

百川能源（600681）2019年报&2020年一季报点评

**强推（维持）**

目标价：7.6元

当前价：5.44元

## 量价承压拖累表现，期待结构与供需矛盾改善

### 事项：

- ❖ 公司发布2019年年报，2019年公司营收48.8亿元，同比增长2.7%，实现归母净利润7.3亿元，同比下降27.6%。每股分红0.425元（含税）。
- ❖ 公司发布2020年一季报，2020Q1收入同比减少23.2%至15.1亿元，归母净利润同比下降40.7%至1.9亿元。

### 评论：

- ❖ **售气接驳承压。**公司2019年售气收入32.1亿元，同比增长33.4%，占总收入比重65%以上结构仍优化，对应售气量同比增长28.7%至12.5亿方。但受2019-2020供暖季上游大幅涨价叠加对部分地区采取“先款后气”的政策影响，公司燃气业务成本仍保持较大压力。**接驳方面**受农村煤改气接近尾声和城镇部分拓展进度不及预期影响，全年新开发居民用户26万户，尽管接驳结构中低盈利能力的农村煤改气部分有所减少，但燃气业务整体毛利率仍受上游价格提升影响，较上年同期大幅降低5.0pct至26.4%。另外由于2019年农村煤改气带来的免税收入降低，导致公司所得税费用同比大幅提升33%至2.2亿元。
- ❖ **疫情对接驳造成负面影响。**2020Q1受疫情影响下接驳等业务贡献进一步承压，公司2020Q1收入下滑幅度较大，而接驳占比降低导致综合毛利率同比下降2.5pct至22.5%。
- ❖ **异地拓展稳健推进。**公司阜阳与荆州项目整体规模仍符合预期，其中湖北地区天然气业务收入同比增长7.9%至4.9亿元，毛利率同比降低3.1pct至23.6%，对应荆州天然气净利润1.0亿元，同比增长8%完成业绩承诺。安徽地区受并表时间影响，收入+157%至9.2亿元，阜阳燃气实现净利润1.6亿元，异地规模整体保持稳健发展。另外公司2019年10月收购涿鹿及绥中公司，进一步巩固了公司在京津冀地区的基础。
- ❖ **回款优化提升现金流，分红率大幅提升。**公司2019年对煤改气等业务的应收账款管理进一步加强，应收账款2019年期末余额和周转天数分别较上期期末优化29%/10天至9.2亿元/82天。经营性净现金流同比增长17%至14.3亿元，对应现金股利的分红率大幅提升至82%。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到疫情对接驳业务的影响以及上游旺季大幅涨价对成本造成的压力，我们下调公司盈利预期，预计公司2020-2021年实现归母净利润7.5、8.4亿元（前值12.6、13.3亿元），对应估值8倍、7倍，考虑到当前公司且现金流与分红仍维持较高水平，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**售气量增长不及预期，上游价格政策大幅变动，接驳工程推进进度不及预期，上游气款返还进度不及预期。

### 主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,882	4,949	5,323	5,900
同比增速(%)	2.7%	1.4%	7.5%	10.8%
归母净利润(百万)	729	749	836	861
同比增速(%)	-27.6%	2.9%	11.5%	3.0%
每股盈利(元)	0.50	0.52	0.58	0.60
市盈率(倍)	8	8	7	7
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年04月15日收盘价

### 华创证券研究所

证券分析师：鹿天一

电话：010-63214659

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

联系人：黄秀杰

电话：021-20572561

邮箱：huangxiujie@hcyjs.com

联系人：王兆康

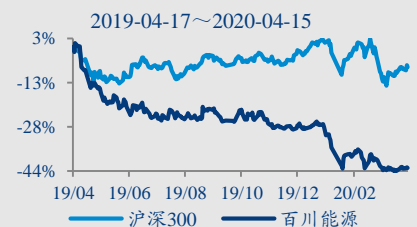
电话：010-66500855

邮箱：wangzhaokang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	144,274
已上市流通股(万股)	140,239
总市值(亿元)	78.49
流通市值(亿元)	76.29
资产负债率(%)	44.2
每股净资产(元)	3.2
12个月内最高/最低价	9.69/5.2

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《百川能源（600681）深度研究报告：立足京畿走向全国优质属性渐显，业绩稳增+估值修复未来可期》

