领和推动全省瓦斯抽采全覆盖工程深入开展。

表8：煤矿瓦斯治理业务的实施方式

实施区域	开采顺序	煤层瓦斯含量	具体方式
煤炭规划区	先抽后建	大于16立方米/吨	采取地面先打钻井抽采瓦斯，待煤层瓦斯含量降到16立方米/吨以下，再建煤矿，实施“先采气、后采煤”，做好采气采煤有效衔接。
煤炭准备区	先抽后掘	8-16立方米/吨	采取合作或调整煤层气矿业权范围等方式，加大抽采力度，优先保证煤炭资源开发。采取地面钻井抽采与井下长距离钻孔及穿层钻孔预抽相结合的方法，强化瓦斯抽采，待煤层瓦斯含量降到8立方米/吨以下，再开拓部署。
煤炭生产区	先抽后采	8立方米/吨以下	在原有井上、井下预抽基础上，井下采掘工作面继续强化抽采，待瓦斯抽采指标达到《煤矿瓦斯抽采达标暂行规定》要求后，方可进行回采，实现先抽后采、抽采达标。

资料来源：《山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案》，新时代证券研究所

公司未取得煤层气采矿权不影响公司为煤炭矿业权人提供煤矿瓦斯治理服务。根据山西省煤炭工业厅出具的《关于山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司与其它煤炭企业合作实施全省瓦斯抽采全覆盖工程的意见》（晋煤瓦发〔2016〕436号），山西省煤炭工业厅同意晋煤集团按照山西省人民政府办公厅《关于印发山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案的通知》（晋政办发〔2015〕69号）文件规定，与其他煤炭企业合作实施全省瓦斯抽采全覆盖工程，开展井上、井下瓦斯联合抽采，对煤矿进行瓦斯综合治理。因此，公司未取得煤层气采矿权不影响蓝焰煤层气为煤炭矿业权人提供煤矿瓦斯治理服务，符合煤矿安全生产的需要，符合山西省煤炭工业厅及《山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案》的相关规定。2009至2016年间，公司已与沁城煤矿、阳泉煤业、华晋焦煤等煤炭矿业权人签署了17项长期瓦斯综合治理合作协议，为其提供煤矿瓦斯治理服务。

表9：公司已与煤炭矿业权人签署的瓦斯综合治理协议情况（2009-2016年）

序号	签订时间	合同对象	合同内容
1	2009年3月	山西省沁城煤矿	蓝焰煤层气受山西省沁城煤矿委托，在沁城煤矿资源范围内进行地面瓦斯抽放
2	2009年5月	阳泉煤业（集团）有限责任公司	蓝焰煤层气在阳泉煤业（集团）有限责任公司寺家庄矿范围内进行煤层气的勘探和抽采工作，合作期间阳泉煤业（集团）有限责任公司不再与其他企业合作进行地面勘探和抽采
3	2012年8月	华晋焦煤有限责任公司	共同在华晋焦煤有限责任公司所属沙曲矿南翼实施煤矿瓦斯综合治理（地面抽采）工作，华晋焦煤有限责任公司不再与其他企业在此矿区合作进行煤矿瓦斯抽采

序号	签订时间	合同对象	合同内容
4	2015年10月	山西长平煤业有限责任公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部申报山西长平煤业有限责任公司采矿权范围内的煤层气空白区的煤层气采矿权
5	2015年10月	山西晋煤集团胡底煤业有限公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部申报胡底煤矿采矿权和探矿权范围内的煤层气空白区的煤层气采矿权
6	2015年10月	沁水县鑫海能源有限责任公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部申报郑庄煤矿探矿权范围内的煤层气采矿权
7	2015年10月	山西晋煤集团赵庄煤业有限公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部申报赵庄煤矿采矿权范围内的煤层气空白区的煤层气采矿权
8	2016年3月	山西汾西瑞泰井矿正行煤业有限公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部门申报山西汾西瑞泰井矿正行煤业有限公司煤炭采矿权范围内的煤层气采矿权
9	2016年3月	山西汾西瑞泰井矿正明煤业有限公司	由蓝焰煤层气作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部门申报山西汾西瑞泰井矿正明煤业有限公司煤炭采矿权范围内的煤层气采矿权
10	2016年3月	山西美锦集团东于煤业有限公司	由美锦蓝焰作为煤层气采矿权人，直接向国土资源部门申报东于煤矿采矿权范围内的煤层气采矿权
11	2016年4月	阳泉煤业（集团）有限责任公司	阳泉煤业（集团）有限责任公司作为煤层气采矿权人，向国土资源部门申报五矿采矿权范围内的煤层气采矿权，蓝焰煤层气作为五矿范围内的唯一地面煤层气抽采单位，无偿抽采煤层气，承担与煤层气相关的所有投资，由此产生的收益归蓝焰煤层气所有
12	2016年4月	阳泉煤业（集团）有限责任公司	阳泉煤业（集团）有限责任公司作为煤层气采矿权人，向国土资源部门申报寺家庄采矿权范围内的煤层气采矿权，蓝焰煤层气作为寺家庄矿范围内的唯一地面煤层气抽采单位，无偿抽采煤层气，承担与煤层气相关的所有投资，由此产生的收益归蓝焰煤层气所有
13	2016年	晋煤集团	晋煤集团委托蓝焰煤层气（或其子公司）在晋煤集团所属煤矿采矿权范围内（以煤炭采矿证记载的四至为准）进行煤矿瓦斯地面抽采、治理及日常运行管理。晋煤集团同意在国土资源部门开始受理新设煤层气矿业权的申请后，由双方共同申请或蓝焰煤层气单独申请取得晋煤集团所属煤炭采矿权范围内的煤层气采矿权
14	2016年	蓝焰煤业	蓝焰煤业委托蓝焰煤层气（或其子公司）在蓝焰煤业所属煤矿采矿权范围内（以煤炭采矿证记载的四至为准）进行煤矿瓦斯地面抽采、治理及日常运行管理
15	2010年9月	西山煤电（集团）有限责任公司	由蓝焰煤层气在西山煤电（集团）有限责任公司所属煤矿区范围内进行煤层气勘探、地面抽采和利用工作
16	2010年11月	山西汾西矿业（集团）有限责任公司	由蓝焰煤层气在山西汾西矿业（集团）有限责任公司所属煤矿区范围内进行煤层气勘探、地面抽采和利用工作
17	2016年6月	山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司	山西煤炭进出口集团左权宏远煤业有限公司作为煤层气采矿权人，向国土资源部门申报左权宏远煤业有限公司采矿权范围内的煤层气采矿权，并授权蓝焰煤层气作为煤矿采矿权范围内的地面煤层气抽采单位，无偿抽采煤层气，承担与煤层气相关的所有投资，由此产生的收益归蓝焰煤层气所有

