

## 蓝焰控股(000968)

# 煤层气行业龙头，技术&资源优势助推业绩高增长

买入(首次)

2017年10月09日

证券分析师 袁理

执业证书编号: S0600511080001

02160199782

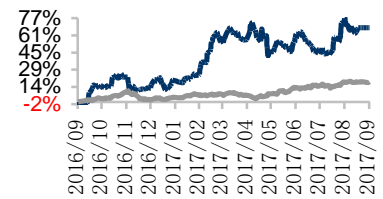
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1250.96	1779.11	2332.77	2908.26
同比(%)	-24.41%	42.22%	31.12%	24.67%
净利润(百万元)	384.46	571.32	712.44	826.31
同比(%)	-124.55%	48.64%	24.70%	15.98%
毛利率(%)	27.04%	36.00%	36.00%	36.00%
ROE(%)	28.02%	18.22%	19.30%	19.07%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.74	0.85
P/E	33.46	28.36	22.61	19.68
P/B	9.45	5.16	4.39	3.73

### 股价走势



— 蓝焰控股 — 沪深300

### 投资要点

■ **行业层面：技术+行政+意识三因素均有突破，行业景气度迎来拐点。**1) 技术方面，蓝焰控股是行业技术先驱；2) 行政方面，山西省内采煤权和采气权同级审批；3) 意识方面，环保意识增强催生多项行业补贴政策，因此行业景气度迎来拐点，煤层气开采利用行业有望在“十三五”进入高速发展期。

■ **股东层面：“气化山西”战略引领下，煤层气将是山西省摆脱对煤炭依赖的重要抓手。**“十三五”时期，山西省要彻底摆脱对煤炭的过度依赖，大力发展煤层气等清洁能源将是“气化山西”战略引领下的重要抓手。公司作为晋煤集团旗下唯一上市公司，未来有望借助集团的平台和资源优势，短期内通过改造和二次增产实现业务规模稳健增长；中期内通过和山西省内其他煤炭企业合作进一步巩固和强化区域优势；远期走向全国，通过跨区域合作逐步打造成为全国煤层气行业发展龙头。

■ **公司层面：排空率下降+供给量扩大，业绩将进入高速增长期。**受制于管输能力严重不足，公司煤层气业务的排空率超过50%，远远高于同行业竞争对手。1) 短期来看，通豫、国化、沁水三条管线运输能力的提升将有望在1-2年内增加2-3亿方/年销量；整个“十三五”时期在山西省背书和中央政策支持下，公司排空率有望持续下降。2) 远期来看，新建气井+老旧气井改造后二次增产，有望为公司带来4.2亿的增量收入；在获取新增区块+权属重叠问题解决在即的有利形势下，公司未来3-5年内抽采量有望翻番，成长空间充分打开。

■ **盈利预测：**业绩承诺17、18年归母净利润不低于5.32、6.87亿，安全边际充足，我们预计17-19年EPS分别为0.59、0.74、0.85元，对应PE分别为28、23、20倍，首次给予公司“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观层面：经济下行降低终端用户需求，煤层气销量增速不达预期；行业层面：天然气价格下降导致煤层气售价降低；销售补贴及增值税退税政策发生变化；公司层面：管网建设进度不达预期；气井工程业务进展不达预期；新区块获取进度慢于预期。

### 市场数据

收盘价(元)	16.73
一年最低/最高价	8.57/16.98
市净率(倍)	5.54
流通A股市值(百万元)	4345

### 基础数据

每股净资产(元)	3.02
资本负债率(%)	58.28
总股本(百万股)	968
流通A股(百万股)	260

## 目录

1. 资产重组：A股煤层气唯一标的“蓝焰控股”应运而生...	3
2. 行业层面：技术+行政+意识三因素均有突破，行业景气度迎来拐点.....	5
2.1. 我国煤层气丰富且经济性显著，但三因素阻碍行业发展.....	5
2.2. 技术取得突破，蓝焰控股是行业技术先驱.....	8
2.3. 行政取得突破，山西省内采煤权和采气权同级审批.....	10
2.4. 意识取得突破，环保意识增强催生多项行业补贴政策.....	10
3. 股东层面：“气化山西”战略引领下，煤层气将是山西省摆脱对煤炭依赖的重要抓手.....	11
3.1. 山西省欲摆脱煤炭资源依赖，大力发展清洁能源.....	11
3.2. 自然禀赋+后天开发，山西省煤层气行业优势明显.....	12
3.3. 公司为晋煤旗下唯一上市平台，打造为行业标杆可期.....	13
4. 国家层面：煤层气作为战略性资源，可有效降低天然气对外依存度.....	15
5. 公司层面：排空率下降+供给量扩大，业绩将进入高速增长期	16
5.1. 主营业务分析：煤层气销售业绩占比为80%左右.....	16
5.2. 营业外收入：增值税+销售补贴，规模较大且可持续.....	18
5.3. 近看排空率下降，管输量上升将显著增厚业绩.....	18
5.4. 远看供给量增加，新建+改造+新增区块多管齐下.....	20
6. 盈利预测与估值.....	22
7. 风险提示.....	23

## 图表目录

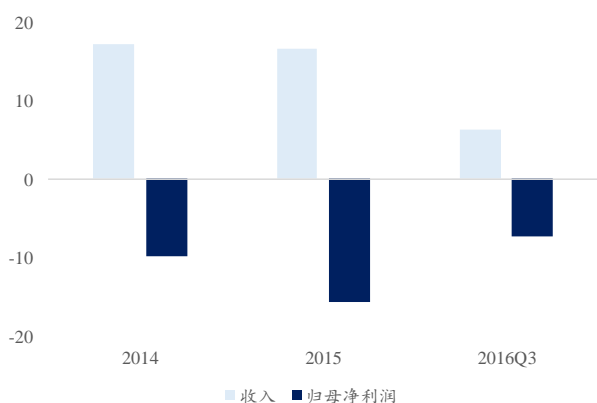
图表 1: 重组前公司生产经营十分困难 (亿元) .....	4
图表 2: 重组前公司的股权结构 .....	4
图表 3: 重组后公司的股权结构 .....	5
图表 4: 山西、河南省煤层气价格显著低于天然气价格 (单位: 元/吨) .	6
图表 5: “十二五”期间我国煤层气 (煤矿瓦斯) 抽采及利用量均不达预期	7
图表 6: 煤层气开采利用的工艺流程图 .....	8
图表 7: 公司在煤层气开采利用方面具有较强的技术优势 .....	8
图表 8: 公司的垂直井工艺 .....	9
图表 9: 公司的多分支水平井工艺 .....	9
图表 10: 公司的 U 型井工艺 .....	9
图表 11: 公司的单分支 L 型井工艺 .....	9
图表 12: L 型地面预抽井且多段压裂工艺 .....	9
图表 13: 公司的采动区地面 L 型井工艺 .....	9
图表 14: 中央和地方政府出台多项政策支持煤层气行业发展 .....	10
图表 15: 沁水盆地是中国最大的煤层气产地 .....	12
图表 16: 煤层气分销渠道及终端用户 .....	12
图表 17: 截至 2016 年 6 月公司煤层气井分布情况 .....	13
图表 18: 2014-2016 年公司业务对晋煤集团依赖程度逐渐下降 .....	14
图表 19: 08-16 年天然气进口量逐年上升 .....	15
图表 20: 天然气对外依存度已经超过 30% .....	15
图表 21: “十三五”时期煤层气开采利用行业的主要发展目标 .....	16
图表 22: 14-16 年煤层气销售业务情况 .....	17
图表 23: 16 年煤层气业务贡献毛利接近 80% .....	17
图表 24: 公司的煤层气产品、渠道和终端客户 .....	17
图表 25: 14-16 年煤层气与天然气的价格比较及销量 .....	18
图表 26: 14-16 年增值税退税和销售补贴是公司盈利的主要来源 .....	18
图表 27: 公司现有管输能力为 4.68 亿方/年, 管输量严重不足 .....	20
图表 28: 未来 1-2 年内公司管输能力有望增加 2-3 亿方/年 .....	20
图表 29: 远期来看, 公司煤层气排空率将逐步下降 .....	20
图表 30: 公司将获取 4 项新增煤层气采矿权 .....	21
图表 31: “十三五”时期煤层气开采利用行业的主要发展目标 .....	21
图表 32: 山西省煤层气、煤炭矿业权重叠问题严重 .....	22
图表 33: 山西省煤层气资源按企业统计 (2012 年) .....	22
图表 34: 公司与煤炭企业矿权重叠情况 .....	22
图表 35: A 股部分燃气公司估值 (业绩预测来自 wind 一致预期, 单位: 亿元) .....	23

