

2017 年 08 月 02 日

证券研究报告·公司研究报告

百川能源 (600681) 公用事业

买入 (维持)

当前价: 14.70 元

目标价: 25.24 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益京津冀一体化，百川迎发展良机

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 公司业务位于北京、天津、雄安三角核心区域，随着该地区人口的大量流入和城镇化率的不断提高，将带来大量的燃气消费和接驳需求，公司将直接受益；2) 京津冀大气防治为该地区带来大量的煤改气需求，公司未来几年依靠煤改气项目有望实现接驳和售气业务双爆发；3) 公司收购荆州天然气，迈出从区域性燃气企业发展成为全国性燃气企业的关键一步。
- **受益于京津冀一体化和雄安新区，增长空间巨大。** 公司主营燃气销售及燃气接驳，现有业务位于北京、天津、雄安三角核心区域，区位优势明显，将承接京津产业转移。人口的大量流入和城镇化率的不断提高，将带来大量的燃气消费和接驳需求。雄安新区核心区域有望成为未来几年最具活力的地区之一，该区域内每年城镇化率预计将达到 2%~3%，公司接驳和燃气销售等业务将依托该区域城镇化率的不断提升实现快速发展。
- **京津冀雾霾治理，煤改气是大势所趋，公司业绩将迎爆发。** 目前公司所覆盖的 7 个区县市都在京津冀禁煤区当中，2017 年公司业绩将因为煤改气政策迎来接驳用气双爆发。2017 年 30 万户“村村通天然气”项目计划在 10 月底完工，预计将带来 20 多亿营收。公司依托该项目不仅可以扩大业务覆盖人群，同时还可以借机完善该地区的基础管网建设，为后续工商业用户的接入提供基础。
- **收购荆州天然气，异地开拓取得重大突破。** 公司 2017 年 4 月公告，收购荆州天然气 100% 股权，标的资产作价 8.79 亿元，2017~2019 年承诺扣非后净利润分别不低于 7850 万元、9200 万元、10150 万元。荆州天然气则是荆州地区最大的天然气供应商。本次收购有助于缓解公司目前业务区域集中的风险，同时也是公司从区域性燃气企业发展成为全国性燃气企业的关键一步。
- **投资建议:** 我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.89 元、1.1 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 12 倍。公司目前处于内生外延全面开花的快速发展期，内生方面受益于覆盖区域城镇化率的提高和煤改气政策的持续贯彻；外延方面则会助力公司持续拓展覆盖地区，并有望成为全国性的天然气运营商龙头。考虑到公司的成长性和同比公司的估值，我们给予 2018 年 23 倍估值，对应股价 25.24 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 天然气价格波动风险；气源依赖的风险；项目进度不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1719.88	3569.20	4934.09	5682.08
增长率	9602.37%	107.53%	38.24%	15.16%
归属母公司净利润 (百万元)	551.17	857.72	1057.95	1203.56
增长率	13730.01%	55.62%	23.34%	13.76%
每股收益 EPS (元)	0.57	0.89	1.10	1.25
净资产收益率 ROE	25.86%	22.39%	21.64%	19.76%
PE	26	17	13	12
PB	6.62	3.68	2.89	2.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

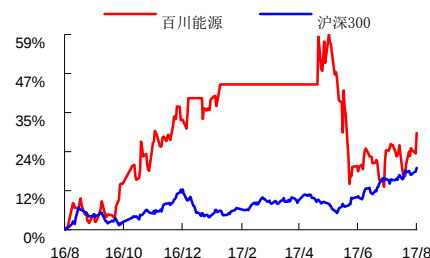
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 021-50755259
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.64
流通 A 股(亿股)	3.27
52 周内股价区间(元)	11.37-18.09
总市值(亿元)	141.73
总资产(亿元)	38.82
每股净资产(元)	2.30

相关研究

1. 百川能源 (600681): 外延并购荆州天然气，打造京津冀天然气行业龙头 (2017-04-11)

目 录

1 公司概况：京津冀天然气龙头企业	1
1.1 借壳上市，华丽转型为京津冀天然气运营商	1
1.2 股权结构清晰	3
2 主营业务和核心竞争力分析	3
2.1 公司覆盖京津冀核心区域	3
2.2 主营业务：“天然气销售+接驳”双业务并驱	4
2.3 核心竞争力：规模效应+稳定气源+丰富经验	7
3 受益京津冀一体化，行业龙头迅速成长	8
3.1 京津冀一体化推进：打造京津冀天然气行业龙头	8
3.2 环保政策收紧：煤改气是大势所趋	9
3.3 油气改革推进：利好公司上下游一体化战略布局	11
4 内生外延，持续发展	12
4.1 股权激励，完善公司治理结构	12
4.2 定增加码“村村通”燃气工程	13
4.3 收购荆州天然气，异地开拓取得重大突破	13
5 同业对比，成长性突出	14
6 关键假设与盈利预测	16
7 风险提示	17

图 目 录

图 1: 借壳上市重大事项	1
图 2: 公司发展历程	2
图 3: 公司股权情况	3
图 4: 公司业务覆盖范围	4
图 5: 公司主营业务营业收入（万元）	6
图 6: 2016 年公司各板块营业收入占比	6
图 7: 公司主营业务毛利润（万元）	6
图 8: 2016 年公司各板块毛利润占比	6
图 9: 公司主营业务毛利率	6
图 10: 京津冀一体化格局：公司覆盖区位于核心位置	8
图 11: 2016 年 12 月 30 日北京雾霾实况	9
图 12: 2016 年全国空气质量最差城市	9
图 13: 禁煤区范围及公司业务覆盖范围	10
图 14: 天然气产业链	11
图 15: 同业企业营收及利润(单位:百万元).....	14
图 16: 同业企业总市值 (百万元).....	15
图 17: 同业企业营收及利润(百万元).....	15

表 目 录

表 1: 子公司经营范围	2
表 2: 燃气销售明细	4
表 3: 燃气接驳收入	5
表 4: 股权激励名单及分配情况	12
表 5: 募集资金用途及项目概况	13
表 6: 荆州天然气主要盈利指标（万元）	14
表 7: 荆州天然气主营业务构成（万元）	14
表 8: 分业务收入及毛利率	16
表 9: 可比上市公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：京津冀天然气龙头企业

1.1 借壳上市，华丽转型为京津冀天然气运营商

百川能源原名万鸿集团股份有限公司，万鸿集团原主营业务是园林绿化和建筑装饰，总体规模较小，盈利能力不强。从 2012 年至 2015 年，上市公司营业收入逐年下降，且主要来自关联交易，上市公司自身的造血能力严重不足，亟需进行业务转型。

2015 年，公司启动了重大资产重组，将公司交易基准日的全部资产及除应付股利与其他应付款外的全部负债（即置出资产）与百川燃气全体股东持有的交易基准日的百川燃气 100% 股权（即置入资产）的等值部分进行置换。2016 年重大资产重组完成后，百川能源持有百川燃气 100% 股权。通过本次交易，上市公司将盈利能力不强并过度依赖关联方的园林绿化、装饰装修业务置出，同时获得优质的燃气经营资产，成功转型为燃气经营企业，公司主营业务变更为燃气销售、燃气接驳以及燃气具销售业务。