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司目前气井建设工程及瓦斯治理服务主要服务于晋煤集团。

（1）气井建设工程：目前，公司气井建设工程主要服务于晋煤集团，关联交易比例较高，2018年签订的关联交易合同预计金额合计达到4.44亿元。

表10：公司气井建设工程业务进展情况（关联交易）

披露日	关联人	关定价原则	合同签订金额或预计金额（万元）	2017年发生金额（万元）
2018年4月26日	山西晋煤集团沁水胡底煤业有限公司	预算加签证	750.00	0
	山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司	预算加签证	700.00	33.02
	山西长平煤业有限责任公司	预算加签证	4,100.00	838.24
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	邀请招标	218.00	0

披露日	关联人	关定价原则	合同签订金额或预计金额 (万元)	2017 年发生金额(万元)
2018 年 8 月 8 日	同煤大唐塔山煤矿有限公司	公开招标	1,010.00	4,076.74
	山西焦煤集团有限责任公司屯兰煤矿	预算加签证	60.00	2.6
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司寺河煤矿	预算加签证	26,435.38	42,086.50
	山西晋煤集团沁秀煤业有限公司岳城煤矿	预算加签证	9,173.99	16.38
	晋城蓝焰煤业股份有限公司成庄矿	预算加签证	1,990.30	79.04
合计			44437.67	47132.52

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

(2) 瓦斯治理服务：2017 年 6 月，公司全资子公司蓝焰煤层气公司与山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司寺河煤矿、晋城蓝焰煤业股份有限公司成庄矿、山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司、山西长平煤业有限责任公司签署了《瓦斯治理暨煤层气开发合作协议》，对其建设的地面瓦斯抽采井提供维护服务，服务期限 2 年（期满后，双方无异议则继续续期；如果有异议，则在合同期满前两个月进行协商，根据协商结果签署新的服务合同），单井年服务费用 19.84 万元（不含税）。截至 2018 年中报，公司瓦斯治理服务实现营收 1.4 亿元，毛利率 35.20%，基本与 2017 同期持平。

表11： 公司瓦斯治理服务业务进展情况（关联交易）（披露日：2018 年 4 月 26 日）

关联人	关定价原则	合同签订金额或预计金额 (万元)	2017 年发生金额 (万元)
晋城蓝焰煤业股份有限公司成庄矿	成本加成	11,200.00	9,543.04
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司寺河煤矿	成本加成	17,000.00	14,463.36
山西长平煤业有限责任公司	成本加成	1,610.00	1,368.96
山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司	成本加成	3,370.00	2,876.80
合计		33,180.00	28,252.16

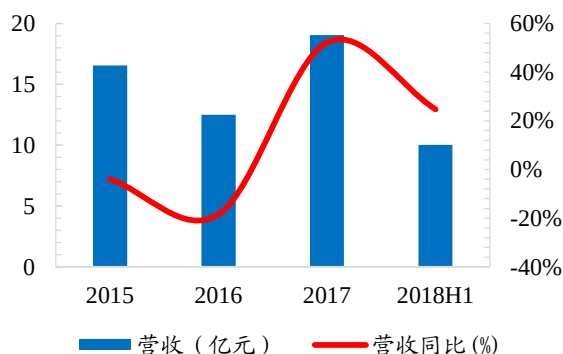
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.4、经营分析：补贴和增值税退税仍是利润重要贡献点，2018 年业绩承诺大概率顺利完成

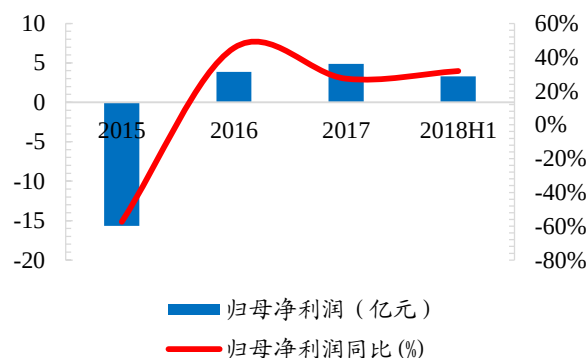
公司重组后业绩进入高速增长期。公司重组前业务主要为原煤及洗精煤，受到需求放缓影响，业绩下滑严重，2013 年、2014 年、2015 年，公司营业收入分别为 208,565.17 万元、172,357.95 万元、165,483.71 万元，归母净利润分别为 4,548.22 万元、-99,492.40 万元、-156,599.12 万元。公司重组后，置入优质的煤层气资产，2017 年公司实现营业收入 19.04 亿元（同比增长 52.18%），归母净利润 4.89 亿元（同比增长 27.3%），业绩表现良好。

图11： 公司营收变化情况

图12： 公司归母净利润变化情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

现行补贴政策为 0.40 元/立方米，中央补贴政策有望延续到“十四五”时期。

(1) 2015 年 8 月，山西省政府出台《关于印发山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案的通知》，明确在现有省财政补贴 0.05 元/立方米的基础上，在三年瓦斯抽采全覆盖工程实施期间再提高 0.05 元/立方米，达到省级财政补贴 0.10 元/立方米。(2) 2016 年 2 月，财政部发布《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》，明确中央财政按 0.30 元/立方米煤层气（折纯）标准对煤层气开采企业进行补贴。因此，山西省煤层气销售企业目前享受 0.40 元/立方米的补贴。(3) 2018 年 9 月，《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，研究将中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期。

补贴和增值税退税是利润重要贡献点。2017 年，公司煤层气利用补贴为 2.64 亿元，增值税退税 0.89 亿元，合计达到 3.53 亿元，占利润总额的 59.10%，是利润重要贡献点。其中，2017 年增值税退税同比 2016 年减少较多，主要原因是 2016 年蓝焰煤层气分别收到 2013 年度增值税退税 0.89 亿元，2014 年度增值税退税 1.1 亿元。

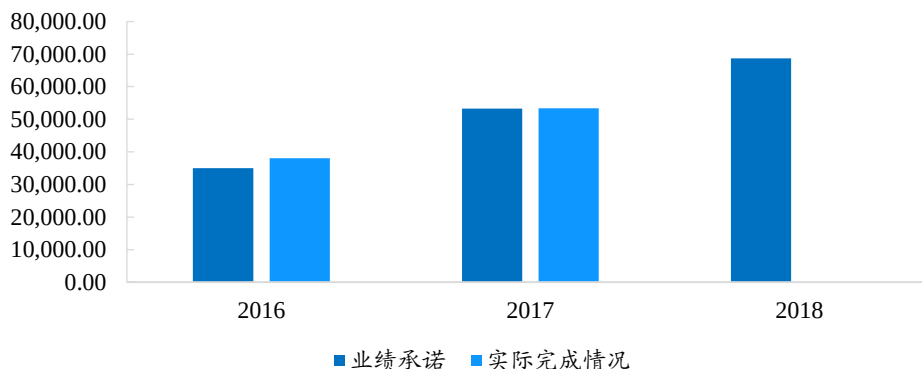
表12: 公司煤层气利用补贴及增值税退税情况

项目	2015	2016	2017
煤层气利用补贴 (万元)	22988.11	27539.85	26412.94
增值税退税 (万元)	13360.74	32381.29	8869.22
合计 (万元)	36348.85	59921.14	35282.16

