

燃气集团重组整合方案正式出台，公司迎来快速发展机遇

买入（维持）

2019年02月20日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@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)	22.20	16.90	14.15	11.43

投资要点

■ **事件：**公司发布《关于公司控股股东拟发生变更的提示性公告》，核心内容包括两点：1) 控股股东晋煤集团将其持有的上市公司40.05%的股权划拨至山西燃气集团。2) 较为明确和详细地披露了山西燃气集团的重组整合方案。

■ **山西燃气集团的重组整合方案详解：**1) 省内投资者（包括原控股股东晋煤集团；山西省国资委旗下的煤气化集团、山西能交投、山煤投资集团、同煤集团、阳煤集团、西山煤电、潞安集团）将旗下所有燃气资产注入燃气集团。2) 省外投资者（包括华润燃气、中石油昆仑、香港中华燃气、国开金融、中国信达）以货币出资或者下沉部分股权的形式对燃气集团进行增资。（详情请见正文部分）

■ **股东变更和重组方案对公司的影响：**1) 此次公告是控股股东晋煤集团转发山西省国资委的通知，意味着**该资产重组方案并不是多方协议或者框架，而是需要严格执行的官方通知**。相比2017、2018年多方利益博弈燃气集团的控制权导致资产重组方案迟迟不能出台，此次通知下发且严格明确操作步骤，预计后续资产重组方案推进节奏会显著加快。

2) 我们观察省属资产对于燃气集团的资产注入，发现山西省国资委旗下的晋煤集团、煤气化集团、山西能交投、山煤投资集团、同煤集团、阳煤集团、西山煤电、潞安集团已将所有燃气资产划入，尤其是晋煤集团，几乎将旗下所有优质资产注入，充分体现山西省国资委对于燃气集团的高度重视，考虑到前段时间山西省明确2019年将全面实行煤层气矿业权退出机制，后续政策扶持和区块投入力度值得期待。

3) 由于资产重组方案最终还是要落脚于上市公司的业绩，根据重组目标：力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能；到2020年，自身煤层气抽采规模将达43亿立方米；与央企合作形成100亿立方米抽采规模。目前公司已形成产能约为16亿方/年，实际销售量约为8亿方/年，意味着如果要完成资产重组的目标，即使不考虑与央企合作形成的产能，则2019、2020年两年之内需要再造1.5个蓝焰控股。公司目前在手新增四大区块柳林石西、和顺横岭、和顺西、武乡南，其中柳林石西预计将于上半年形成有效产能，其他区块开发有序进行，气量增长潜力充足，在规划目标已经明确的形势下，我们预计未来2-3年内公司新区块的进展会显著加快，气量销售有望实现较快增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为6.53、7.75、9.56亿，对应EPS为0.67、0.80、0.99元，对应PE为17、14、11倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**煤层气销量增速不达预期、销售价格下跌

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.32
一年最低/最高价	9.02/14.58
市净率(倍)	3.01
流通A股市值(百万元)	5815.62

基础数据

每股净资产(元)	3.76
资产负债率(%)	49.98
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)：业绩增长符合预期，静待四季度新区块贡献》2018-10-30
- 2、《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》2018-08-27
- 3、《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

事件：

公司发布《关于公司控股股东拟发生变更的提示性公告》，核心内容包括两点：

- 1) 控股股东晋煤集团将其持有的上市公司 40.05% 的股权划拨至山西燃气集团。
- 2) 较为明确和详细地披露了山西燃气集团的重组整合方案。

山西燃气集团的重组整合方案详解

第一部分：省内投资者（包括原控股股东晋煤集团；山西省国资委旗下的煤气化集团、山西能交投、山煤投资集团、同煤集团、阳煤集团、西山煤电、潞安集团）

1) 原控股股东晋煤集团以其所持有的上市公司 40.05% 股份价值向燃气集团增资。

2) 原控股股东晋煤集团以其所持有的所有燃气资产向燃气集团增资，该部分燃气资产具体包括：山西铭石煤层气利用股份有限公司 98.55% 股权、晋城天煜新能源有限公司 60% 股权、山西能源煤层气有限公司 52% 股权、易安蓝焰煤与煤层气共采技术有限责任公司 100% 股权、山西晋城煤层气天然气集输有限公司 60% 股权、山西晨光物流有限公司 54.85% 股权，以及山西易高煤层气有限公司 30% 股权。