## 1. 资产重组：A 股煤层气唯一标的“蓝焰控股”应运而生

**重大资产重组前：**公司原名为太原煤气化股份有限公司，实际控制人为山西省国资委（2012 年 1 月 1 日以前为国务院国资委），主营业务为原煤及洗精煤的生产和销售，主要产品包括原煤、精煤、中煤。其中：1）精煤市场区域主要分布在山东、东北、华北，由于公司产品质量稳定且有运输优势，是山东钢铁集团、本钢、首钢以及河北钢铁集团等各大钢厂的重要供应商；2）动力煤主要发运到山东、江苏、安徽、河北等各大电厂，由于公司产品含硫量低、热值稳定且符合环保要求，主要用户为华电、大唐等集团所属电厂。

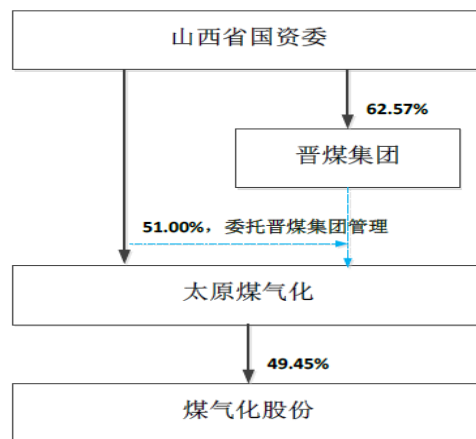
近年来，受到国家宏观经济下行、传统能源产能过剩、煤炭价格持续下跌等不利因素影响，加之公司太原工厂区关停导致公司产业链断裂，主营业务仅以煤炭为主，2014、2015、2016Q3 主营收入分别为 17.24、16.55、6.20 亿元；归母净利润分别为-9.95、-15.66、-7.32 亿元，公司生产经营十分困难。

图表 1：重组前公司生产经营十分困难（亿元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：重组前公司的股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**重大资产重组方案：**2016 年，公司发布重大资产重组方案，主要分为五个部分：

1) 置出资产，煤气化以截至 2016 年 1 月 31 日除全部应付债券及部分其他流动资产、应交税费、应付利息外的全部资产和负债，作价 8.56 亿元，交由控股股东太原煤气化承接。

2) 股权转让，太原煤气化以 6.87 元/股的价格向晋煤集团转让 1.24 亿股上市公司股份。

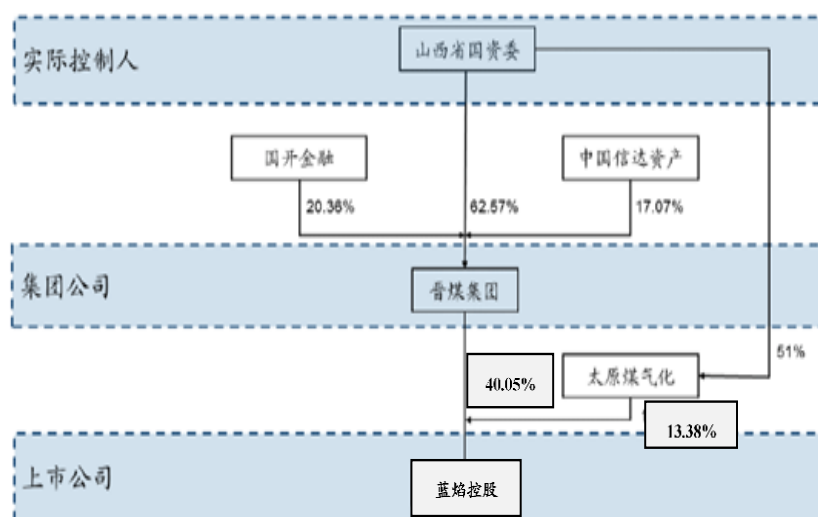
3) 置入资产，晋煤集团持有的蓝焰煤层气 100% 股权，作价 30.73 亿元。

4) 资产价差部分，上市公司以 5 亿现金和以 6.53 元/股的价格向晋煤集团发行 2.63 亿股股份的方式支付。

5) 募集配套资金，以 6.90 元/股的价格向 7 名特定对象发行 1.91 亿股股份，募集资金 13.71 亿元，用于支付交易现金对价和晋城矿区低产井改造提产项目。

**重大资产重组后：**公司总股本由 5.14 亿扩充至 9.68 亿，控股股东由太原煤气化变更为晋煤集团，实际控制人仍然为山西省国资委。目前，重大资产重组事项已经基本完成，公司更名为“蓝焰控股”，主营业务变更为煤层气勘探、开发、利用和煤矿瓦斯治理，是 A 股煤层气行业唯一标的，也是晋煤集团旗下唯一上市平台。根据资产重组方案，**公司承诺 2016、2017、2018 年净利润分别不低于 3.50、5.32、6.87 亿元，目前 2016 年业绩承诺已经完成(实际归母净利润为 3.84 亿元)**，资产重组后公司盈利能力显著增强。

图表 3：重组后公司的股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 行业层面：技术+行政+意识三因素均有突破，行业景气度迎来拐点

我国煤层气资源丰富且相比天然气经济效应更为显著，但是煤层气开采利用行业发展缓慢，主要是受到技术、行政、意识三方面因素的制约。目前三大制约因素均有突破：

1) 技术方面，蓝焰控股是行业技术先驱；2) 行政方面，山西省内采煤权和采气权同级审批；3) 意识方面，环保意识增强催生多项行业补贴政策，因此行业景气度迎来拐点，煤层气开采利用行业有望在“十三五”进入高速发展期。

### 2.1. 我国煤层气丰富且经济性显著，但三因素阻碍行业发展

煤层气，俗称瓦斯，是一种煤炭伴生可燃气体。在煤炭形成过程中，需要经历泥炭化和煤化两个阶段：在泥炭化阶段，由于细菌的作用，可以生成少量甲烷；在煤化阶段，有机质热降解作用已经开始并且逐步加深，热降解产物主要是甲烷等。煤层形成后，形成的甲烷又经历扩散、迁移等种过程，最终在煤层中形成以甲烷为主要成分、以吸附在煤基质颗粒表面为主、部分游离于煤孔隙中或溶解于煤层水中的烃类气体，称为煤层气。

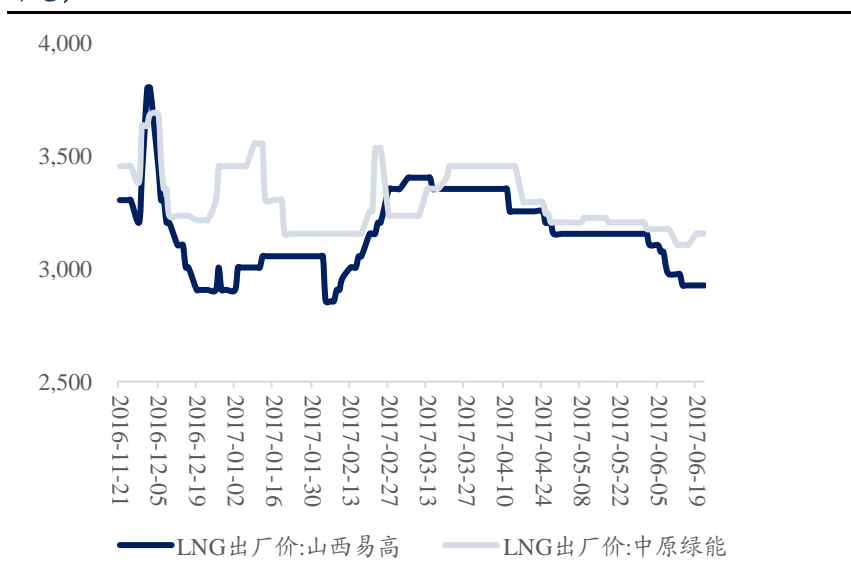
**我国煤层气资源丰富。**煤层气属于非常规天然气，热值是通用煤的 2-5 倍，1 立方米纯煤层气的热值相当 9.5 度电、3 立方米水煤气、1 升柴油、接近 0.8 千克液化石油气、1.1 至 1.3 升汽油，其热值与天然气相当，用途也和天然气类似，甲烷浓度高的煤层气无