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所; 注: 根据《财政部国家税务总局关于加快煤层气抽采有关税收政策问题的通知》(财税[2007]16 号), 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。

2018 年业绩承诺大概率完成。2016 年 6 月 17 日，公司与晋煤集团签署了《业绩补偿协议》，蓝焰煤层气 2016 年度、2017 年度及 2018 年度盈利承诺指标分别不低于 34,951.95 万元、53,230.15 万元、68,687.21 万元。蓝焰煤层气 2017 年度实现归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 53,400.77 万元，业绩承诺为 53,230.15 万元，完成率为 100.32%，完成了 2017 年度的业绩承诺。2018 年中报蓝焰煤层气实现净利润 3.46 亿元，考虑到历史上公司下半年业绩确定性更大，我们预计蓝焰煤层气的业绩承诺大概率会顺利完成。

图13: 蓝焰煤层气业绩承诺情况 (扣非净利润/万元)

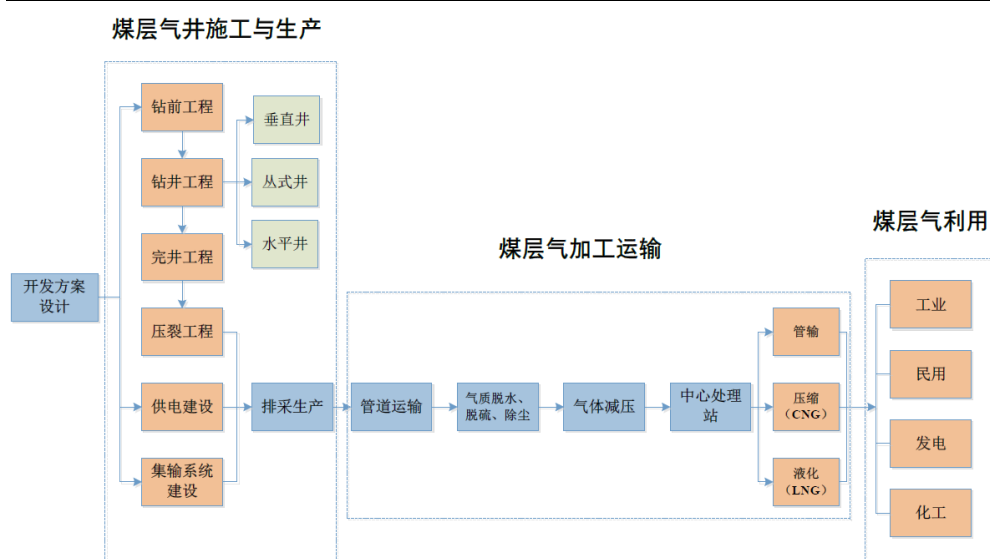


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.5、技术优势：公司深耕煤层气行业多年，开采技术积累深厚

公司在煤层气地面预抽采领域进行了大胆的探索和技术创新，打破了国际公认的无烟煤地面抽采的“禁区”，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，在煤层气抽采技术工艺上，成功实施了地面垂直井、地面丛式井、地面水平羽状井等多井型抽采技术与工艺，创立了“五阶段瓦斯治理”“采煤采气一体化”的煤矿瓦斯治理新模式，形成了一套完善的、具有独立自主知识产权的煤矿区煤层气采前地面预抽技术体系。

图14： 公司主要产品的工艺流程图或服务的流程图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司已制定发布《车用压缩煤层气》、《民用煤层气（煤矿瓦斯）》、《煤层气（煤矿瓦斯）术语》等国家标准，填补了国内煤层气标准的空白。公司承担了国家科技重大专项“山西晋城矿区采气采煤一体化煤层气开发示范工程”、山西省煤基科研项目等重大项目，“煤矿区煤层气立体抽采关键技术与产业化示范”项目和“煤层气规模开发与高效采煤一体化研究”项目获国家科学技术进步二等奖。公司与中国矿业大学、煤炭科学研究总院西安分院等科研院校合作建设了“煤层气开发工程产学研基地”，成立了山西省煤层气开发利用工程技术研究中心，建立了全国第一个瓦斯综合治理示范基地。

表13: 公司技术实力情况 (截至 2016 年 12 月 31 日)

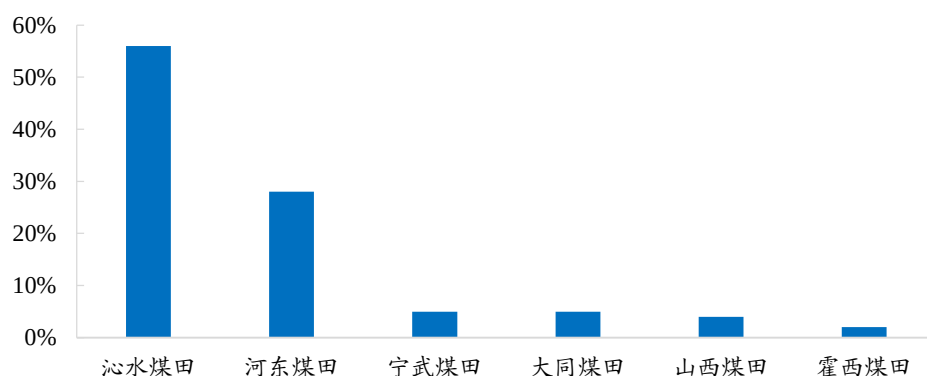
项目	数量/内容
高新技术企业	1
技术专利	19 项
起草标准	5 项 (3 项国家、2 项地方)
国家级、省级科研项目	11 项
研究所、博士后科研工作站	煤层气开发工程产业研基地山西省煤层气开发利用工程技术研究中心、博士后科研工作站
技术重点实验室	瓦斯综合治理示范基地: 国家能源煤与煤层气共采技术重点实验室

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.6、地理资源: “气化山西” 战略引领下, 煤层气是山西省发展的重要突破方向

山西省是中国煤层气最为富集的地区, 煤层气产业逐渐成为山西省战略性支柱产业。根据煤层气资源调查评价成果, 山西省埋深 2000 米以浅的含气面积为 3.59 万平方千米, 预测资源量约 8.31 万亿立方米, 占全国的 27.7%。截至 2015 年底, 山西省累计探明煤层气地质储量 5784.01 亿立方米, 约占全国的 88.0%, 主要分布在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘, 其中沁水煤田 4341.18 亿立方米, 河东煤田 1228.55 亿立方米, 西山煤田 214.28 亿立方米。