3) 原控股股东晋煤集团以其所持有的煤矿资产向燃气集团增资，该部分煤矿资产具体包括：山西晋煤集团赵庄煤业有限责任公司 100% 股权。

4) 太原煤炭气化（集团）有限责任公司以其所持有的所有燃气资产向燃气集团增资，该部分燃气资产具体包括（不包括其本来持有的蓝焰控股 13.38% 股份）：太原煤炭气化（集团）晋中燃气有限公司 70% 股权、太原市煤气安装工程有限责任公司 100% 股权、太原天然气有限公司 97.92% 股权、太原市液化石油气有限公司 100% 股权、山西华腾能源科技有限公司 100% 股权、太原煤炭气化（集团）临汾燃气有限公司 95% 股权、太原煤气化燃气集团有限责任公司 100% 股权、山西燃气用具检测有限公司 100% 股权、左权燃气有限责任公司 65% 股权。

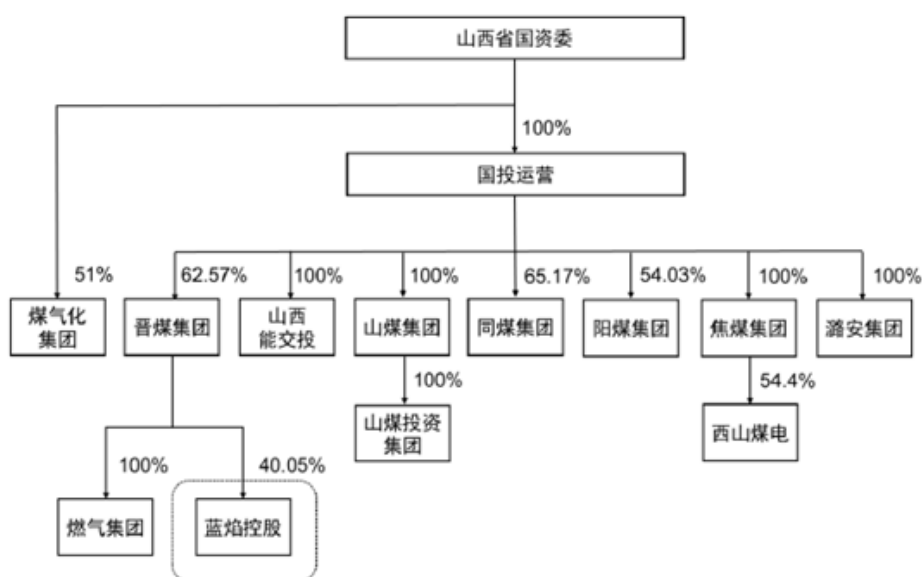
5) 山西能源交通投资有限公司以其所持有的所有燃气资产向燃气集团增资，该部

分燃气资产具体包括：山西能源产业集团有限责任公司 100% 股权。

6) 山煤投资集团有限公司以其所持有的所有燃气资产向燃气集团增资，该部分燃气资产具体包括：山西煤层气有限责任公司 30% 股权。

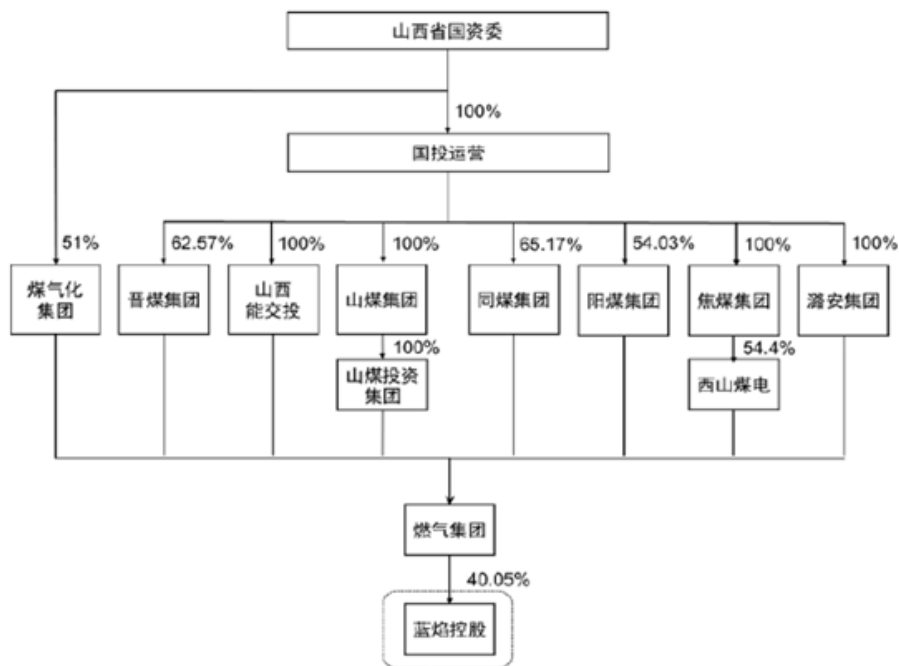
7) 省内四大煤矿企业：大同煤矿集团有限责任公司、阳泉煤业（集团）有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司所属子公司山西西山煤电股份有限公司、山西潞安矿业（集团）有限责任公司分别以货币出资 5000 万元，通过非公开协议方式向燃气集团增资。

