

## 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

- ❖ **坐拥京津冀地利优势，外延并购加速全国布局。**公司立足京津冀地区，近年通过一系列收购将业务版图扩张到湖北、安徽、辽宁等地，截至2019H1天然气管网已超过5000公里，覆盖居民人口超过1700万，工商业用户数万家。
- ❖ **公司近年燃气销量高增，各经营区域用气量显著增长，全国性天然气公司规模初显。**2019H1公司天然气销售总量6.65亿方，受阜阳燃气并表影响同比增长35.77%。其中京津冀地区天然气销售量4.70亿方，同比增长14.25%；荆州和阜阳分别同比增长14.7%、17.6%，三地燃气售气量均高于2019H1全国天然气10.8%的消费增速。**盈利能力现拐点。**2019Q1上游涨价仍保持较大力度，但公司与上游签订的合同气量提升，整体盈利能力逐季出现改善，2019Q2单季度毛利率扭转下滑态势，同比提升4.3pct至39.5%。
- ❖ **售气量增长仍具巨大空间，价格利空出尽毛差望迎拐点。****京津冀地区：**煤改气仍处攻坚阶段，重心逐步由农村转移至城市，而乡镇县城等地区进度相对滞后的商业用户配套新增量也有望加速释放。**预计2019-2020年京津冀新增售气量达2.6亿、1.4亿方。****中部地区：**公司分别于2016年底和2018年收购湖北荆州和安徽阜阳项目，两地区较高的人口和相对较低的燃气覆盖率同样是未来增长的强有力保障。若以两地规划的2021年达到40%-60%的燃气覆盖率测算，**阜阳和荆州未来有望保持合计年均1.04亿方的增量。**总结来看，公司2019-2020年分别气量增长3.6亿、2.4亿方，有望保持约30%的复合增速。
- ❖ **成本压力减小+终端顺价推进，各地毛差有望显著修复。**国内燃气供需持续改善下Q1-Q3市场化气的价格也出现同比回落10.6%，因此2019年或成为公司成本的高位拐点，未来公司在合同量获取、合同价格方面均有望迎来持续改善。**终端价格方面，**2018年上游涨价后阜阳、荆州和河北发改委旺季工商业终端气价的最高限价均上浮约0.29-0.50元/方，上浮幅度基本与中石油均衡量上浮幅度相当，因此预计2019年工商业的价差仍有望保持相对合理位置，而2020年及以后年度随着压非保民压力的逐步减小，工商业毛差仍有一定回复空间。
- ❖ **高分红仍有望持续，接收站建设推进保气源提盈利。**2018年公司5.5%的股息率位列A股和H股城燃公司的前列，而2019年公司在资本开支方面有望基本保持稳定，高分红仍有望保持。另外从长期来看，公司的LNG接收站2018年已经启动建设，计划一期周转能力260万吨（约合36亿方），投产后仅贸易业务有望实现10亿元净利润，未来盈利提升空间巨大。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司售气业务的利润占比持续提升有望带来估值改善。我们预计公司2019-2020年实现归母净利润12.3、14.0亿元，同比增长23%、13%，对应PE为8.5倍、7.5倍。根据港股龙头的业务毛利贡献和对应估值情况，我们认为公司2019-2020年售气毛利占比已经由以前年度的不足20%提升至20%-40%区间，因此通过分部估值我们给予公司2019年目标估值11倍，对应目标价9.65元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**区域燃气需求增长不及预期；新增用户通气气量不及预期；上游价格涨价幅度高于预期；下游传价幅度不及预期。

## 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,753	5,881	6,215	6,556
同比增速(%)	59.9%	23.7%	5.7%	5.5%
净利润(百万)	1,006	1,233	1,397	1,434
同比增速(%)	17.3%	22.5%	13.3%	2.6%
每股盈利(元)	0.70	0.85	0.97	0.99
市盈率(倍)	7	8	7	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年10月18日收盘价

## 强推（首次）

目标价：9.65元

当前价：7.36元

## 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

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)	137,410
总市值(亿元)	106.19
流通市值(亿元)	101.13
资产负债率(%)	47.0
每股净资产(元)	3.0
12个月内最高/最低价	10.39/6.87

## 市场表现对比图(近12个月)



# 目录

一、坐拥京津冀地利优势，外延并购加速全国布局.....	4
二、城燃业务规模持续扩张.....	4
（一）售气量持续提升.....	5
（二）盈利能力受上游涨价影响已触底.....	5
（三）接驳量与盈利能力降中趋稳.....	6
（四）费控稳定盈利已至底部.....	6
三、售气量增长仍具巨大空间，价格利空出尽毛差望迎拐点.....	7
（一）京津冀地区仍具增长动力，外延区域低燃气渗透率带来高天花板.....	7
1、华北地区煤改气仍处攻坚阶段.....	7
2、中部地区的低渗透率带来更为稳健的售气量成长空间.....	8
（二）成本压力减小+终端顺价推进，各地毛差有望显著修复.....	9
1、供需改善下上游涨价能力进一步被削弱.....	9
2、工商业顺价相对通畅，居民气并轨影响逐步消除，毛差有望稳步回升.....	10
四、财务情况维持健康，高分红仍有望持续.....	11
五、接收站建设推进，海外气量价优势奠定长期看点.....	12
六、投资建议：业绩增长+结构改善带来估值修复.....	13
七、风险提示.....	14