需加工即可和天然气混输混用，甲烷浓度低的煤层气则可经过浓度压缩后使用，且燃烧后很洁净，几乎不产生任何废气，是一种清洁高效的能源。根据《中国矿产资源报告 2016》，我国埋深 2000 米以浅煤层气地质资源量 30 万亿立方米，是常规天然气储量的 1/3，储量位居世界前列；可采资源量 12.5 万亿立方米，是常规天然气的 1/4。总体来看，我国煤层气资源丰富，未来作为一种清洁高效能源，有望成为煤炭、石油、天然气等常规能源的重要补充。

**相比天然气我国煤层气经济效应显著。**以煤层气主要消费市场山西省和河南省为例，根据蓝焰控股公司公告，2014-2016 年，管输煤层气的入网价格一般为 1.45 元/方-1.55 元/方，而同期山西易高和中原绿能 LNG 出厂价分别为 2920 元/吨和 3150 元/吨，折合 1.99 元/方和 2.14 元/方；如果是进口管道天然气，需经长输管线才能送至山西省，因此无论是与进口 LNG 相比，还是与进口管道天然气相比，煤层气的价格优势均较为明显。

长远来看，伴随着进口 LNG 的不断增长和新建 LNG 接收站逐渐投入使用，我们预计国内天然气价格仍有下降空间，但是考虑到：1) 天然气价格逐渐向油价回归，在国际原油价格维持相对稳定的形势下，天然气价格不存在大幅下降的基础，目前煤层气与天然气之间 0.4-0.5 元/方的价差可能缩小但不会消失；2) 我国常规天然气的对外依存度已经超过 30%，而天然气作为我国重要的工业原料，国家处于战略性资源储备的考虑，必将通过大力发展非常规天然气弥补国内供需缺口。所以，在这种形势下，我们判断煤层气的经济效应在未来可预见的时间范围内仍将保留。

图表 4：山西、河南省煤层气价格显著低于天然气价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

然而，**我国煤层气开采利用行业发展缓慢**。根据国家能源局《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十二五”规划》，至 2015 年末应累积新增探明煤层气储量 10000 亿立方米，抽采量 300 亿立方米，其中地面抽采量 160 亿立方米，井下 140 亿立方米。而实际截至 2015 年末累积新增探明储量 3505 亿立方米，仅为目标的 35.1%；抽采量 180 亿立方米，

其中地面抽采量 44 亿立方米，井下抽采量 136 亿立方米，各项指标均未达预期。

图表 5：“十二五”期间我国煤层气（煤矿瓦斯）抽采及利用量均不达预期

项目（亿立方米）	2010 年	2015 年	年均增速	“十二五”目标
新增探明地质储量	1980	3504	12.10%	10000
煤层气产量	15	44	24.00%	160
煤层气利用量	12	38	25.90%	160
煤层气利用率	80%	86.40%	-	基本全部利用
煤矿瓦斯抽采量	76	136	12.30%	140
煤矿瓦斯利用量	24	48	14.90%	84
煤矿瓦斯利用率	31.60%	35.30%	-	60%以上
<b>产量合计</b>	<b>91</b>	<b>180</b>	<b>15.40%</b>	<b>300</b>
<b>利用量合计</b>	<b>36</b>	<b>86</b>	<b>19.00%</b>	<b>244</b>

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划(2016—2020 年)》，东吴证券研究所

### 制约我国煤层气开采利用行业发展的因素主要有三个：

1) 技术：煤层气开采难度较大。相比天然气，煤层气开采难度更大、成本更高，开采企业的经济效益不理想，这主要是由于常规天然气是以游离的气态形式贮存于储层中，而 90%以上的煤层气是以吸附的方式贮存在煤层中，这就导致煤层气开采过程中需要通过排水降低地层压力，使煤层气气体开始从微孔隙表面分离，成为游离的气态（俗称解吸）后方能抽采，因此加大了煤层气的开采难度。加上我国煤层气资源赋存条件复杂、区域适配性差，虽然目前沁水盆地的煤层气开发技术已经较为成熟，但是该工艺技术仍难以适应其他地区的地质条件，简单复制常规油气技术及国外技术也难以实现高效开发。

2) 行政：煤炭矿业权和煤层气矿业权重叠。1998 年，国土资源部取代原煤炭工业部的职能，要求对煤层气矿业权重新登记，并将未登记的煤层气矿业权全部收回并统一管理，由此造成在同一区块内，煤炭矿业权（地方政府审批，当地企业优先获得）和煤层气矿业权（国土资源部审批，主要由央企和国企获得）分属于不同的企业。在煤层气和煤炭开采过程中发生矛盾纠纷时，由于煤炭企业往往是地方政府关联企业，因此煤层气企业在煤层气矿权上较难得到充分保障，进而影响企业参与煤层气商业开发的积极性。

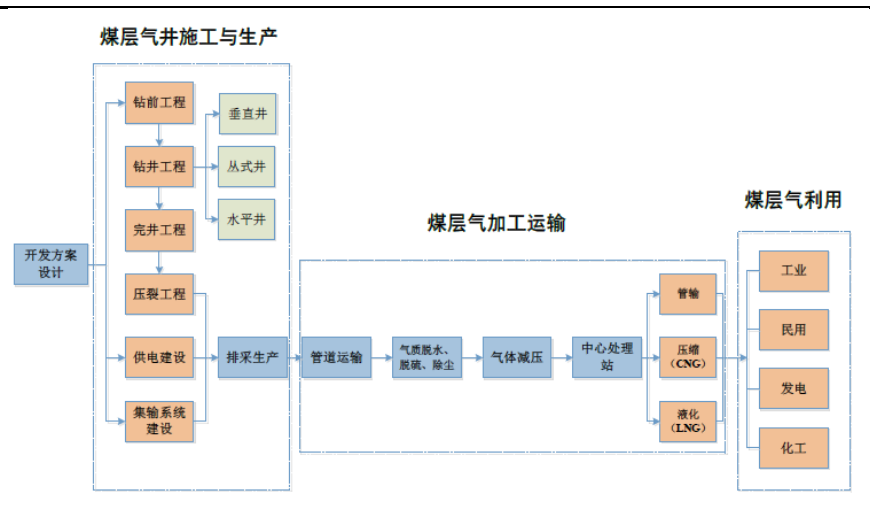
3) 意识：行业发展初期抽采煤层气主要是为了煤炭安全生产。当瓦斯空气浓度达到 5%-16%时，遇明火就会爆炸，这是煤矿瓦斯爆炸事故的根源，如果在采煤之前先开采煤层气，煤矿瓦斯爆炸率将降低 70%-85%。起初，煤矿对瓦斯危害的防治主要是通过“通风稀释”的手段解决，即通过通风系统向矿井内注入大量的新鲜空气，将瓦斯的浓度稀释至爆炸临界值（5%）之下。后来，随着煤炭开采深度的增加和井下瓦斯含量的提高，逐渐兴起了“通风+井下瓦斯抽采”技术，即在传统保证通风的基础上，建立井下瓦斯抽采系统，将井下瓦斯浓度降至安全范围内。然而，在行业发展初期，由于环保意识淡薄，抽采出的煤层气大部分都空排至空气中，煤层气的温室效应约为二氧化碳的 21 倍，根据 IEA 的统计，全世界每年因采煤直接向大气排放的煤层气达 315-540 亿立方

米,其中我国每年对空排放煤层气将近200亿立方米,占全球煤层气排放量的三分之一,是全球煤层气第一排放国。这些逸散在空气中的煤层气,破坏了臭氧层,显著加剧了温室效应,对生态环境造成严重的破坏。

## 2.2. 技术取得突破, 蓝焰控股是行业技术先驱

公司作为国内较早进行煤层气开采技术研发的企业之一,在借鉴国外煤层气开发利用技术和国内油气开发技术的基础上,在煤层气地面预抽采领域开发出一套适宜本地区的具有自主知识产权的煤层气地面抽采技术体系,已获得高新技术企业证书和多项专利,拥有较强的技术优势。目前,公司针对各矿区地质条件、瓦斯赋存特征、涌出规律等,结合煤矿瓦斯治理要求,实现了煤矿瓦斯采前抽、采中抽、采后抽的“采煤采气一体化”的多套抽采技术体系和直井、定向井、多分支水平井、U型井、L型井等多种抽采井型。在注重生产实践的同时,蓝焰煤层气积极与中国地质大学、中国矿业大学、中国石油大学、河南理工大学、煤炭科学研究总院西安分院和重庆分院等“四校两院”合作建设了“煤层气开发工程产学研基地”,成立了省级“山西省煤层气开发利用工程技术研究中心”,并设立了博士后科研工作站,建立了全国第一个瓦斯综合治理示范基地。

