蓝焰控股(000968)/ 煤层气销售业务继续向好

评级：增持(维持)

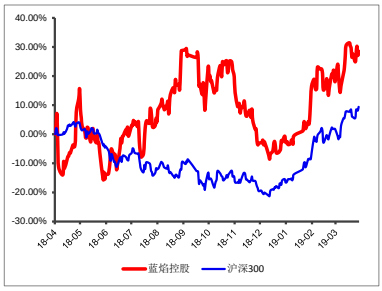
市场价格： 14.06

分析师：李俊松
执业证书编号：S0740518030001
Email：lijs@r.qlzq.com.cn
分析师：张绪成
执业证书编号：S0740518050002
Email：zhangxc@r.qlzq.com.cn
分析师：陈晨
执业证书编号：S0740518070011
Email：chenchen@r.qlzq.com.cn
研究助理：王瀚
Email：wanghan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	967.5
流通股本(百万股)	513.4
市价(元)	14.06
市值(百万元)	13,603.1
流通市值(百万元)	7,218.9

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 新区块加快开发，财政补贴有望延续

2 煤层气销售主业继续增长，新区块建设将成未来重要看点

3 蓝焰控股 2017 年报及 2018 一季报点评：降本控费显著，煤层气销售业务盈利能力提升

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,904	2,333	2,499	2,676	2,868
增长率 yoy%	52.18%	22.57%	7.10%	7.09%	7.17%
净利润	489	679	773	837	907
增长率 yoy%	27.30%	38.66%	13.97%	8.27%	8.28%
每股收益（元）	0.51	0.70	0.80	0.87	0.94
每股现金流量	0.73	0.71	1.35	1.12	1.51
净资产收益率	15.48%	17.67%	16.78%	15.38%	14.27%
P/E	27.80	20.05	17.59	16.25	15.00
PEG	1.39	2.00	0.68	0.81	1.50
P/B	4.30	3.54	2.95	2.50	2.14

备注：

投资要点

- **公司披露 2018 年度报告：**2018 年实现营业收入 23.33 亿元（+22.57%），归属于上市公司股东净利润 6.79 亿元（+38.66%），其中 Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别为 1.1、2.2、1.5 和 2.0 亿元，扣非后为 6.73 亿元（+39.81%），基本每股收益为 0.7 元/股（+32.08%），加权平均 ROE 达到 19.39%（同比增长 0.5 个 pct）。

- **煤层气销售业务盈利能力向好，毛利率创 2015 年以来新高。**报告期内，公司煤层气开采量 14.6 亿立方米（+2.2%），利用 11.5 亿方（+5.5%），煤层气销售量 6.87 亿方（-1.9%），销售利用率 46.9%，据此推测，约有 4.63 亿立方煤层气未能获得收入。煤层气销售业务实现收入 11.82 亿元（+5.4%），销售成本 6.75 亿元（-5.5%），单位煤层气售价 1.72 元（同比增加 0.12 元/立方米），单位销售成本为 0.98 元（-4%），公司根据市场变化及时调整产品售价，煤层气业务盈利有所增加，毛利率提升到 42.9%，创 2015 年以来新高。根据公司 2019 年一季度报告，公司实现营业收入 4.07 亿元（+17.6%），归属于上市公司股东净利润 1.26 亿元（+14.9%），主要系公司煤层气销售和售价同比均有所增加所致。

- **气井建造工程业务量增加，瓦斯治理业务未来向好发展。**报告期内，第二大收入来源气井建造工程业务量大幅增加，收入达到 8.44 亿元（+80%），毛利 3.39 亿元（+102%），毛利率 40.17%（同比增加 4.5pct）。第三大业务瓦斯治理业务实现收入 2.82 亿元，同比略减 0.2%，营业成本 2.35 亿元，同比大幅增加 14.7%，毛利 0.47 亿元，同比大幅下降 39.3%。公司控股股东晋煤集团从 2017 年起将本企业范围内的地面瓦斯治理（煤层气抽采）全部委托给蓝焰煤层气，凭借控股股东支持，该项业务未来持续向好发展。

- **2018 年共获得销售补贴 2.57 亿元，增值税退税 0.55 亿元，合计折合单位补贴 0.45 元/立方米。**国家和山西省政府积极支持煤层气抽采业务，“十三五”期间中央财政补贴 0.3 元/立方米，山西省政府在三年瓦斯抽采全覆盖工程实施期间补贴 0.1 元/立方米，此外公司还享受增值税退税补贴优惠。2018 年，公司获得煤层气销售补贴 2.57 亿元，折合单位煤层气补贴 0.37 元，增值税退税 0.55 亿元，折合单位煤层气退税 0.08 元。