# 图表目录

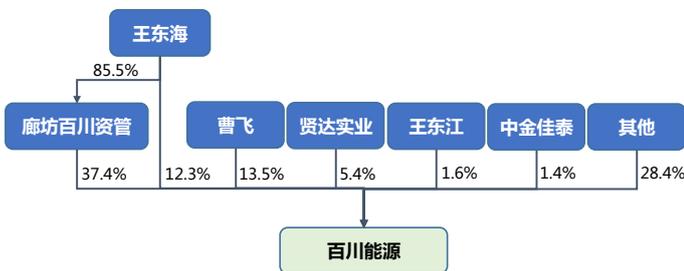
图表 1	公司股权结构稳定	4
图表 2	公司业务由京津冀扩张至湖北、安徽和辽宁	4
图表 3	公司收入保持高速增长（单位：亿元）	4
图表 4	燃气分销毛利占比持续提升（单位：亿元）	4
图表 5	公司售气量保持高增	5
图表 6	2019H1 三地售气量均保持高速增长	5
图表 7	2017-2018 年售气毛利率在上游涨价下承压	5
图表 8	公司整体毛利率和净利润水平 2018 年有所下滑	5
图表 9	公司 2019 年 Q2 盈利能力出现拐点	6
图表 10	公司接驳户数仍保持较高水平	6
图表 11	接驳收入增速回落，接驳毛利率有所下降	6
图表 12	公司费控良好	7
图表 13	2019H1 净利润受毛利率下滑影响同比减少	7
图表 14	华北地区清洁供暖改造户数 2019 年重新回升	7
图表 15	京津冀地区预计 2019-2020 年年均增量售气量超 1 亿方	8
图表 16	京津冀地区总售气量保持较高增长	8
图表 17	假设两地 2021 年气化率达 50%，则预计每年新增民用天然气消费量近 0.5 亿方	8
图表 18	根据规划值预计阜阳和荆州年均售气增量约为 1 亿方	9
图表 19	预计公司售气量保持高速增长	9
图表 20	2019 年 1-8 月国产气产量高增	10
图表 21	供给端各维度均积极上量	10
图表 22	2019 年 1-8 月国内消费量增速相对温和	10
图表 23	国内 LNG 价格已经同比出现下降	10
图表 24	三地发改委上调的非居民用户终端气价与中石油均衡量上浮幅度基本相当	11
图表 25	公司分红率保持在 50% 以上的水平	11
图表 26	公司 2018 年股息率位列城燃公司前列	11
图表 27	公司经营性现金流 2019Q2 有效改善	12
图表 28	公司应收账款周转保持稳定	12
图表 29	假设价格和成本保持稳定，则 2023 年 LNG 贸易望实现净利润近 10 亿元	13
图表 30	行业平均估值区间在 17-21 倍	14
图表 31	按分部估值来看，公司估值存巨大修复空间	14

## 一、坐拥京津冀地利优势，外延并购加速全国布局

公司成立于2001年，其前身是始创于1997年的永清恒通天然气开发有限责任公司，2016年借壳万鸿集团，通过重大资产重组转型为燃气经营上市企业，全部资产和业务从公司剥离，主营业务变更为燃气销售、燃气接驳与燃气具销售。公司实际控制人王东海，直接或者间接控股公司44.25%。

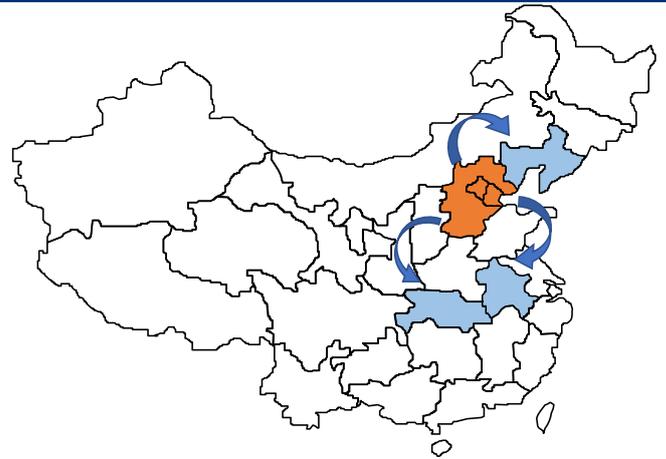
公司立足河北廊坊、张家口、天津武清等京津冀地区，近年通过一系列收购将业务版图扩张到湖北荆州、安徽阜阳和辽宁等地，截至2019H1公司天然气输配管网长度已超过5000公里，覆盖居民人口超过1700万，工商业用户数万家。

图表 1 公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，华创证券

图表 2 公司业务由京津冀扩张至湖北、安徽和辽宁

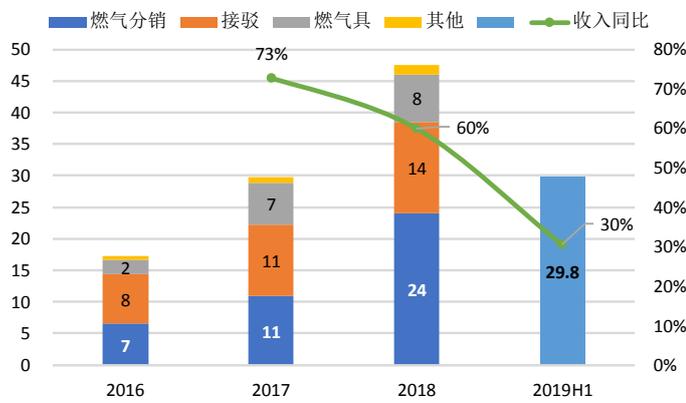


资料来源：公司公告，华创证券

## 二、城燃业务规模持续扩张

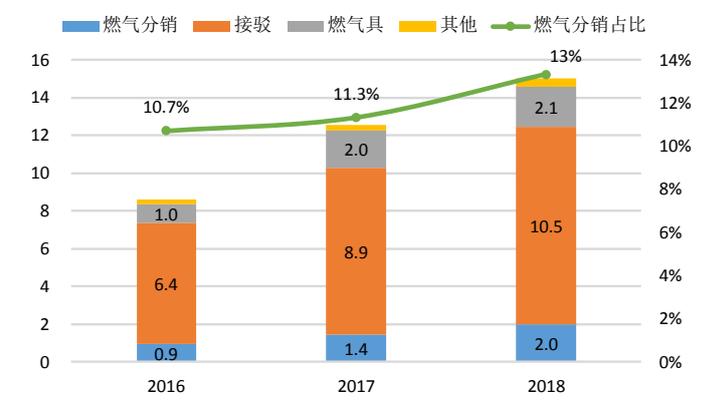
公司主要收入来自天然气销售、接驳和燃气具，且天然气分销的毛利贡献逐年提升。2018年实现营业收入47.53亿元，同比增长55.93%；其中天然气销售收入24.06亿元，同比增长120.87%。2019H1受公司并购国祯燃气并表影响，公司收入同比增长22.5%至27.96亿元，其中天然气销售收入24.06亿元，占总营收比例增加到60.87%，同比增长51.28%。近年对应燃气销售的毛利占比也在持续提升至2018年的13%。

图表 3 公司收入保持高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 燃气分销毛利占比持续提升（单位：亿元）