图 1：本次控股股东变更前公司的股权关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：本次控股股东变更后公司的股权关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

第二部分：省外投资者（包括华润燃气、中石油昆仑、香港中华燃气、国开金融、中国信达）

1) 华润燃气投资（中国）有限公司、中石油昆仑燃气有限公司、香港中华煤气有限公司以货币出资方式（具体增资额以各企业最终的决策为准），通过非公开协议方式向燃气集团进行增资。

2) 晋煤集团股东方国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）、中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“中国信达”）采取“不动用现金、下沉部分股权”的方式，在燃气集团实现持股。

重组方案的实施步骤和规划目标

1) 实施步骤：3月底前，完成省内燃气资产的整合重组和煤矿的注入，并同步引入省内四家煤炭企业增资入股。然后推进国开金融、中国信达“股权下沉”和引进省外战略投资者。燃气集团重组工作全面完成后，同步实施燃气集团由有限责任公司向股份有限公司的改造工作。

2) 规划目标：力争3-5年内形成30-50亿立方米/年的新增产能（2018年公司产能为16亿方/年，产量为8亿方/年），到2020年，自身煤层气抽采规模将达43亿立方米，与央企合作形成100亿立方米抽采规模，全省煤矿井下瓦斯65-70亿立方米抽采规模，

努力实现 200 亿立方米的产量目标。

股东变更和重组方案对公司的影响

1) 此次公告是控股股东晋煤集团转发山西省国资委的通知，意味着该资产重组方案并不是多方协议或者框架，而是需要严格执行的官方通知。相比 2017、2018 年多方利益博弈燃气集团的控制权导致资产重组方案迟迟不能出台，此次通知下发后，且严格明确了操作步骤，预计后续资产重组方案推进节奏会显著加快。

2) 我们观察省属资产对于燃气集团的资产注入，发现山西省国资委旗下的晋煤集团、煤气化集团、山西能交投、山煤投资集团、同煤集团、阳煤集团、西山煤电、潞安集团已将所有燃气资产划入，尤其是晋煤集团，几乎将旗下所有优质资产注入，充分体现山西省国资委对于燃气集团的高度重视，考虑到前段时间山西省明确 2019 年将全面实行煤层气矿业权退出机制，后续政策扶持和区块投入力度值得期待。

3) 由于资产重组方案最终还是要落脚于上市公司的业绩，根据重组目标：力争 3-5 年内形成 30-50 亿立方米/年的新增产能；到 2020 年，自身煤层气抽采规模将达 43 亿立方米；与央企合作形成 100 亿立方米抽采规模。目前公司已形成产能约为 16 亿方/年，实际销售量约为 8 亿方/年，意味着如果要完成资产重组的目标，即使不考虑与央企合作形成的产能，则 2019、2020 年两年之内需要再造 1.5 个蓝焰控股。公司目前在手新增四大区块柳林石西、和顺横岭、和顺西、武乡南，其中柳林石西预计将于上半年形成有效产能，其他区块开发有序进行，气量增长潜力充足，在规划目标已经明确的形势下，我们预计未来 2-3 年内公司新区块的进展会显著加快，气量销售有望实现较快增长。

盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 6.53、7.75、9.56 亿，对应 EPS 为 0.67、0.80、0.99 元，对应 PE 为 17、14、11 倍，维持“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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		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%
折旧和摊销	-298.9	1107.0	544.0	725.5	P/E	22.20	16.90	14.15	11.43

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>

