

强烈推荐-A (维持)

百川能源 600681.SH

目标估值: 20.60-25.75 元

当前股价: 14.72 元

2017年05月16日

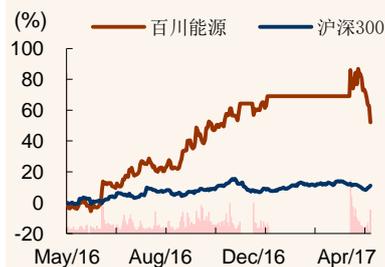
6%配气费收益率，一直在执行——市场误读误杀，新一轮买入时点来临

基础数据

上证综指	3113
总股本(万股)	96416
已上市流通股(万股)	32741
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	48
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	26.0
资产负债率	42.6%
主要股东	廊坊百川资产管理有
主要股东持股比例	39.94%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	9	57
相对表现	-1	10	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《百川能源(600681)——并购荆州天然气&复牌点评: 通向全国分销商的第一步》2017-04-21
- 2、《百川能源(600681)——2016年年报点评: 业绩增长基本符合预期, 村村通为来年发展增添助力》2017-03-20
- 3、《百川能源(600681)——雾霾加重煤改气预期加强, 复牌公告增发及

朱纯阳

zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

张晨

zhangchen2@cmschina.com.cn  
S1090513100003

研究助理

弋隽雅

yijunya@cmschina.com.cn

事件:

- 2017年5月15日, CCTV 证券网、腾讯财经等多家国内媒体引用彭博新闻社报道, 称:
- “知情人士透露, 中国可能把城镇地区天然气分销商的年度资产回报率限制在6%。这个计划是中国政府通过降低终端用户成本促进消费措施中的一部分。
- 由于消息尚未公开而要求匿名的知情人士称, 这个6%限制是在扣除合理成本后、在税后基础上计算得出。他们说, 国家发改委起草了该计划, 目前正在征求意见。发改委上周五未回复彭博通过传真发送的置评请求。
- 为降低国内主要能源煤炭的污染, 中国作为全球最大能源消费国正寻求在2020年前, 将天然气在能源构成中的比重从去年的6%左右最多提高到10%。发改委在2015年末下调商业与工业用户的天然气价格后, 去年又将天然气管道运输业务的回报率限制在8%。
- 大和证券分析师Dennis Ip在上周五给客户的报告中写道, 倘若计算回报时不计入新用户的燃气安装费收入, 那么这个政策对燃气分销商盈利的影响可能非常小。知情人士说, 该计划没有特别指出计算回报时将如何计入安装费。
- 香港时间5月15日11:16, 华润燃气下挫7.4%, 恒生指数涨0.5%。中国燃气跌6.6%, 新奥能源重挫9.8%。”
- 北京时间5月16日, 百川燃气股价大幅下跌, 我们认为这是市场的过度反应。

点评:

1、配气费收益率, 并不等于上市企业整体的ROA、ROE

由于A股各燃气公司的收入结构大不相同, 有部分企业以管输收入为主(中游企业), 有部分企业以配气收入为主(成熟的大型燃气分销企业), 有部分企业则以接驳收入为主(快速扩张的中小型燃气企业), 甚至有些燃气企业还会整合其他相关联的业务(例如发展成为公用事业平台, 包含水务或电力等), 因此各家燃气企业的ROA和ROE从严谨的角度来讲, 并不能简单的类似等同于配气费的收益率, 也并不具有很强的可比性。

根据下面的对比表格，可以发现不同燃气公司的燃气销售收入占总收入比重的差异巨大，从 8%到 94%。在燃气收入占比低于 85%的情况下，我们认为公司整体的指标并不能代表配气业务的指标。另外，其他业务的组成以及毛利率情况大不相同，这也使得 ROE 不具有可比性。