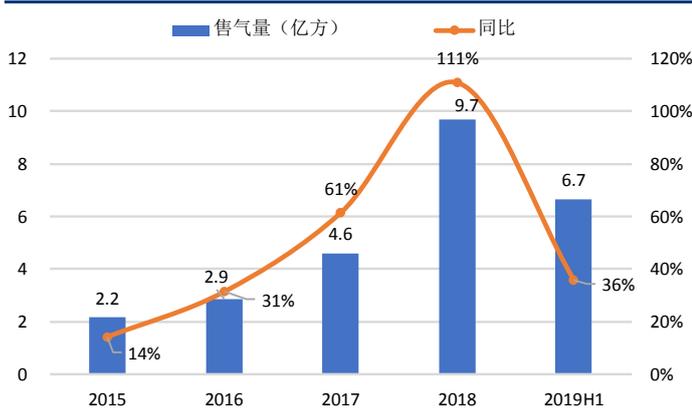


资料来源：公司公告，华创证券

### （一）售气量持续提升

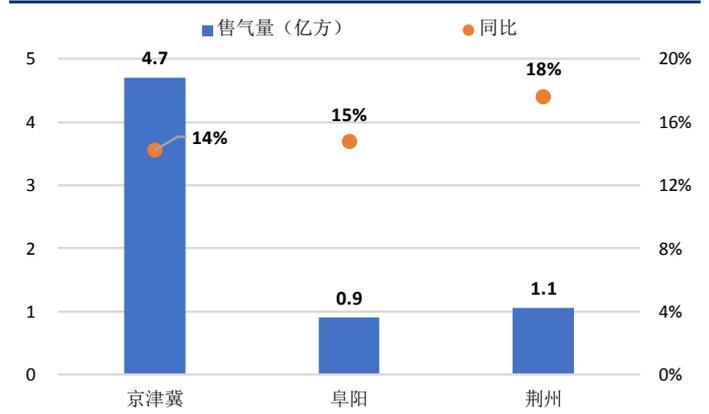
公司燃气销量高增，各经营区域用气量显著增长，全国性天然气公司规模初显。2019H1 公司天然气销售总量 6.65 亿方，同比增长 35.77%，其中居民燃气销售量 3.62 亿方，同比增长 21.85%，非居民销售量 3.03 亿方，同比增长 57.27%。京津冀地区天然气销售量 4.70 亿方，同比增长 14.25%；荆州地区天然气销售量 0.90 亿方，同比增长 14.74%；阜阳地区天然气销售量 1.05 亿方，同比增长 17.58%，三地燃气售气量均高于 2019H1 全国天然气 10.8% 的消费增速。

图表 5 公司售气量保持高增



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 2019H1 三地售气量均保持高速增长

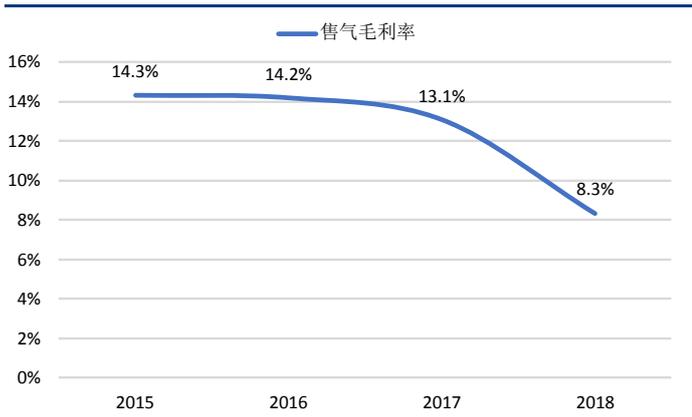


资料来源：公司公告，华创证券

### （二）盈利能力受上游涨价影响已触底

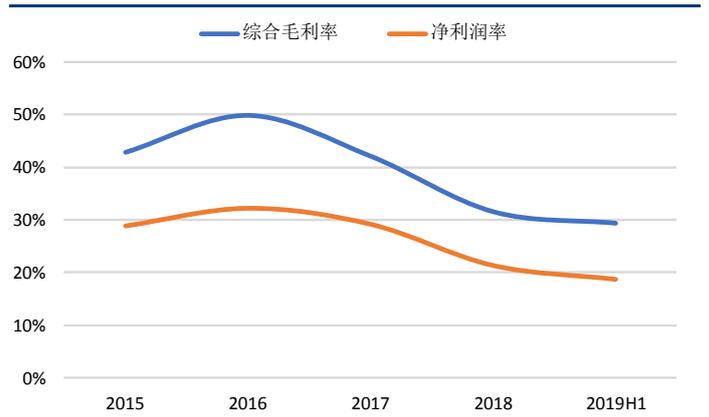
公司毛利率 2019Q1 触底，Q2 盈利触底后望迎来持续好转。受 2018 年旺季以中石油为主的上游企业涨价影响，公司 2018 年售气业务毛利率较上年同期大幅下滑 4.7pct 至 8.3%，加之接驳和燃气具的盈利能力在调结构和竞争下同样有所下降，2018 年综合毛利率分别下滑 10.6pct 至 31.6pct。

图表 7 2017-2018 年售气毛利率在上游涨价下承压



资料来源：公司公告，华创证券

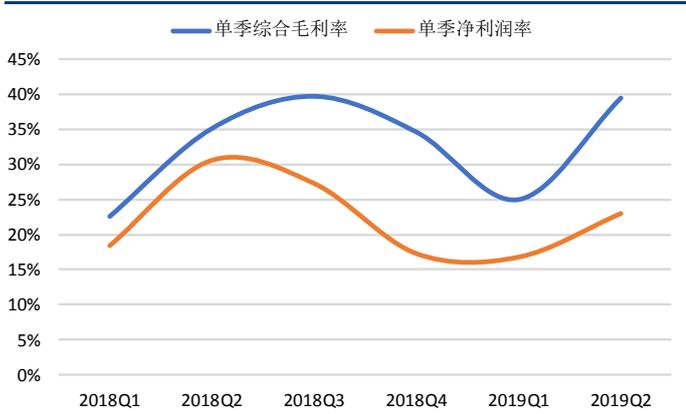
图表 8 公司整体毛利率和净利润水平 2018 年有所下滑



资料来源：公司公告，华创证券

2019 年以来公司盈利能力逐季有所改善。2019Q1 上游涨价仍保持较强度，但随着国内供需形势的好转，以及公司与上游签订的合同气量提升、保供额外量减少，整体盈利能力逐季出现改善，2019Q2 单季度毛利率扭转下滑态势，同比提升 4.3pct 至 39.5%，2019H1 整体综合毛利率提升 3.0pct 至 29.4%。