2017 年 9 月, 国务院印发《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》(国发〔2017〕42 号), 提出支持山西优化能源产业结构, 重点布局煤层气转化等高端项目, 加快实施“煤改气”工程, 建立煤层气勘查区块退出机制和公开竞争出让制度。2018 年 1 月, 山西省人民政府办公厅印发《关于印发山西省深化煤层气(天然气)体制改革实施方案的通知》(晋政办发〔2018〕16 号), 提出全面推进体制机制改革, 促进上中下游协调联动、均衡发展, 推动煤层气(天然气)产业发展取得突破性进展。我们认为, 在国家及山西省政府的支持鼓励下, 煤层气(燃气)产业有望逐步成为山西省的战略性新兴产业。

图 15: 山西六大煤田煤层气资源量所占比例

资料来源: 《中国煤层气产业发展研究》, 新时代证券研究所

山西省地面勘探抽采及煤矿瓦斯抽采均处于全国首位。(1) 地面勘探抽采: 截至 2015 年底, 山西省累计施工煤层气钻井 15379 口, 在建及建成地面煤层气产能 77.09 亿立方米/年。寿阳、沁南、柿庄、郑庄、三交、柳林、大宁—吉县、延川南等区块新提交探明地质储量, 潘庄、樊庄、潘河、保德等重点开发项目建成投产。

2015 年，地面抽采煤层气量达到 41.77 亿立方米、利用量 34.78 亿立方米，分别占全国的 94.93%、91.53%，利用率为 83.27%。（2）煤矿瓦斯抽采：2015 年起实施的煤矿瓦斯抽采全覆盖工程，有效促进了煤矿瓦斯的抽采利用。截至 2015 年底，山西省 1055 座煤矿建成了 316 座煤矿瓦斯抽采系统，阳泉、晋城、西山、离柳、潞安五个瓦斯年抽采量超过 1 亿立方米的矿区。2015 年，煤矿瓦斯抽采量 60.2 亿立方米、利用量 22.3 亿立方米，分别占全国的 41.65%、46.46%，利用率为 37%。

山西省规划煤层气利用水平将大幅提高。根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，到 2020 年，山西省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，在全省能源结构中占据重要位置。

表14： 山西省煤层气勘查开发规划主要指标

指标类型		规划指标	属性
探明地质储量(亿立方米)	累计	11000~14000	指导性
	新增	5000~8000	预期性
地面抽采产能建设(亿立方米/年)	累计	300~400	指导性
	新增	230~330	预期性
地面抽采量(亿立方米/年)		135~150	预期性
地面抽采采收率(%)		>55%	约束性
煤矿瓦斯抽采量(亿立方米/年)	地面	55~70	指导性
	井下	60~63	指导性
抽采瓦斯利用量(亿立方米/年)		65~85	指导性
煤矿采空区产能建设(亿立方米/年)		1~2	预期性
煤层气（煤矿瓦斯）利用率(%)	地面	90	指导性
	井下	50	指导性
废水利用率(%)		80	约束性

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，新时代证券研究所

山西省规划加快煤层气产能建设。截至 2015 年底，山西省境内共设置煤层气及油气矿业权 48 个，登记面积 5.49 万平方千米。其中煤层气矿业权 41 个、登记面积 3.06 万平方千米，包括探矿权 33 个、面积 2.90 万平方千米，采矿权 8 个、面积 0.16 万平方千米；登记油气探矿权 7 个，登记面积 2.43 万平方千米。根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，到 2020 年，采矿权达到 30 个（含现有采矿权 8 个），新增产能 175~270 亿立方米/年，新增探明地质储量 4290~7200 亿立方米。

表15： 山西省煤层气产能建设

类型	矿区名称	现有储量（亿立方米）	现有产能（亿立方米/年）	新增储量（亿立方米）	新增产能（亿立方米/年）
开采规划区块 (探矿权转采 矿权, 22 个)	沁水—屯留矿区：柿庄南、马必东、马必、大宁	1161.12	8.30	850~1200	23~39
	沁源—安泽矿区：沁源、柿庄北、夏店、沁南、下黄岩	709.24	4.25	1190~2200	26~38
	左权—昔阳矿区：寿阳北、寿阳	188.70	2.40	300~500	7~11
	古交—交城矿区：古交	214.28		50~100	6~10
	保德—兴县矿区：保德（探）	183.63	7.80		10~15
	兴县—临县矿区：临县东、临县西、临县中			800~1400	35~50
	柳林—石楼矿区：柳林、石楼北—武家庄、三交、三交北	653.26	4.85	500~800	19~30
	石楼—隰县矿区：石楼西				10~15

	乡宁—吉县矿区：大宁—吉县	1	500~800	25~37
	沁水—屯留矿区：郑庄、成庄、寺河、枣园、潘庄	2123.33	30.79	9~15
已有采矿权（8个）	沁源—安泽矿区：长子	158.79	158.79 5.00	4~7
	保德—兴县矿区：保德（采）	183.63	7.70	
	乡宁—吉县矿区：延川南（采）	208.03	5.00	100~200 1~3
小结		5784.01	77.09	4290~7200 175~270

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020年）》，新时代证券研究所

以“气化山西”为引领，山西省大力发展煤层气产业。根据《山西省“十三五”综合能源发展规划》，山西省将大力发展煤层气产业，重点建设沁水和河东两大煤层气产业基地，实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程，完善“三纵十一横”管网布局。

