

## 23Q3 业绩同环比提升，公司进军新疆市场

- **事件：**2023 年 10 月 25 日，公司发布 2023 年第三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营业收入 17.61 亿元，同比下降 4.26%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比下降 8.12%；实现扣非归母净利润 4.01 亿元，同比下降 9.23%。
- **23Q3 营收同环比下滑，归母净利润同环比提升。**23Q3，公司实现营业收入 5.74 亿元，同比下降 19.25%，环比下降 6.78%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 8.07%，环比增长 18.91%。据公告披露，23Q3 公司确认的政府补助有 0.14 亿元，同比有所下滑，若在 25% 的所得税假设下，剔除政府补助的影响，23Q3 公司主业实现归母净利润约 0.90 亿元，同比略增长 0.28%，环比上升 24.95%。
- **23Q3 税金环比下降，盈利能力有所提高。**23Q3，公司综合毛利率为 36.35%，环比下降 1.01pct。由于公司税金及附加从 Q2 的 0.54 亿元下降至 0.10 亿元，降幅明显，从而公司的盈利能力有所提高，23Q3 公司归母净利率为 17.57%，环比 23Q2 提升了 3.8pct。
- **LNG 价格 23Q3 有所回落，四季度旺季到来或将推动 LNG 价格回升。**23Q3，山西省 LNG 出厂价格有所回落，三季度均价为 3946 元/吨，环比下降 3.89%；然而，随着冬储补库需求的上升，四季度 LNG 出厂价格已实现提升，截至 2023 年 10 月 25 日，山西地区的 LNG 出厂价均为 4555 元/吨。
- **重新布局气井工程业务，和新疆企业签署协议。**公司全资子公司蓝焰煤层气中标了新疆吉木萨尔县水溪沟矿区煤层气开发项目（21 口井）工程，中标工程价格 9593.8 万元。2017-2018 年时，气井建造工程曾是公司重要的收入来源，2018 年业务收入为 8.44 亿元，占总收入的比重为 36.2%，毛利率 40.2%，毛利占比 38.0%；而到了 2022 年，公司气井建造工程收入仅实现 2616.2 万元，占总收入的比重仅为 1.05%。目前，公司通过布局新疆业务，重新入局气井建设工程市场，中标收入远超 2022 年该业务收入；同时，新疆煤层气资源丰富，该项目有助于公司发挥技术优势，开拓省外市场，据协议内容披露，根据双方合作进展，在时机成熟后，蓝焰控股可以通过股权投资或受让资源区块等方式与昌吉国投深化合作。
- **投资建议：**公司布局煤层气上中下游一体化产业链，且煤层气资源储量丰富。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.01/7.25/9.10 亿元，EPS 分别为 0.62/0.75/0.94 元/股，对应 2023 年 10 月 25 日的 PE 分别为 12 倍、10 倍、8 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**煤层气价格下降风险；气井勘探和开采不达预期的风险；政策支持力度不足的风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 2,502 | 2,526 | 2,947 | 3,442 |
| 增长率（%）          | 26.5  | 1.0   | 16.7  | 16.8  |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 563   | 601   | 725   | 910   |
| 增长率（%）          | 84.6  | 6.6   | 20.7  | 25.5  |
| 每股收益（元）         | 0.58  | 0.62  | 0.75  | 0.94  |
| PE              | 13    | 12    | 10    | 8     |
| PB              | 1.4   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

7.60 元



**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**研究助理 王姗姗**

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 蓝焰控股 (000968.SZ) 2023 年半年报点评：煤层气量价齐升，勘查项目持续推进-2023/08/26
2. 蓝焰控股 (000968.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩符合预期，未来增产潜力大-2023/04/27
3. 蓝焰控股 (000968.SZ) 2022 年业绩预告点评：22 年煤层气量价齐升，未来产量成长可期-2023/01/31
4. 蓝焰控股 (000968.SZ) 事件点评：股权整合更进一步，储运能力有望得到强化-2022/12/29
5. 蓝焰控股 (000968.SZ) 事件点评：煤层气储量翻倍，产量有望加快成长-2022/12/20

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元)        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业总收入</b>     | <b>2,502</b> | <b>2,526</b> | <b>2,947</b> | <b>3,442</b> |
| 营业成本             | 1,553        | 1,582        | 1,721        | 1,900        |
| 营业税金及附加          | 39           | 40           | 47           | 55           |
| 销售费用             | 4            | 5            | 6            | 7            |
| 管理费用             | 333          | 288          | 336          | 393          |
| 研发费用             | 87           | 101          | 118          | 138          |
| EBIT             | 761          | 813          | 979          | 1,206        |
| 财务费用             | 92           | 94           | 86           | 84           |
| 资产减值损失           | 0            | -5           | -5           | -5           |
| 投资收益             | 24           | 20           | 24           | 28           |
| <b>营业利润</b>      | <b>692</b>   | <b>734</b>   | <b>912</b>   | <b>1,145</b> |
| 营业外收支            | -3           | -2           | -2           | -1           |
| <b>利润总额</b>      | <b>689</b>   | <b>732</b>   | <b>911</b>   | <b>1,143</b> |
| 所得税              | 140          | 146          | 182          | 229          |
| <b>净利润</b>       | <b>549</b>   | <b>586</b>   | <b>729</b>   | <b>915</b>   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>563</b>   | <b>601</b>   | <b>725</b>   | <b>910</b>   |
| EBITDA           | 1,289        | 1,490        | 1,742        | 2,049        |