表 1：2016 年 A 股主要燃气公司的 ROE、ROA、ROIC 和燃气销售收入占总收入对比（单位：%、亿元）

股票代码	公司简称	ROE(%)	ROA(%)	ROIC(%)	燃气销售收入	总收入	燃气销售收入占总收入的比重
000421	南京公用	8.22	5.97	11.04	17.95	39.02	46%
000669	金鸿能源	4.92	4.97	5.78	13.44	24.71	54%
002267	陕天然气	9.89	7.43	8.96	6.07	72.11	8%
002700	新疆浩源	9.23	8.10	9.59	2.79	3.48	80%
300349	金卡智能	4.81	5.11	4.23	0.71	8.54	8%
600617	国新能源	10.28	4.36	4.48	65.39	69.80	94%
600635	大众公用	8.49	5.31	7.52	37.64	45.35	83%
600917	重庆燃气	10.45	5.13	10.51	38.24	54.89	70%
601139	深圳燃气	10.40	6.89	10.46	49.85	85.09	59%
600856	中天能源	20.80	8.44	9.47	20.26	36.35	56%
600681	百川能源	51.08	40.69	34.05	6.5	17.20	38%
600207	安彩高科	0.71	2.32	2.67	7.24	18.71	39%
600333	长春燃气	3.94	2.65	4.33	8.64	13.02	66%

资料来源：Wind，公司年报，招商证券

## 2、各地天然气终端售价的制定，物价部门一直保持一定的收益率标准

由于我国大部分地区实行天然气的特许经营制度，因此除靠近气源地的区域，大部分公司在业务范围地具有区域垄断地位。

由于天然气属于关系到民生经济的公用事业领域，因此在制定天然气的终端销售定价时，各地物价部门一直执行成本监审管制，保证该地区的燃气配气利润维持在一个较低的水平。由于各地发展情况不同，可能配气利润水平存在一定的区别。一般而言，6%~10%属于比较常见的水平。

## 3、对于百川能源，配气利润一直维持在 5%~6%的区间

由于新闻指出的 6%回报率是在扣除合理成本，扣税后的利润。因此我们对百川能源的配气收入，乘以毛利率算出毛利水平。

再根据售气收入占总收入的百分比，乘以公司的各项费用，算出摊到天然气销售业务上的费用水平。

然后扣除 25%的所得税，得到配气利润和配气收益率。

表 2：百川能源天然气销售的配气收益率测算（单位：万元，%）

	2015 年报	2016 年报
营业总收入	141,510.63	171,988.47
燃气销售收入	58,638.78	65,042.13
燃气收入占比	41%	38%
燃气销售毛利率	14.29%	14.17%
燃气销售毛利	8379.48	9216.47
销售费用—分摊	560.74	663.48
管理费用—分摊	2121.10	2988.22
财务费用—分摊	(43.20)	(240.18)

	2015 年报	2016 年报
资产减值损失—分摊	285.28	487.57
分摊费用加总	2923.92	3899.10
扣分摊费用后的利润	5455.56	5317.37
再扣 25% 所得税利润	4091.67	3988.03
燃气销售税后利润率	7.0%	6.1%
固定资产	74,808.38	82,054.37
税前燃气销售-资产回报率	7.3%	6.5%
税后燃气销售-资产回报率	5.5%	4.9%

资料来源：重组定增草案，公司年报，招商证券

根据我们的测算结果，可以看出百川能源的燃气配气资产回报率一直维持在 4.9%~5.5% 的水平。考虑到百川另外两项主营业务燃气接驳和燃气具销售，实际并不需要承担太多的销售费用和管理费用，也就是说百川能源燃气销售部分实际应该承担更多的费用，得到更低的配气税后利用率。

#### 4、本次新闻引起的突然下跌，实属市场的过度反应

2017 年 5 月 15 日的新闻出现后，由于市场可能将百川能源的综合毛利率、ROE、ROA 或者其他的公司整体指标等同于“配气收益率”，因此可能会认为百川能源的燃气收入利润率面临大幅下滑的可能性。