表16：山西省发展煤层气产业重点方向

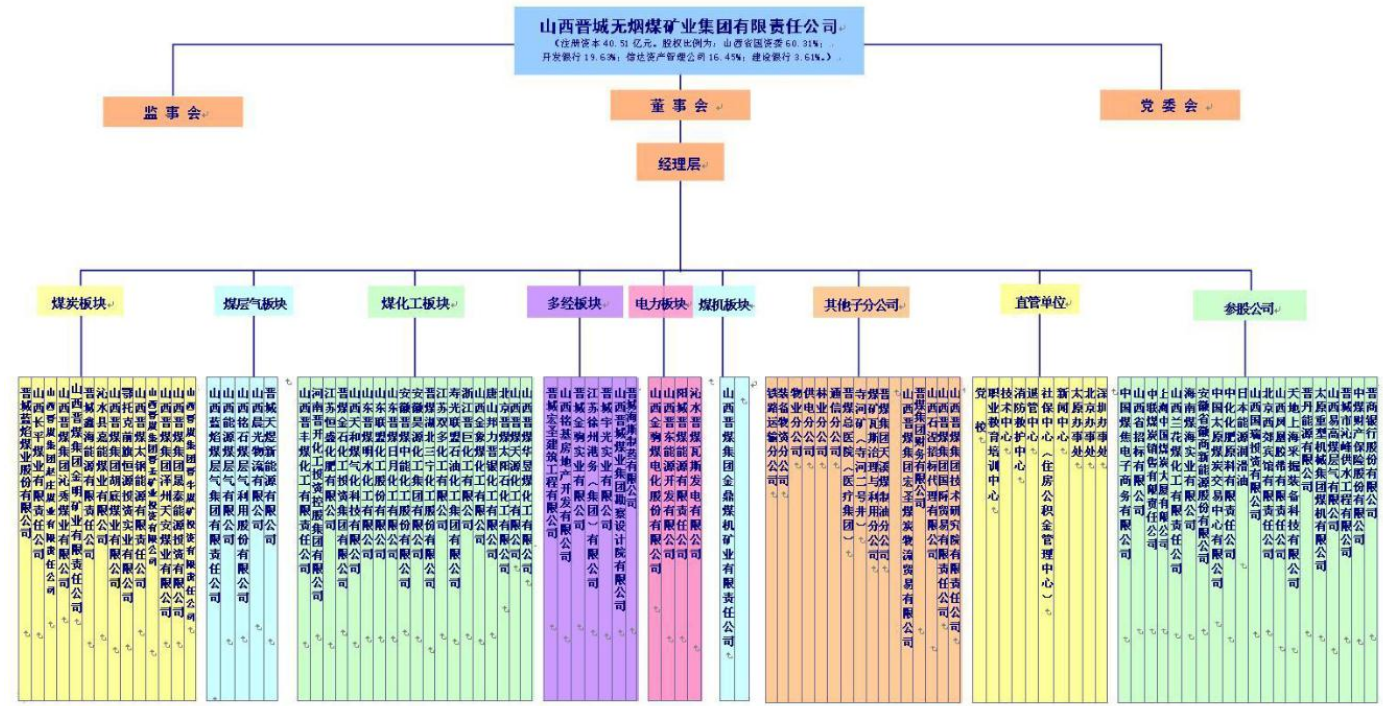
序号	发展重点	详情
1	建设两大煤层气基地	建设沁水、河东两大煤层气基地，推进河曲—保德、临县—兴县、三交—柳林、永和—大宁—吉县、沁南、沁北等6个煤层气片区勘探开发，到2020年，全省煤层气总产能力争达400亿立方米。
2	实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程	推进晋城矿区、阳泉矿区、潞安矿区、西山矿区和离柳矿区五大瓦斯抽采利用矿区建设。加大井下煤矿瓦斯抽采量，积极探索低浓度瓦斯利用途径，提升煤矿瓦斯综合利用水平。到2020年，基本实现全省煤矿瓦斯抽采利用全覆盖。
3	完善“三纵十一横”输气管网布局	依托国家主干管网和煤层气产业基地，建成连接主要煤层气田的山西“三纵十一横”输气主干管网和支线，打通煤层气外输通道，加快煤层气产业化发展。大力推进燃气管网及配套站点建设。加快下游市场利用步伐，改造各县（市、区）城市燃气工程，加强民用和工业燃气利用及煤层气压缩、液化等工程建设，积极探索煤层气多通道、多途径利用。2020年气化人口基本实现全覆盖。

资料来源：《山西省“十三五”综合能源发展规划》，新时代证券研究所

2.7、集团资源：公司是晋煤集团旗下唯一上市平台，有望受益山西省煤层气改革

实际控制人晋煤集团实力强劲。晋煤集团前身为晋城矿务局，始建于1958年，历经2000年公司制、2005年债转股两次改制，现为山西省国有资本投资运营有限公司控股（股比62.57%），国开金融（股比20.36%）、中国信达（股比17.07%）多元股东持股的有限责任公司，是全国最大的煤层气开发利用企业、我国优质无烟煤重要的生产基地、最大的煤化工企业集团、最大的瓦斯发电企业和山西最具活力的煤机制造企业。现有69个二级子公司、12个分公司、1个托管企业，在岗员工总数14万余人，经营范围覆盖全国11个省份30多个地市，是一家跨区域、跨行业、跨所有制的现代综合能源企业集团。2017年实现营业收入1666.58亿元、利润30.62亿元。

图16：晋煤集团组织结构图



资料来源：晋煤集团官网，新时代证券研究所

晋煤集团全面开启“二次转型”的新征程。当前，晋煤集团依托无烟煤、煤层气两种资源优势，积极转变发展方式，全面深化改革创新，加速产业优化升级，构建起了以燃气产业为主业，以煤炭、化工、电力为辅业的“一主三辅”产业体系，积极推进燃气主业做大做强、传统产业做精做优、战略新兴产业做好做专，开启企业“燃气为主、清洁高效，建设国际一流能源企业集团”的“二次转型”新局面。

晋煤集团牵头成立山西燃气集团。(1) 2018年2月8日，晋煤集团收到山西省人民政府国有资产监督管理委员会《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于设立山西燃气集团有限公司的批复》(晋国资改革函〔2018〕58号)，原则同意晋煤集团以货币方式出资设立山西燃气集团有限公司，作为省级煤层气(燃气)专业化重组平台公司。新公司注册资本1000万元人民币，晋煤集团持股100%。(2) 2018年2月28日，山西燃气集团有限公司完成注册，注册资本为1000万元，由晋煤集团全资控股，注册地为山西综改示范区，经营范围为煤层气、页岩气、砂岩气勘探技术开发，燃气集输技术开发，燃气利用和煤气共采技术咨询与服务，燃气装备制造。(3) 2018年3月20日，作为省级煤层气(燃气)专业化重组平台公司——山西燃气集团有限公司在山西转型综改示范区正式揭牌成立，标志着山西全省燃气资源整合重组全面开启。

晋煤集团引进昆仑能源、香港中华煤气和华润燃气战略投资项目。2018年9月18日上午，2018中国(太原)国际能源产业博览会重大项目签约仪式在煤炭交易中心主楼交易大厅举行。其中，晋煤集团分别与华润燃气投资(中国)有限公司、香港中华煤气有限公司、昆仑能源有限公司签订战略引资协议，引资合计33个亿。华润燃气公司、香港中华煤气、昆仑能源公司在燃气终端利用、特别是城市燃气方面优势明显，战略引资协议的签订将对晋煤集团推进煤层气产业延伸、实现全产业链专业化具有重要意义。

表17: 晋煤集团引进昆仑能源、香港中华煤气和华润燃气战略投资项目详情

序号	项目名称	总投资(亿元)	拟引资(亿元)	引资方名称	投资方名称
1	晋煤集团引进昆仑能源公司	9	9	晋煤集团	昆仑能源

序号	项目名称	总投资（亿元）	拟引资（亿元）	引资方名称	投资方名称
战略投资项目					
2	晋煤集团引进香港中华煤气公司战略投资项目	9	9	晋煤集团	香港中华煤气
3	晋煤集团引进华润燃气公司战略投资项目	15	15	晋煤集团	华润燃气

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司是晋煤集团旗下唯一上市平台，有望受益山西省煤层气改革。公司是晋煤集团旗下唯一上市平台，也是晋煤集团最重要的煤层气资产，在国企改革中有望最先受益。公司目前主要的业务集中在煤层气上游开采利用，假设全省燃气产业重组整合顺利推进后，有望加深公司与中下游的联系，提升山西省煤层气全产业链的协同效应，对公司的产能利用率的提升有积极作用。