- **销售费用和财务费用持续下降，管理费用微增。**报告期内，公司销售费用 0.19 亿元（-14.17%），主要由于报告期内受地区道路施工、CNG 车辆到期报废等因素影响，承运业务量同比减少，发生的运输费用也相应减少。管理费用 1.51 亿元（+6.43%），系职工薪酬增加所致。财务费用 1.38 亿元（-15.57%），系短期借款减少所致。三项期间费用合计 3.08 亿元（-5.96%），期间费用率为 13.2%，同比下滑 4 个 pct。

- **蓝焰煤层气完成资产注入时候的承诺净利润。**蓝焰煤层气 2018 年度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 71,662.33 万元，业绩承诺为 68,687.21 万元，完成率为 104.33%，完成了 2018 年度的业绩承诺。

- **新区块稳步推进，燃气集团加快山西省内资源整合。**截至 2019 年 3 月底，公司 4 个新区块项目稳步推进中，其中柳林石西累计完钻 34 口井，累计压裂 18 口，并进行了试气成功点火；武乡南区块，累计完钻 13 口井，压裂 10 口井，进行了试气验证；和顺横岭区块，累计完钻 3 口井，压裂 1 口井；和顺西区块，累计放点 13 个。根据《山西燃气集团有限公司重组整合实施方案》，公司控股股东山西燃气集团力争 3-5 年内形成 30-50 亿立方米的新增产能。通过业务统筹、资源整合、产业创新，逐步构建煤层气（燃气）产业上、中、下游全产业

链，形成“煤层气、天然气、焦炉煤气”多气源开发利用格局，2020 年，把燃气集团打造成具有较强国际竞争力的“山西燃气”品牌企业，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。

- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2019-2021 年归属于母公司股东净利润分别为 7.7、8.4、9.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、0.87、0.94 元，同比增长 14%、8.3%、8.3%，当前股价 14.06 元对应 PE 分别为 18X、16X、15X，给予“增持”评级。
- **风险提示:**（1）天然气销售价格下滑风险;（2）政策补贴可能有变风险;（3）管网输送以及下游消费市场开发可能不及预期风险等。

图表 1：蓝焰控股煤层气销售业务详细

煤层气销售	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
抽采量（亿立方米）	14.30	14.53	14.11	14.3	14.6	14.8	14.9	15.1
yoy		1.6%	-2.9%	1.6%	2.2%	1.0%	1.0%	1.0%
利用量（亿立方米）			10.4	10.9	11.50	-	-	-
销售量（亿立方米）	8.72	7.70	6.91	7.00	6.87	7.02	7.17	7.32
销售利用率（%）	60.9%	53.0%	49.0%	48.8%	46.9%	47.5%	48.0%	48.5%
煤层气销售合计收入（百万元）	1,253.35	1,185.85	1,029.32	1,121.07	1,181.68	1,232.25	1,282.83	1,335.34
煤层气销售成本（百万元）	685.96	761.43	767.15	714.6	675.2	697.2	718.7	740.8
单位售价（元/立方米）	1.44	1.54	1.49	1.60	1.72	1.75	1.79	1.83
yoy		7%	-3%	8%	7%	2%	2%	2%
单位成本（元/立方米）	0.79	0.99	1.11	1.02	0.98	0.99	1.00	1.01
yoy		26%	12%	-8%	-4%	1%	1%	1%
毛利（百万元）	567	424	262	406	506	535	564	595
毛利率（%）	45.27%	35.79%	25.47%	36.3%	42.9%	43.4%	44.0%	44.5%

来源：中泰证券研究所

图表 2：蓝焰控股气井建造工程业务详细

气井建造工程	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）	141	154.78	174	470	844	928	1021	1123
yoy		10%	12%	170%	80%	10%	10%	10%
成本（百万元）	113	139	101	302	505	555	611	672
yoy		23%	-27%	199%	67%	10%	10%	10%
毛利（百万元）	28	15	73	168	339	373	410	451
yoy		-45%	372%	130%	102%	10%	10%	10%
毛利率（%）	20.02%	9.97%	41.86%	35.68%	40.17%	40.17%	40.17%	40.17%

来源：中泰证券研究所

图表 3：蓝焰控股瓦斯治理服务业务详细

瓦斯治理服务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）				283	282	310	341	375
yoy					-0.2%	10%	10%	10%
成本（百万元）				205	235	246	259	272
yoy					14.7%	5%	5%	5%
毛利（百万元）				78	47	64	82	104
yoy					-39.3%	34.8%	29.3%	25.7%
毛利率（%）				27.59%	16.77%	20.55%	24.16%	27.61%