图 1：借壳上市重大事项



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：子公司经营范围

公司持有子公司股权比例	主营业务
百川新能源（100%）	销售管道燃气、瓶装燃气、燃气汽车加油站（天然气）；天然气用具的销售等
永清百川（100%）	管道燃气（天然气）输配、销售；燃气燃烧器具安装、维修、销售等
武清百川（100%）	天然气管道管网输配，天然气灶具、热水器销售、安装、维修服务等
固安百川（100%）	天然气输配、销售；燃气燃烧器具安装、维修、销售等
香河百川（100%）	香河县境内燃气的输配和销售；燃气器具的销售、安装、维修等
大厂百川（100%）	燃气设施的投资、建设与经营管理；管道燃气的储运、输配和销售等
涿鹿百川（100%）	燃气的输配与销售；燃气具的销售；燃气设施的投资、建设及经营管理等
智汇热力（100%）	热力供应；工业、民用热水、蒸汽供应；暖通工程建设、运营管理及维修
九九热力（100%）	供热服务，管道工程施工，物业服务，五金产品、锅炉及零件批发兼零售等
百川物流（100%）	危险货物运输压缩天然气销售
百川建安（100%）	燃气工程、热力工程、机电安装工程、石化设备管道工程、防腐保温工程施工等
百川清洁能源（100%）	清洁能源开发、投资建设；清洁能源项目技术转让、策划、咨询和管理
霸州百川（100%）	天然气销售；天然气用具的销售、安装及维修、维护
三河百川（100%）	天然气用具的销售、安装及维修、维护；管道燃气、瓶装燃气等
西安维斯达（51%）	仪器仪表、燃气设备研发、销售；机械零部件加工

数据来源：公司公告，西南证券整理

百川燃气创始于 1997 年，注册资本 3.6 亿元，在职员工约 1000 人，拥有 14 家全资及控股公司的城镇燃气运营商，经营范围包括三河市、霸州市、永清县、固安县、香河县、大厂回族自治县、张家口涿鹿县和天津武清区，输配燃气管网 1000 多公里，覆盖居民人口达 400 万，工商业用户万家。

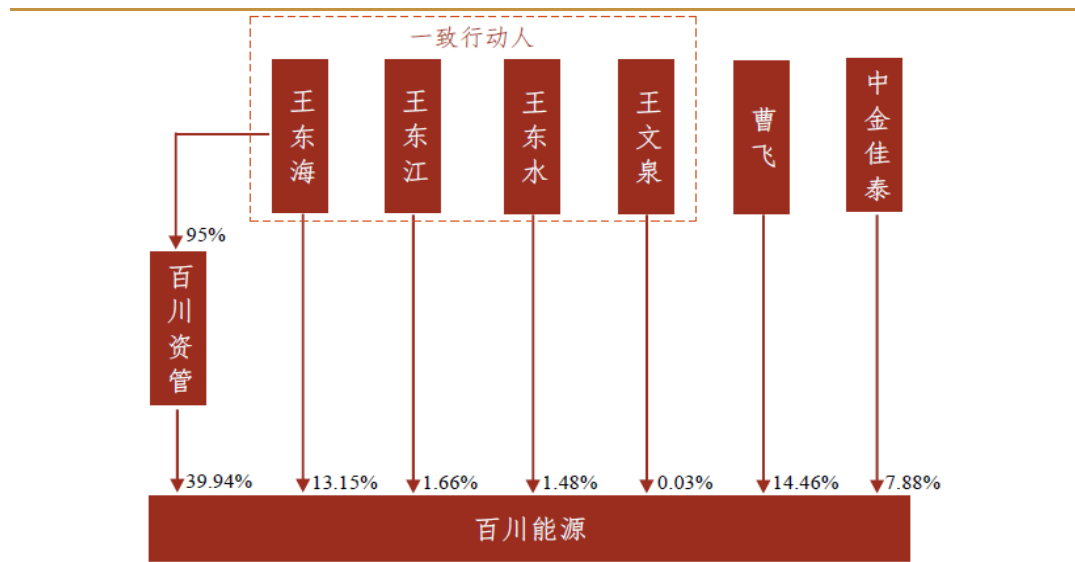
图 2：公司发展历程


数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 股权结构清晰

重组完成后，百川资管持股比例达到 39.94%，为上市公司控股股东，王东海直接和间接控制上市公司的股权比例达到 53.09%，为上市公司实际控制人。

图 3：公司股权情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 主营业务和核心竞争力分析

2.1 公司覆盖京津冀核心区域

公司目前业务范围主要为河北省廊坊市中的永清县、固安县、香河县、大厂县、霸州市及三河市等 6 个县市，以及张家口市涿鹿县、天津市武清区，总面积 7908 平方公里，下辖人口 366 万。廊坊是京津冀城市群的地理中心，位于京津两市之间，所辖 10 个县（市、区）全部与京津接壤，2015 年生产总值 2473.9 亿元。廊坊市区距北京市中心仅 40 公里，距天津中心区 60 公里，且紧邻规划中的北京新机场。

百川燃气已在河北省廊坊市永清县、固安县、香河县、大厂县、三河市以及河北省张家口市涿鹿县和天津市武清区等县市取得城市燃气特许经营权或签订特许经营协议，在相当长的时期内，该区域范围内的城市管道燃气业务都将为百川燃气带来较大的利润回报。百川燃气业务覆盖的河北省与天津市人口众多，对天然气的需求较为旺盛。随着京津冀一体化建设的速度加快，河北的城镇化率在较低的基础上快速提升，同时困扰京津冀地区多年的雾霾等大气污染治理力度不断加大，京津冀地区使用天然气等清洁能源替代传统的燃煤等重污染能源的意愿更加强烈，上述地区的天然气需求将出现较大幅度的快速增长，已在该地区扎根多年的百川燃气发展前景广阔。目前，公司在京津冀地区市场覆盖率较高，竞争对手较少。

图 4：公司业务覆盖范围



数据来源：公司年报，西南证券整理

2.2 主营业务：“天然气销售+接驳”双业务并驱

主营业务之一：天然气销售

城市管道燃气业务为特许经营业务，目前公司已在河北省廊坊市永清县、固安县、香河县、大厂县、三河市以及河北省张家口市涿鹿县和天津市武清区等县市取得城市燃气特许经营权或签订特许经营协议。公司气源为管道天然气，从气源方中石油采购天然气后，通过所属城镇门站后再经由管道、CNG 加气站等方式向下游用户销售。燃气销售价格受到所在地政府物价监管部门的监管。

表 2：燃气销售明细

	2016 年度	2015 年	2014 年度	2013 年度	2012 年度
销售收入（万元）	65,042.13	58,640.00	51,003.45	41,960.11	31,608.23
销售量（万立方米）	28500.00	21,660.00	19,016.14	17,048.49	14,010.28
销售单价（元/立方米）	2.28	2.71	2.68	2.46	2.26
采购单价（元/立方米）	-	2.06	2.29	1.89	1.58