3、未来看点：短期看销售端量价齐升，长期看资源量成倍增长

3.1、短期：煤层气销售有望迎来量价齐升

3.1.1、管输能力增强将对销售量产生积极影响

公司以煤矿瓦斯治理为基础的煤层气利用模式决定了排空率较高是必然结果。公司主要是从煤矿瓦斯治理、确保煤矿安全生产的角度出发，进行煤层气的勘查、开发与利用的，煤层气利用量与销售量之间存在差距主要系部分煤矿瓦斯治理抽采气、煤矿采动（空）区抽采气不具备商业利用价值，未进行集输销售。此外，煤层气在抽采、输送过程中的工艺损耗和客观排空也不可避免。

表18：煤层气抽采后到最终销售的各环节中减少煤层气量的主要因素

因素	详情
工艺损耗	煤层气在管网集输过程中因温度、管径、压力、管道连接等因素，造成的气体减少。
客观排空	在煤层气生产过程中，如管网常规放水、井场管道维修、增压站及压缩站等的检修、排污带气的一系列放空。
主观排空	在销售市场不景气、输配相关辅助设施配套不全时保证安全生产做出的主动煤层气排空。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

管输能力提高有望在一定程度上提高销售量。2017 年公司煤层气抽采量 14.33 亿立方米、利用量 10.90 亿立方米、销售量 7 亿立方米。2017 年公司销售量/抽采量为 48.85%。我们认为，通过提高管输能力，公司可以在一定程度上释放受制于管输能力不足造成的煤层气排空，从而提升销售量。

表19：公司煤层气抽采、利用及销售情况

项目	2014	2015	2016	2017
抽采量（亿立方米）	14.3	14.53	14.11	14.33
利用量（亿立方米）			10.4	10.9
销售量（亿立方米）	8.72	7.7	6.91	7
销售量/抽采量	60.98%	52.99%	48.22%	48.85%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：因诚安物流销售的 LNG 自外部采购，为与抽采量匹配，销售量中不包括 LNG 销售量

公司目前对外管输能力约 185 万方/日。目前与公司管网相联外输煤层气管道主要是通豫、国化和国新三条管线：（1）“西气东输”管道，现日供气 80 万方，主要供应晋城市居民、长治市居民以及晋城天煜新能源有限公司；（2）通往河南的“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道，现日供气 55 万方。其中，2017 年 4 月，公司与陕西通豫煤层气输配有限公司完成对接，增加供气量 25 万方/天（原供气量 20 万方/天）；（3）连接沁水县城方向的管道，现日供气 20 万方；（4）公司与山西国化能源有限责任公司签署了框架协议，连通“胡底—固县”线，可以汇入山西国化能源有限责任公司的“临（汾）—长（治）”线，具备向邯郸、太原方向供气条件，供气能力为 30 万方/日，2017 年下半年已通气。

表20： 公司目前对外管输能力情况

序号	外送管线	供应对象	管输能力（万方/日）
1	“西气东输”管道	晋城市居民、长治市居民以及晋城天煜新能源有限公司	80
2	“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道	河南	55
3	连接沁水县城方向的管道	沁水县城	20
4	国化线：“胡底—固县”线	汇入山西国化能源有限责任公司的“临（汾）—长（治）”线，具备向邯郸、太原方向供气条件	30
合计			185

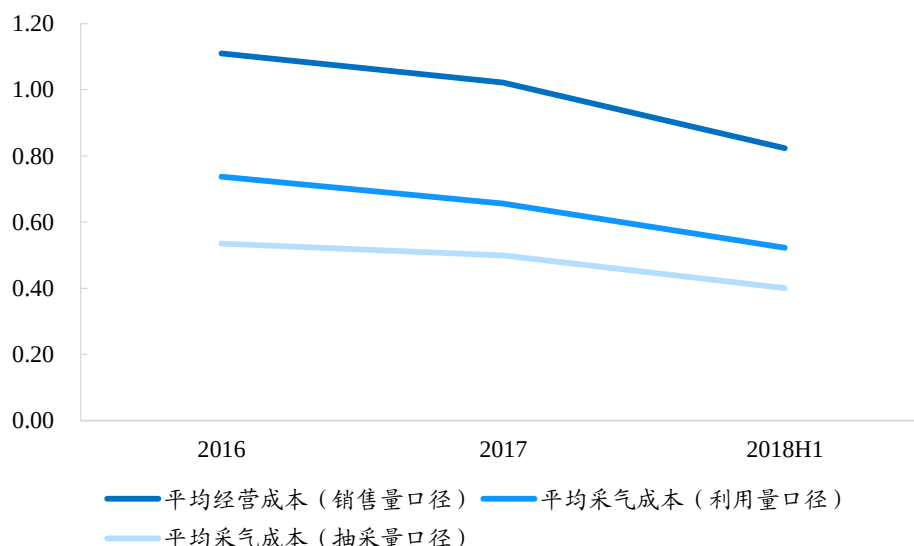
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司短期内有望增加约 30 万方/日对外管输能力。公司拟推动连接沁水县城的管线与山西省国新能源股份有限公司的管网联接，有望增加每日 30 万方的外输能力。

3.1.2、公司平均采气成本持续降低，秋冬季议价能力有望提升

公司平均采气成本持续降低。公司经营状况良好，通过技术积累和优化管理，推动平均采气成本持续走低，2016 年、2017 年公司以利用量为基准的平均采气成本分别为 0.74 元/立方米、0.66 元/立方米。2018 年中报，公司以利用量为基准的平均采气成本低至 0.52 元/立方米，展现了公司在技术和管理上的持续努力。

图17： 公司平均采气成本及平均经营成本持续走低（元/立方米）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所：平均经营成本（销售量口径）=销售成本/销售量；平均采气成本（利用量口径）=销售成本/利用量；平均采气成本（抽采量口径）=销售成本/抽采量

秋冬季公司议价能力有望提升。2017年，由于供暖季“煤改气”力度较大，天然气供应紧张，公司煤层气销售价格上涨明显，2017年全年的平均销售单价为1.60元/立方米，同比增长7.38%。根据《中国天然气发展报告（2018）》的预测，2018年中国天然气仍会是快速发展的一年，预计表现消费量在2710亿立方米左右（不含向港、澳供气），同比增长13.5%。然而，在供给端，国内对供给端贡献最大的常规天然气供给能力很难出现大幅提升，我们预计全年大概增速为5.5%。因此我们认为，在天然气消费端持续旺盛的状况下，2018年秋冬季天然气供应仍然不容乐观。

根据2018年8月公司发布的《关于新增2018年度日常关联交易的公告》，蓝焰煤层气与国化能源签订煤层气销售合同，煤层气价格为1.78元/立方米；蓝焰煤层气与国兴煤层气签订了煤层气销售合同，供气价格为1.79元/立方米，采暖期价格在非采暖期价格基础上上浮20%。公司与国化能源和国兴煤层气签订的最新煤层气销售价（1.78、1.79元/立方米），均高于2017年公司全年的平均销售单价（1.60元/立方米）。