图表 6：煤层气开采利用的工艺流程图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7：公司在煤层气开采利用方面具有较强的技术优势

项目	数量/内容
高新技术企业	1
技术专利	19 项
起草标准	5 项 (3 项国家、2 项地方)
国家级、省级科研项目	11 项
研究所、博士后科研工作站	煤层气开发工程产学研基地, 山西省煤层气开发利用工程技术研究中心、博士后科研工作站
技术重点实验室	瓦斯综合治理示范基地, 国家能源煤与煤层气共采技术重点实验室

资料来源：公司公告，东吴证券研究所





### 2.3. 行政取得突破，山西省内采煤权和采气权同级审批

2016年4月，国土资源部发布《国土资源部关于委托山西省国土资源厅在山西省行政区域内实施部分煤层气勘查开采审批登记的决定》，将煤层气开采审批登记等权利下放至山西省，具体做法为国土资源部决定委托山西省国土资源厅在山西省内实施部分煤层气勘查开采审批登记，由此山西省在全国首次实现了采煤权和采气权由同一级政府审批处理。同年12月，山西省国土资源厅出台《关于加大用地政策支持力度促进煤层气产业发展的通知》、《关于煤层气矿业权审批和监管的实施意见》、《关于完善煤层气试采审批管理工作的通知》、《关于印发山西省煤层气和煤炭矿业权重叠区争议解决办法（试行）的通知》等四项政策，为解决采煤权和采气权重叠问题提供政策支持和行为准则。在中央和地方政策支持下，公司通过和西山集团、汾西矿业、华晋焦煤、沁城煤矿等签署合作协议书，明确煤层气开采中的产权，为潜在纠纷树立解决准则，有效地解决了采煤权和采气权重叠问题。

### 2.4. 意识取得突破，环保意识增强催生多项行业补贴政策

近年来，随着政府和企业的环保意识不断增强，以及对煤层气利用价值的认识逐步加深，中央和地方政府出台了多项政策支持煤层气行业发展。中央政策方面，2016年2月，财政部发布《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》，明确中央财政按0.30元/立方米煤层气（折纯）标准对煤层气开采企业进行补贴，同时，根据产业发展、抽采利用成本和市场销售价格变化等，将适时调整补贴政策；地方政策方面，2015年8月，山西省政府出台《关于印发山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案的通知》，明确在现有省财政补贴0.05元/立方米的基础上，在三年瓦斯抽采全覆盖工程实施期间（2015-2017年）再提高0.05元/立方米，达到省级财政补贴0.10元/立方米，因此，山西省煤层气销售企业将享受0.40元/立方米的补贴。行业补贴的出现，使得煤层气开采利用企业的盈利能力显著提升，在中央和地方政府多项政策的支持下，我们预计“十三五”煤层气行业将迎来高速发展。

图表 14：中央和地方政府出台多项政策支持煤层气行业发展

时间	主体	政策
中央层面		
2006.6	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加快煤层气（煤矿瓦斯）抽采利用的若干意见》
2007.4	国土资源部	《关于加强煤炭和煤层气资源综合勘查开采管理的通知》
2007.4	国家发改委	《关于利用煤层气（煤矿瓦斯）发电工作的实施意见》
2013.3	国家能源局	《煤层气产业政策》
2013.9	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步加快煤层气（煤矿瓦斯）抽采利用的意见》
2015.2	国家能源局	《煤层气勘探开发行动计划》
2015.2	国家能源局	《国家能源局关于促进煤炭工业科学发展指导意见》
2016.2	财政部	《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》

山西省层面		
2015.8	山西省政府办公厅	《关于印发山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案的通知》
2016.12	山西省政府	《山西省“十三五”综合能源发展规划》
2016.12	山西省国土资源厅	《关于加大用地政策支持力度促进煤层气产业发展的通知》
2016.12	山西省国土资源厅	《关于煤层气矿业权审批和监管的实施意见》
2016.12	山西省国土资源厅	《关于完善煤层气试采审批管理工作的通知》
2016.12	山西省国土资源厅	《关于印发山西省煤层气和煤炭矿业权重叠区争议解决办法（试行）的通知》

资料来源：公开资料整理，东吴证券研究所

### 3. 股东层面：“气化山西”战略引领下，煤层气将是山西省摆脱对煤炭依赖的重要抓手

“十三五”时期，山西省要彻底摆脱对煤炭的过度依赖，走出一条资源型省份创新驱动、转型升级的新道路，那么大力发展清洁能源将是“气化山西”战略引领下的重要抓手，其中煤层气开采利用行业由于自然禀赋优势明显、后天开发具备一定基础，有望成为清洁能源行业排头兵。公司作为晋煤集团旗下唯一上市公司，虽然目前煤层气业务开展主要依托于晋煤集团，但是从2014-2016年的业务占比来看，对集团的依赖程度在逐年下降，同时，未来有望借助集团的平台和资源优势，短期内通过改造和二次增产实现业务规模稳健增长；中期内通过和山西省内其他煤炭企业合作进一步巩固和强化区域优势；远期走向全国，通过跨区域合作逐步打造成为全国煤层气行业发展龙头。

#### 3.1. 山西省欲摆脱煤炭资源依赖，大力发展清洁能源

山西省作为我国煤炭大省，在“十二五”期间，受到需求增长不旺、产能集中释放、成本较快上升、内外竞争加剧等诸多不利因素影响，全省煤炭产能过剩问题进一步加剧，经济运营面临的困难增多加大。同时，伴随着我国环境资源约束趋紧，山西省可持续发展能力低、技术创新能力薄弱，企业竞争力低下、体制机制缺乏活力、能源改革仍显滞后的问题进一步突出。

在这种形势下，山西省省委书记骆惠宁在中国共产党山西省第十一次代表大会上明确提出，“无论煤价如何变化，决不动摇转型的决心；要紧紧抓住市场倒逼的历史机遇，坚定不移走上转型之路；彻底摆脱对煤炭的过度依赖，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用，形成促进转型发展的支撑条件和大环境，走出一条资源型省份创新驱动、转型升级新路，以局部的探索实践创作可借鉴可复制的发展模式”。同时，骆惠宁表示，在“十三五”时期内，要将山西省打造成为：1）国内外有影响力的资源型经济转型综合配套改革试验区；2）现代装备制造、新材料、节能环保和信息产业基地；3）国家新型综合能源基地；4）世界煤基科技创新成果转化基地；5）中西部现代物流中心；6）富有特色和魅力的文化旅游强省。（中国网：[http://news.china.com.cn/live/2016-10/31/content\\_37251227.htm](http://news.china.com.cn/live/2016-10/31/content_37251227.htm)）

根据《山西省“十三五”综合能源发展规划》，山西省要在“气化山西”的战略引领下，大力发展煤层气等清洁能源产业，具体表现为：

1) **建设两大煤层气基地**。建设沁水、河东两大煤层气基地，推进河曲—保德、临县—兴县、三交—柳林、永和—大宁—吉县、沁南、沁北等 6 个煤层气片区勘探开发，到 2020 年，全省煤层气总产能力争达 400 亿立方米。

2) **实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程**。推进晋城矿区、阳泉矿区、潞安矿区、西山矿区和离柳矿区五大瓦斯抽采利用矿区建设。加大井下煤矿瓦斯抽采量，积极探索低浓度瓦斯利用途径，提升煤矿瓦斯综合利用水平。到 2020 年，基本实现全省煤矿瓦斯抽采利用全覆盖。

3) **完善“三纵十一横”管网布局**。依托国家主干管网和煤层气产业基地，建成连接主要煤层气田的山西“三纵十一横”输气主干管网和支线输气管网，打通煤层气外输通道，加快煤层气产业化发展。大力推进燃气管网及配套站点建设。加快下游市场利用步伐，改造各县（市、区）城市燃气工程，加强民用和工业燃气利用及煤层气压缩、液化等工程建设，积极探索煤层气多通道、多途径利用。2020 年气化人口基本实现全覆盖。