数据来源：公司公告，西南证券整理

天然气气源稳定性：百川与中国石油天然气股份有限公司签订了 20 年的长期供气合同，合同起始日初步定为 2010 年 3 月，因此公司在较长时间内将获得稳定供气。此外，百川燃气业务直接对接终端用户，基于保障民生角度，百川燃气在供气合同到期后续签或新签订供气合同具有一定的保障性，不会对未来的生产经营产生较大影响。

天然气采购价格上升原因：一方面为国家发改委上调了天然气供应价格；另一方面为百川燃气的居民用气比例和用气规模都逐渐上升，中石油华北天然气销售分公司将实际居民用气量超出核定居民用气量部分按照非居民用气进行定价，由于非居民用气供应价格高于居民用气供应价格，进而导致天然气供应价格上升。

天然气销售情况：2013 年和 2014 年，由于天然气采购价格上涨，物价局调高了天然气销售价格，使得销售单价有所上升，同时由于燃气用户增加，燃气销售收入也逐年增长。

天然气价格改革影响：目前，我国天然气为国家发改委定价。上游为门站价，透明价格，一省一价。河北居民销售价 2.2 元，进价 1.57 元。非居民销售价 3.12 元，非居民进价 2.00 元。天津居民销售价 2.4 元，非居民销售价 3.2 元，略高于河北。价改趋势为居民用户气价上升，非居民用户气价下降。若考虑管输费，公司最初管道铺设较早，成本较低，总的对于公司影响不大。

主营业务之二：接驳业务

公司主要通过与房地产开发商合作的方式，在新建居民小区，统一实施管道施工和燃气设备安装。对于已经完成接驳服务的居民用户，公司根据用户需求提供进一步服务。对于工商业、公共福利用户，公司根据其用气规模、具体需求情况进行设计、安装，并收取费用。

表 3：燃气接驳收入

	2016 年度	2015 年	2014 年度	2013 年度	2012 年度
安装收入 (万元)	78,606.39	70,870.00	48,904.61	25,505.44	21,221.67

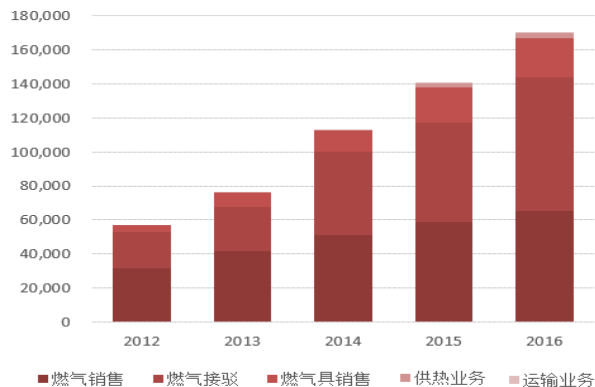
数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年居民用户接驳约 12 万户，工商用户无法统计。根据粗略估算，目前城市中用气量居民用户和工商业用户比例为 3: 7，农村为 7: 3，农村中除了 2017 年“村村通”项目的住宅接驳需求爆发，预计后续会引发 2018 和 2019 年农村工商业用户的增长，工商用户接驳需求将大幅增加。未来 10 年城市中居民用户接驳新增数量预计保持 20% 以上的增长。

随着京津冀一体化的推进和“煤改气”政策的实施，公司业务覆盖地区的天然气普及率正在提高，所以接驳业务营收增长速度很快，2016 年占到公司全部营业收入的 46%。2017 年预计新增接驳数约 30 万户。根据粗略统计，每一户接驳费用约 4900 元，其中河北省政府大约补贴 4000 元。毛利率预计会保持在 50%-60% 左右。

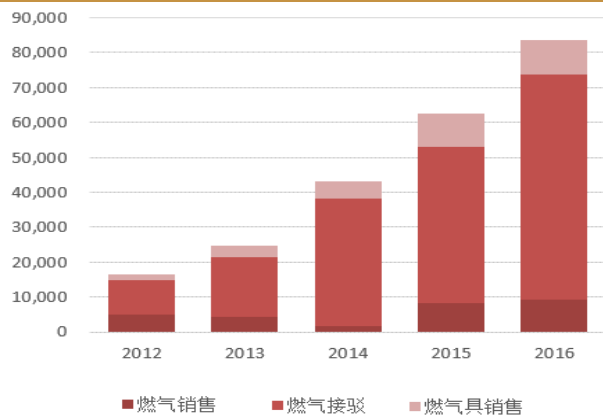
天然气销售和接驳业务是公司主体，这两项业务 2016 年营业收入占总营业收入 84% (分别为 38% 和 46%)，由于燃气接驳的毛利率较高 (2016 年公司接驳毛利率高达 82%)，接驳业务毛利润占到整体毛利润的 77%，构成公司主要利润来源。其他成熟地区的燃气公司利润主要来自于天然气销售，而不是接驳业务。

图 5：公司主营业务营业收入（万元）



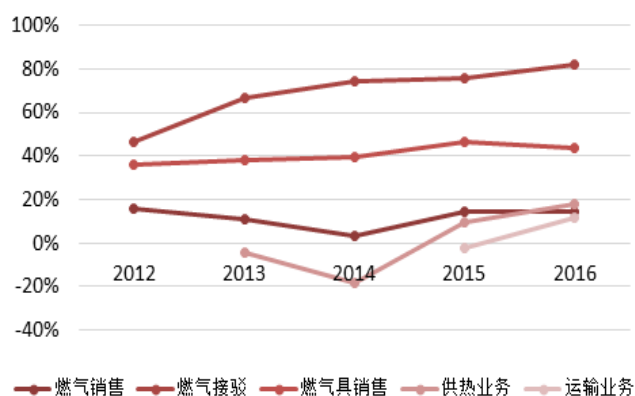
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司主营业务毛利润（万元）



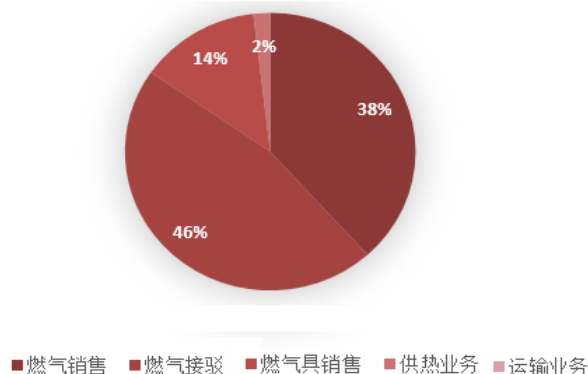
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司主营业务毛利率



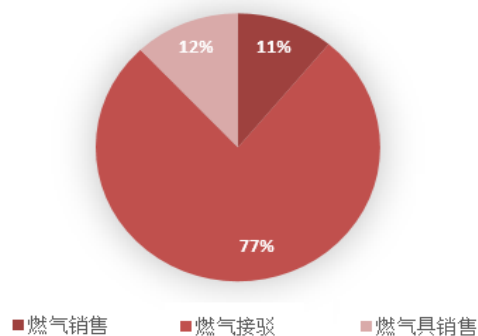
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：2016 年公司各板块营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016 年公司各板块毛利润占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务之三：燃气具销售