来源：中泰证券研究所

图表4：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**1,904**	**2,333**	**2,499**	**2,676**	**2,868**
增长率	*52.2%*	*22.6%*	*7.1%*	*7.1%*	*7.2%*
营业成本	-1,256	-1,439	-1,526	-1,618	-1,717
%销售收入	*66.0%*	*61.7%*	*61.1%*	*60.5%*	*59.9%*
毛利	648	894	973	1,058	1,151
%销售收入	*34.0%*	*38.3%*	*38.9%*	*39.5%*	*40.1%*
营业税金及附加	-22	-22	-25	-27	-29
%销售收入	*1.2%*	*0.9%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-22	-19	-21	-23	-24
%销售收入	*1.2%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
管理费用	-201	-151	-162	-174	-186
%销售收入	*10.6%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.5%*
息税前利润（EBIT）	402	702	764	835	911
%销售收入	*21.1%*	*30.1%*	*30.6%*	*31.2%*	*31.8%*
财务费用	-164	-138	-150	-150	-150
%销售收入	*8.6%*	*5.9%*	*6.0%*	*5.6%*	*5.2%*
资产减值损失	3	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	242	570	614	685	761
营业利润率	*12.7%*	*24.4%*	*24.6%*	*25.6%*	*26.5%*
营业外收支	-2	-4	316	323	329
税前利润	**240**	**566**	**930**	**1,007**	**1,091**
利润率	*12.6%*	*24.3%*	*37.2%*	*37.6%*	*38.0%*
所得税	-122	-150	-172	-186	-202
所得税率	*50.7%*	*26.5%*	*18.5%*	*18.5%*	*18.5%*
净利润	475	667	758	821	889
少数股东损益	-14	-11	-15	-16	-18
归属于母公司的净利润	**489**	**679**	**773**	**837**	**907**
净利率	*25.7%*	*29.1%*	*30.9%*	*31.3%*	*31.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	475	667	758	821	889
加:折旧和摊销	293	305	310	327	342
资产减值准备	3	6	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	167	147	150	150	150
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	-14	-11	-15	-16	-18
营运资金的变动	-333	-413	87	-216	76
经营活动现金净流	**706**	**692**	**1,305**	**1,081**	**1,457**
固定资本投资	169	-108	-130	-130	-130
投资活动现金净流	**-568**	**-60**	**-140**	**-140**	**-140**
股利分配	0	0	0	0	0
其他	785	-872	719	-181	-179
筹资活动现金净流	**785**	**-872**	**719**	**-181**	**-179**
现金净流量	**922**	**-240**	**1,884**	**761**	**1,138**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,286	1,142	3,026	3,787	4,925
应收款项	1,298	2,327	1,361	2,391	1,429
存货	518	126	523	131	528
其他流动资产	56	78	85	90	98
流动资产	3,158	3,673	4,995	6,399	6,980
%总资产	*43.0%*	*46.0%*	*54.7%*	*61.8%*	*65.0%*
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,249	3,359	3,269	3,149	3,002
%总资产	*44.2%*	*42.1%*	*35.8%*	*30.4%*	*27.9%*
无形资产	73	73	80	87	94
非流动资产	4,194	4,306	4,137	3,953	3,763
%总资产	*57.0%*	*54.0%*	*45.3%*	*38.2%*	*35.0%*
资产总计	**7,353**	**7,979**	**9,132**	**10,351**	**10,743**
短期借款	850	100	850	850	850
应付款项	916	1,374	933	1,392	953
其他流动负债	1,480	1,085	1,031	979	930
流动负债	3,245	2,559	2,813	3,221	2,733
长期贷款	542	594	750	750	750
其他长期负债	305	897	887	877	869
负债	**4,092**	**4,049**	**4,450**	**4,848**	**4,351**
普通股股东权益	3,161	3,840	4,608	5,445	6,352
少数股东权益	100	89	74	58	40
负债股东权益合计	**7,353**	**7,979**	**9,132**	**10,351**	**10,743**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.51	0.70	0.80	0.87	0.94
每股净资产(元)	3.27	3.97	4.76	5.63	6.57
每股经营现金净流(元)	0.73	0.71	1.35	1.12	1.51
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	15.48%	17.67%	16.78%	15.38%	14.27%
总资产收益率	6.46%	8.37%	8.30%	7.93%	8.27%
投入资本收益率	16.30%	17.66%	13.26%	15.33%	16.63%
增长率					
营业总收入增长率	52.18%	22.57%	7.10%	7.09%	7.17%
EBIT增长率	-3263.76%	74.29%	9.90%	9.21%	9.19%
净利润增长率	27.30%	38.66%	13.97%	8.27%	8.28%
总资产增长率	18.09%	8.52%	14.46%	13.35%	3.78%
资产管理能力					
应收账款周转天数	196.4	242.2	230.1	218.6	207.7
存货周转天数	58.6	49.7	46.8	44.0	41.4
应付账款周转天数	228.1	250.2	237.7	225.8	214.5
固定资产周转天数	616.8	509.8	477.4	431.6	386.0
偿债能力					
净负债/股东权益	44.23%	-25.22%	-18.74%	-37.17%	-47.87%
EBIT利息保障倍数	2.4	5.0	5.1	5.6	6.1
资产负债率	55.65%	50.75%	48.73%	46.84%	40.50%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。