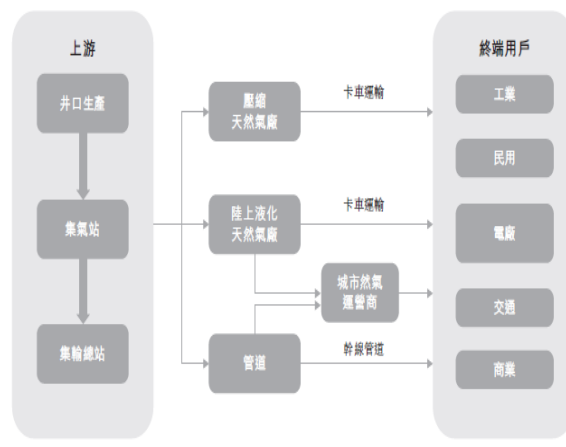
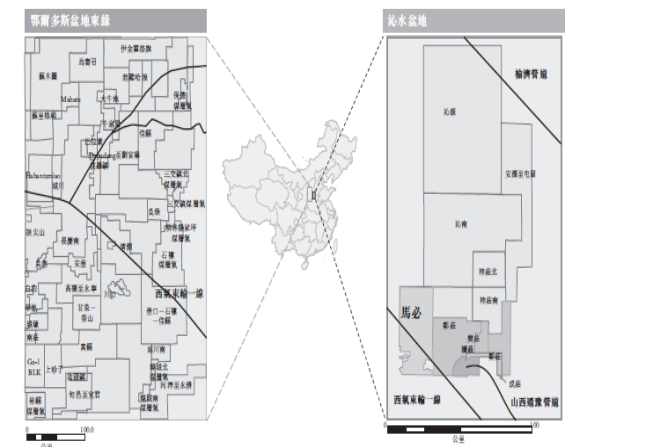
### 3.2. 自然禀赋+后天开发，山西省煤层气行业优势明显

山西省是煤炭资源大省，也是煤层气资源大省，根据《山西省“十三五”综合能源发展规划》，全省 2000 米以浅煤层气资源总量约 8.31 万亿立方米，约占全国煤层气资源量的四分之一。截至 2015 年末，山西省累计探明煤层气地质储量为 5600 亿立方米，占全国的 88%；全省煤层气（煤矿瓦斯）抽采量 101.3 亿立方米，其中，地面 41 亿立方米，井下 60.3 亿立方米，分别占全国的 94%和 44.4%；煤层气（煤矿瓦斯）利用量 57.3 亿立方米，其中，地面 35 亿立方米，井下 22.3 亿立方米，分别占全国的 92%和 46.8%；全省输气管道总长 8000 余公里，覆盖全省 11 个设区市 100 余个县（区）。

位于山西省东南部的沁水盆地面积为 2.4 万平方公里，拥有目前中国最大的探明煤层气地质储量，是中国煤层气开发程度最高、生产活动最活跃的地区，也是天然气调压站点建设较为完善的重点区域。根据 SIA Energy 的统计，2014 年中国煤层气商业开采量的 83%均来自于沁水盆地（16%来自于另一大煤层气田鄂尔多斯盆地东缘），预计到 2020 年以前，中国煤层气商业开采量的 75%将全部来自于沁水盆地。从 2005 年沁水盆地正式进行煤层气规模化勘探开发以来，在 10 余年的发展过程中，沁水盆地已经成为我国第一个具有千亿立方米大型、整装、高丰度、高阶煤煤层气田，并建成中国第一个数字化、规模化煤层气田示范工程。目前，在管网和基建方面，沁水盆地已经建成 7 条管道，分别为：端氏-博爱（通豫）、西气东输一线、晋城-长治、临汾-长治、晋城-侯马、阳曲-太原、长治-太原；9 座液化天然气厂，分别为新奥、舜天达、三峡益众、华港、易高、Shanxi Energy CBM、JAMG Tianyu、Shanxi Natural Gas Pingyao、顺泰，销售的市场和终端客户主要集中于山西、河南、山东、江苏和上海。

图表 15: 沁水盆地是中国最大的煤层气产地

图表 16: 煤层气分销渠道及终端用户



资料来源：SIA Energy，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 公司为晋煤旗下唯一上市平台，打造为行业标杆可期

**蓝焰控股是晋煤集团旗下唯一上市公司。**晋煤集团是山西省五大煤炭企业之一，也是我国煤炭行业特大型企业之一，业务覆盖煤炭、煤层气、煤化工、电力、煤机、多经等六大板块，2016年晋煤集团位列世界企业500强中的第384位，全年实现营收1519.64亿、利润总额3.21亿、总资产规模位2290.11亿元。

**目前公司煤层气业务开展依托于晋煤集团。**由于晋煤集团矿区瓦斯含量高，存在较大的瓦斯治理需求，蓝焰煤层气最初在晋煤集团所属寺河、成庄、郑庄、胡底等矿区范围内进行煤层气地面抽采利用工程，2010年开始，在山西省“气化山西”战略带动下，蓝焰煤层气将该业务先后拓展到襄垣、阳泉、西山、吕梁等地。目前，蓝焰煤层气抽采范围已覆盖山西省高瓦斯矿区，截至2016年6月末，运营的煤层气井3430口，其中本部和子公司拥有2064口井（其中585口为在建），租用晋煤集团及下属子公司1366口井，形成了年抽采能力215亿立方米的生产规模，煤层气日均利用量250万立方米，年抽采量占行业的30%以上，年利用量占行业的20%左右。

图表 17：截至 2016 年 6 月公司煤层气井分布情况

项目	井数（口）	矿区	备注
<b>自有</b>			
蓝焰煤层气	672	成庄矿、东曲矿、赵庄矿、寺河矿、 马兰矿、沁城矿、屯兰矿、原相矿、 东曲矿、杜儿坪矿、马兰矿等	233 口井在建
左泉蓝焰	206	正明矿、正行矿、正太矿、宏远矿	153 口井在建
西山蓝焰	331	马兰矿、屯兰矿、西铭矿、东曲矿	
漾泉蓝焰	631	寺家庄矿、阳煤五矿	73 口井在建
吕梁蓝焰	204	贺西矿、沙曲矿	136 口井在建
美锦公司	20	东于矿	
小计	2064		585 口井在建
<b>租赁</b>			
晋煤集团	744	寺河矿、郑庄矿	

蓝焰煤业	511	成庄矿、胡底矿	
长平煤业	45		
晋煤集团赵庄煤业	66		
<b>合计</b>	<b>3430</b>		

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 18：2014-2016 年公司业务对晋煤集团依赖程度逐渐下降

		2014	
客户名称	销售收入 (万元)	营收占比	
晋煤集团	68151.97	44.23%	
山西易高煤层气有限公司	27488.05	17.84%	
山西压缩天然气集团晋东有限公司	6982.55	4.53%	
山西沁水顺泰能源发展有限公司	5054.45	3.28%	
山西通豫煤层气输配有限公司	2530.31	1.64%	
合计	110207.34	71.52%	
		2015	
客户名称	销售收入 (万元)	营收占比	
晋煤集团	59933.16	39.10%	
山西易高煤层气有限公司	26940.56	17.57%	
山西压缩天然气集团晋东有限公司	5685.12	3.71%	
山西通豫煤层气输配有限公司	5620.88	3.67%	
沁水县沁源煤层气开发有限公司	1861.41	1.21%	
合计	100041.13	65.26%	
		2016	
客户名称	销售收入 (万元)	营收占比	
晋煤集团	37793.71	30.21%	
山西易高煤层气有限公司	16812.18	13.44%	
山西通豫煤层气输配有限公司	12685.21	10.14%	
山西压缩天然气集团晋东有限公司	5967.36	4.77%	
山西沁水顺泰能源发展有限公司	3605.09	2.88%	
合计	76863.54	61.44%	

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

**未来借助集团平台和资源优势，打造成为山西省煤层气品牌值得期待。**目前公司煤层气业务主要依托于集团内部的矿井开采，但是放眼未来，公司将借助集团的平台和资源：1) 通过对现有矿井进行改造和二次增产，实现自身收入和利润规模稳健增长；2) 借助集团平台和实际控制人山西省国资委的支持，与山西省内的其他煤炭企业进行合作，尤其是目前省内大量煤矿后备区可开采气源量十分充足，进一步巩固和强化公司山西省内煤层气领军企业的地位；3) 立足山西、走向全国，通过跨区域合作，打造成为全国