公司对燃气具、燃气仪表等实施大宗采购，在进行燃气具、燃气设备安装的同时，向用户销售燃气具。公司与房产开发商签订安装合同，并预收部分款项。施工完毕后，与施工方验收结算后，再与监理或用户共同验收，确认完工后，开具发票，收取全部安装费用。对于零散居民用户，安装需求较为零散，一般在现场安装服务完成达到可使用状态后直接与用户结算。

2016 年，公司销售燃具 5 万台左右。对于城镇市场，新增住房大约 40%会通过公司装燃具。对于农村市场，因为燃具费用可以基本被政府补贴覆盖，所以“村村通”项目的 30 万用户中接近百分比百的用户预计会通过公司加装燃具。根据我们的草根调研，燃具费用河北政府每家每户大约补贴 2700 元，地方政府再补贴剩余约 1000 元左右。

主营业务之四：运输业务和供热业务

公司下属有两家子公司从事供热业务，分别为智汇热力、九九热力。智汇热力主要经营区域集中在三河市燕郊高新区，九九热力主要经营区域集中在天津市武清区域关镇。2016 年公司供热业务较上年同期增长 65.24%，归因于公司报告期内供热工程完工项目较上年增加较多，故供暖业务收入较上年同期出现大幅度增长。

公司运输业务是指，公司使用运输槽车将从上游供应商处购买的燃气供应给居民、工商业用户等终端用户。

目前，运输业务和供热业务在公司营收及利润中占比较小且利润率相对较低，对公司业绩基本不构成影响。

2.3 核心竞争力：规模效应+稳定气源+丰富经验

1) 市场份额规模效应优势：市场覆盖率高，竞争优势明显

由于城市管道燃气在同一供气区域内具有自然垄断性，管网覆盖区域越广、规模越大，相较于其他竞争对手的先发优势越明显。经过近 20 年的专业经营，公司业务范围覆盖了河北省廊坊市的较多区县以及张家口市与天津市部分区域，在所取得特许经营权的区域，市场覆盖率较高，竞争对手较少，公司天然气输配管网长度达到 1900 公里，且已形成闭环，覆盖居民人口超过 400 万，工商业用户数万家，公司在城市管道燃气的基础网络设施、用户数量方面具有明显的区域市场规模优势。

2) 气源保障优势：气源接驳点多样化

目前公司主要在用的气源接驳点位于陕京二线的支线永唐秦天然气输气管线的武清分输站以及陕京二线、陕京三线的永清分输站。未来，随着陕京四线、港清三线以及中国石化天津液化天然气（LNG）项目的建成，公司所在区域的香河、永清和武清等将有新的气源接驳点。气源接驳点的多样化为公司未来的天然气供应提供了较大选择空间。此外，除了继续使用管道天然气之外，公司将根据发展需要积极开拓 LNG 等其他类别的天然气供应源，以保障所在经营区域的用气需求。

3) 行业管理优势和品牌优势：生产运营经验丰富

公司管理层及技术人员具有多年的城市燃气从业经历，积累了丰富的生产运营管理经验。公司在燃气专业化管理、客户服务和技术研究等方面取得了长足的进步，并广泛应用于安全生产，提高了安全和服务工作的技术含量。

公司秉承“客户至上、用心服务”的服务宗旨，在“客户安心、社会放心、员工舒心”的服务目标上持续优化与提升，为客户提供“一站式、专业化、多渠道、个性化”服务，并不断提升客户体验，从而提升了公司的行业地位并得到社会公众的广泛认可。

3 受益京津冀一体化，行业龙头迅速成长

3.1 京津冀一体化推进：打造京津冀天然气行业龙头

图 10：京津冀一体化格局：公司覆盖区位于核心位置



数据来源：西南证券整理

京津冀一体化战略：城镇化率不断提高，利好公司覆盖区域业绩增长

2014 年 2 月 26 日，习近平总书记在听取京津冀协同发展工作汇报时强调，实现京津冀协同发展是一个重大国家战略。中共中央政治局 2015 年 4 月 30 日召开会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》，《规划》包括总纲、实施细则和具体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则、产业一体化细则、公共服务一体化细则等。

展望未来，伴随京津冀协同发展，居民用户、工商业用户市场潜力巨大，能源需求较为旺盛，市场发展前景美好。公司现有业务位于北京、天津、雄安三角核心区域，区位优势明显，直接受益地区承接京津产业转移，人口大量流入，城镇化率不断提高，将带来大量的燃气消费和接驳需求。

雄安新区建立：新城崛起，公司有望打入雄安市场

2017 年 4 月新华社授权发布国务院关于设立河北雄安新区的决定，雄安作为继深圳新区、浦东新区的第三个国家级经济特区，这是以习近平同志为核心的党中央做出的一项重大的历史性战略选择，是千年大计、国家大事。

雄安新区核心区域将成为未来几年最具活力的地区，人口移入速度也将远超其他地区，我们预计区域内每年城镇化率有望达到 2%~3%，发展前景光明。雄安新区的建立为公司带来了新的发展机遇。

雄安新区所在的保定三县（容城县、雄县、安新县）经济基础较差，属于相对落后地区，目前有十几家燃气公司充斥在该区域。公司目前在雄安新区没有直接业务，只有一些点供的业务。公司于 2017 年 6 月参与成立了新的产业基金，将投资和培育一些有助于公司整合上下游燃气资源、扩大企业规模、提高行业整合度、提升公司价值链体系的项目。我们认为，公司有能力依托产业基金平台，在新区寻找合适的项目来实现公司在该地区的业务突破。

3.2 环保政策收紧：煤改气是大势所趋

图 11：2016 年 12 月 30 日北京雾霾实况



数据来源：新浪新闻，西南证券整理

图 12：2016 年全国空气质量最差城市



数据来源：环保部，西南证券整理

1) 京津冀雾霾问题严重

根据国家环境保护部公布的《2016 年全国空气质量状况报告》，全国 338 个地级及以上城市中，空气质量相对较差的前 10 位城市分别是衡水、石家庄、保定、邢台、邯郸、唐山、郑州、西安、济南和太原市，其中 6 个城市属于京津冀区域。京津冀区域 13 个地级及以上城市空气质量平均达标天数比例为 56.8%，京津冀及周边地区仍是大气污染最重区域。

