

蓝焰控股 (000968)

煤层气销售稳步增长，毛利率提升 买入（维持）

2020 年 04 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,887	2,321	2,623	3,016
同比（%）	-19.1%	23.0%	13.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	557	691	792	924
同比（%）	-17.9%	24.0%	14.6%	16.7%
每股收益（元/股）	0.58	0.71	0.82	0.96
P/E（倍）	14.16	11.42	9.97	8.54

投资要点

- **事件：**2019 年公司实现营业收入 18.87 亿元，同比减少 19.13%；归母净利润 5.57 亿元，同比减少 17.86%；加权平均 ROE 同比降低 5.83pct，至 13.56%，每 10 股派 0.5 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 3.72 亿元，同比减少 8.55%；归母净利润 1.00 亿元，同比减少 20.79%。
- **主营业务毛利率提升&结构优化带动整体毛利率提高 3.52pct。**2019 年公司整体毛利率提高 3.52pct 至 41.83%，主要系煤层气销售及气井建造工程业务毛利率提升，且高毛利率的煤层气销售业务占比提升所致。分板块来看，1) 煤层气销售实现营收 13.36 亿元，同比增长 13.05%，毛利率同比提升 3.11pct 至 45.97%；2) 气井建造工程实现营收 2.48 亿元，同比减少 70.58%，毛利率同比提升 10.82pct 至 50.99%；煤矿瓦斯治理实现营收 2.79 亿元，同比减少 1.13%，毛利率降低 0.43pct 至 16.34%。
- **煤层气销售量增长 13.68%，产销比提升 5.77pct 至 52.70%。**公司积极推进增储上产，2019 年完成煤层气产量 14.82 亿立方米，同比增长 1.23%，占全国的 25.05%；煤层气利用量 11.38 亿立方米，同比微降 1.04%，占全国的 21.05%；煤层气销售量 7.81 亿立方米，同比增长 13.68%，产销比提升 5.77pct 至 52.70%。
- **期间费用率上升 3.78pct。**2019 年公司期间费用同比增长 0.34%至 3.67 亿元，期间费用率上升 3.78pct 至 19.46%。其中因报告期内煤层气销量增加，相应运营成本增加，使销售费用增长 37.92%；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.58pct、上升 1.99pct、上升 0.22pct、上升 1.00pct 至 1.40%、8.45%、2.69%、6.92%。
- **加强回款使经营活动净现金流同比增加 24.71%。**2019 年公司经营活动净现金流净额 8.63 亿元，同比增加 24.71%，主要系报告期内加强销售回款，且收回上年末未结算收入款项；投资活动现金流净额-1.61 亿元，同比减少 170.4%；筹资活动现金流净额-4.22 亿元，同比增加 51.58%。
- **新区块项目进展顺利，依托集团发挥一体化协同优势。**公司武乡南、柳林石西、和顺西、和顺横岭、和顺马坊东 5 个新区块勘探进展顺利，累计完成钻井 203 口，压裂 68 口，已投运 40 口，其中柳林石西区区块试采日均产气量约 6.5 万立方米，并实现入网销售。上述区块的顺利实施有利于公司增储上产，提升可持续发展能力。此外，公司作为山西燃气集团核心的煤层气资产，有望借助集团上中下游的全产业链资源，快速发展煤层气开采业务，发挥一体化协同优势。
- **盈利预测与投资评级：**根据公司 19 年报披露的经营情况，我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.71、0.82、0.96 元，对应 PE 为 11、10、9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.16
一年最低/最高价	8.03/14.53
市净率(倍)	1.77
流通 A 股市值(百万元)	7893.41

基础数据

每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	47.83
总股本(百万股)	967.50
流通 A 股(百万股)	967.33

相关研究

- 1、《蓝焰控股 (000968)：19 年煤层气销售稳步增长，20Q1 售气量同增 10% 以上》2020-04-16
- 2、《蓝焰控股 (000968)：煤层气销售稳步增长，受工程及补贴政策影响业绩下降》2020-01-24
- 3、《蓝焰控股 (000968)：营收业绩稳健增长，经营现金流增加》2019-10-24

事件：

2019 年公司实现营业收入 18.87 亿元，同比减少 19.13%；归母净利润 5.57 亿元，同比减少 17.86%；加权平均 ROE 同比降低 5.83pct，至 13.56%，同时，宣告每 10 股派 0.5 元现金红利。20Q1 公司实现营业收入 3.72 亿元，同比减少 8.55%；归母净利润 1.00 亿元，同比减少 20.79%。