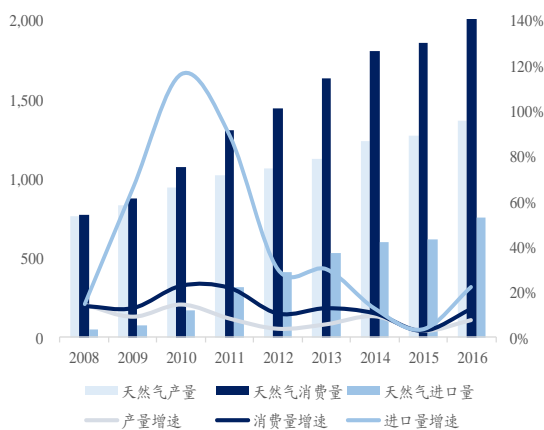
煤层气行业标杆龙头企业值得期待。

#### 4. 国家层面：煤层气作为战略性资源，可有效降低天然气对外依存度

**资源禀赋有限+需求增速较快，我国天然气对外依存度不断提升。**根据《中国天然气发展报告（2016）》，截至2015年末，我国累计探明常规天然气地质储量为13.01万亿方，剩余可采储量为5.2万亿方；非常规天然气方面，累计探明煤层气地质储量为0.63万亿方，剩余可采储量为0.31万亿方；累计探明页岩气地质储量为0.54万亿方，剩余可采储量为0.13万亿方，总体来看，我国“贫油、富煤、少气”的资源禀赋特点较为显著。

供给方面，Wind数据显示，2006-2016年，我国天然气产量由585.53亿方增长至1368.30亿方，十年CAGR为8.86%；需求方面，2006-2016年，我国天然气表观消费量由565.89亿方增长至2086.88亿方，十年CAGR为13.94%；国内供给不足造成天然气进口量逐年增加，2006-2016年，天然气进口量由9.56亿方增长至752.63亿方，十年CAGR为54.74%；进口量的增加使得我国天然气的对外依存度在不断提升，2016年天然气对外依存度为34.27%。目前我国天然气在一次能源中占比为6%左右，距离世界平均水平24%仍存在较大差距，“十三五”期间随着天然消费量和进口量的增加，我们预计对外依存度仍将进一步上升。

图表 19: 08-16 年天然气进口量逐年上升 (亿方)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 20: 天然气对外依存度已经超过 30% (单位: %)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**为了解决天然气对外依赖和能源安全问题，煤层气行业发展受到国家日益重视。**天然气是重要的工业原料和燃料，由于我国周边地缘形势复杂，天然气进口通道所经地区和国家的任何国际政治、军事冲突、自然灾害、运输中断等因素都会对我国天然气供应造成影响。尤其在我国天然气对外依存度已经超过30%的形势下，进口天然气供应一旦中断，将不可避免影响到人民生活、增加社会不稳定因素，对国民经济带来不可估量的损失。因此，在常规天然气资源有限的前提下，为了保障国家能源供应安全、降低天然气对外依赖程度，开发非常规天然气资源，尤其是资源禀赋相对丰富、开采利用已具备一定基础的煤层气资源，就成为我国“十三五”时期能源领域工作的重要着力点。根据

国家能源局 2016 年底发布的《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，煤层气行业的发展目标为：到 2020 年，煤层气抽采量达到 240 亿立方米，其中地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上；煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米，利用率 50% 以上，煤矿瓦斯发电装机容量 280 万千瓦，民用超过 168 万户。

图表 21：“十三五”时期煤层气开采利用行业的主要发展目标

发展指标	单位	2015 年	2020 年	五年 CAGR
新增探明地质储量	亿方	3504	4200	3.7%
煤层气产量	亿方	44	100	17.8%
煤层气利用量	亿方	38	90	18.8%
煤层气利用率	%	86.4	90	3.6
煤矿瓦斯抽采量	亿方	136	140	0.58%
煤矿瓦斯利用量	亿方	48	70	7.8%
煤矿瓦斯利用率	%	35.3	50	14.7

资料来源：《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》，东吴证券研究所

## 5. 公司层面：排空率下降+供给量扩大，业绩将进入高速增长期

受制于管输能力严重不足，公司煤层气业务的排空率超过 50%，远远高于同行业竞争对手，1) 短期来看，通豫、国化、沁水三条管线运输能力的提升将有望在 1-2 年内增加 2-3 亿方/年销量；整个“十三五”时期在山西省背书和中央政策支持下，公司排空率有望持续下降。2) 远期来看，新建气井+老旧气井改造后二次增产，有望为公司带来 4.2 亿的增量收入；在获取新增区块+权属重叠问题解决在即的有利形势下，公司未来 3-5 年内抽采量有望翻番，成长空间充分打开。

### 5.1. 主营业务分析：煤层气销售业绩占比为 80%左右

公司主业为煤层气勘探、开发、利用和煤矿瓦斯治理，目前煤层气抽采范围已覆盖山西省高瓦斯矿区，形成年抽采能力 15 亿立方米的生产规模，煤层气日均利用量 250 万立方米，抽采量和利用量领跑全国。同时，经过十余年的发展，公司在上游建设了稳定的气源基地，中游利用管网、压缩方式合理输配，下游建立城市燃气、工业用气等多用户用气网络，坚持以用促抽，不断拓宽煤层气利用途径，形成了煤层气勘探、抽采、输送、压缩、液化、化工、发电、汽车燃气、居民用气等一整套产业链。2014-2016 年，公司营收分别为 15.41、15.33、12.51 亿，归母净利润分别为 2.67、2.64、3.84 亿。

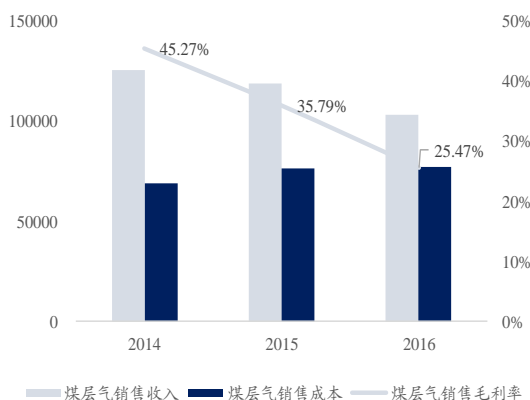
**煤层气销售：**采用直销方式，按照煤层气状态分为管输煤层气和压缩煤层气(CNG) 两种，其中管输是通过管道由中心站或西气东输管道输送至客户，主要客户为晋城市燃气公司、煤层气液化企业、煤层气管输公司等；CNG 是使用专用设备，在煤层气压缩站将煤层气增压至约 600 个大气压下后灌装入压缩煤层气运输车辆，通过子公司诚安物流对外销售以及客户到压缩站自提，客户以中小型客户为主，如晋城市万洋达能源有限公司、晋中市阳泰燃气有限公司等。此外，公司不自行生产液化气(LNG)，LNG 销售系子公司诚安物流向 LNG 生产企业采购再对外销售。



**销量下降+成本上升，造成煤层气业务毛利率下滑。**2014-2016年，公司煤层气销售收入分别为12.53、11.86、10.29亿元；抽采量分别为14.30、14.53、14.11亿方，占全国煤层气抽采量比重分别为38.7%、33.0%、31.4%；销售量分别为8.72、7.70、6.91亿方，占全国煤层气利用量比重分别为26.6%、20.0%、16.5%，对应煤层气单位售价分别为1.44、1.54、1.49元/方，价格相对稳定。毛利率方面，2014-2016年，公司煤层气销售业务的毛利率分别为45.27%、35.79%、25.47%，**毛利率下降的原因主要有：**1) 天然气调价使得公司煤层气销量下降。2015年以前，天然气价格显著高于煤层气价格，煤层气销量明显；2015年天然气价格两次下调后，与煤层气价差缩小，使得煤层气销量下降，销售收入下滑。2) 新增气井投入使用使得成本小幅上升。2014-2016年，煤层气销售业务的成本分别为6.86、7.61、7.67亿元，成本小幅上升。

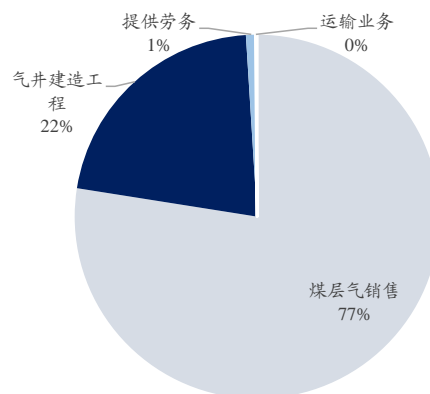
**分产品来看：**2014-2016年，管输煤层气价格分别为1.40、1.38、1.26元/方，销量分别为7.10、6.38、6.15亿方，收入分别为9.97、8.81、7.79亿元；CNG价格分别为1.59、1.59、1.81元/方，销量分别为1.61、1.32、0.76亿方，收入分别为2.57、2.11、1.38亿元；2015、2016年LNG（经销）价格分别为3363.51、2564.77元/吨，销量分别为2.80、4.40万吨，收入分别为0.94、1.13亿元。从产品收入构成来看，近三年管输煤层气在煤层气销售收入占比在75%左右，CNG在收入占比由2014年20.49%下降至2016年的13.37%，LNG占比在10%左右。