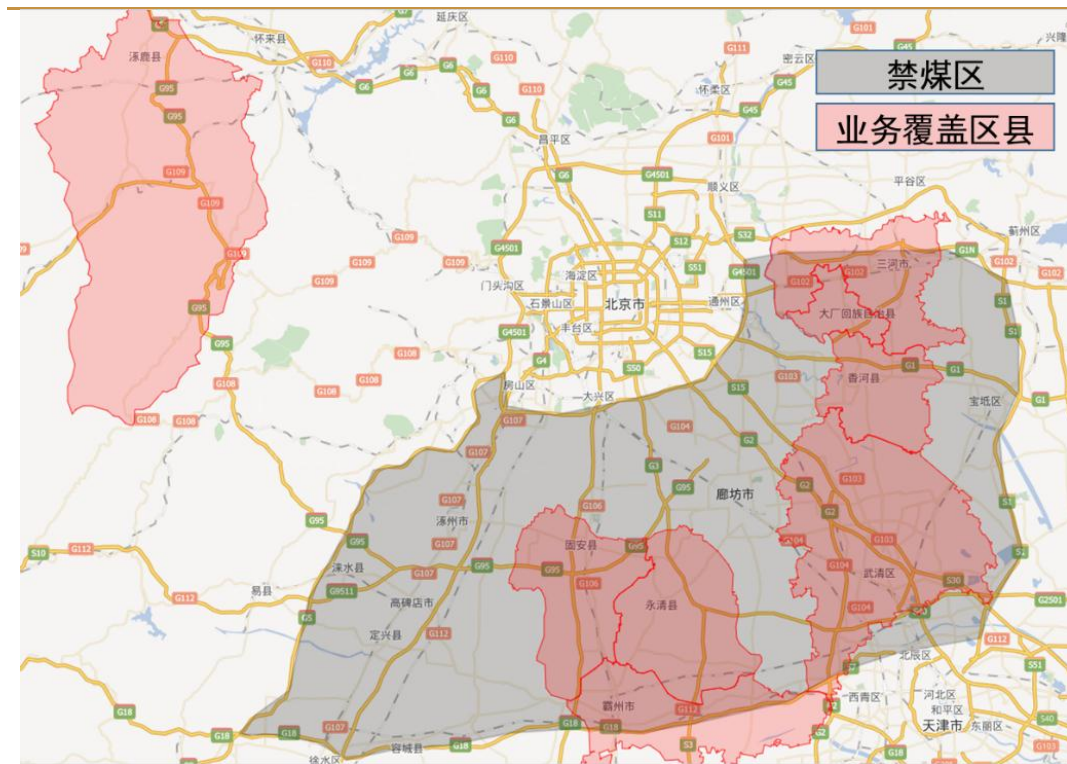
2) 京津冀雾霾治理推进“煤改气”，公司业绩将迎爆发

据环保部门负责人介绍，城市城中村、郊区和农村散烧煤已成为大气污染的重要因素。尤其在冬天取暖季，不少居民采用燃煤小锅炉取暖，劣质散煤燃烧排放大量空气污染物，形成“农村污染包围城市”的态势。

2016 年 6 月，环保部联合京津冀政府印发《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》，将京昆高速以东，荣乌高速以北，天津、保定、廊坊市与北京接壤的区县之间区域划定为禁煤区，鼓励以气代煤，以电代煤。禁煤区涉及保定、廊坊市 18 个县（市、区），包括

1 个城市建成区、14 个县城建成区（含 404 个城中村）和 3345 个农村（约 105.4 万户）。目前，建成区集中供热率仅为 60%左右，农村采暖仍以分散燃煤为主，居民生活质量差、区域大气污染严重。

图 13：禁煤区范围及公司业务覆盖范围



数据来源：《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017 年）》，2016 年公司年报，西南证券整理

2016 年 9 月，河北省政府发布了《关于加快实施保定廊坊禁煤区电代煤和气代煤的指导意见》，为支持煤改气顺利推进，河北省市两级接驳费和采暖设备补贴为 6700 元，县级地方政府根据自身财力配套补贴 2000-3000 元，居民燃煤炉回收给予部分补贴，并为每户居民提供部分气量的免费使用额度。

2017 年 3 月又发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确了“2+26”城市今年的大气污染防治任务。“2+26”城市是指京津冀大气污染传输通道，包括北京，天津，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸，山西省太原、阳泉、长治、晋城，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳。方案对一些治理工作提出了细致的要求，并设定时间表。北京、天津、廊坊、保定市于 2017 年 10 月底前完成“禁煤区”建设任务。环保部将对“2+26”城市空气质量改善情况实施按月排名，按季度考核，北京、天津、廊坊、保定市以区县为单位参与排名。

目前公司所覆盖的 7 个区县市都在禁煤区中，2017 年公司业绩将迎来接驳用气双爆发。2017 年 30 万户“村村通天然气”项目新增农村家庭每户 8000-9000 元，预计将带来 20 多亿营收。

3.3 油气改革推进：利好公司上下游一体化战略布局

1) 百川燃气主营业务属于行业中下游

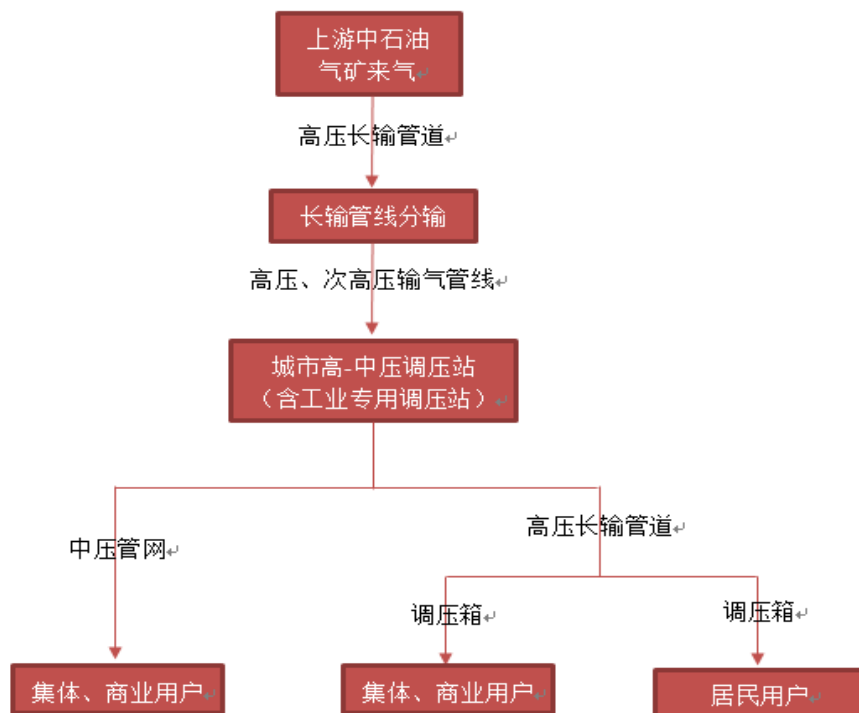
燃气生产和供应产业链主要包括天然气勘探、开发生产、储运、配售等主要环节，勘探、开发生产为上游，天然气长途管道运输为中游，天然气储存、输运、配售为下游。天然气经过采集、净化以后，由天然气净化厂将天然气经中游输气管道长途运输至下游燃气公司，由燃气公司配售给终端用户。

