

股权整合更进一步，储运能力有望得到强化

2022年12月29日

➤ **事件:** 2022年12月29日，公司公告了山西燃气集团有限公司对蓝焰控股的收购报告书摘要，收购完成后，公司控股股东将由晋控装备转变为燃气集团，持股公司股权 3.87 亿股，占总股本的 40.05%。

➤ **控股股东将由晋控装备转变为山西燃气集团，即管理权归于华新燃气。** 为推动燃气产业成为山西省资源型经济转型发展的战略性新兴产业和支柱产业，山西省委省政府多次专题研究部署燃气产业整合方案。2019年3月，山西省国资委同意晋控装备以其持有的蓝焰控股 40.05%的股权对山西燃气集团进行增资；2022年11月国资运营公司下发通知，要求华新燃气受托履行晋控装备的股东职责确保山西燃气集团的生产、经营等工作。自此，待蓝焰控股的股权受让后，公司的控股股东将由晋控装备转变为山西燃气集团，持有股权为 3.87 亿股，占总股本的 40.05%，且相关的生产经营等股东权利将归于华新燃气。

➤ **股权转让价格为 10.73 元/股，公司价值有望提升。** 据公司公告，晋控装备转让蓝焰控股的股权价格为 10.73 元/股，高于当前的公司股价，属于溢价收购，预计将使得股东有较高的经营管理积极性。此外，近期公司和顺横岭、武乡南和柳林石西 3 个区块的储量报告已通过评审备案，合计新增探明含气面积 188.7 平方千米，煤层气探明储量 228.66 亿立方米，相比 2021 年 6 月末的煤层气探明地质储量为 205 亿立方米，公司煤层气储量翻倍。综合来看，公司的价值有望得到修复。

➤ **华新燃气管网资源丰富，公司储运能力有望借以得到强化。** 华新燃气产业链优势强，中游方面，管网里程长、储气调峰能力优，拥有长输管线 6400 余公里、液化工厂 17 座，总储气能力约为 9600 万立方米，占全省 50%以上；下游方面，市场份额大、技术配套完善，建有城市燃气门站 96 座、CNG/LNG 加气站 300 余座等。其子公司国新能源则拥有覆盖全省的网络化供气格局，在天然气长输板块，国新能源拥有纵贯南北、横跨东西、连接国家级气源的省级天然气管网 5000 余公里，年管输设计能力超 200 亿立方米；在城燃板块，已累计建设中高压管线约 2700 公里，低压管线约 4200 公里，覆盖 8 市、21 县区。蓝焰控股管理权归于华新燃气后，公司有望借力其管道和下游客户，增强供气储运能力、拓宽销售渠道资源，进一步完善自身的产业链优势。

➤ **投资建议:** 公司布局煤层气上中下游一体化产业链，且公司的储量和管道资源都得到了进一步强化。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.41/9.39/13.55 亿元，EPS 分别为 0.66/0.97/1.40 元/股，对应 2022 年 12 月 29 日的 PE 分别为 13 倍、9 倍、6 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,978	2,459	3,257	4,024
增长率 (%)	37.2	24.3	32.5	23.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	305	641	939	1,355
增长率 (%)	144.4	110.1	46.4	44.4
每股收益 (元)	0.32	0.66	0.97	1.40
PE	27	13	9	6
PB	1.8	1.6	1.3	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 12 月 29 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
8.58 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) 事件点评: 煤层气储量翻倍, 产量有望加快成长-2022/12/20
2. 蓝焰控股 (000968.SZ) 2022 年三季度报点评: Q3 业绩符合预期, 供暖季在即看好后续行情-2022/10/20
3. 蓝焰控股 (000968.SZ) 2022 年半年报点评: 气价上涨助推业绩释放, 内生外延加码储量空间-2022/08/17
4. 蓝焰控股 (000968.SZ) 22 中报业绩预告点评: 天然气价格高位释放业绩弹性-2022/07/11
5. 蓝焰控股 (000968.SZ) 21 年报及 22 年一季报点评: 量价齐升释放业绩弹性, “双碳”下公司大有可为-2022/04/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,978	2,459	3,257	4,024
营业成本	1,276	1,369	1,613	1,852
营业税金及附加	31	98	59	75
销售费用	4	6	7	10
管理费用	176	197	228	270
研发费用	83	98	137	169
EBIT	502	950	1,422	1,904
财务费用	91	108	127	75
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
投资收益	0	0	0	0
营业利润	401	816	1,269	1,803
营业外收支	-1	-1	-2	-1
利润总额	400	815	1,267	1,802
所得税	112	189	324	440
净利润	288	625	943	1,362
归属于母公司净利润	305	641	939	1,355
EBITDA	947	1,573	2,116	2,655

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,616	1,208	3,367	4,268
应收账款及票据	1,186	2,697	2,305	3,502
预付款项	18	33	43	40
存货	33	48	29	69
其他流动资产	602	462	479	483
流动资产合计	3,456	4,447	6,222	8,362
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,863	5,799	6,364	6,676
无形资产	82	85	90	97
非流动资产合计	8,069	8,382	8,480	8,522
资产合计	11,525	12,829	14,703	16,884
短期借款	141	200	200	200
应付账款及票据	3,393	3,827	4,599	5,410
其他流动负债	734	769	828	887
流动负债合计	4,268	4,796	5,627	6,498
长期借款	1,485	1,685	1,785	1,735
其他长期负债	1,077	1,075	1,073	1,071
非流动负债合计	2,561	2,759	2,857	2,805
负债合计	6,829	7,555	8,485	9,303
股本	968	968	968	968
少数股东权益	29	13	18	25
股东权益合计	4,696	5,274	6,218	7,581
负债和股东权益合计	11,525	12,829	14,703	16,884

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.24	24.32	32.48	23.56
EBIT 增长率	127.32	89.26	49.73	33.86
净利润增长率	144.36	110.09	46.40	44.41
盈利能力 (%)				
毛利率	35.49	44.33	50.49	53.98
净利润率	15.43	26.07	28.81	33.68
总资产收益率 ROA	2.65	5.00	6.38	8.03
净资产收益率 ROE	6.54	12.19	15.14	17.94
偿债能力				
流动比率	0.81	0.93	1.11	1.29
速动比率	0.75	0.87	1.06	1.24
现金比率	0.38	0.25	0.60	0.66
资产负债率 (%)	59.25	58.89	57.71	55.10
经营效率				
应收账款周转天数	225.51	284.54	276.87	260.10
存货周转天数	10.55	12.00	10.77	11.38
总资产周转率	0.18	0.20	0.24	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.66	0.97	1.40
每股净资产	4.82	5.44	6.41	7.81
每股经营现金流	0.62	0.48	3.11	1.97
每股股利	0.05	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	27	13	9	6
PB	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.36	6.66	3.97	2.81
股息收益率 (%)	0.58	1.17	1.17	1.17

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	288	625	943	1,362
折旧和摊销	445	623	693	752
营运资金变动	-258	-947	1,199	-384
经营活动现金流	600	469	3,013	1,908
资本开支	-711	-938	-793	-795
投资	0	0	-1	-1
投资活动现金流	-712	-938	-794	-796
股权募资	0	0	0	0
债务募资	381	257	98	-52
筹资活动现金流	-288	61	-59	-211
现金净流量	-400	-408	2,159	901

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收到任何形式的补偿。

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