图表 22: 14-16 年煤层气销售业务情况 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 23: 16 年煤层气业务贡献毛利接近 80%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 24 : 公司的煤层气产品、渠道和终端客户

产品	渠道	终端客户
管输	中心站运输、西气东输管道	晋城市燃气公司、煤层气液化企业、管输公司
CNG	客户自提、诚安物流	晋城市万洋达能源有限公司、晋中市阳泰燃气有限公司等中小型客户
LNG (经销)	诚安物流	LNG 企业

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 25：14-16 年煤层气与天然气的价格比较及销量

产品类别	2014	2015	2016
管输煤层气价格(元/方)	1.40	1.38	1.26
压缩煤层气价格(元/方)	1.59	1.59	1.81
液化煤层气价格(元/吨)	-	3363.51	2564.77
天然气价格(元/方)	3.05	3.05、2.61、1.91	1.91
煤层气销量(万方)	87157.66	76985.60	69100.84

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

**气井工程业务毛利率触底回升，但是收入和毛利占比均较小。**气井建设工程业务是公司为集团内公司及非关联方提供气井建造，2014-2016 年气井建设工程业务收入分别为 1.41、1.55、1.74 亿，占比总收入分别为 9.41%、10.15%、13.90%；毛利分别为 0.29、0.15、0.73 亿，占比总毛利分别为 4.57%、3.40%、21.52%；毛利率分别为 20.02%、9.97%、41.86%，显示出明显的触底回升趋势。

## 5.2. 营业外收入：增值税+销售补贴，规模较大且可持续

2014-2016 年，公司营业外收入分别为 2.50、3.85、6.11 亿，其中煤层气销售补贴分别为 2.28、2.30、2.75 亿；增值税退税收入分别为 0.19、1.34、3.24 亿，两者构成了营业外收入的主要部分。2014-2016 年，销售补贴和退税收入合计占比归母净利润分别为 92.51%、137.88%、155.99%（2016 年增值税返还的是 2013、2014、2015 年合计额，因此数额较大），是公司盈利的主要来源，考虑到增值税退税政策、中央和山西省对煤层气行业的补贴政策均具有一定的延续性，因此我们预计营业外收入规模的增长在未来仍具有可持续性。

图表 26：14-16 年增值税退税和销售补贴是公司盈利的主要来源

	2014	2015	2016
中央财政补贴(元/方)	0.2	0.2	0.3
山西省财政补贴(元/方)	0.05	0.1	0.1
合计(元/方)	0.25	0.3	0.4
归母净利润(亿元)	2.67	2.64	3.84
增值税退税(亿元)	0.19	1.34	3.24
销售补贴(亿元)	2.28	2.3	2.75
两项合计额占比	92.51%	137.88%	155.99%

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

## 5.3. 近看排空率下降，管输量上升将显著增厚业绩

**公司排空率高达 51%，远超同行业竞争对手。**排空率指未能有效利用的煤层气量占抽采量的比率，即： $\text{排空率} = 1 - \text{煤层气销售利用量} / \text{煤层气抽采量}$ 。2014-2016 年，公司煤层气销售量分别为 8.72、7.70、6.91 亿方，抽采量分别为 14.30、14.53、14.11 亿方，对应排空率分别为 39.06%、47.03%、51.02%；与之形成强烈对比的是同在沁水区

块开采煤层气的亚美能源，2014-2016 年排空率仅为 27%、15%、15%。影响煤层气排空率的因素主要有三个：

1) 工艺损耗：指煤层气在管网集输过程中因温度、管径、压力、管道连接等因素造成的气体减少；

2) 客观排空：指在煤层气生产过程中，如管网常规放水、井场管道维修、增压站及压缩站等的检修、排污带气的一系列放空；

3) 主观排空：指在销售市场不景气、输配相关辅助设施配套不全时保证安全生产做出的主动煤层气排空。

其中，工艺损耗和客观排空是煤层气生产过程中所不可避免的，未来可以通过技术、工艺、装备改进等逐渐降低；而各区块的市场环境的不同，导致主观排空率差别很大，主要依靠扩大市场销售规模等来降低。

**公司目前工艺损耗稳定为 9%，主观+客观排空率加总约为 40%以上。**在工艺损耗和客观排空率方面，公司采用第三代水平井分段压裂技术，在好的区块气井稳定投产后接近 1 万方/天、最高达到 2 万方/天，未来随着技术水平的不断提升和日益完善，工艺损耗和客观排空率有望逐步下降，最为重要的是解决公司由于管输配套设施建设不全造成的主观排空率高企问题。

**公司现有管输能力为 4.68 亿方/年，管输量严重不足。**与公司煤层气管网相联外输管道共 3 条，管输能力为 130 万方/日，年化约为 4.68 亿方，分别为：1) 西气东输管道（融资租赁租入），现日供气 80 万方，主要供应晋城市、长治市居民以及晋城天煜新能源有限公司；2) 通往河南的“端氏—晋城—博爱”煤层气输气管道，现日供气 30 万方；3) 连接沁水县城方向的管道，现日供气 20 万方。与公司每年 14 亿以上的开采量相比，管输能力严重不足。

**未来 1-2 年内管输能力有望增加 2-3 亿方/年。**为了提升公司煤层气业务的管输能力，1) 公司已与山西国化能源有限责任公司签署了框架协议，连通“胡底-固县”线，可以汇入山西国化能源有限责任公司的“临汾-长治”线，将具备向邯郸、太原方向供气条件，初步约定的供气能力为 30 万方/日，目前管线已经铺设完工，正在进行调试；2) 与山西通豫煤层气输配有限公司已初步沟通，将在“端氏—晋城—博爱煤层气输气”管道现有日供气 30 万方的基础上再每日增加 30 万方；3) 推动连接沁水县城的管线与山西省国新能源股份有限公司的管网联接，这将增加每日 30 万方的外输能力。三条管线全部建设完成后，有望提升公司 60-90 万方/日的管输能力，年化管理管输能力增加 2.16-3.24 亿方。

**“十三五”山西省背书+中央政策支持，公司排空率有望持续下降。**1) 此次资产重组完成后，公司成为晋煤集团旗下唯一上市平台，同时也是山西省国资委下属唯一一个煤层气上市公司，目前在“气化山西”战略引领下，省内“三纵十一横”输气管道（三纵为：乡宁-柳林-临县-保德输气管道、长治-和顺-阳泉长输管道、大同-太原-平遥-运城长输管道；十一横为：陕京-线（陕西-北京）、陕京二线、陕京三线、榆济线（陕西榆林至济南）、西气东输管线、应县-张家口线、大同-中海油管道、河津-侯马-沁水长输管道（南线）、柳林-介休-太原-阳泉长输管道（中线）、保德-原平长输管道（北线）、洪洞-安泽-长治管道）建设基本完成，未来在大股东和实际控制人的支持下，管输量有望快

速上升。2) 中央政策层面, 为了完成《煤层气(煤矿瓦斯)开发利用“十三五”规划》的发展目标, 我们预计全国范围内的煤层气外输管道建设步伐也将加快, 远期来看, 在山西省和中央政策的支持下, 公司煤层气排空率有望持续下降。

图表 27: 公司现有管输能力为 4.68 亿方/年, 管输量严重不足

管道	供气量(万方/日)	供应地区
西气东输管道	80	晋城市、长治市居民以及晋城天煜
“端氏—晋城—博爱”管道	30	河南
连接沁水县城方向的管道	20	沁水

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 28: 未来 1-2 年内公司管输能力有望增加 2-3 亿方/年

管道	供气量(万方/日)	供应地区
国化	30	邯郸、太原
通豫	30	河南
国新	30	沁水

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 29: 远期来看, 公司煤层气排空率将逐步下降(单位: 万方、%)

名称	2016	2017	2018	2019	2020
蓝焰煤层气销量	57323	64678	64253	59949	55157
蓝焰煤层气排空率	53.0%	45.4%	40.4%	35.4%	25.4%
吕梁蓝焰销量	719	999	1409	2790	3810
吕梁蓝焰排空率	69.0%	69.0%	59.0%	12.0%	12.0%
漾泉蓝焰销量	8028	7413	10123	10688	10940
漾泉蓝焰排空率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
左泉蓝焰销量	182	269	1432	2378	5051
左泉蓝焰排空率	95.0%	95.0%	75.0%	55.0%	30.0%
美锦蓝焰销量	590	605	558	762	805
美锦蓝焰排空率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
西山蓝焰销量	8104	7707	10525	11112	11374
西山蓝焰排空率	19.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>合计销量</b>	<b>74945</b>	<b>81670</b>	<b>88301</b>	<b>87679</b>	<b>87137</b>
<b>合计排空率</b>	<b>49.2%</b>	<b>43.6%</b>	<b>37.3%</b>	<b>30.8%</b>	<b>21.9%</b>