上游：我国的常规油气开发资质全部在“三桶油”和延长石油手中。

中游：主要包括石油天然气的进出口、运输管网的建设运营和油气仓储，基本处于“两桶油”的垄断之下。

下游：销售环节不属于自然垄断环节，“两桶油”垄断程度较低。

图 14：天然气产业链



数据来源：西南证券整理

2) 油气体制改革方案即将出台，全产业链布局的天然气企业有望受益

2017 年初的《政府工作报告》明确提出，要深化混合所有制改革，在电力、石油、天然气、铁路等领域迈出实质性步伐，抓好电力和石油天然气体制改革，开放竞争性业务。

两会期间，国家发改委副主任、国家能源局局长努尔·白克力透露，“油气体制改革方案已经获通过，发布实施指日可待，预计就在两会后”。

随着油气行业体制改革继续推进，行业格局或将重塑。在行业管制放松、打破垄断的大方向下，民营开采企业、全产业链布局的天然气企业有望受益。

2016 年下半年开始，发改委关于天然气价格市场化的政策不断出台，如《天然气管道运输价格管理办法（试行）》、《天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》、《关于加强地方天然气输配价格监管降低企业用气成本的通知》、《关于明确储气设施相关价格政策的通知》等文件，天然气价格市场化持续推进。

3) 公司加速整合产业上下游资源，提高行业整合度

2017 年 3 月，公司公告称，拟与百川资管和信达风投合作发起设立产业投资基金，基金总规模为 20 亿。首期基金规模 4 亿元，其中公司出资 1.9 亿元，百川资管出资 2 亿元。基金主要投向有助于公司整合上下游燃气资源、扩大企业规模、提高行业整合度、提升公司价值链体系的项目。

2017 年 3 月，公司公告称，拟在香港设立全资子公司百川投资，注册资本为 1 亿美元，该公司主要从事油气资源等项目的投资并购。旨在打通上下游产业链，探索实施油气田项目开发、LNG 接收码头建设等。

4 内生外延，持续发展

4.1 股权激励，完善公司治理结构

2016 年年底，公司发布股权激励方案，计划授予 62 名激励对象 2,340 万份期权，对应的标的股票数量为 2,340 万股，占公司总股本 96,415 万股的 2.43%。其中，首次授予的股票期权总量为 2,040 万份，约占本激励计划授予总量的 87.18%，占本激励计划签署时公司股本总额 2.12%；预留股票期权 300 万份，约占本激励计划授予总量的 12.82%，占本激励计划签署时公司股本总额 0.31%。

授予激励对象人员包括：

- 公司董事、高级管理人员共 4 人，占激励对象总人数的 6.45%；
- 公司核心业务人员共 18 人，占激励对象总人数的 29.03%；
- 下属企业核心业务骨干共 40 人，占激励对象总人数的 64.52%。

表 4：股权激励名单及分配情况

职务	姓名	股票期权额度	占本激励比例	占公告日公司总股本比例
董事、高管—4 人	韩啸；秦涛；边永；袁华伟	60 /人	2.564%/人	0.062%/人
核心业务人员—18 人	齐晓忠；刘兆光；介保海	60/人	2.564%/人	0.062%/人
	贾占顺；冯晓明；郭淑城等 8 人	30/人	1.282%/人	0.031%/人
	贾双江；高献杰；孟凡增等 7 人	15/人	0.641%/人	0.016%/人
下属企业核心业务骨干—40 人	沈亚彬；徐雷；陈卫忠等 11 人	60 /人	2.564%/人	0.062%/人
	侯丙亮；马海建；周立军等 12 人	30/人	1.282%/人	0.031%/人
	张士峰；董建春；袁彬等 17 人	15/人	0.641%/人	0.016%/人

职务	姓名	股票期权额度	占本激励比例	占公告日公司总股本比例
本次激励计划参与人员合计股票期权		2,040	87.179%	2.116%
预留股票期权		300	12.821%	0.311%
合计		2,340	100%	2.427%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 定增加码“村村通”燃气工程

受益国家大气治理、气代煤能源更新政策支持。公司从 15 年开始进行工商业燃煤锅炉改造，2016 年开始做农村居民家庭的天然气“村村通”项目。2016 年前，公司业务覆盖的农村地区燃气覆盖率基本为 0。2016 年开始进行“村村通”工作，年底完成通气一万多户。公司计划从 16 年 10 月份到 2017 年底总共完成 30 万户，覆盖率会接近 80-90%，目前只有武清的进度还不确定。农村中除了 2017 年“村村通”项目住宅的接驳需求爆发，预计其还会引发 2018、2019 年农村天然气消费及工商业天然气接驳强势增长。

2016 年年底，公司发布定增预案，拟以不低于 13.56 元/股的价格发行不超过 1.33 亿股，募集资金总额不超过 18 亿元（含发行费用），主要投向香河县“村村通”、三河市“村村通”燃气工程项目。项目预计于 2017 年十月底完工通气。

项目建设期内，随着项目施工及设备安装，公司将主要以燃气接驳收入和燃气器具销售收入为主，项目建设完成达产后，公司将主要以燃气销售收入为主。香河县和三河市燃气项目投资额为 9.6 亿元和 12.7 亿元，据公司测算，项目建设完成达产后，预计正常年度可取得燃气销售收入约为 4.78 亿元和 7.84 亿元，实现年净利润约 7,900 万元和 11420 万元。

表 5：募集资金用途及项目概况

项目	项目投资额（万元）	拟投入募集资金额（万元）	覆盖乡村数	铺设管道长度（公里）	建设周期
香河县“村村通”燃气工程项目	95,534.43	75,300	300 个	2250	2 年
三河市“村村通”燃气工程项目	127,050	104,700	321 个	3170	2 年
合计	222,584.43	180,000	621 个	5420	

数据来源：公司定增预案，西南证券整理

4.3 收购荆州天然气，异地开拓取得重大突破

荆州天然气则是荆州地区最大的天然气供应商，拥有主要燃气管道长度约 307.86km，城镇供气门站 2 座，调压配气站 1 座，CNG 加气站 3 座。由于天然气经营的特许经营区域属性，目前荆州天然气的主营业务收入全部集中在拥有特许经营权的荆州市城区、监利县范围内，且不曾发生变化。

2015 和 2016 年度，荆州天然气的天然气销售收入分别占到主营业务收入的 83.8%、82.7%，是荆州天然气的最大收入来源，其中，管输非居民用户和管输居民用户收入合计占主营业务收入的 57.8%和 63.8%，是天然气销售收入的主要来源。2016 年度公司主营业务毛利率为 30.1%，与 2015 年度主营业务毛利率 29.5%基本一致。整体而言，标的公司主营业务毛利率较为稳定。

表 6：荆州天然气主要盈利指标（万元）

项目	2016 年度	2015 年度
营业收入	37,953.42	42,584.60
营业利润	10,407.92	7,481.61
净利润	7,804.96	5,572.40
扣非后归母净利润	7,799.08	4,662.69

