

➤ **事件：**2023年12月11日，公司公告称，蓝焰控股拟以现金收购山西能源产业集团有限责任公司持有的山西煤层气有限责任公司81%股权，山西煤层气81%的股权交易作价为3.60亿元，已获得华新燃气集团批准。

➤ **公司拟以3.60亿元现金收购山西煤层气，收购PB为1.6倍、PE为18倍。**

2022年公司原控股股东晋控装备将所持有的公司40.05%股权以增资方式注入山西燃气集团，2022年山西燃气集团出具《关于避免与上市公司同业竞争承诺函》承诺将解决山西煤层气与上市公司的同业竞争问题，因此，蓝焰控股为进一步提升资产规模，拟以现金3.60亿元收购山西燃气集团的孙公司山西煤层气81%的股权。交易完成后，山西煤层气成为公司控股子公司，将纳入公司合并报表范围。据资产评估报告，山西煤层气整体评估价值为44480万元，2022年山西煤层气实现净利润为2504万元，截至23H1的所有者权益为27393万元，据此计算，收购PB为1.6倍、收购PE为18倍。

➤ **产业链条得以延伸，资源再度加码。**山西煤层气以煤层气开发利用为主营业务，主要负责世行贷款煤层气开发利用示范项目的建设、运营和管理，世行项目是山西省首个利用世行贷款开发利用煤层气的示范项目，是山西省转型综改重大项目，也是省市县三级重点工程。项目位于山西省晋城市沁水县，由煤层气开发工程和煤层气液化工程两部分组成。**1) 煤层气开发工程：**位于沁水县龙港镇，目前，已投产直井93口、水平井33口，在建水平井30口。根据中石油山西煤层气勘探开发分公司和山西煤层气2011年5月18日签署的《煤层气合作开发协议》，合作区的煤层气开发目的层为二叠系山西组3#煤层，合作期限包括产能建设期和生产期两个阶段，生产期为达到工业产量的第一口井所产煤层气进入中石油集输系统之日，合同约定生产期的第一和第二个合同年内公司分成90%，生产期的第三个合同年及以后的合同年度公司分成80%。**2) 煤层气液化项目：**位于沁水县端氏镇东山村，主要包括液化一期的一套25万标方/日氮膨胀制冷装置和液化二期的一套75万标方/日混合制冷装置，可年产液化煤层气20万吨。目前液化一期处于停产状态。从长远发展来看，山西煤层气可为公司增加煤层气业务体量，并推动产业链的延伸，进一步增强公司的竞争力。

➤ **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12月15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	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年12月15日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**7.38元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

**分析师 李航**

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@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年三季报点评：23Q3 业绩同环比提升，公司进军新疆市场-2023/10/26

2.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

3.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

4.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

5.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

**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
净利润	549	586	729	915
<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	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.05	6.10	5.22	4.43
股息收益率 (%)	0.81	1.36	1.36	1.36
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
<b>净利润</b>	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。	公司评级	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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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