表21： 公司平均销售价格情况

项目	2016	2017	2018H1
煤层气销售收入（亿元）	10.29	11.21	5.39
煤层气销售量（亿立方米）	6.91	7	3.52
平均销售单价（元/立方米）	1.49	1.60	1.53

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：平均销售单价=销售收入/销售量

3.2、长期：新区块落地将带来资源量大幅增长

3.2.1、2017年公司已中标4个煤层气勘探区块勘探权，多个采矿权获取正在稳步推进

公司现有15亿立方米的年生产规模。截至2016年12月，蓝焰煤层气抽采范围已覆盖山西省高瓦斯矿区，形成年抽采能力15亿立方米的生产规模，煤层气日均利用量250万立方米。截至2016年6月30日，蓝焰煤层气及其下属子公司煤层

气井合计数量为 2064 口，其中在建数量为 585 口。此外，蓝焰煤层气还分别为晋煤集团、蓝焰煤业、山西长平煤业有限责任公司、晋煤集团赵庄煤业有限责任公司管理和运营煤层气井，合计数量为 1366 口。

表22: 蓝焰煤层气及其下属子公司煤层气井的分布情况(截至 2016 年 6 月 30 日)

项目	井数(口)	矿区	备注
蓝焰煤层气	672	成庄矿、东曲矿、赵庄矿、寺河矿、马兰矿、沁城矿、屯兰矿、原相矿、东曲矿、其中 223 口气井处于在建杜儿坪矿、马兰矿等	
左权蓝焰	206	正明矿、正行矿、正太矿、宏远矿	其中 153 口气井处于在建
西山蓝焰	331	马兰矿、屯兰矿、西铭矿、东曲矿	-
漾泉蓝焰	631	寺家庄矿、阳煤五矿	其中 73 口气井处于在建
吕梁蓝焰	204	贺西矿、沙曲矿	其中 136 口气井处于在建
美锦公司	20	东于矿	-
合计	2064		585

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表23: 蓝焰煤层气为其他企业管理和运营煤层气井的情况(截至 2016 年 6 月 30 日)

企业	井数(口)	矿区
晋煤集团	744	寺河矿、郑庄矿
蓝焰煤业	511	成庄矿、胡底矿
山西长平煤业有限责任公司	45	-
晋煤集团赵庄煤业有限责任公司	66	-
合计	1366	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司多个采矿权获取正在稳步推进。根据重大资产重组方案，并在晋煤集团对公司争取层煤气资源的有力支持下，公司抓紧完善寺河、成庄 2 宗矿业权转让手续，积极申报赵庄、长平、郑庄、胡底 4 宗煤层气矿业权，已取得储量评审备案等批复文件，开发方案已通过省国土厅专家评审。

表24: 公司正在推进的煤层气采矿权变更情况

矿山名称	采矿许可证证号	矿区类型	采矿权转让方	采矿权受让方	面积(平方千米)
山西沁水盆地寺河煤矿(东区)煤层气开采	02000010100007	采矿权	晋煤集团	蓝焰煤层气	37.613
山西沁水盆地成庄煤矿煤层气开采	02000010100006	采矿权	蓝焰煤业	蓝焰煤层气	70.129
合计					107.742

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表25: 公司郑庄、胡底推进的煤层气采矿权新设情况

煤矿或区块	矿权类型	申报面积(平方千米)
郑庄煤矿	采矿权	36.589
胡底煤矿	采矿权	22.907
合计		59.496

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2017 年公司已中标 4 个煤层气勘探区块勘探权。2017 年 11 月，公司及全资子公司蓝焰煤层气分别就中标的煤层气勘查区块与山西省国土资源厅签署了《2017 年山西省煤层气探矿权出让合同》，取得了山西省煤层气探矿权公开出让项目的和顺横岭（50.52 平方千米）、柳林石西（271.15 平方千米）、和顺西（91.18 平方千米）和武乡南（203.16 平方千米）四个区块的煤层气探矿权，涉及面积共计 616 平方千米，占比出让区块总面积的 30.15%。4 个煤层气勘探区块均位于煤层气国家规划矿区，是国家和山西省煤层气勘查开发的重点区域。《2017 年山西省煤层气探矿权出让合同》的签订和实施，有利于增加公司的煤层气资源储备，开辟新的勘查开发区块，扩大煤层气业务规模，提升公司煤层气产业竞争力和可持续发展能力。

表26： 2017 年山西省煤层气探矿权出让结果

区块名称	地理位置	面积（平方千米）	中标人
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
公司中标合计		616.01	
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	安泽县、古县、浮山县	181.51	山西尚道实业有限公司
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
总中标合计		2043.46	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表27： 公司 4 个煤层气勘探区块具体勘查投入情况

区块名称	总投入（万元）	第一年度（万元）	第二年度（万元）	第三年度（万元）	承诺方
和顺横岭	13738.84	4460.86	2965.76	6312.22	山西蓝焰控股股份有限公司
柳林石西	5322.91	817.54	1876.93	2628.44	山西蓝焰煤层气集团有限责任公司
和顺西	10937.39	2159.64	3446.47	5331.28	
武乡南	14895.22	2432.42	5488.05	6974.75	
合计	44894.36	9870.46	13777.21	21246.69	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：上述勘查投入范围包括：探井、试采、二维地震数据采集及解译、三维地震数据收集及解译、其他物化探工作、分析测试、其他地质工作、综合研究、管理费、其他费用。

柳林区块推进超预期，与国新能源管网建成。2018 年 7 月 31 日，柳林石西区块一号勘探井成功点火为山西省首批公开出让的十个煤层气中首个勘探施工点火的区块；柳林石西煤层气管线已完成招标，正在施工。截至 2018 年中报，四个区块地质填图 539.81 平方千米，完成工作量的 88%。二维地震正在进行野外勘探数据采集工作。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。同时，柳林区块对接到国新能源的 6km 管网已于 2018 年 5 月底开工建设，预计 2018 年内建成。

3.2.2、2018 年山西省预计还有 15 个煤层气勘查区块公开出让

根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，2017 年投放 10-15 个探矿权，2018 年投放 10-15 个探矿权。出让期限为三年，全面实施勘查承诺制，到期未完成勘查承诺的按比例核减区块面积。预期新增探明地质储量 300 亿立方米。2017 年已经投放了 10 个探矿权，因此我们预计 2018 年有望继续投放 15 个煤层气勘查区块。

表28： 山西省煤层气重点勘查规划（2016-2020 年）

类型	矿区名称	新增储量（亿立方米）
已有煤层气探矿权（11 个）	白壁关、寿阳西、宁武南、晋城斜坡郑庄、河曲、紫金山、石楼南、和顺、乡宁、王村—夏庄、伯方	260-350
勘查规划区块（25 个）	榆社东、武乡东、榆社武乡、洪洞、洪洞西、古县南、浮山、临汾、临汾南、临汾西等区块 25 处	300
综合勘查	已设置油气矿业权	晋中、阳泉西、大同、河津—永济
	已设置煤炭探矿权	郑庄、胡底、高家庄、孟家村、西上庄、靛头、南湾、梨八沟、庞壁一号、庞壁二号、沙女、史家庄、王家山、石家庄、舍科、曲立。
	已设置煤炭采矿权	山西煤炭运销集团盛泰煤业有限公司等区块 800 余处。煤炭采空区煤层气资源利用项目若干。
小计		680-770