图表 9 公司 2019 年 Q2 盈利能力出现拐点



资料来源：公司公告，华创证券

### (三) 接驳量与盈利能力降中趋稳

2017 年以来受清洁能源替代和并购拉动，公司接驳业务近年仍保持了高位新增户数。2018 年居民接驳户数同比增长 27% 至 33 万户，2019H1 受益并表荆州、阜阳接驳户数占比增加，居民用户接驳总计 17.66 万户，工商业用户 1350 户。新增居民用户中，京津冀地区 10.63 万户，荆州地区 1.44 万户，阜阳地区 5.59 万户。

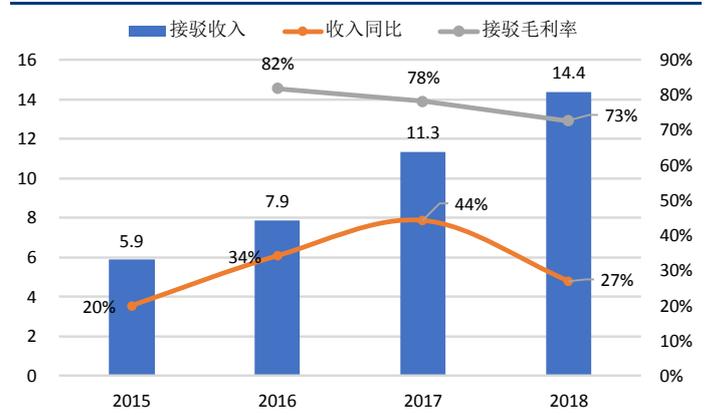
2018 年接驳收入同比增长 27% 至 14.4 亿元，增速随农村煤改气增速放缓略有下降。而从接驳价格来看，2019 年 5 月起各地开始规范城燃接驳费，在此背景下公司接驳均价基本保持，但近年接驳业务盈利能力受农村煤改气比例提升而有所下降，2018 年接驳毛利率同比下降 5pct 至 73%。

图表 10 公司接驳户数仍保持较高水平



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 接驳收入增速回落，接驳毛利率有所下降

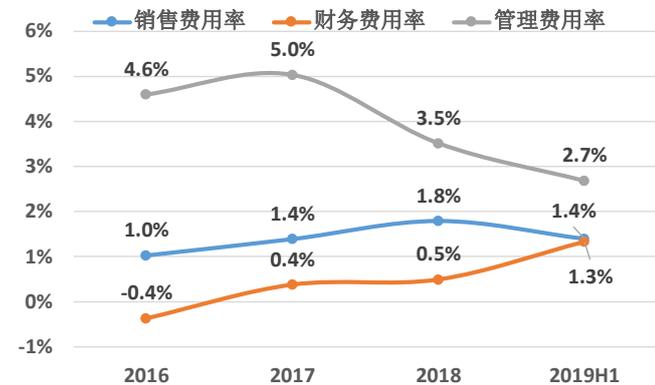


资料来源：公司公告，华创证券

### (四) 费控稳定盈利已至底部

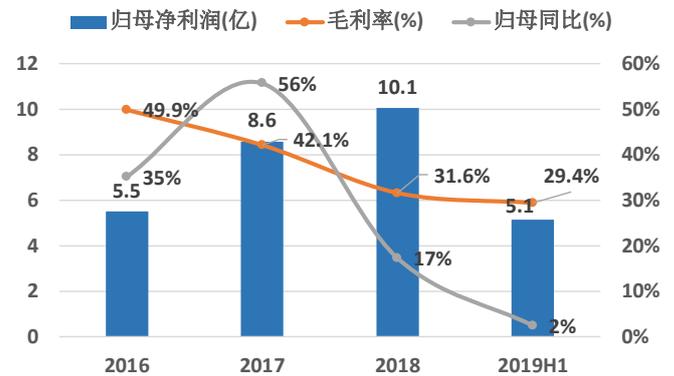
公司费用控制维稳，受成本上行影响归母净利润增速下滑。公司期间费用率整体降中趋稳，管理费用率有可观下降，财务费用率和销售费用率趋稳，但受上游涨价幅度持续扩大，公司 2019H1 综合毛利率同比下滑 2.2 pct 至 29.4%，受此影响 2019H1 归母净利润同比增长率下降到 2.39%。

图表 12 公司费控良好



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 13 2019H1 净利润受毛利率下滑影响同比减少



资料来源: 公司公告, 华创证券

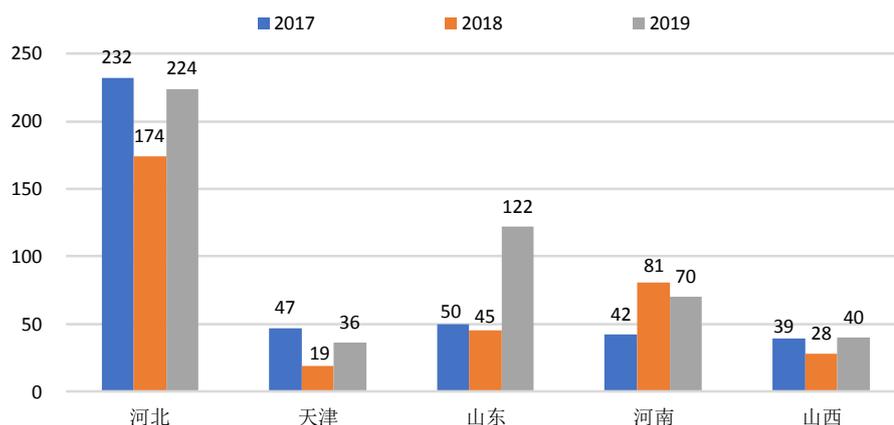
### 三、售气量增长仍具巨大空间, 价格利空出尽毛差望迎拐点

#### (一) 京津冀地区仍具增长动力, 外延区域低燃气渗透率带来高天花板

##### 1、华北地区煤改气仍处攻坚阶段

清洁供暖的推进在 2018 年节奏略稳后在 2019 年迎来攻坚时期, 河北等地的农村煤改气接近尾声, 而重点地区的城市气化率提升逐步成为拉动增长的因素。从 2019 年生态环境部统计的各地上报煤改气清洁能源的上报数量来看, 2019 年河北和天津散煤替代户数分别完成 224 万户和 36 万户, 分别同比提升 29% 和 89%, 尽管口径中 2019 年包含了改电、太阳能、地热等更丰富的方式, 但由于燃气供暖从经济性、便利性等角度仍存在明显优势, 因此预计天然气供暖改造仍是新增用户的主要构成部分。