经过我们的分析和测算，我们认为，即便 5 月 15 日的新闻属实，百川现有的燃气销售利润率也基本维持在 5%~6%，政策若实施对于公司售气价格和利润情况将不会有显著的影响。并不存在市场担心的单位售价、毛利率水平大幅下滑的情况。

若新闻并不属实，或者未来发改委制定的收益率水平高于 6%，则百川能源将会因此受益。

#### 5、盈利预测与投资建议

根据我们的深度报告，并根据村村通工程的开展计划进行调整，未计算收购荆州天然气的业绩，我们预计百川能源 2017 年和 2018 年的归属母公司净利润为 8.06 和 9.70 亿元。

若按照收购荆州天然气的工作于 2017 年 9 月 30 日左右完成，并表一个季度的业绩计算，则百川收购完成后 2017 年和 2018 年的归属净利润分别提升至 8.26、10.62 亿元，对应定增完成后的总股本 10.32 亿股，EPS 分别为 0.80 和 1.03 元/股。

表 3：盈利预测简表（亿元，亿股）

	2015	2016	2017E	2018E
百川本部净利润	4.10	5.54	8.06	9.70
荆州天然气并表净利润			0.20	0.92
合计	4.10	5.54	8.26	10.62
收购完成后总股本	10.32	10.32	10.32	10.32
EPS	0.40	0.54	0.80	1.03

资料来源：招商证券

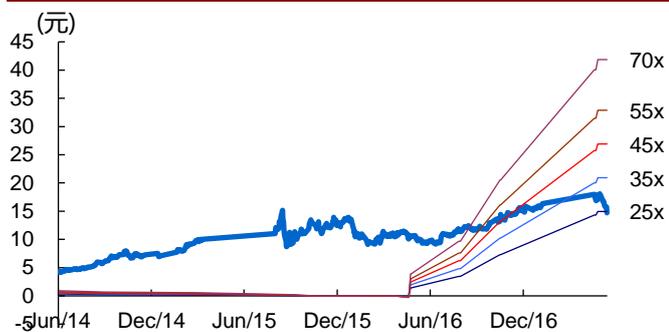
由于公司发展速度快、业绩弹性大，且存在外延并购预期，因此可以给予公司 20~25 倍的估值，对应 18 年的业绩，目标价为 20.60~25.75 元/股。

维持深度报告“强烈推荐”评级。

更多信息欢迎参考我们近期的报告。

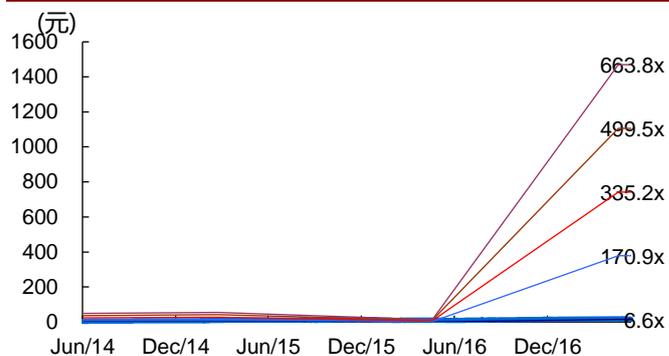
**风险提示：**市场开拓进度晚于预期。工程进度或结算进度低于预期。并购进度和规模不达预期。大盘系统性风险。