点评：**1. 煤层气销售稳步增长，毛利率提高 3.52pct**

主营业务毛利率提升&结构优化带动整体毛利率提高 3.52pct 至 41.83%。2019 年公司实现营业收入 18.87 亿元，同比减少 19.13%；归母净利润 5.57 亿元，同比减少 17.86%；扣非归母净利润 5.38 亿元，同比减少 20.07%，业绩下降主要系气井建造工程减少，以及煤层气补贴政策发生变化，公司仅按实际收到的补贴谨慎确认所致；整体毛利率提高 3.52pct 至 41.83%，主要系煤层气销售及气井建造工程业务毛利率提升，且高毛利率的煤层气销售业务占比提升所致。分板块来看，1) 煤层气销售实现营收 13.36 亿元，同比增长 13.05%，毛利率同比提升 3.11pct 至 45.97%；2) 气井建造工程实现营收 2.48 亿元，同比减少 70.58%，毛利率同比提升 10.82pct 至 50.99%；煤矿瓦斯治理实现营收 2.79 亿元，同比减少 1.13%，毛利率降低 0.43pct 至 16.34%。

煤层气销售量增长 13.68%，产销比提升 5.77pct 至 52.70%。公司积极推进增储上产，2019 年完成煤层气产量 14.82 亿立方米，同比增长 1.23%，占全国的 25.05%；煤层气利用量 11.38 亿立方米，同比微降 1.04%，占全国的 21.05%；煤层气销售量 7.81 亿立方米，同比增长 13.68%，产销比提升 5.77pct 至 52.70%。

期间费用率上升 3.78pct 至 19.46%。2019 年公司期间费用同比增长 0.34%至 3.67 亿元，期间费用率上升 3.78pct 至 19.46%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 37.92%、增加 5.71%、减少 12.1%、减少 5.55%至 0.26 亿元、1.59 亿元、0.51 亿元、1.31 亿元，销售费用增加较多主要是报告期内煤层气销售量增加，相应运营成本增加；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.58pct、上升 1.99pct、上升 0.22pct、上升 1.00pct 至 1.40%、8.45%、2.69%、6.92%。

周转率及财务杠杆下降使 ROE 同比降低 5.83pct。2019 年公司加权平均净资产收益率同比下降 5.83pct 至 13.56%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年公司销售净利率为 29.54%，同比提升 0.46pct，总资产周转率为 0.22（次），同比下降 0.08（次），权益乘数从 18 年的 2.19 降至 19 年的 2.05。

20Q1 煤层气销售量同增 10%以上。20Q1 公司实现营业收入 3.72 亿元，同比减少 8.55%；归母净利润 1.00 亿元，同比减少 20.79%。20Q1 公司煤层气销售量和销售收入

均同比增长 10%以上，但归母净利润同比减少，主要系：1) 煤层气开采利用中央财政补贴标准目前尚未确定，公司一季度未将该补贴确认为当期收益（上年同期按 0.3 元/立方米予以确认）；2) 部分煤矿瓦斯治理服务业务停止。

2. 资产负债率下降，营运效率提升

资产负债率下降，营运效率提升。2019 年公司资产负债率为 49.78%，同比下降 0.97pct。2019 年公司应收账款同比减少 26.01%至 15.9 亿元，应收账款周转天数同比增加 124.35 天至 356.65 天；存货同比增长 84.32%至 2.33 亿元，存货周转天数同比减少 21.68 天至 58.96 天；应付账款同比增长 34.21%至 15.99 亿元，应付账款周转天数同比增加 207.36 天至 457.53 天，使净营业周期同比减少 104.69 天至-41.92 天。

3. 加强回款致经营活动净现金流同比增加

经营活动净现金流同比增加 24.71%。1) 2019 年公司经营活动现金流净额 8.63 亿元，同比增加 24.71%，主要由于公司报告期收回上年末未结算收入款项，且报告期内不断加强应收账款清欠工作力度，销售回款同比增加；2) 投资活动现金流净额-1.61 亿元，同比减少 170.4%，主要由于公司报告期新区块建设进度加快，购建资产等投资规模同比增加；3) 筹资活动现金流净额-4.22 亿元，同比增加 51.58%，主要由于报告期内偿还到期债务较多所致。