图表 14 华北地区清洁供暖改造户数 2019 年重新回升



资料来源: 公司公告, 华创证券

具体从接驳量来看, 考虑到新接燃气的用户用气量往往在来年达到正常水平, 因此 2018-2019H1 公司 33 万户、17.7 万户的高增接驳量对 2019-2020 年的售气量形成强有力的支撑。考虑到阜阳燃气 2018Q3 中旬并表且荆州新增用户规模相对较小, 若假设 2018 年新增居民户数中京津冀地区占比约 70% 对应约 22 万户、2019 年全年接驳户数维持 H1 水平且京津冀占比 40%, 并假设居民户均用气量在 500-600 方/年的水平上逐步提高、当年接驳用户在次年通气, 则京津冀预计 2019-2020 年居民燃气售气量有望分别增长 1.32、0.91 亿方。

**图表 15 京津冀地区预计 2019-2020 年年均增量售气量超 1 亿方**

项目	2019E	2020E
京津冀新增通气用户数（万户）	22	14
户年均售气量（方/户·年）	600	650
<b>对应预计新增售气量（亿方）</b>	<b>1.32</b>	<b>0.91</b>

资料来源：公司公告，华创证券测算

同时 2018 年农村煤改气完成并完成通气后，乡镇县城等地区进度相对滞后的商业用户配套新增量也有望加速释放。根据此前两年煤改气地区的经验，京津冀地区工商业用户的新增售气量基本与新增民用气量相匹配，若假设公司 2019-2020 年京津冀地区新增工商业气量占新增总气量的 55%，则对应公司京津冀地区 2019-2020 年新增售气量预计达 2.6 亿、1.4 亿方。

**图表 16 京津冀地区总售气量保持较高增长**

项目	2019E	2020E
居民气新增售气量（亿方）	1.32	0.91
非居民气新增售气量（亿方）	1.32	1.11
<b>合计新增售气量（亿方）</b>	<b>2.64</b>	<b>2.02</b>

资料来源：公司公告，华创证券测算

另外，公司 2019 年 10 月分别以现金 1.95 亿、0.25 亿元收购涿鹿大地燃气和绥中大地天然气，京津冀地区布局进一步完善。其中涿鹿大地的主要运营区域位于张家口、沧州和保定，2019 年 1-8 月利润显著改善，由 2018 年的-726 万元扭亏至 368 万元；绥中大地尚处于建设期，主要将覆盖葫芦岛市及下辖县市，由于公司位于绥中的 LNG 接收站有望在 2022-2023 年投产，公司提前积极布局有利于届时接收站的顺利消纳，同时也将业务范围拓展至辽宁，提升未来的气量增长空间。

## 2、中部地区的低渗透率带来更为稳健的售气量成长空间

公司分别于 2016 年底和 2018 年收购湖北荆州和安徽阜阳项目，两地区较高的人口和相对较低的燃气覆盖率同样是未来增长的强有力保障。根据阜阳和荆州政府的统计，两地人口 660 万、1071 万人，但在较大人口基础上，根据两地发改委披露的数据，阜阳和荆州 2017 年底天然气的覆盖率（此处采用管道气用户/总居民户数）均为 15%-20% 左右的水平，与一般中型城市 50% 左右的燃气覆盖率相比仍有巨大提升空间。

我们根据阜阳 2021 年年管网县县通的规划目标和湖北省 2020 年 60% 的气化率目标，保守假设两地 2021 底均完成约 40% 的气化率，则 2018-2020 年三年间每年新增燃气用户约 16.7 万户，对应消费量 0.45 亿方。

**图表 17 假设两地 2021 年气化率达 50%，则预计每年新增民用天然气消费量近 0.5 亿方**

项目	阜阳	荆州	合计
总居民户数（万户）	179	110	289
2017 年底气化率水平	15%	20%	-
预计 2021 气化率水平	40%	40%	40%
预计 2021 年新增通气居民户数（万户）	45	22	67
2018-2021 年均新增用户数（万户）	11.2	5.5	16.7
户年均燃气消费量（方/户·年）	270	270	270
<b>对应年均理论新增燃气消费量（万方/年）</b>	<b>3024</b>	<b>1485</b>	<b>4509</b>

资料来源：各市发改委，国家统计局，公司公告，华创证券测算

工商业方面，根据公司 2017 年底收购荆州燃气时披露的上年售气结构中工商业 60% 的占比测算，若售气结构相对维稳，则对应年均新增工商业气量约为 2529 万方；而阜阳考虑到居民用户相对更为密集，若假设工商业售气占比约 55%，则对应年均新增工商业气量约 3696 万方。因此根据燃气覆盖率的规划整体来看，阜阳和荆州未来有望保持年均 1.04 亿方的增量。

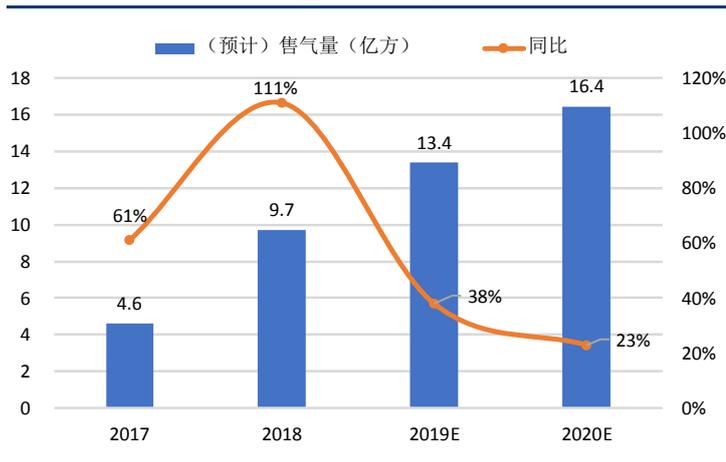
图表 18 根据规划值预计阜阳和荆州年均售气增量约为 1 亿方

项目	阜阳	荆州	合计
民用气年均增量（亿方）	0.30	0.15	0.45
非居民年均增量（亿方）	0.37	0.22	0.59
合计	0.67	0.37	1.04

资料来源：公司公告，华创证券测算

总结来看，京津冀地区的散煤治理力度不减，以前年度高增的新增用户和配套商业用户数量的提升，有望每年带来超 2.5 亿方的售气增量；而阜阳和荆州在低燃气渗透率的基础上，民用和非居民气均有持续提升的空间，年均新增气量约 1 亿方。因此对比公司 2018 年 9.7 亿方的销售量，预计 2019-2020 年公司整体售气量仍有望保持约 30% 的复合增速。

图表 19 预计公司售气量保持高速增长



资料来源：公司公告，华创证券测算

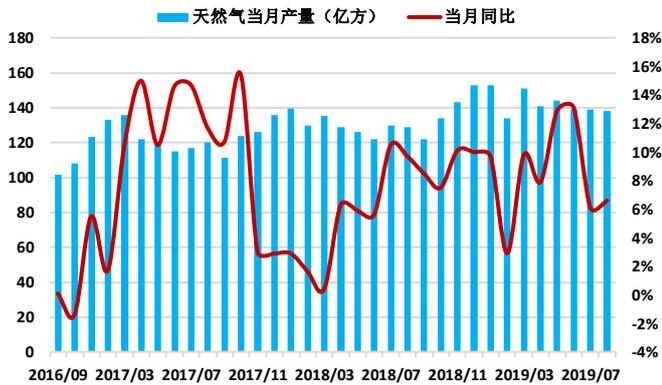
## （二）成本压力减小+终端顺价推进，各地毛差有望显著修复

### 1、供需改善下上游涨价能力进一步被削弱

#### （1）国内增产+进口能力提升双管齐下改善供给

2019 年 1-8 月国产气已经保持了强势的高增速，国产气累计产量同比大幅增长 9.3% 至 1141 亿方，近双位数的增速仍处于近年的高点；同时 2018 年底以来国内又有多家 LNG 接收站陆续投产，叠加 2019 年年末俄气有望通气，因此国内整体供给形势从 2019H2 起有望迎来加速改善。

图表 20 2019 年 1-8 月国产气产量高增

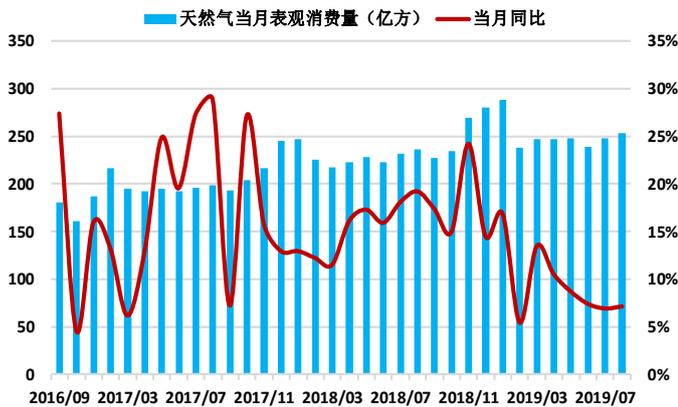


资料来源：国家统计局，华创证券

(2) 供需改善下，市场化气价下行进一步削弱上游涨价动力

需求端来看，尽管 1-8 月城燃消费量仍保持 15% 以上增速，但由于经济环境整体承压，叠加中美贸易摩擦影响，工业用气等领域需求放缓使整体天然气需求量增速已经趋于温和，1-8 月累计消费量 1994 亿方，同比增长 8.8%。供需改善下市场化气的价格也出现同比回落，2019 年 Q1-Q3 国内 LNG 均价同比下降 10.6% 至 3786 元/吨。

图表 22 2019 年 1-8 月国内消费量增速相对温和



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 21 供给端各维度均积极上量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 国内 LNG 价格已经同比出现下降



资料来源：公司公告，华创证券

因此尽管 2019 年城燃公司仍面临淡旺季双涨价的成本压力，但在供需改善的大势之下，2019 年或成为公司成本的高位拐点，未来公司在合同量获取、合同价格方面均有望迎来持续改善。

2、工商业顺价相对通畅，居民气并轨影响逐步消除，毛差有望稳步回升

终端价格方面，2018 年上游涨价后全国各地工业用户基本实现相对充分的顺价，而对于商业用户来说一般商户的燃气成本占其营业成本的比例仅 20%-40%，价格变动带来的成本压力敏感度相对不高。以公司运营的主要三地为例，阜阳、荆州和河北发改委 2018 年旺季工商业终端气价的最高限价均上浮约 0.29-0.50 元/方的水平，上浮幅度基本与中石油均衡量上浮幅度相当。而考虑到 2019 年旺季上游的涨价压力依然存在，因此预计工商业的价差仍有望保持相对合理位置，而 2020 年及以后年度随着压非保民压力的逐步减小，工商业毛差仍有一定回复空间。

**图表 24 三地发改委上调的非居民用户终端气价与中石油均衡量上浮幅度基本相当**

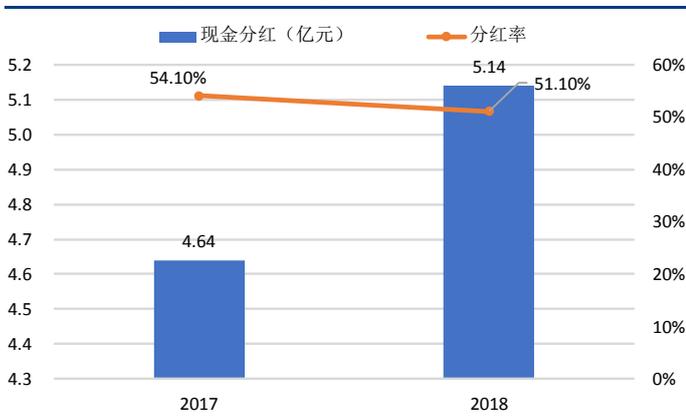
地区	门站均价 (元/方)	当地最高限价政策	中石油价格政策
河北	1.87	• 非居民气价: 3.14 元/方上调 <b>0.39</b> 至 3.53 元/方	• 2018 年旺季管制气均衡量上浮 20% • 对应当地门站价上浮约 <b>0.37 元/方</b>
阜阳 (安徽)	1.98	• 工商业气价: 3.15 元/方上调 <b>0.54</b> 至 3.69 元/方 • 公福气价: 3.15 元/方上调 <b>0.38</b> 至 3.53 元/方	• 2018 年旺季管制气均衡量上浮 20% • 对应当地门站价上浮约 <b>0.40 元/方</b>
荆州 (湖北)	1.85	• 非居民气价: 2.65 元/方上调 <b>0.286</b> 至 2.936 元/方 • 车用气: 3.20 元/方上调 <b>0.286</b> 至 3.468 元/方	• 2018 年旺季管制气均衡量上浮 20% • 对应当地门站价上浮约 <b>0.37 元/方</b>

资料来源: 各地发改委, 华创证券

而对于民用户来说, 2018 年 6 月民用气门站价并轨后各城燃公司虽然承担了一定的成本压力, 但 2019 年以来全国各地的终端民用气顺价均积极推进, 加之民用气的价格上调对居民日常用气成本影响更小, 随着各地听证的逐步完成, 民用气毛差有望正向回升。

#### 四、财务情况维持健康, 高分红仍有望持续

公司借壳上市以来分红率保持较高的稳定水平。2017-2018 年分红率 54.1%、51.1%, 2018 年 5.5% 的股息率位列 A 股和 H 股城燃公司的前列。

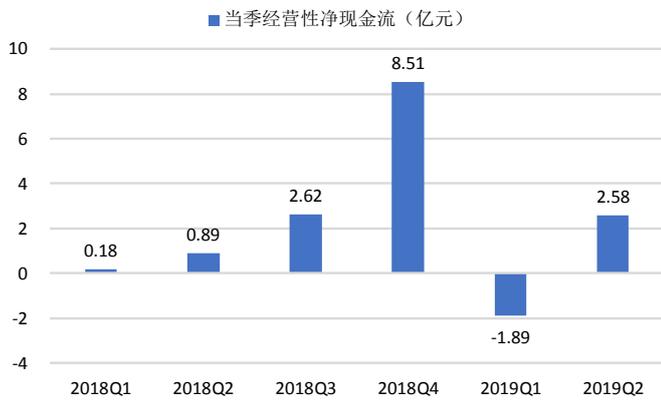
**图表 25 公司分红率保持在 50% 以上的水平**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 26 公司 2018 年股息率位列城燃公司前列**


资料来源: Wind, 华创证券

公司股息率仍有望保持较高水平。从现金流来看, 公司 2018 年、2019H1 经营性净现金流 12.2 亿、0.69 亿元, 2019H1 期末现金 5.89 亿元仍保持充足。考虑到一方面 2019 年公司在资本开支方面有望基本保持稳定, 另一方面公司应收账款周转情况同样保持稳定, 且营收账款占收入比例均同比有所改善, 若 2019 年公司分红率仍保持 50% 的水平, 则根据 2018 年年报公司的 2019 年净利润 12 亿元的指引, 股息率有望高达 5.7%。

**图表 27 公司经营性现金流 2019Q2 有效改善**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 28 公司应收账款周转保持稳定**


资料来源: Wind, 华创证券

## 五、接收站建设推进，海外气量价优势奠定长期看点

接收站投产后有望有效保障公司气源，并利用内外价差提升盈利能力。公司 2018 年 1 月与绥中县政府等签订了《绥中县 LNG 接收站项目合作协议书》，LNG 接收站建设正式启动。公司持股 60%，计划一期周转能力 260 万吨（约合 36 亿方），预计总投资额为 35 亿元，预计 2022-2023 年建成。接收站建成后一方面有利于公司获取海外低价气源，降低对单一上游气源的依赖并提升盈利能力，另一方面一期 2 座 16 万立方的储罐共计 32 万方的应急储备能力也有利于周边调峰需求的满足。

从收益角度来看，仅以 LNG 贸易为例，考虑到东北地区 2019 年 1-10 月 LNG 到货不含税均价 3861 元/吨（约 2.80 元/方）且价格同比下降 11%，若假设 2022-2023 年投产时 LNG 销售均价有所下降至 2.4 元/方的水平，同时假设接收站满产后 LNG 贸易销售量占总周转量的 60%，则 LNG 贸易销售可实现年收入约 51.4 亿元。

成本和收益方面，进口 LNG 的主要气源预计为气价较低的澳大利亚和马来西亚等地，根据海关总署数据，2019 年 1-8 月进口 LNG 不含税到岸均价约为 5.48 美元/MBtu，（约合 1.26 元/方）。若接收站各设施平均采用 20 年折旧，则一期综合折旧摊销成本约 0.05 元/方；参考 LNG 接收站可比公司，接收站人工和日常运维等成本约为 0.05 元/方，单位固定成本约为 0.07 元/方。变动成本主要包括约 0.40 元/方的处理费和约 0.05 元/方的运费，单位变动成本合计约为 1.88 元/方。因此 LNG 接收站贸易单位毛利约为 0.57 元/方。考虑所得税等费用后 LNG 贸易业务有望实现 10 亿元净利润。

**图表 29 假设价格和成本保持稳定，则 2023 年 LNG 贸易望实现净利润近 10 亿元**

项目	2022E	2023E
贸易周转量（亿方）	10.8	21.6
LNG 平均售价（元/方，不含税）	2.38	2.38
进口 LNG 均价（元/方，不含税）	1.26	1.26
折旧成本（元/方）	0.05	0.05
人工、运维成本（元/方）	0.05	0.05
运输成本（元/方）	0.05	0.05
接收站处理费（元/方）	0.40	0.40
LNG 销售毛差（元/方）	<b>0.57</b>	<b>0.57</b>
LNG 销售利润（亿元）	6.16	12.31
所得税率	25%	25%
LNG 接收站净利润（亿元）	<b>4.62</b>	<b>9.23</b>

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，王佼佼：《天然气技术与经济》，石油观察，华创证券测算

## 六、投资建议：业绩增长+结构改善带来估值修复

### 管道天然气

**（1）京津冀地区：**根据前文对量的测算以及对各地价格的梳理，我们预计京津冀地区 2019-2020 年实现售气量 9.8 亿、11.1 亿方，预计同比增长 34%、14%。售气均价受民用气价格顺价拉动下略有提升，而成本端旺季上浮压力有望逐年减小，因此预计 2019 年毛差 0.4 元/方的基础上有望逐步扩大至 2020 年的 0.55 元/方。

**（2）阜阳及荆州：**预计阜阳 2019-2020 年售气量同比提升 22.0%、22.9% 至 2.5 亿、3.1 亿方；荆州同比提升 17%、15% 至 1.8、2.1 亿方。其中阜阳市根据政策毛差预计由现阶段约 0.50 元/方的水平上升至约 0.66 元/方；荆州由于顺价力度与涨价力度基本相当，因此预计毛差相对维稳。

整体来看，售气业务预计 2019-2020 年售气量分别提升 45%、16% 至 14.1 亿、16.3 亿方，对应收入同比增长 51.3%、14.8% 至 36.2 亿、41.6 亿元。售气毛利率在综合毛差提升下有望回复至 10%、15% 左右的水平。

### 接驳及燃气具

考虑到京津冀地区农村煤改气基本接近尾声，根据上文对三地新增用户的判断，预计 2019-2020 年居民接驳新增用户同比下降 13%、12% 至 29 万、26 万户，工商业新增接驳用户有望维持在 4000 户每年的高增量，因此在民用气下降、工商业提升的作用下，预计 2019-2020 年接驳收入同比提升 8.8%、下降 11.5% 至 15 亿、13.3 亿元。盈利能力方面，接驳价格下调风险基本消除，而随着城市接驳户数占比的提升，毛利率有望小幅提升。对应地，燃气具销售随接驳户数下降（尤其是农村煤改气户数）而下降，预计燃气具收入同比下降 33.3%、9.1% 至 5.1 亿、4.6 亿元。

整体来看，公司结构改善带来的估值修复空间巨大。暂不考虑外延并购，我们预计公司 2019-2020 年实现归母净利润 12.3、14.0 亿元，同比增长 23%、13%，对应 PE 为 8.5 倍、7.5 倍。根据港股龙头的业务毛利贡献和对应估值情况，我们认为公司 2019-2020 年售气毛利占比已经由以前年度的不足 20% 提升至 20%-40% 区间，因此通过分部估值我们给予公司 2019 年目标估值 11 倍，对应目标价 9.65 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

**图表 30 行业平均估值区间在 17-21 倍**

可比公司	2018 年毛利结构			市场一致预期 PE	
	售气	接驳	增值及其他	2019E	2020E
新奥能源(H)	52%	36%	12%	17	15
华润燃气(H)	47%	44%	9%	19	17
中国燃气(H)	30%	55%	15%	17	15
深圳燃气(A)	67%	19%	14%	21	17

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

**图表 31 按分部估值来看，公司估值存巨大修复空间**

	毛利结构		对应 PE 水平	
	2019E	2020E	2019E	2020E
售气	23%	36%	19	18
接驳及其他	77%	64%	9	8
整体	-	-	11	12

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

同时考虑到公司当前并购意愿和能力充足，外延并购若在未来落地则有望带来超预期增量。首次覆盖，给予“强推”评级。

## 七、风险提示

区域燃气需求增长不及预期；新增用户通气气量不及预期；上游价格涨价幅度高于预期；下游传价幅度不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	891	1,448	1,970	2,463
应收票据	5	15	14	15
应收账款	1,293	1,544	1,617	1,714
预付账款	315	372	392	419
存货	481	967	932	1,013
其他流动资产	276	323	345	361
流动资产合计	3,261	4,669	5,270	5,985
其他长期投资	90	96	98	100
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	2,603	2,871	3,662	4,134
无形资产	931	1,133	971	961
其他非流动资产	678	660	643	618
非流动资产合计	1,308	1,305	1,301	1,301
<b>资产合计</b>	<b>5,634</b>	<b>6,089</b>	<b>6,699</b>	<b>7,138</b>
短期借款	8,895	10,758	11,969	13,123
应付票据	300	570	773	923
应付账款	118	176	181	194
预收款项	439	670	685	734
其他应付款	1,662	2,096	2,211	2,333
一年内到期的非流动负债	138	138	138	138
其他流动负债	136	136	136	136
流动负债合计	218	225	226	224
长期借款	3,011	4,011	4,350	4,682
应付债券	546	386	486	586
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	735	735	735	735
<b>负债合计</b>	<b>1,281</b>	<b>1,121</b>	<b>1,221</b>	<b>1,321</b>
归属母公司所有者权益	4,292	5,132	5,571	6,003
少数股东权益	4,482	5,500	6,266	6,983
<b>所有者权益合计</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>132</b>	<b>137</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,895</b>	<b>10,758</b>	<b>11,969</b>	<b>13,123</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,132</b>	<b>1,367</b>	<b>1,696</b>	<b>1,689</b>
现金收益	1,195	1,504	1,649	1,737
存货影响	542	-487	36	-81
经营性应收影响	-384	-346	-120	-152
经营性应付影响	151	723	135	184
其他影响	-371	-28	-3	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,804</b>	<b>-688</b>	<b>-864</b>	<b>-740</b>
资本支出	-1,920	-692	-867	-742
股权投资	9	0	0	0
其他长期资产变化	107	4	3	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>318</b>	<b>-122</b>	<b>-310</b>	<b>-456</b>
借款增加	686	110	303	250
财务费用	-486	-702	-719	-738
股东融资	2	0	0	0
其他长期负债变化	116	470	106	32

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**利润表**

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,753</b>	<b>5,881</b>	<b>6,215</b>	<b>6,556</b>
营业成本	3,253	4,078	4,248	4,544
营业税金及附加	20	25	26	28
销售费用	85	93	87	98
管理费用	165	199	210	197
财务费用	23	27	-9	-6
资产减值损失	34	27	28	28
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	9	9	9	9
其他收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>1,182</b>	<b>1,444</b>	<b>1,636</b>	<b>1,679</b>
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	5	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>1,180</b>	<b>1,443</b>	<b>1,635</b>	<b>1,678</b>
所得税	168	205	232	239
<b>净利润</b>	<b>1,012</b>	<b>1,238</b>	<b>1,403</b>	<b>1,439</b>
少数股东损益	6	5	6	5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,233</b>	<b>1,397</b>	<b>1,434</b>
NOPLAT	1,032	1,260	1,395	1,434
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.85	0.97	0.99

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	59.9%	23.7%	5.7%	5.5%
EBIT 增长率	20.4%	22.1%	10.7%	2.8%
归母净利润增长率	17.3%	22.5%	13.3%	2.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.6%	30.7%	31.7%	30.7%
净利率	21.3%	21.0%	22.6%	22.0%
ROE	21.9%	21.9%	21.8%	20.1%
ROIC	22.9%	23.0%	21.8%	19.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.2%	47.7%	46.6%	45.7%
债务权益比	37.3%	32.5%	33.3%	33.4%
流动比率	108.3%	116.4%	121.1%	127.8%
速动比率	92.3%	92.3%	99.7%	106.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转天数	91	87	92	91
应付帐款周转天数	65	49	57	56
存货周转天数	83	64	80	77
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.70	0.85	0.97	0.99
每股经营现金流	0.78	0.95	1.18	1.17
每股净资产	3.11	3.81	4.34	4.84
<b>估值比率</b>				
P/E	7	8	7	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	12	10	9	8

## 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。

**助理研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

**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。

## 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	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	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
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@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	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@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