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：荆州天然气主营业务构成（万元）

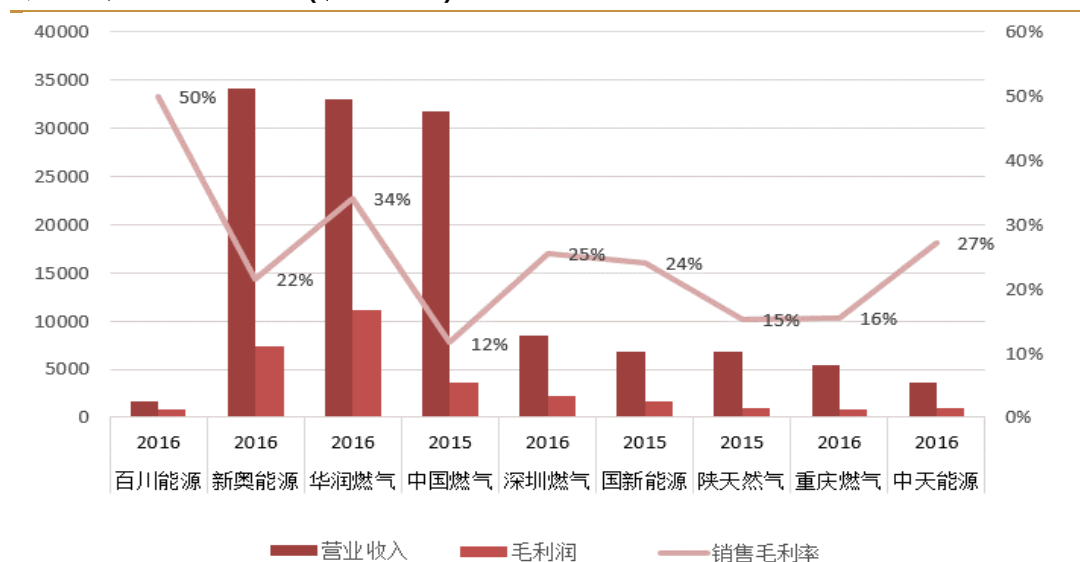
项目	2016 年度		2015 年度	
	金额	占比	金额	占比
天然气销售	31,144.08	82.72%	34,479.71	83.83%
燃气接驳	6,507.38	17.28%	6,649.58	16.17%
合计	37,651.45	100.00%	41,129.28	100.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

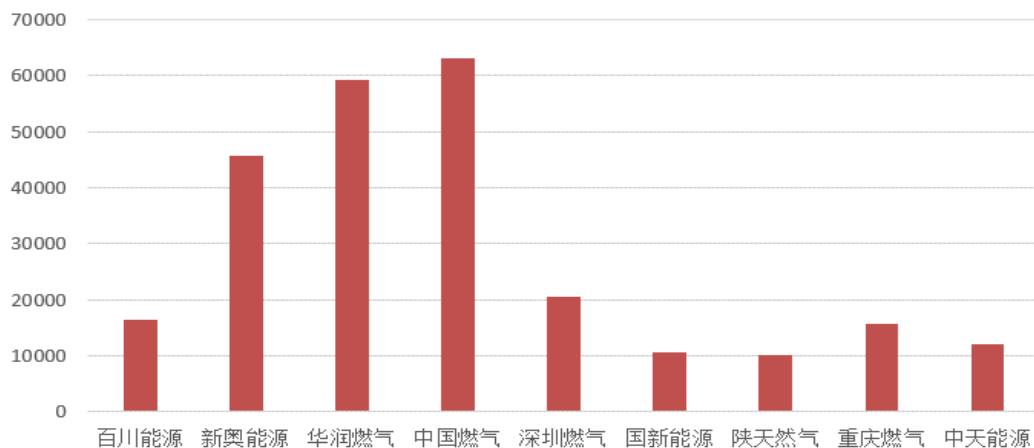
公司 2017 年 4 月 8 日公告，收购荆州天然气 100% 股权，标的资产作价 8.79 亿元，2017~2019 年承诺扣非后净利润不低于 7850 万元、9200 万元、10150 万元。

通过本次收购，公司的业务范围将从目前经营区域拓展至中国南部地区，有助于缓解公司目前业务区域集中的风险，同时也是公司从区域性燃气企业发展成为全国性燃气企业的关键一步。我们预计，公司后续仍将不断的进行省内外的区域扩张来继续做大做强。

5 同业对比，成长性突出

图 15：同业企业营收及利润(单位:百万元)


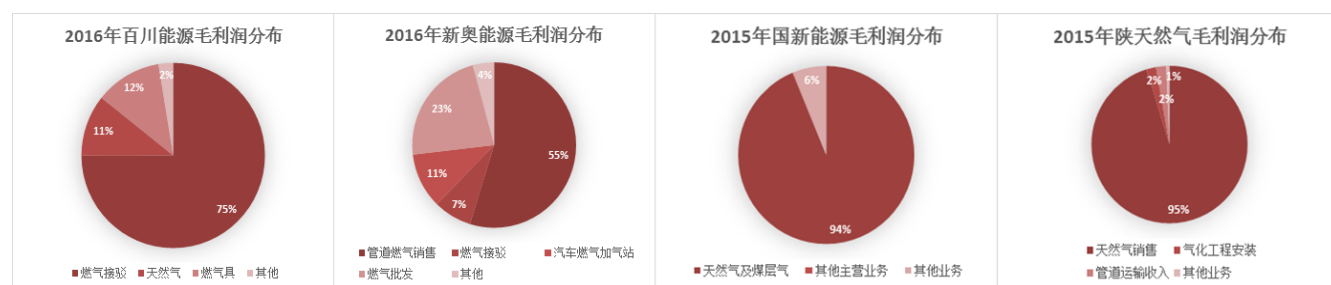
数据来源：wind，西南证券整理

图 16: 同业企业总市值 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

虽然公司营收及利润值与行业龙头仍有差距, 但盈利能力远高于竞争对手, 2015 年销售毛利率一马当先达到 51%, 同期行业均值为 23%。

与其他同业公司相比, 百川能源营业利润主要来自于天然气接驳, 而其它公司利润主要来源于天然气销售。这表明百川能源正处于业务快速扩张期, 其他同业公司处于稳定期。

图 17: 同业企业营收及利润(百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

其他燃气公司相对稳定, 而百川具有高成长性:

(1) 受益于京津冀一体化国家战略, 公司业务覆盖区域位于北京、天津、雄安新区中心位置, 该地区城镇化率会不断提升, 天然气普及率也在提升, 所以售气业务、接驳业务等都会保持高增长。

(2) 京津冀大气污染问题日趋得到重视, 作为清洁能源的天然气将会迎来大量需求。煤改气和污染治理会加速天然气普及, 当前的“村村通天然气”项目就是一个例子。

(3) 公司 2017 年的高增长主要受益于“村村通天然气”项目, 基础管网的完善将带来的工商业用户接驳数量的提升, 为 2018-2019 年公司营收的高增长保驾护航。

(4) 目前, 公司业务主要在廊坊地区, 会不断外延并购, 扩展区域。

6 关键假设与盈利预测

关键假设：

假设 1：公司将在 2017 年持续推进“村村通”项目建设，新增用户高达 30 万户，预计今年下半年完成，该项目将显著提振 2017 年的燃气接驳业务、天然气售气业务和燃气具销售业务。受益于该项目，2018~2019 年公司的天然气售气业务将持续放量，另外，随着基础管网的进一步完善，工商业用户覆盖范围也将明显扩大。