| 资产负债表 (百万元)      | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 1,366         | 2,048         | 2,483         | 3,674         |
| 应收账款及票据          | 1,183         | 1,339         | 1,600         | 1,835         |
| 预付款项             | 31            | 32            | 34            | 38            |
| 存货               | 36            | 30            | 37            | 38            |
| 其他流动资产           | 777           | 626           | 560           | 527           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,393</b>  | <b>4,075</b>  | <b>4,713</b>  | <b>6,111</b>  |
| 长期股权投资           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 固定资产             | 4,961         | 6,042         | 6,788         | 7,309         |
| 无形资产             | 79            | 82            | 87            | 94            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>8,035</b>  | <b>8,493</b>  | <b>8,869</b>  | <b>9,169</b>  |
| <b>资产合计</b>      | <b>11,428</b> | <b>12,568</b> | <b>13,582</b> | <b>15,280</b> |
| 短期借款             | 100           | 159           | 159           | 159           |
| 应付账款及票据          | 2,660         | 3,055         | 3,162         | 3,704         |
| 其他流动负债           | 743           | 802           | 832           | 874           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3,503</b>  | <b>4,016</b>  | <b>4,154</b>  | <b>4,737</b>  |
| 长期借款             | 1,627         | 1,727         | 1,877         | 2,077         |
| 其他长期负债           | 1,087         | 1,085         | 1,083         | 1,081         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,713</b>  | <b>2,811</b>  | <b>2,959</b>  | <b>3,157</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,217</b>  | <b>6,828</b>  | <b>7,113</b>  | <b>7,895</b>  |
| 股本               | 968           | 968           | 968           | 968           |
| 少数股东权益           | 26            | 11            | 15            | 20            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>5,211</b>  | <b>5,740</b>  | <b>6,469</b>  | <b>7,385</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>11,428</b> | <b>12,568</b> | <b>13,582</b> | <b>15,280</b> |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标             | 2022A       | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>成长能力 (%)</b>    |             |               |               |               |
| 营业收入增长率            | 26.50       | 0.96          | 16.68         | 16.81         |
| EBIT 增长率           | 51.65       | 6.76          | 20.53         | 23.13         |
| 净利润增长率             | 84.61       | 6.62          | 20.69         | 25.54         |
| <b>盈利能力 (%)</b>    |             |               |               |               |
| 毛利率                | 37.93       | 37.38         | 41.61         | 44.80         |
| 净利润率               | 22.52       | 23.78         | 24.60         | 26.43         |
| 总资产收益率 ROA         | 4.93        | 4.78          | 5.34          | 5.96          |
| 净资产收益率 ROE         | 10.86       | 10.48         | 11.23         | 12.35         |
| <b>偿债能力</b>        |             |               |               |               |
| 流动比率               | 0.97        | 1.01          | 1.13          | 1.29          |
| 速动比率               | 0.91        | 0.97          | 1.09          | 1.25          |
| 现金比率               | 0.39        | 0.51          | 0.60          | 0.78          |
| 资产负债率 (%)          | 54.40       | 54.33         | 52.37         | 51.67         |
| <b>经营效率</b>        |             |               |               |               |
| 应收账款周转天数           | 170.42      | 180.00        | 180.00        | 180.00        |
| 存货周转天数             | 7.99        | 8.00          | 8.00          | 8.00          |
| 总资产周转率             | 0.22        | 0.21          | 0.23          | 0.24          |
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |               |               |               |
| 每股收益               | 0.58        | 0.62          | 0.75          | 0.94          |
| 每股净资产              | 5.36        | 5.92          | 6.67          | 7.61          |
| 每股经营现金流            | 0.96        | 1.88          | 1.58          | 2.32          |
| 每股股利               | 0.06        | 0.10          | 0.10          | 0.10          |
| <b>估值分析</b>        |             |               |               |               |
| PE                 | 13          | 12            | 10            | 8             |
| PB                 | 1.4         | 1.3           | 1.1           | 1.0           |
| EV/EBITDA          | 7.22        | 6.24          | 5.34          | 4.54          |
| 股息收益率 (%)          | 0.79        | 1.32          | 1.32          | 1.32          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |             |               |               |               |
| 净利润                | 549         | 586           | 729           | 915           |
| 折旧和摊销              | 528         | 677           | 763           | 843           |
| 营运资金变动             | -250        | 443           | -78           | 366           |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>925</b>  | <b>1,822</b>  | <b>1,531</b>  | <b>2,244</b>  |
| 资本开支               | -909        | -1,138        | -1,141        | -1,144        |
| 投资                 | 0           | 0             | -1            | -1            |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-877</b> | <b>-1,118</b> | <b>-1,118</b> | <b>-1,117</b> |
| 股权募资               | 10          | 0             | 0             | 0             |
| 债务募资               | 101         | 157           | 148           | 198           |
| <b>筹资活动现金流</b>     | <b>-227</b> | <b>-22</b>    | <b>21</b>     | <b>64</b>     |
| <b>现金净流量</b>       | <b>-179</b> | <b>682</b>    | <b>434</b>    | <b>1,191</b>  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  | 评级   | 说明                |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上    |
|   | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |
| 行业评级  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上     |
|   | 中性   | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间  |
|   | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上     |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026