图 1：百川能源历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：百川能源历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	68	1834	4193	5358	7758
现金	8	490	1559	1284	1264
交易性投资	0	100	100	100	100
应收票据	0	5	9	14	21
应收款项	29	259	471	703	1068
其它应收款	0	15	30	45	68
存货	30	544	1194	1964	3321
其他	1	421	831	1250	1916
<b>非流动资产</b>	126	1592	2338	2996	3576
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	0	821	1577	2244	2832
无形资产	0	88	79	71	64
其他	126	684	682	681	681
<b>资产总计</b>	<b>194</b>	<b>3426</b>	<b>6532</b>	<b>8355</b>	<b>11335</b>
<b>流动负债</b>	163	1001	2093	3368	5618
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	7	458	1021	1678	2838
预收账款	1	430	959	1577	2667
其他	155	113	113	113	113
<b>长期负债</b>	0	283	1883	1883	1883
长期借款	0	0	1600	1600	1600
其他	0	283	283	283	283
<b>负债合计</b>	<b>163</b>	<b>1284</b>	<b>3976</b>	<b>5252</b>	<b>7501</b>
股本	251	964	1032	1032	1032
资本公积金	529	476	476	476	476
留存收益	(757)	1044	1388	1933	2661
少数股东权益	7	7	10	15	21
归属于母公司所有者权益	24	2484	2896	3442	4169
<b>负债及权益合计</b>	<b>194</b>	<b>3776</b>	<b>6883</b>	<b>8708</b>	<b>11691</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(28)	289	844	1194	1450
净利润	(4)	551	826	1061	1244
折旧摊销	0	54	109	199	279
财务费用	1	1	94	85	86
投资收益	0	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(24)	(361)	(225)	(194)	(218)
其它	(1)	48	44	45	63
<b>投资活动现金流</b>	(0)	19	(868)	(868)	(868)
资本支出	(0)	(469)	(871)	(871)	(871)
其他投资	0	488	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	25	(197)	1092	(601)	(602)
借款变动	144	(903)	1600	0	0
普通股增加	0	713	68	0	0
资本公积增加	7	(53)	0	0	0
股利分配	(126)	(126)	(482)	(516)	(516)
其他	(1)	172	(94)	(85)	(86)
<b>现金净增加额</b>	<b>(3)</b>	<b>111</b>	<b>1069</b>	<b>(275)</b>	<b>(20)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	18	1720	3362	5020	7627
营业成本	10	861	1920	3157	5339
营业税金及附加	1	21	41	62	94
营业费用	0	18	34	50	76
管理费用	8	79	154	231	350
财务费用	1	(6)	94	85	86
资产减值损失	2	13	13	13	13
公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	(5)	738	1109	1426	1672
营业外收入	0	15	15	15	15
营业外支出	0	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	(5)	743	1114	1431	1678
所得税	(0)	189	284	366	429
<b>净利润</b>	(4)	554	830	1066	1249
少数股东损益	(0)	2	4	5	5
<b>归属于母公司净利润</b>	(4)	551	826	1061	1244
<b>EPS (元)</b>	(0.02)	0.57	0.80	1.03	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-70%	9602%	96%	49%	52%
营业利润	-204%	-15437	50%	29%	17%
净利润	-293%	-13730	50%	28%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.9%	49.9%	42.9%	37.1%	30.0%
净利率	-22.8%	32.0%	24.6%	21.1%	16.3%
ROE	-17.0%	22.2%	28.5%	30.8%	29.8%
ROIC	-12.2%	21.8%	19.9%	22.2%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.1%	37.5%	60.9%	62.9%	66.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	24.5%	19.2%	14.1%
流动比率	0.4	1.8	2.0	1.6	1.4
速动比率	0.2	1.3	1.4	1.0	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	0.5	3.0	2.2	2.0	2.0
应收帐款周转率	0.5	11.9	9.2	8.6	8.6
应付帐款周转率	0.9	3.7	2.6	2.3	2.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	-0.02	0.57	0.80	1.03	1.20
每股经营现金	-0.11	0.30	0.82	1.16	1.40
每股净资产	0.09	2.58	2.81	3.33	4.04
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	-915.4	25.7	18.4	14.3	12.2
PB	155.7	5.7	5.2	4.4	3.6
EV/EBITDA	-3781.9	19.3	11.5	8.8	7.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱纯阳：**中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

**张晨：**清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**戈隽雅：**中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**王啸：**北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

**团队荣誉：**《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数 20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。