

经营业绩持平，销气收入增长近 20%

买入 (维持)

2019 年 08 月 23 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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,333	2,443	2,775	3,218
同比 (%)	22.6%	4.7%	13.6%	16.0%
归母净利润 (百万元)	679	735	867	1,032
同比 (%)	38.7%	8.3%	18.0%	18.9%
每股收益 (元/股)	0.70	0.76	0.90	1.07
P/E (倍)	14.11	13.03	11.04	9.28

投资要点

- **事件:** 2019 年上半年公司实现营业收入 9.86 亿元, 同比减少 1.71%; 归母净利润 3.34 亿元, 同比增长 1.32%; 扣非归母净利润 3.29 亿元, 同比增长 0.4%; 加权平均 ROE 同比降低 1.58pct, 至 8.32%。
- **煤层气销售收入同增 19.89%, 气井建设工程收入下滑。** 19H1 公司毛利率微降 0.91pct 至 41.40%。分板块来看, 1) 煤层气销售实现营收 6.47 亿元, 同比增长 19.89%, 毛利率微降 0.97pct 至 45.22%; 2) 气井建设工程实现营收 1.81 亿元, 同比减少 37.98%, 毛利率同比提升 1.95pct 至 41.01%; 煤矿瓦斯治理实现营收 1.41 亿元, 同比微减 0.49%, 毛利率减少 7.34pct 至 27.86%。
- **煤层气销量 3.72 亿 m³ 同增 5.68%, 销量增速高于抽采量增速 3.06pct。** 公司通过适时调价、减少气损、提高调配能力增加售气量, 19H1 完成煤层气抽采量 7.43 亿立方米, 同比增长 2.62%, 煤层气利用量 5.73 亿立方米, 同比增长 3.24%, 煤层气销售量 3.72 亿立方米, 同比增长 5.68%;
- **期间费用率基本持平。** 19H1 公司期间费用 (加回研发费用) 同比减少 2.22% 至 1.35 亿元, 期间费用率下降 0.07pct 至 13.66%。其中, 销售费用同比增加 90.14% 至 0.04 亿元主要系公司运输成本增加; 注重市场宣传开拓发生部分宣传费用。销售、管理 (加回研发费用)、财务费用率分别上升 0.22pct、上升 0.2pct、下降 0.49pct 至 0.45%、6.65%、6.56%。
- **税费增加较多致经营活动净现金流同比减少。** 19H1 公司经营活动现金流净额 0.09 亿元, 同比减少 81.82%, 主要系公司上半年支付的企业所得税等税费同比增加较多所致; 投资活动现金流净额 -1.51 亿元, 同比减少 241.32%; 筹资活动现金流净额 1.49 亿元, 同比增加 155.99%。
- **新增气源进展顺利, 提升公司可持续发展能力。** 公司已初步完成了柳林石西、武乡南、和顺横岭、和顺西四区块的前期勘查工作。其中柳林石西、武乡南区块已取得试采批准书。截至 7 月底, 四区块累计完成钻井 122 口, 压裂 53 口, 试运行井 19 口。报告期内, 全资子公司蓝焰煤层气成功取得 253.82 平方千米和顺马坊东区块勘探权; 根据重大资产重组承诺, 蓝焰煤层气已取得了成庄煤矿、寺河煤矿 (东区)、郑庄井田的煤层气采矿权和胡底井田的煤层气探矿权。上述区块的取得增加了公司的煤层气资源储备, 有利于提升公司未来的可持续发展能力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.76、0.90、1.07 元, 对应 PE 为 13、11、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)	9.90
一年最低/最高价	9.19/15.00
市净率(倍)	2.29
流通 A 股市值(百万元)	5083.75

基础数据

每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	48.01
总股本(百万股)	967.50
流通 A 股(百万股)	513.51

相关研究

- 1、《蓝焰控股 (000968): 中标煤层气开发重点区块, 提升经营实力》2019-08-08
- 2、《蓝焰控股 (000968): 煤层气售价提升, 业绩符合预期》2019-04-21
- 3、《蓝焰控股 (000968): 燃气集团重组整合方案正式出台, 公司迎来快速发展机遇》2019-02-20

事件:

2019年上半年公司实现营业收入9.86亿元,同比减少1.71%;归母净利润3.34亿元,同比增长1.32%;扣非归母净利润3.29亿元,同比增长0.4%;加权平均ROE同比降低1.58pct,至8.32%。

点评:**1. 经营业绩基本持平,煤层气销售业务增长较快**

煤层气销售收入同增19.89%,气井建设工程收入下滑。2019年上半年公司实现营业收入9.86亿元,同比减少1.71%;归母净利润3.34亿元,同比增长1.32%;毛利率微降0.91pct至41.40%。分板块来看,1)煤层气销售实现营收6.47亿元,同比增长19.89%,毛利率微降0.97pct至45.22%;2)气井建设工程实现营收1.81亿元,同比减少37.98%,毛利率同比提升1.95pct至41.01%;煤矿瓦斯治理实现营收1.41亿元,同比微减0.49%,毛利率减少7.34pct至27.86%。

煤层气销售量3.72亿立方米,同比增长5.68%,销量增速高于抽采量增速3.06pct。公司坚持“应销尽销、以销促产”的经营原则,积极开发管输气调峰与压缩煤层气下游新客户,19H1公司完成煤层气抽采量7.43亿立方米,同比增长2.62%,煤层气利用量5.73亿立方米,同比增长3.24%,煤层气销售量3.72亿立方米,同比增长5.68%;并根据市场供需情况适时调整销售价格,保障销售渠道的畅通和利润最大化;确保公司检修与客户检修时间同步,减少气量损失;对增压站等输配设施进行技术改造,提高气量调配能力。

新区块中标开发工作进展顺利,增厚气源储备。报告期内,公司已经初步完成了柳林石西、武乡南、和顺横岭、和顺西四个区块的地质填图和二维地震等前期现场勘查工作;其中柳林石西、武乡南区块已取得试采批准书。截至2019年7月底,四个区块完成地质填图610平方千米,二维地震369.31千米,累计完成钻井122口,压裂53口,试运行井19口。报告期内,全资子公司蓝焰煤层气成功取得和顺马坊东区块(区块面积253.82平方千米)的勘探权;根据重大资产重组承诺,蓝焰煤层气已取得了成庄煤矿、寺河煤矿(东区)、郑庄井田的煤层气采矿权和胡底井田的煤层气探矿权。上述区块的取得,增加了公司的煤层气资源储备,有利于提升公司可持续发展能力。

期间费用率基本持平。2019年上半年公司期间费用(加回研发费用)同比减少2.22%至1.35亿元,期间费用率下降0.07pct至13.66%。其中,销售、管理(加回研发费用)、财务费用同比分别增加90.14%、增加1.35%、减少8.54%至0.04亿元、0.66亿元、0.65亿元;销售费用增长较多主要系公司运输成本同比增加;同时注重市场宣传和开拓,发生部分宣传费用。销售、管理(加回研发费用)、财务费用率分别上升0.22pct、上升0.2pct、

下降 0.49pct 至 0.45%、6.65%、6.56%。

财务杠杆下降使 ROE 同比降低 1.58pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.58pct 至 8.32%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 33.54%，同比上升 1.12pct，总资产周转率为 0.12（次），同比下降 0.01（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.23 下降至 19 年上半年的 2.02。

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 年上半年公司资产负债率为 48.01%，同比下降 3.97pct，较年初下降 2.74pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 12.37% 至 13.15 亿元，应收账款周转天数同比增加 133.81 天至 316.18 天；存货同比减少 50.24% 至 3.13 亿元，存货周转天数同比减少 109.94 天至 68.4 天；应付账款同比增长 23.12% 至 9.38 亿元，应付账款周转天数同比增加 87.3 天至 331.66 天，使净营业周期同比减少 63.43 天至 52.92 天。

3. 税费增加较多致经营活动净现金流同比减少

税费增加较多致经营活动净现金流同比减少。1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额 0.09 亿元，同比减少 81.82%，主要系公司上半年支付的企业所得税等税费同比增加较多所致；2) 投资活动现金流净额 -1.51 亿元，同比减少 241.32%，主要系报告期内公司加快新区块的勘探开发，在建工程及购置设备规模同比增加所致；3) 筹资活动现金流净额 1.49 亿元，同比增加 155.99%，主要系上年同期偿还借款较多所致。

4. 规划 50 亿立方米新增产能，中标区块项目进展顺利

已签署和顺马坊东区块煤层气探矿权出让合同，提升公司可持续发展能力。8 月 15 日，蓝焰煤层气公司就中标的煤层气勘查区块与山西省自然资源厅签署了《煤层气探矿权出让合同》。山西省和顺马坊东煤层气勘查区块位于煤层气国家规划矿区，是国家和山西省煤层气勘查开发的重点区域，区块面积达 253.82 平方千米，勘查有效期 3 年零 3 个月，勘查期内承诺勘查投入 3.76 亿元。公司 17 年中标的和顺横岭、柳林石西、和顺西、武乡南四大区块分别承诺勘查投入 1.37、0.53、1.09、1.49 亿元，勘查面积分别为 271.15、50.52、91.18、203.15 平方千米。预计本次中标项目的顺利实施将有利于增加公司的煤层气资源储备，开辟新的勘查开发区块，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。

规划 50 亿立方米新增产能，未来增长可期。公司的煤层气开发区块主要位于山西沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，是国家规划的重点地区，而山西省作为我国煤层气最为富集的地区，探明储量居全国首位。2018 年山西省地面煤层气产量 50.4 亿立方米、利用量 45.4 亿立方米，分别占全国的 93.11%、92.65%。在山西燃气集团的重组方案中，提出了力争 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 16 亿立方米/年，意味着如果要完成资产重组目标，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。公司在 18 年年报中披露 19 年预计完成固定资产投资 30 亿元，实现营业收入 23 亿元。目前在手新增的四大区块中已有 3 个完成点火出气，勘探工作进展顺利，气量增长潜力充足。在规划目标明确的形势下，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：我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.76、0.90、1.07 元，对应 PE 为 13、11、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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,673	4,509	7,001	8,443	营业收入	2,333	2,443	2,775	3,218
现金	1,142	2,376	3,868	5,507	减:营业成本	1,439	1,509	1,699	1,952
应收账款	2,149	1,004	2,577	1,576	营业税金及附加	22	23	26	30
存货	126	550	211	663	营业费用	19	20	23	26
其他流动资产	256	579	345	698	管理费用	151	158	179	208
非流动资产	4,306	4,217	4,252	4,333	财务费用	138	178	197	236
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	7	8	9
固定资产	3,359	3,382	3,422	3,455	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	747	635	625	662	其他收益	0	0	0	0
无形资产	73	75	89	107	营业利润	821	899	1,055	1,258
其他非流动资产	126	124	117	109	加:营业外净收支	-4	-3	-3	-3
资产总计	7,979	8,726	11,253	12,777	利润总额	818	897	1,052	1,255
流动负债	2,559	2,042	2,975	3,042	减:所得税费用	150	174	198	240
短期借款	100	100	100	100	少数股东损益	-11	-12	-14	-17
应付账款	1,191	906	1,455	1,258	归属母公司净利润	679	735	867	1,032
其他流动负债	1,268	1,036	1,420	1,684	EBIT	892	979	1,156	1,375
非流动负债	1,490	2,032	2,773	3,215	EBITDA	1,197	1,142	1,328	1,557
长期借款	1,293	1,834	2,576	3,017					
其他非流动负债	198	198	198	198	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4,049	4,073	5,748	6,257	每股收益(元)	0.70	0.76	0.90	1.07
少数股东权益	89	77	63	46	每股净资产(元)	3.97	4.73	5.63	6.69
归属母公司股东权益	3,840	4,575	5,443	6,474	发行在外股份(百万股)	968	968	968	968
负债和股东权益	7,979	8,726	11,253	12,777	ROIC(%)	12.0%	11.0%	10.3%	10.3%
					ROE(%)	17.0%	15.5%	15.5%	15.6%
					毛利率(%)	38.3%	38.2%	38.8%	39.4%
					销售净利率(%)	29.1%	30.1%	31.3%	32.1%
					资产负债率(%)	50.8%	46.7%	51.1%	49.0%
					收入增长率(%)	22.6%	4.7%	13.6%	16.0%
					净利润增长率(%)	38.7%	8.3%	18.0%	18.9%
					P/E	14.11	13.03	11.04	9.28
					P/B	2.49	2.09	1.76	1.48
					EV/EBITDA	8.99	8.64	7.08	5.45

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>