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，新时代证券研究所

4、盈利预测与投资建议

（1）煤层气销售业务：假设公司 2018 年-2020 年煤层气销售量 8.10、8.91、9.80 亿方，平均销售单价稳步提升、平均采气成本稳步下降。

（2）气井建造工程业务：假设公司气井建造工程业务基本保持平稳，小幅提升。

（3）瓦斯治理服务业务：假设公司瓦斯治理服务业务基本保持平稳，稳步提升。

表29： 财务预测的关键假设

项目	指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入（万元）	125,095.55	190,371.94	217,332.33	240,683.41	266,703.79
	YOY（%）		52.18%	14.16%	10.74%	10.81%
	毛利（万元）	33,827.37	64,809.83	91,151.22	107,589.34	122,756.54
	毛利率（%）	27.04%	34.04%	41.94%	44.70%	46.03%
煤层气销售	营业收入（万元）	102,932.31	112,107.47	133,584.00	151,395.20	171,432.80
	YOY（%）		8.91%	19.16%	13.33%	13.24%
	毛利（万元）	26,216.70	40,645.61	64,768.00	80,150.40	93,063.52
	毛利率（%）	25.47%	36.26%	48.48%	52.94%	54.29%
气井建造工程	营业收入（万元）	17,386.36	46,964.28	44,437.67	46,659.55	48,992.53
	YOY（%）		170.12%	-5.38%	5.00%	5.00%
	毛利（万元）	7,278.10	16,756.14	17,228.36	17,368.60	18,615.65
	毛利率（%）	41.86%	35.68%	38.77%	37.22%	38.00%
瓦斯治理服务	营业收入（万元）		28,252.16	33,180.00	36,498.00	40,147.80

		YOY (%)	17.44%	10.00%	10.00%
		毛利 (万元)	7,795.19	9154.85	10070.34
		毛利率 (%)	27.59%	27.59%	27.59%
其他	营业收入 (万元)	4776.88	3048.03	6130.66	6130.66
	YOY (%)		-36.19%	101.14%	0.00%
	毛利 (万元)	332.57	-387.11	2300.49	2300.49
	毛利率 (%)	6.96%	-12.70%	37.52%	37.52%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.72、0.82 和 0.95 元。当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 18.2、16.1 和 13.8 倍。公司作为煤层气行业龙头, 将充分受益煤层气行业的历史发展机遇, 业绩短期和长期确定性均较强。同时, 山西燃气集团的改革正在推进中, 公司作为晋煤集团旗下唯一上市平台, 有望最先受益, 首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

煤层气需求不及预期, 政策推进不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1864	3158	2595	2965	3367	营业收入	1251	1904	2173	2407	2667
现金	316	1286	652	723	996	营业成本	913	1256	1262	1331	1439
应收账款	1008	863	1273	1092	1529	营业税金及附加	42	22	26	28	31
其他应收款	114	93	143	118	171	营业费用	33	22	26	28	31
预付账款	33	24	41	31	49	管理费用	261	201	230	254	282
存货	101	518	104	553	157	财务费用	156	164	173	210	218
其他流动资产	292	374	381	449	464	资产减值损失	15	3	4	4	4
非流动资产	4362	4194	4904	5422	5891	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	3274	3249	4161	4972	5753	营业利润	-168	599	852	968	1124
无形资产	66	73	-142	-386	-670	营业外收入	611	0	0	0	0
其他非流动资产	1022	873	884	836	807	营业外支出	5	2	2	2	2
资产总计	6226	7353	7499	8386	9257	利润总额	438	597	851	966	1122
流动负债	3112	3245	2684	2845	2904	所得税	58	122	173	197	229
短期借款	300	850	874	1348	850	净利润	380	475	677	769	893
应付账款	782	809	789	897	927	少数股东损益	-5	-14	-20	-23	-26
其他流动负债	2030	1586	1020	599	1127	归属母公司净利润	384	489	697	792	920
非流动负债	1629	846	877	834	753	EBITDA	830	939	1055	1238	1429
长期借款	1134	542	572	530	448	EPS(元)	0.40	0.51	0.72	0.82	0.95
其他非流动负债	495	305	305	305	305						
负债合计	4740	4092	3561	3679	3657	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	114	100	80	57	31	成长能力					
股本	777	968	968	968	968	营业收入(%)	-24.4	52.2	14.2	10.7	10.8
资本公积	-132	976	976	976	976	营业利润(%)	91.5	455.7	42.4	13.6	16.1
留存收益	724	1213	1890	2660	3553	归属于母公司净利润(%)	-124.6	27.3	42.5	13.6	16.1
归属母公司股东权益	1372	3161	3858	4650	5570	获利能力					
负债和股东权益	6226	7353	7499	8386	9257	毛利率(%)	27.0	34.0	41.9	44.7	46.0
						净利率(%)	30.7	25.7	32.1	32.9	34.5
						ROE(%)	25.5	14.6	17.2	16.3	16.0
						ROIC(%)	9.9	8.5	12.3	11.7	12.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	76.1	55.7	47.5	43.9	39.5
						净负债比率(%)	159.5	39.8	23.8	28.1	8.8
						流动比率	0.6	1.0	1.0	1.0	1.2
						速动比率	0.6	0.8	0.9	0.8	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
						应付账款周转率	0.6	1.6	1.6	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.72	0.82	0.95
						每股经营现金流(最新摊薄)	-2.63	0.26	1.45	0.57	1.83
						每股净资产(最新摊薄)	1.42	3.27	3.99	4.81	5.76
						估值比率					
						P/E	33.1	26.0	18.2	16.1	13.8
						P/B	9.3	4.0	3.3	2.7	2.3
						EV/EBITDA	18.9	15.4	13.3	11.6	9.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
经营活动现金流	540	706	1406	548	1769						
净利润	380	475	677	769	893						
折旧摊销	309	293	163	207	250						
财务费用	156	164	173	210	218						
投资损失	0	0	0	0	0						
营运资金变动	-326	-234	394	-638	407						
其他经营现金流	22	7	0	0	0						
投资活动现金流	105	-568	-873	-725	-719						
资本支出	87	47	710	518	469						
长期投资	0	0	0	0	0						
其他投资现金流	192	-521	-163	-207	-250						
筹资活动现金流	-760	785	-1192	-228	-278						
短期借款	-869	550	0	0	0						
长期借款	-1608	-592	31	-43	-82						
普通股增加	263	191	0	0	0						
资本公积增加	-716	1107	0	0	0						
其他筹资现金流	2169	-472	-1223	-185	-196						
现金净增加额	-115	922	-658	-404	772						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>