资料来源: 《重大资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》、东吴证券研究所

#### 5.4. 远看供给量增加, 新建+改造+新增区块多管齐下

**新建气井+二次增产, 抽采量将显著增长。**1) 新建气井: 截至 2016 年底, 公司在运营煤层气气井合计 3430 口, 其中本部及子公司拥有 2064 口(585 口在建), 租用晋煤集团及下属公司气井 1366 口, 伴随着公司在建的 585 口气井逐渐建设完成、投入使用,

公司抽采量有望增加。2) 二次增产: 根据重大资产重组方案, 公司募集配套资金 13.17 亿, 其中 8.17 亿用于晋城矿区低产井改造提产项目, 建设期为两年, 建成后将新增销量 2.8 亿方/年, 由此可带来 4.2 亿元增量销售收入。3) 除之以外, 公司还与阳泉煤业、华晋焦煤签署了瓦斯综合治理协议, 未来也有望形成煤层气增量销售收入。

**获取新增区块+权属重叠问题解决在即, 未来 3-5 年内抽采量有望翻番。**根据公司公告, 公司正在积极办理 2 宗煤层气采矿权变更和 2 宗煤层气采矿权新设申报工作: 1) 公司与晋煤集团、蓝焰煤业股份公司分别签署《煤层气采矿权转让协议书》, 约定晋煤集团、蓝焰煤业股份公司将山西沁水盆地寺河煤矿(东区)、成庄煤矿煤层气采矿权无偿转让给公司, 目前 2 宗煤层气采矿权的变更工作除矿产资源储量备案证明外, 其他手续均已办理完毕, 我们预计变更手续将于 2017 年 12 月 31 日前完成。2) 中石油同意将其持有的郑庄煤矿、胡底煤矿煤层气采矿权转让给晋煤集团, 并从该区域内退出。晋煤集团协助公司以公司为申请主体向国土资源部申报新设煤层气采矿权, 目前 2 宗煤层气采矿权的申报工作除矿产资源储量备案证明外, 其他手续均已办理完毕, 我们预计矿业权手续将于 2017 年 12 月 31 日之前完成。

同时, 我们在前文中已经介绍, 为了解决采煤权和采气权重叠的问题, 国土资源部已经委托山西省统一处理省内双权审批事项, 结合 2016 年底山西省国土资源部出台的《关于加大用地政策支持力度促进煤层气产业发展的通知》、《关于煤层气矿业权审批和监管的实施意见》、《关于完善煤层气试采审批管理工作的通知》、《关于印发山西省煤层气和煤炭矿业权重叠区争议解决办法(试行)的通知》等四项政策, 我们预计权属重叠问题解决的节奏将明显加快。目前, 晋煤集团持有的煤层气采矿权数量占比省内气采矿权总量仅为 6%、拥有的煤层气资源面积仅为中石油的 1%, 在权属逐渐解决的过程中, 公司作为山西省国资委旗下最为成熟、优质的煤层气相关资产, 有望在实际控制人和股东大会的支持下获取更多煤层气资源区块, 我们预计公司未来 3-5 年内抽采量翻番可期。

图表 30 : 公司将获取 4 项新增煤层气采矿权

矿区名称	采矿权面积(平方公里)
山西沁水盆地寺河煤矿(东区)	37.61
山西沁水盆地成庄煤矿	70.13
郑庄煤矿	36.59
胡底煤矿	17.91

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

图表 31 : “十三五”时期煤层气开采利用行业的主要发展目标

煤田	预测区		探明区	
	面积(平方公里)	资源量(亿方)	面积(平方公里)	地质储量(亿方)
沁水	20917.12	53915.01	2161.05	3851.77
河东	10719.13	21494.29	775.02	943.39
霍西	1845.18	2366.37	-	-
西山	1331.89	1332.02	240.57	214.28
宁武	1082.45	3990.17	-	-
合计	35895.77	83097.86	3176.64	5009.44

资料来源：《山西省煤层气与煤炭矿业权重叠区问题探讨》，东吴证券研究所

图表 32：山西省煤层气、煤炭矿业权重叠问题严重

矿业权类型		重叠个数		重叠面积
煤层气	煤炭	煤层气	煤炭	平方公里
采矿权	采矿权	2	20	173.27
探矿权	采矿权	26	110	1732.56
采矿权	探矿权	3	14	242.30
探矿权	探矿权	19	47	1762.68
合计		32	175	3910.81

资料来源：《山西省煤层气与煤炭矿业权重叠区问题探讨》，东吴证券研究所

图表 33：山西省煤层气资源按企业统计（2012 年）

企业	煤层气(平方公里)	探矿权	采矿权	占比(%)
中石油	12518	14	1	43
中联煤	10084	11	2	37
中石化	1046	1	-	3
晋煤集团	128	-	2	6
大统能源	172	1		3
兰花集团	26	1		3
中煤地大	173	1		3
东宝能投	82	-	1	3

资料来源：《山西省煤层气与煤炭矿业权重叠区问题探讨》，东吴证券研究所

图表 34：公司与煤炭企业矿业权重叠情况

公司	煤矿	煤炭矿业权基本情况		煤层气矿业权基本情况	
		区块	矿权人	矿权类型	矿权人
西山蓝焰	马兰矿	西山煤电	采矿权	中联煤层气	探矿权
	屯兰矿		采矿权		探矿权
	东曲矿		采矿权		探矿权
吕梁蓝焰	贺西矿	汾西矿业	采矿权	中石油	探矿权
	沙曲矿	华晋焦煤	采矿权	中联公司	探矿权
蓝焰煤层气	寺河矿	晋煤集团	采矿权	中联公司	探矿权
	越城矿	沁秀煤业	采矿权	中联公司	探矿权
	沁城矿	沁城煤业	采矿权	中石油	探矿权

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 核心假设：

1) 伴随着国化、通豫、国新三条管线在未来 1-2 年内全部建成投产，2017-2019 年

公司煤层气销量分别为 7.18、8.19、10.87 亿方；

2) 根据公司公告，晋煤集团旗下寺河、成庄、赵庄、长平四个煤矿拟委托公司对其建设的地面瓦斯抽采井提供维护服务，预计全年可增加瓦斯治理服务收入 2.84 亿；

3) 气井工程收入，采用公司发布的《2017 年度日常关联交易预计公告》中的数据测算；

4) 营业外收入，由于 2016 年的 3.24 亿增值税退税中包含了 2014、2015、2016 年未退税的合计部分，因此我们预计 2017 年增值税退税和营业外收入将有所下降。

### 盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 17.79、23.33、29.08 亿元，同比增速分别为 42.2%、31.1%、24.7%；归母净利润分别为 5.71、7.12、8.26 亿元，同比增速分别为 48.6%、24.7%、16.0%；EPS 分别为 0.59、0.74、0.85 元。

### 估值及投资建议：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.59、0.74、0.85 元，对应 PE 分别为 28、23、20 倍，与 A 股部分燃气公司相比，公司估值较高，但是考虑到：1) 行业层面：技术+行政+意识三因素均有突破，行业景气度迎来拐点；2) 股东层面：“气化山西”战略引领下，煤层气将是山西省摆脱对煤炭依赖的重要抓手；3) 公司层面：排空率下降+供给量扩大，业绩将进入高速增长期；4) 业绩层面：17、18 年承诺归母净利润不低于 5.32、6.87 亿，安全边际充足，因此，公司我们首次给予公司“买入”评级。

图表 35：A 股部分燃气公司估值（业绩预测来自 wind 一致预期，单位：亿元）

公司	净利润			PE		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
百川能源	8.20	9.91	11.28	18	15	13
金鸿控股	3.08	3.98	4.99	25	19	16

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

**宏观层面：**经济下行降低终端用户需求，煤层气销量增速不达预期；

**行业层面：**天然气价格下降导致煤层气售价降低；销售补贴及增值税退税政策发生变化；

**公司层面：**管网建设进度不达预期；气井工程业务进展不达预期；新区块获取进度慢于预期。





## 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>