2019-10-21

《百川能源（600681）2019年三季报点评：气量保持稳健高增，结构改善持续推进》

2019-10-31

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,347	1,851	2,299	3,375
应收票据	8	8	9	10
应收账款	924	749	824	909
预付账款	204	206	220	251
存货	362	365	390	445
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	139	124	130	137
流动资产合计	2,984	3,303	3,872	5,127
其他长期投资	77	80	81	84
长期股权投资	27	27	27	27
固定资产	3,032	3,104	3,335	3,325
在建工程	927	952	558	314
无形资产	734	896	867	838
其他非流动资产	1,366	2,376	2,170	2,006
非流动资产合计	6,163	7,435	7,038	6,594
<b>资产合计</b>	<b>9,147</b>	<b>10,738</b>	<b>10,910</b>	<b>11,721</b>
短期借款	295	275	225	175
应付票据	68	69	74	84
应付账款	444	455	487	555
预收款项	1,401	247	266	295
合同负债	0	2,475	2,129	2,478
其他应付款	49	67	64	64
一年内到期的非流动负债	183	173	175	175
其他流动负债	272	274	289	313
流动负债合计	2,712	4,035	3,709	4,139
长期借款	749	849	749	549
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,020	963	974	972
非流动负债合计	1,769	1,812	1,723	1,521
<b>负债合计</b>	<b>4,481</b>	<b>5,847</b>	<b>5,432</b>	<b>5,660</b>
归属母公司所有者权益	4,517	4,736	5,317	5,894
少数股东权益	149	155	161	167
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,666</b>	<b>4,891</b>	<b>5,478</b>	<b>6,061</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,147</b>	<b>10,738</b>	<b>10,910</b>	<b>11,721</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,427</b>	<b>426</b>	<b>1,390</b>	<b>1,371</b>
现金收益	1,051	1,426	1,469	1,461
存货影响	119	-3	-25	-55
经营性应收影响	477	174	-89	-116
经营性应付影响	-394	-1,125	51	108
其他影响	175	-47	-17	-27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-641</b>	<b>-395</b>	<b>-150</b>	<b>-79</b>
资本支出	-720	-847	-352	-244
股权投资	-3	1	0	0
其他长期资产变化	82	451	202	165
<b>融资活动现金流</b>	<b>-321</b>	<b>473</b>	<b>-792</b>	<b>-216</b>
借款增加	245	71	-148	-250
股利及利息支付	-578	-335	-289	-298
股东融资	3	0	0	0
其他影响	9	737	-355	332

**利润表**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,882</b>	<b>4,949</b>	<b>5,323</b>	<b>5,900</b>
营业成本	3,552	3,582	3,828	4,367
税金及附加	20	33	35	39
销售费用	87	83	89	99
管理费用	183	185	192	201
研发费用	3	2	3	3
财务费用	77	76	73	59
信用减值损失	-13	-10	-11	-8
资产减值损失	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	3	2	2	2
投资收益	17	15	16	16
其他收益	3	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>974</b>	<b>1,001</b>	<b>1,115</b>	<b>1,148</b>
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	13	12	12	12
<b>利润总额</b>	<b>963</b>	<b>992</b>	<b>1,106</b>	<b>1,139</b>
所得税	222	230	256	263
<b>净利润</b>	<b>741</b>	<b>762</b>	<b>850</b>	<b>876</b>
少数股东损益	12	13	14	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>729</b>	<b>749</b>	<b>836</b>	<b>861</b>
NOPLAT	800	821	907	921
EPS(摊薄) (元)	0.50	0.52	0.58	0.60

**主要财务比率**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.7%	1.4%	7.5%	10.8%
EBIT 增长率	-13.4%	2.6%	10.5%	1.6%
归母净利润增长率	-27.6%	2.9%	11.5%	3.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.2%	27.6%	28.1%	26.0%
净利率	15.2%	15.4%	16.0%	14.8%
ROE	15.6%	15.3%	15.3%	14.2%
ROIC	18.4%	12.7%	13.9%	13.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.0%	54.4%	49.8%	48.3%
债务权益比	48.2%	46.2%	38.8%	30.9%
流动比率	110.0%	81.9%	104.4%	123.9%
速动比率	96.7%	72.8%	93.9%	113.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	82	61	53	53
应付账款周转天数	45	45	44	43
存货周转天数	43	37	36	34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.50	0.52	0.58	0.60
每股经营现金流	0.99	0.30	0.96	0.95
每股净资产	3.13	3.28	3.69	4.09
<b>估值比率</b>				
P/E	8	8	7	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	6	6	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

## 环保与公用事业组团队介绍

### 组长、高级分析师：庞天一

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

### 研究员：黄秀杰

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

### 助理研究员：王兆康

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500