4. 新区块项目进展顺利，依托集团发挥一体化协同优势

新区块勘探开发工作进展顺利，提升可持续发展能力。2019 年，公司已完成武乡南、柳林石西、和顺西、和顺横岭四个区块的地质填图等勘查工作。2019 年 11 月，公司取得和顺马坊东区块探矿权，其勘查工作也逐步展开。截至目前，公司拥有 11 个煤层气矿业权，5 个新区块累计完成钻井 203 口，压裂 68 口，已投运 40 口，其中柳林石西区块试采日均产气量约 6.5 万立方米，实现了入网销售，武乡南区块 6 号试验水平井组完井井深 2203 米，日产量近 8000 立方米。上述区块的顺利实施将有利于增加公司的煤层气资源储备，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。

借助集团优质资源，发挥一体化协同优势。山西燃气集团已完成省内相关燃气产业重组，形成了上游勘探开发及进口天然气，中游燃气加工储运，下游终端燃气销售的全产业链经营模式。公司作为燃气集团核心的煤层气资产，先发优势明显，潜在增量较大，有望借助山西燃气集团高效的产业链资源，快速发展煤层气开采业务，提升产业规模，

加强管网互通，发挥一体化协同优势。

盈利预测与投资评级：根据公司 19 年报披露的经营情况，我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.71、0.82、0.96 元，对应 PE 为 11、10、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不达预期，煤层气销量不及预期，煤层气售价下跌

蓝焰控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,612	5,315	7,162	9,311	营业收入	1,887	2,321	2,623	3,016
现金	1,509	1,615	4,390	4,718	减:营业成本	1,098	1,393	1,521	1,749
应收账款	1,590	3,009	2,188	3,788	营业税金及附加	29	35	40	46
存货	233	223	275	298	营业费用	26	32	34	39
其他流动资产	280	469	309	507	管理费用	159	255	288	332
非流动资产	5,191	5,282	5,237	5,210	财务费用	131	119	212	249
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	19	0	8
固定资产	3,344	3,575	3,694	3,758	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,672	1,523	1,356	1,255	其他收益	0	0	0	0
无形资产	70	89	101	116	营业利润	660	819	938	1,094
其他非流动资产	104	96	86	81	加:营业外净收支	-1	-2	-1	-2
资产总计	8,803	10,598	12,399	14,521	利润总额	659	816	936	1,092
流动负债	2,635	3,342	3,734	4,630	减:所得税费用	122	151	173	202
短期借款	300	300	300	300	少数股东损益	-20	-25	-29	-34
应付账款	1,599	1,941	1,926	2,521	归属母公司净利润	557	691	792	924
其他流动负债	736	1,101	1,508	1,809	EBIT	763	935	1,071	1,239
非流动负债	1,747	2,218	2,889	3,260	EBITDA	1,093	1,178	1,342	1,535
长期借款	1,646	2,116	2,787	3,158					
其他非流动负债	101	101	101	101	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	4,382	5,560	6,622	7,890	每股收益(元)	0.58	0.71	0.82	0.96
少数股东权益	69	44	15	-19	每股净资产(元)	4.50	5.16	5.96	6.87
					发行在外股份(百万股)	968	968	968	968
归属母公司股东权益	4,351	4,994	5,762	6,650	ROIC(%)	9.5%	9.5%	8.9%	8.9%
负债和股东权益	8,803	10,598	12,399	14,521	ROE(%)	12.1%	13.2%	13.2%	13.4%
					毛利率(%)	41.8%	40.0%	42.0%	42.0%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	29.5%	29.8%	30.2%	30.6%
经营活动现金流	863	-274	2,267	211	资产负债率(%)	49.8%	52.5%	53.4%	54.3%
投资活动现金流	-161	-334	-225	-269	收入增长率(%)	-19.1%	23.0%	13.0%	15.0%
筹资活动现金流	-422	714	734	386	净利润增长率(%)	-17.9%	24.0%	14.6%	16.7%
现金净增加额	279	105	2,776	328	P/E	14.16	11.42	9.97	8.54
折旧和摊销	330	242	271	296	P/B	1.81	1.58	1.37	1.19
资本开支	143	92	-46	-27	EV/EBITDA	7.88	7.95	5.61	5.11
营运资本变动	-141	-1,301	1,020	-1,224					

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>