

公用事业

2018 年 08 月 01 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2018 年 07 月 31 日
收盘价（元）	13.98
一年内最高/最低（元）	17.07/11.05
市净率	3.6
息率（分红/股价）	3.22
流通 A 股市值（百万元）	4578
上证指数/深证成指	2876.40/9178.78

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2018 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	5.82
资产负债率%	39.97
总股本/流通 A 股（百万）	1032/327
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

查浩 A0230117070007
zhahao@swsresearch.com

联系人

查浩
(8621)23297818x 转
zhahao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

百川能源（600681）

——煤改气带来业绩大幅增长，收购国祯燃气拓展全国布局

事件：

- 公司发布 2018 年中报，2018 年上半年实现营收 22.82 亿元，同比增长 169.2%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 175.91%，符合申万宏源预期。

投资要点：

- **北方地区“煤改气”持续推进，公司业绩大幅增长。**受益于京津冀地区 2017 年下半年以来“煤改气”持续推进及荆州天然气公司并表，公司客户销售网络不断扩大，2018 上半年天然气销售、燃气接驳及燃气具销售三大主营业务均实现大幅增长，营业总收入同比增长 169.2%。由于毛利率较低的燃气销售业务营收占比提升，上半年综合毛利率为 26.40%，较 2017 年同期的 40.77% 大幅下降。受益于期间费用及所得税费用降低，以及获得 0.7 亿元 LNG 价差补贴（去年冬季采购高价 LNG 保供），公司上半年净利率为 22.05%，较 2017 年同期 22.02% 基本持平。
- **LNG 接收站项目稳步推进，多样化气源保障供气能力。**公司 2017 年与绥中县政府达成正式协议，预计投资 35 亿元用于建设年周转能力 260 万吨的绥中 LNG 接收站项目，目前接收站项目的审批和准备工作稳步推进。此外，中石化天津市 LNG 接收站、中海油在天津市及河北省的长输干线也在推进。公司还在香港投资设立百川投资，从事油气资源项目开发和国际能源贸易，当前京津冀地区煤改气与经济一体化保障长期用气需求增长，多样化气源为公司未来天然气供应提供更大选择空间，有助于成本控制。
- **现金收购国祯燃气 100% 股权，公司业务版图进一步扩张。**公司 7 月 26 日公告以 13.44 亿元现金收购阜阳国祯燃气 100% 股权，阜阳市全市户籍人口 1070.1 万人，全市常住人口 809.3 万人，天然气覆盖率较低，发展潜力较大。国祯燃气为安徽阜阳最大的天然气供应商，2017 年实现营业收入 8.3 亿元，归母净利润 1.1 亿元，占公司 2017 年的营业收入、归母净利润的比重分别为 27.9% 和 12.2%。公司目前现金流充沛，在继续开发现有区域业务的基础上，积极通过外延并购，拓展新的经营区域，2017 年 11 月完成发行股份购买荆州天然气 100% 股权，迈出全国扩张第一步。公司目前经营范围覆盖河北省廊坊市 6 个县市以及张家口市涿鹿县、天津市武清区、湖北省荆州市主城区及监利县等区域，此次收购国祯燃气将公司经营范围拓展至华东地区，公司全国性布局初具成效。
- **盈利预测与评级：**我们维持公司原有业务盈利预测不变，并假设国祯燃气 19 年并表，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 10.26、13.53 和 14.43 亿（调整前分别为 10.26、11.99 和 12.82 亿元），对应 EPS 为 0.99、1.31 和 1.4 元/股，当前股价对应 PE 为 14、11 和 10 倍。公司作为京津冀燃气龙头，持续受益于北方地区煤改气及京津冀协同发展，资本运作进一步扩大经营范围，下游需求有望保持高速增长，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,972	2,282	4,550	7,264	7,904
同比增长率（%）	72.82	169.20	53.10	59.70	8.80
净利润（百万元）	858	502	1,026	1,353	1,443
同比增长率（%）	55.68	175.91	19.80	31.80	6.70
每股收益（元/股）	0.83	0.49	0.99	1.31	1.40
毛利率（%）	42.2	26.4	34.7	31.5	31.3
ROE（%）	22.0	12.7	19.5	20.5	17.9
市盈率	17		14	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE
请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18	1,720	2,972	4,550	7,264	7,904
营业收入同比增长率 (yoy)	-70.40%	9602.37%	72.82%	53.10%	59.70%	8.80%
减: 营业成本	10	861	1,720	2,971	4,975	5,433
毛利率 (%)	42.89%	49.93%	42.15%	34.70%	31.50%	31.30%
减: 营业税金及附加	1	21	17	26	41	44
主营业务利润	7	838	1,236	1,553	2,248	2,427
主营业务利润率 (%)	38.95%	48.71%	41.58%	34.13%	30.95%	30.71%
减: 销售费用	0	18	41	45	73	79
减: 管理费用	8	79	150	214	341	372
减: 财务费用	1	-6	11	6	35	44
经营性利润	-2	747	1,034	1,288	1,799	1,932
经营性利润同比增长率 (yoy)	-138.72%	-34208.92%	38.34%	24.56%	39.67%	7.39%
经营性利润率 (%)	-12.36%	43.46%	34.79%	28.31%	24.77%	24.44%
减: 资产减值损失	2	13	58	1	1	0
加: 投资收益及其他	0	3	8	5	5	5
营业利润	-5	738	986	1,291	1,804	1,937
加: 营业外净收入	0	5	3	3	3	3
利润总额	-5	743	988	1,293	1,806	1,940
减: 所得税	0	189	122	258	441	484
净利润	-4	554	866	1,036	1,365	1,456
少数股东损益	0	2	8	10	13	13
归属于母公司所有者的净利润	-4	551	858	1,026	1,353	1,443
净利润同比增长率 (yoy)	-292.85%	-13730.01%	55.67%	19.80%	31.80%	6.70%
全面摊薄总股本	251	614	681	1,032	1,032	1,032
每股收益 (元)	-0.02	0.63	0.88	0.99	1.31	1.40
归属母公司所有者净利润率 (%)	-22.81%	32.05%	28.87%	19.40%	-	-
ROE	-17.01%	25.82%	21.95%	19.50%	20.50%	17.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。