假设 2：按照保守估计，我们认为燃气接驳业务的毛利率可能会有所下降，假设未来三年保持在 55%；天然气业务的毛利率比较稳定，预计保持在 14.17%；燃气具业务的毛利率预计在 42%左右。其他各项业务的毛利率维持在 2016 年水平左右。

基于以上假设，我们预测公司 2017~2019 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
燃气接驳	收入	786.06	1349.99	1699.99	1979.98
	增速	-	71.74%	25.93%	16.47%
	毛利率	81.91	55.00	55.00	55.00
天然气	收入	650.42	955.77	1880.54	2256.65
	增速	-	46.95%	96.76%	20.00%
	毛利率	14.17	14.17	14.17	14.17
燃气具	收入	228.61	1199.99	1279.99	1359.99
	增速	-	424.91%	6.67%	6.25%
	毛利率	44.01	42.00	42.00	42.00
供暖	收入	31.48	37.78	45.33	54.40
	增速	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	17.66	17.66	17.66	17.66
运输	收入	0.22	0.24	0.27	0.29
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	11.76	11.76	11.76	11.76
其他业务	收入	23.08	25.39	27.93	30.72
	增速	410.62%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	71.71	75.00	75.00	75.00
合计	收入	1,719.87	3,569.17	4,934.05	5,682.03
	增速	9600.34%	107.53%	38.24%	15.16%
	毛利率	49.93%	39.44%	35.83%	35.42%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.89 元、1.1 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 12 倍。公司目前处于内生外延全面开花的快速发展期，内生方面受益于覆盖区域城镇化率的提高和煤改气政策的持续贯彻；外延方面则会助力公司持续拓展覆盖地区，

并有望成为全国性的天然气运营商龙头。考虑到公司的成长性和同比公司的估值，我们给予 2018 年 23 倍估值，对应股价 25.24 元，维持“买入”评级。

表 9：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
		（2017.8.1）	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
601139.SH	深圳燃气	8.55	0.35	0.39	0.45	0.53	22	22	19	16
002267.SZ	陕天然气	8.82	0.46	0.37	0.43	0.45	19	24	20	19
600617.SH	国新能源	8.68	0.34	0.65	0.79	-	21	13	11	-
600917.SH	重庆燃气	9.12	0.24	0.27	0.33	0.40	53	33	28	23
000421.SZ	南京公用	7.17	0.34	0.41	0.50	0.63	22	17	14	11
000669.SZ	金鸿能源	17.30	0.39	0.63	0.80	1.00	41	27	22	17
600856.SH	中天能源	10.89	0.38	0.56	0.85	1.16	32	19	13	9
600333.SH	长春燃气	7.00	0.12	0.27	0.41	-	(14)	26	17	-
均值		/					25	23	18	16

数据来源：Wind，西南证券整理（可比公司 2017-19 年 EPS 取自 Wind 一致预期）

7 风险提示

- 1) 原油和天然气价格波动风险；
- 2) 气源依赖的风险；
- 3) 项目进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1719.88	3569.20	4934.09	5682.08	净利润	553.60	861.50	1062.61	1208.86
营业成本	861.09	2161.52	3166.03	3669.43	折旧与摊销	54.16	135.87	184.37	234.95
营业税金及附加	21.12	43.83	60.59	69.77	财务费用	-6.35	-2.68	-5.59	-8.45
销售费用	17.54	36.41	50.33	57.96	资产减值损失	12.89	15.00	15.00	15.00
管理费用	79.02	163.98	226.69	261.05	经营营运资本变动	-337.67	-287.16	-215.11	-114.54
财务费用	-6.35	-2.68	-5.59	-8.45	其他	12.19	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	12.89	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	288.83	707.53	1026.28	1320.82
投资收益	3.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1406.17	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1425.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	19.31	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	737.75	1151.15	1421.05	1617.31	短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.19	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	742.95	1156.15	1426.05	1622.31	股权融资	388.34	873.60	0.00	0.00
所得税	189.34	294.65	363.43	413.45	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	553.60	861.50	1062.61	1208.86	其他	-585.71	-26.19	5.59	8.45
少数股东损益	2.43	3.78	4.67	5.31	筹资活动现金流净额	-197.37	857.41	5.59	8.45
归属母公司股东净利润	551.17	857.72	1057.95	1203.56	现金流量净额	110.76	1264.94	731.87	1029.27
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	490.04	1754.98	2486.85	3516.13	成长能力				
应收和预付款项	307.53	650.56	905.21	1043.20	销售收入增长率	9602.37%	107.53%	38.24%	15.16%
存货	543.60	1364.56	1998.70	2316.50	营业利润增长率	15437%	56.03%	23.45%	13.81%
其他流动资产	492.45	914.42	1225.87	1396.54	净利润增长率	12453.9%	55.62%	23.34%	13.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19815%	63.49%	24.56%	15.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1406.32	1581.16	1707.49	1783.24	毛利率	49.93%	39.44%	35.83%	35.42%
无形资产和开发支出	87.76	77.69	67.61	57.54	三费率	5.25%	5.54%	5.50%	5.47%
其他非流动资产	97.87	97.24	96.61	95.98	净利率	32.19%	24.14%	21.54%	21.28%
资产总计	3425.57	6440.61	8488.34	10209.13	ROE	25.86%	22.39%	21.64%	19.76%
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	ROA	16.16%	13.38%	12.52%	11.84%
应付和预收款项	948.45	2167.48	3090.98	3572.03	ROIC	72.89%	45.11%	43.63%	43.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.68%	35.98%	32.42%	32.45%
其他负债	335.98	415.75	477.36	508.24	营运能力				
负债合计	1284.42	2593.23	3578.35	4090.28	总资产周转率	0.95	0.72	0.66	0.61
股本	613.98	964.16	964.16	964.16	固定资产周转率	4.19	3.64	3.71	3.44
资本公积	476.14	999.56	999.56	999.56	应收账款周转率	11.95	8.96	7.70	7.10
留存收益	1015.34	1873.05	2931.00	4134.56	存货周转率	2.93	2.27	1.88	1.70
归属母公司股东权益	2134.32	3836.77	4894.72	6098.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.73%	—	—	—
少数股东权益	6.83	10.61	15.28	20.58	资本结构				
股东权益合计	2141.15	3847.38	4909.99	6118.86	资产负债率	37.50%	40.26%	42.16%	40.06%
负债和股东权益合计	3425.57	6440.61	8488.34	10209.13	带息债务/总负债	0.00%	0.39%	0.28%	0.24%
					流动比率	1.83	2.03	2.01	2.17
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	速动比率	1.29	1.44	1.40	1.56
EBITDA	785.56	1284.33	1599.83	1843.82	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE	25.71	16.52	13.40	11.78	每股指标				
PB	6.62	3.68	2.89	2.32	每股收益	0.57	0.89	1.10	1.25
PS	8.24	3.97	2.87	2.49	每股净资产	2.22	3.99	5.09	6.35
EV/EBITDA	10.62	9.53	7.19	5.68	每股经营现金	0.30	0.73	1.06	1.37
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn