

百川能源(600681.SH) 买入 (首次评级)

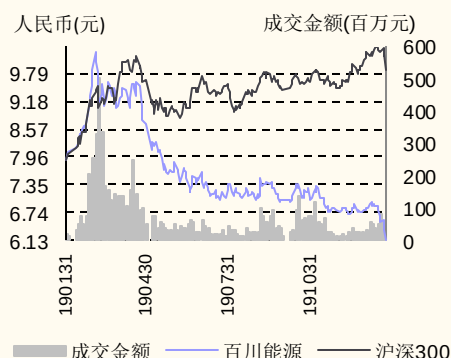
公司深度研究

市场价格(人民币): 6.13 元

历史底部估值、高股息的城燃公司

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.43
已上市流通 A 股(亿股)	14.02
总市值(亿元)	88.44
年内股价最高最低(元)	6.99/6.13
沪深 300 指数	4004
上证指数	2977



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.972	4.753	5.910	6.978	8.141
每股净资产(元)	72.82%	59.90%	24.36%	18.06%	16.67%
每股经营性现金流(元)	858	1,006	1,090	1,134	1,262
市盈率(倍)	55.67%	17.29%	8.27%	4.10%	11.25%
净利润增长率(%)	0.832	0.976	0.755	0.786	0.875
净资产收益率(%)	0.85	1.18	0.81	1.62	1.80
总股本(百万股)	21.95%	22.45%	21.09%	18.84%	18.13%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **覆盖京津冀地区，布局全国的城燃公司：**百川能源深耕京津冀地区 20 多年，经过不断的外延并购，目前公司经营范围已经覆盖河北廊坊、张家口，天津武清区，湖北省荆州市、安徽省阜阳市等地区，全国性布局初具规模。公司在经营地区拥有自己的燃气输配管道，并且在积极筹划建设上游 LNG 储气站，不断向一体化、全国性经营方向发展，未来潜力巨大。
- **售气业务上下游顺价机制理顺，售气业务毛利率将提升。**2019 年行业上下游顺价基本实现同步，百川能源 3 大营业地区采暖季非居价格上调均已完成；行业供需格局大幅改善，气荒现象不会再现，预计公司 2019 年毛利率将回升至 14%左右的水平。随着 2019 年煤改气业务退潮，公司积极调整，将新用户开发重心放回毛利较高的非居用户，毛利结构将得到改善。
- **环保政策助力叠加持续并购，接驳业务未来保持 30 万户每年。**天然气代替煤炭将是一个长期趋势，京津冀地区的大气污染治理也是一个长期过程。环保政策及能源转型将持续带来接驳及用气需求。公司连续 3 年进行外延并购，将业务经营范围拓展至湖北荆州和安徽阜阳，带来了接驳业务的额外增量。预计 2019—2021 年，京津冀、荆州、阜阳地区年接驳户数在 15、4、11 万户，公司总接驳用户维持在 30 万户/年的水平。
- **售气毛利占比提升拉动估值上行。**2017、2018 年公司接驳业务发展较快，导致售气毛利占比大幅下行。随着接驳业务企稳，售气营收持续大幅增长，预计售气业务毛利占比将上行。可比城燃公司的售气毛利占比与 PE 回归结果显示两者呈现高度正相关，目前公司 PE 估值处于同行业较低水平，股价处于历史低点意味着百川能源售气毛利占比的提升将带来估值水平上升。
- **股息率超过 5%位居公用事业第一，类债券价值显著。**目前公司股息率超 5%，类债券价值显著，随着 LPR 改革持续推动实际利率下行，高股息标的将受到追捧，获得超额受益。

投资建议

- 预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润为 10.03/10.71/11.76 亿元；EPS 分别为 0.70/0.74/0.82 元，对应目前的股价（2020/1/20 收盘价 6.56 元）PE 分别为 9.4/8.9/8.0 倍。目前公司股价处于历史低位，给与 20 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 9.6 元，首次覆盖给与“买入”评级。

风险提示

- 接驳营收超预期下降风险，非居用户开发低于预期风险，天然气价格剧烈波动风险，行业增速下降风险，质押风险，限售股解禁风险。

娜敏 联系人
namn@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

内容目录

一、覆盖京津冀，布局全国的区域燃气龙头	4
立足京津冀，外延并购向全国拓展	4
业绩增长较快，财务状况良好	5
天然气行业需求增长有韧性，管网改革开启新纪元	7
二、价格机制逐步理顺，毛利率有望持续回升	10
改革推动上游供给增加，气源增加议价权增强	10
下游售气市场化改革，价格传导机制有望理顺	12
发力工商业售气业务，售气结构持续优化	13
三、环保政策持续推行叠加外延并购，接驳业务有望稳住现有水平	14
受益于煤改气政策，接驳业务高速增长	14
京津冀一体化叠加产业转移，接驳业务有望因此受益	17
阜阳项目增长潜力大，荆州地区保持稳定	19
四、售气毛利占比上行提升估值，股息率超 5%安全边际高	20
售气毛利占比上行，估值有望提升	20
股息率位居公用事业第一，类债券价值显著将受追捧	22
持续进行协同并购，提供额外业绩增量。	23
五、盈利预测与估值	24
六、风险提示	26

图表目录

图表 1：业务经营大本营京津冀地区	4
图表 2：2016-2018 年公司分业务营收占比	5
图表 3：2016-2019H1 分地区营收	5
图表 4：2016-2019H1 分地区售气量（亿方）	5
图表 5：2016-2019H1 总接驳户数	5
图表 6：营业收入稳步增长	6
图表 7：2019Q1-3 归母净利有所下滑	6
图表 8：分业务毛利率有所下滑	6
图表 9：资产负债率 2019 年有所下降	6
图表 10：长期债务占比快速提升	7
图表 11：应收账款上升主要系煤改气政府欠款	7
图表 12：经营活动产生的现金流净额充裕	7
图表 13：A 股总市值前十大城燃公司	8
图表 14：A 股市值前十城燃公司财务指标对比	8
图表 15：预计未来天然气消费量仍将以较快速度增长	9
图表 16：煤改气实施后 PM2.5 显著下降	9
图表 17：百川能源业务经营廊坊、张家口等地区属于 2+26 地区	9

图表 18: 天然气行业改革“管住两头, 放开中间”	10
图表 19: 天然气对外依赖度不断上升至 43.69%	11
图表 20: 中俄天然气管道东线北段已经通气	11
图表 21: 东线管道天然气供应规模及成本预测	11
图表 22: 天然气行业非居、居民用气价格改革前严重倒挂	12
图表 23: 《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》重点内容	12
图表 24: 2018 年采暖季采购高价气供给居民至毛利率下降	13
图表 25: 非居售气占比 2019 年 H1 开始提升	14
图表 26: 2019 年业务经营范围内非居用气采暖季顺价已完成	14
图表 27: 天然气改革出台多个促进利用文件	15
图表 28: 煤改气业务带来大量接驳用户	16
图表 29: 接驳业务毛利率在 70% 以上	16
图表 30: 应收账款占当地政府年度财政收入比例较小	16
图表 31: 预计未来 3 年公司接驳数稳定在 30 万户左右	17
图表 32: 北京市将有大量产业和人口转移	17
图表 33: 北三县毗邻北京城市副中心通州区	18
图表 34: 北三县毗邻北京城市副中心通州区	18
图表 35: 城镇化率快速提升	19
图表 36: 商品房销售面积稳步增长带来大量接驳需求	20
图表 37: 2019 年前十月天然气产量增速快于消费增速	21
图表 38: 2019 年售气业务毛利率有望回升至 14%	21
图表 39: 非居售气增速首次超过居民售气	21
图表 40: 可比城燃公司售气毛利占比和 PE 估值成正比	22
图表 41: 可比城燃公司售气毛利占比和 PE 估值	22
图表 42: 分红率保持在 50% 以上	23
图表 43: 现金流充裕分红压力小	23
图表 44: 百川能源股息率位居公用事业板块第一	23
图表 45: 荆州天然气公司业绩稳定	24
图表 46: 阜阳国祯天然气公司增长潜力大	24
图表 47: 分业务毛利拆分	25

一、覆盖京津冀，布局全国的区域燃气龙头

立足京津冀，外延并购向全国拓展

- **2016 年借壳上市，实际控制人为王东海。**百川能源曾用名百川燃气，2016 年 3 月借壳万鸿集团（600681）登陆资本市场。原有业务和资产被全部剥离，上市公司主营业务变更为燃气、燃气具销售、燃气接驳（燃气设施安装）。据 2019 年公司三季报披露，公司第一大股东为廊坊百川资产管理有限公司，持股比例 35.53%。实际控制人为王东海先生，持股比例达 44.28%。
- **立足京津冀地区，外延并购向全国拓展。**公司的业务经营范围原本主要在京津冀地区，覆盖河北省廊坊市、天津市武清区、张家口市等县市区。2017、2018 年通过并购，公司业务范围进一步扩展到了湖北荆州、安徽阜阳。2019 年公司通过同业收购，经营范围新增河北省保定市、沧州市等地区。2017、2018 年天然气供应驱紧、购销价差大幅缩小，行业内的中小企业亏损面较大，公司趁机进行同业并购实现快速扩张。截至 2018 年末，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。

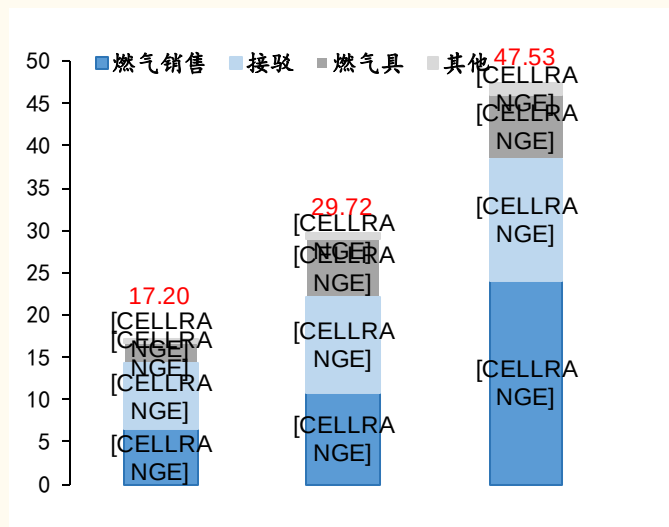
图表 1：业务经营大本营京津冀地区



来源：公司年报，国金证券研究所

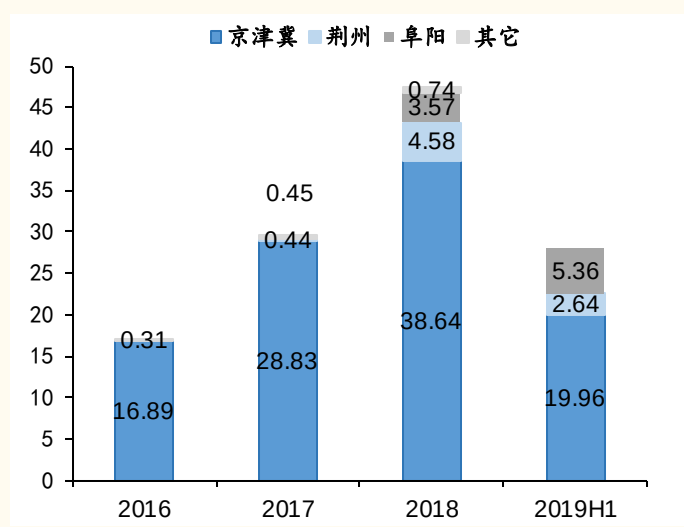
- **2018 年实现营收 47.53 亿元，售气营收占比持续提升至 51%。**2018 年公司实现营业收入 47.53 亿元，其中燃气销售和接驳业务收入分别为 24.06、14.39 亿元，占比分别为 51%、30%；燃气具销售业务实现营收 7.63 亿元，占比为 16%。营收贡献结构上来看，燃气销售业务占比不断上升，由 2016 年的 38% 上升至 2018 年的 51%，提升 13 个 pct。随着公司售气量的不断增长，预计售气业务营收占比将持续上升。
- **2019H1 阜阳、荆州贡献营收 8 亿元，阜阳地区占比有望持续增加。**2019 年上半年，公司实现总营收 27.96 亿元；其中阜阳地区和荆州地区实现合计实现营收 8 亿元，占比 28.61%。荆州地区、阜阳地区业务分别于 2017 年 12 月、2018 年 9 月并表，所以上半年阜阳地区营收贡献显著提升。阜阳市位于安徽省，户籍人口多达 1071 万人，目前气化率较低，预计未来该地区的营收将持续快速增长。

图表 2：2016-2018 年公司分业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

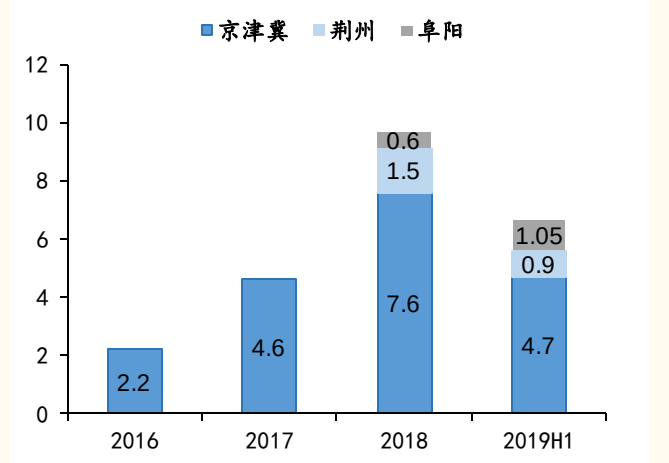
图表 3：2016-2019H1 分地区营收



来源：公司公告，国金证券研究所

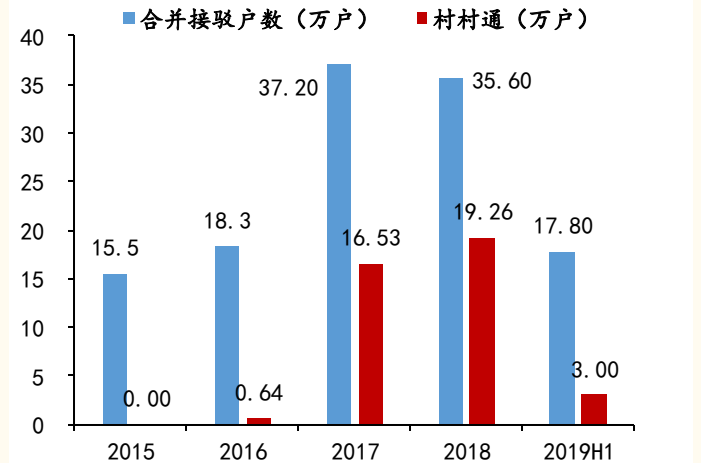
- **接驳户数快速增长，售气量大幅提升。**得益于煤改气政策（北方农村冬季烧煤取暖改为烧天然气取暖），公司接驳户数于 2017 年开始大幅增长，2017—2019H1 煤改气分别为公司带来 16.53、19.26、3 万户新增燃气用户。新增的用户带动公司售气量快速增长，由 2016 年的 2.2 亿方快速增长至 2018 年的 9.7 亿方。2019 年上半年公司售气量达 6.65 亿方，同比增长 35.8%；荆州和阜阳售气量分别为 1.05、0.9 亿方，合计占比 29.32%。2017、2018 年

图表 4：2016-2019H1 分地区售气量（亿方）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2016-2019H1 总接驳户数



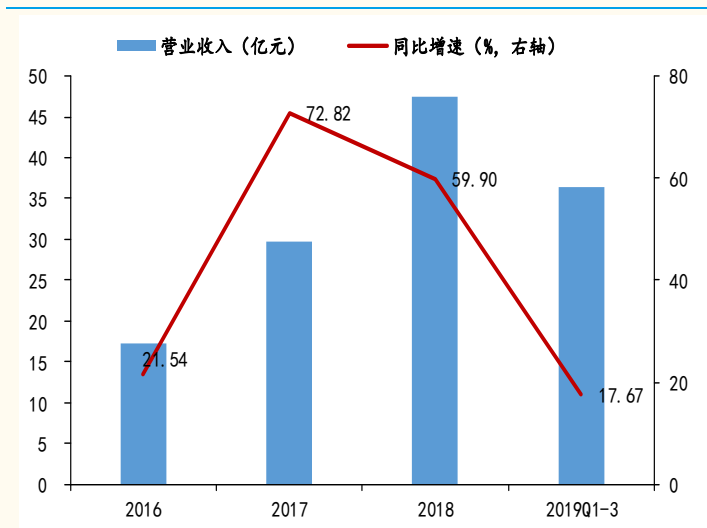
来源：公司公告，国金证券研究所

业绩增长较快，财务状况良好

- **“煤改气”助力，营收高速增长。**2017、2018 年百川能源京津冀地区子公司，中标多个煤改气工程，接驳业务营收快速增长，售气业务营收随之快速提升。公司总营收由 2016 年的 17.2 亿元提升至 2018 年的 47.53 亿元，CAGR 达到 66%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 36.37 亿元，同比增长 17.67%，继续较快增长。
- **归母净利润较快攀升，2019 前三季度有所下滑。**2016 年到 2018 年，公司分别实现归母净利润 5.51 亿、8.58 亿、10.06 亿元，年均复合增长率为 35%，增速较快。2019 年前三季度公司实现归母净利 6.57 亿元，同比下

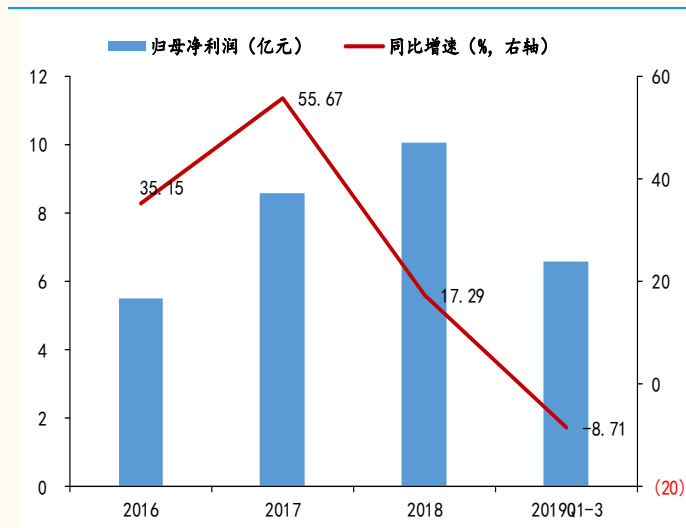
降 8.71%。在同期营收实现 17.67% 的增长前提下，归母净利润小幅下降，原因主要有两点。一是在今年接驳业务（煤改气接驳户数大幅减少）退坡的背景下，非应税收入（煤改气工程收入）占比降低，综合税率提升至 22.3%，提高 11 个 pct。二是毛利率较高的煤改气接驳收入占比降低。

图表 6：营业收入稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

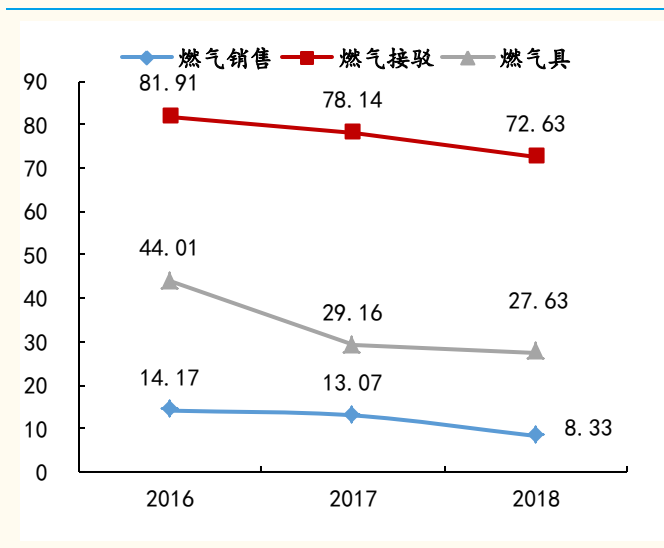
图表 7：2019Q1-3 归母净利润有所下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

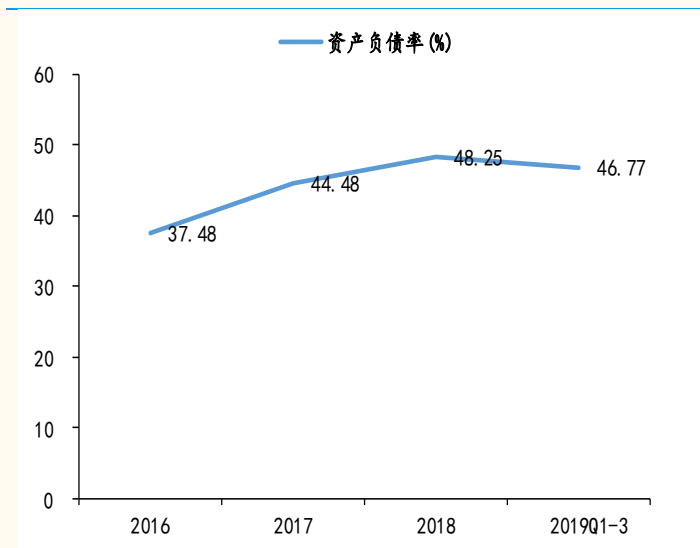
- 售气、燃气具毛利下滑较大，后期预计将有所回升。2018 年售气业务毛利率为 8.33%，同比降低 4.74 个 pct；原因主要是公司 2018 年初为了保障居民供给，采购了较多高价进口气。2019 年燃气供应趋于宽松，售气业务毛利率预计将逐渐回升。2018 年燃气具销售业务毛利率为 27.63%，相较于 2016 年下降 16.38 个 pct，原因是 2017、2018 年销售较多低毛利率的煤改气工程配套壁挂炉，拉低了总体毛利率。
- 资产负债率近期下降，整体负债期限拉长。资产负债率小幅度上升，由 2016 年底的 37.5% 上升至 2019 年 9 月底的 46.8%，上升 9.3 个百分点。资产负债率小幅上升的同时，公司积极调整负债结构，债务期限逐渐拉长。长期债务占比由 2016 年底的 22.04% 增长至 2019 年 9 月底的 42.79%，提升 20.75 个 pct。长期债务占比提升有利于降低公司的财务风险，缓解短期债务偿还压力，利好公司的长期稳定经营发展。

图表 8：分业务毛利率有所下滑



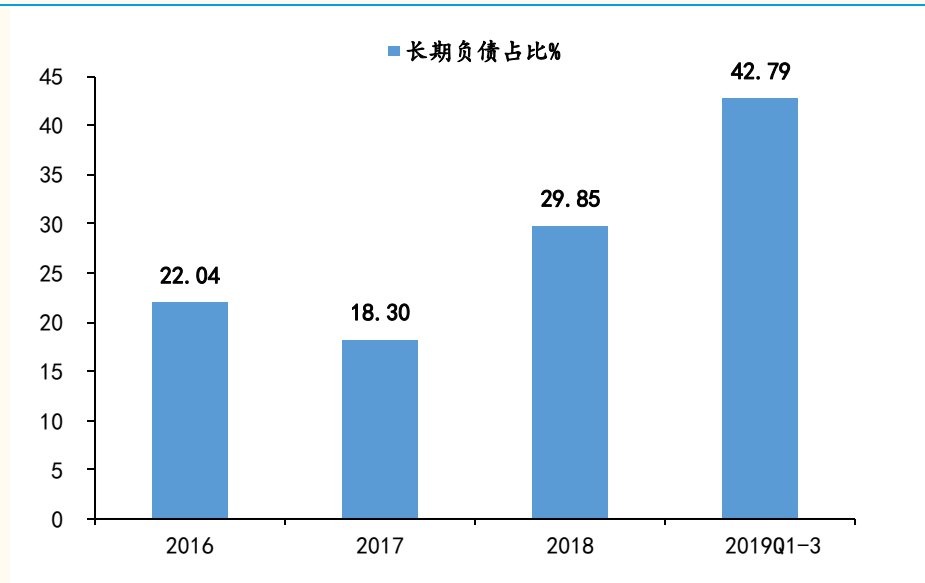
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：资产负债率 2019 年有所下降



来源：公司公告，国金证券研究所

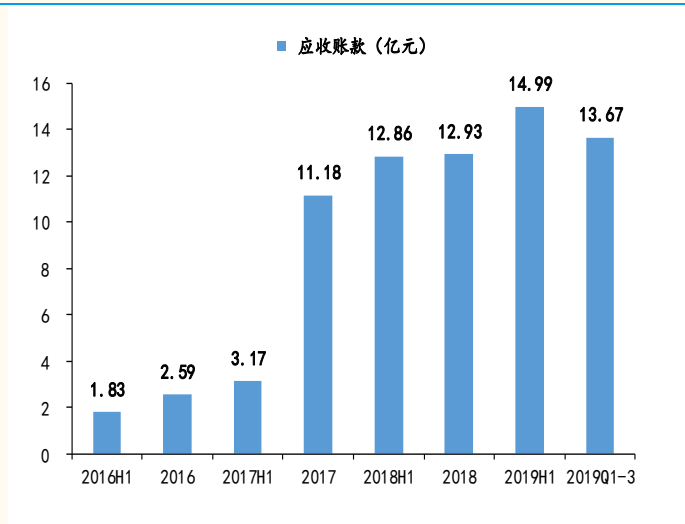
图表 10: 长期债务占比快速提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所

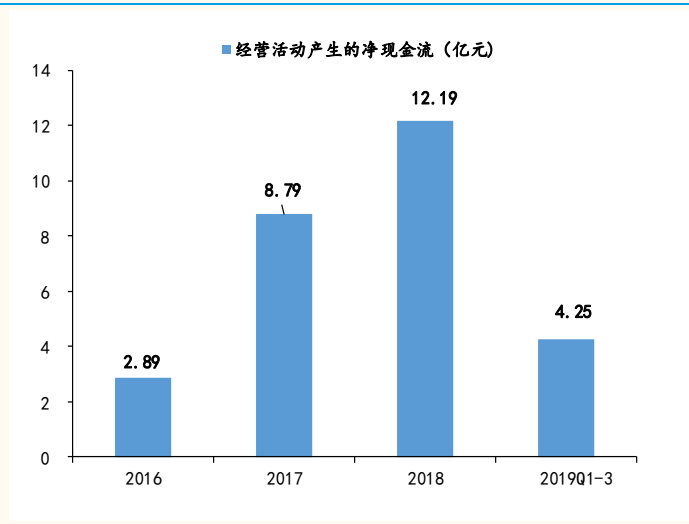
- **应收账款上升较快, 主要系“煤改气”工程欠款。**公司应收账款自 2017 年迅速上升, 由 2016 年末的 2.59 亿元大幅增长至 2017 年末的 11.18 亿元。公司应收账款主要为“煤改气”带来的政府部门所欠工程款, 由于政府采用分期付款模式, 所以 2017、2018 年应收账款余额较大。这些应收账款风险总体可控, 预计未来 3 年内可将绝大部分收回。
- **造血能力强, 现金流充裕。**公司主营业务造血能力较强, 经营活动产生的现金流净额持续增长, 由 2016 年的 2.89 亿元增长至 2018 年的 12.19 亿元, 同比增长 3.22 倍。2019 年前三季度经营活动产生的现金流为 4.25 亿元, 同比增长 15.18%, 继续维持较快增速。良好的造血能力和充裕的现金流有利于公司的持续外延并购发展。

图表 11: 应收账款上升主要系煤改气政府欠款



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 经营活动产生的现金流净额充裕



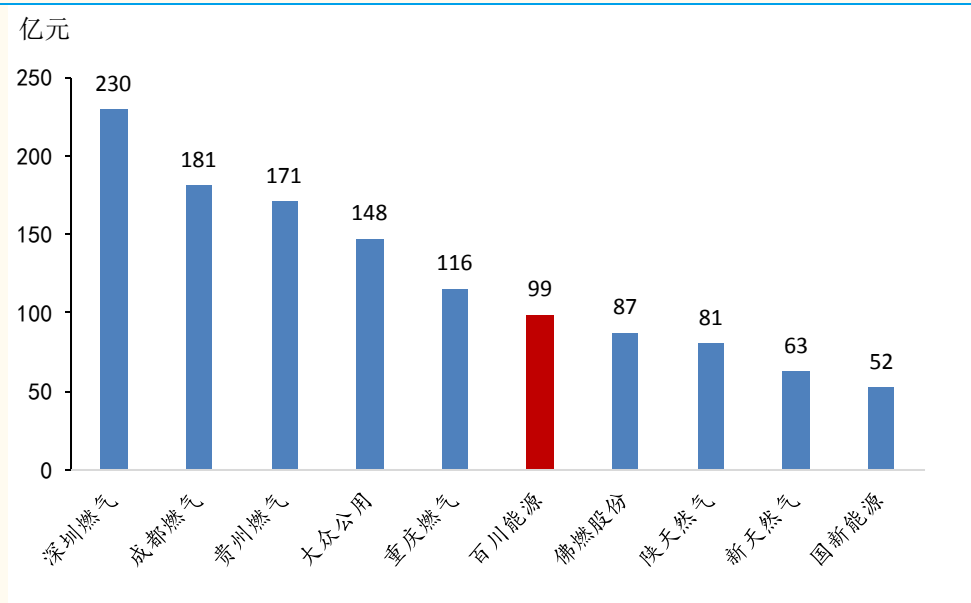
来源: 公司公告, 国金证券研究所

天然气行业需求增长有韧性, 管网改革开启新纪元

- **天然气行业快速发展, 百川能源市值达百亿。**近年来天然气行业快速发展, 催生出一批市值在 50 亿元以上的城燃上市公司。百川能源作为国内区域性城燃龙头之一, 总市值近 100 亿。公司 2016 年上市以来天然气销气量、

接驳户数以及燃气具销售快速增长，市值一路上升至目前的百元左右，实现了跨越式发展。

图表 13：A 股总市值前十大城燃公司



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：A 股市值前十城燃公司财务指标对比

百川能源可比公司指标分析						
公司	营收	归母净利	毛利率	存货周转天数	应收账款周转率	应付账款周转率
深圳燃气	127.41	10.31	20.95	17.46	30.82	5.81
成都燃气	44.29	4.27	21.15	29.41	21.13	3.83
贵州燃气	36.06	1.72	19.31	59.69	6.48	5.29
大众公用	50.68	4.78	8.94	26.82	13.49	3.41
重庆燃气	63.72	3.48	12.37	4.95	29.17	14.45
百川能源	47.53	10.06	31.55	83.20	3.94	5.54
佛燃股份	50.94	3.62	18.49	6.86	18.47	12.15
陕天然气	89.99	4.04	10.66	5.72	16.99	6.13
新天然气	16.32	3.35	43.05	8.41	8.10	3.96
国新能源	111.39	0.46	17.32	8.78	13.59	47.98

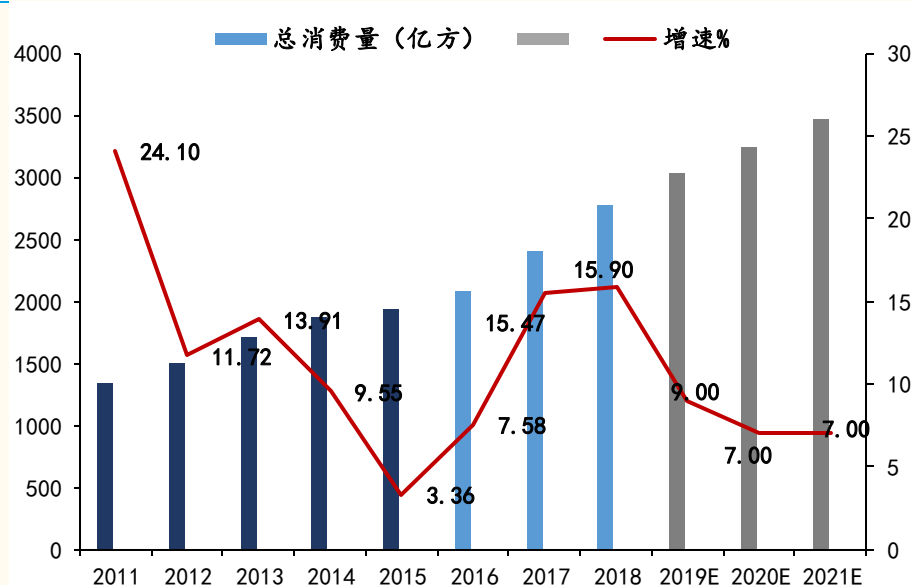
来源：Wind，国金证券研究所

- 推行“煤改气”治理大气污染，天然气消费量快速增长。2017 年为“大气十条”收官考核之年，2016 年下半年年开始，全国多地大规模推进居民“煤改气”工程，以完成对各地空气质量的考核目标。2017-2018 年在“煤改气”工程加速推进下，叠加宏观经济形势转好，全国天然气需求在短时间内集中爆发，两年增速高达 15%、18%。2018 年全国天然气表观消费量达到 2800 亿立方米。
- 京津冀是大气污染治理重点地区，天然气消费增长潜力巨大。京津冀是大气污染防治的重点地区之一，“2+26”区域是京津冀大气污染传输通道，是环境保护、空气质量的重中之重。过去三年，生态环境部连续出台《京津冀及周边地区秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案成为

“2+26”地区开展“煤改气”工作的重要抓手。截至 2018 年底，京津冀及周边地区、汾渭平原农村地区完成散煤治理 1000 万户左右，加上 2019 年采暖季前预计完成约 700 万户，总计 1700 万户左右。

- **全国天然气消费量持续增长，预计增速有所放缓。**受去年高基数、宏观经济下行压力增加、中美贸易摩擦抑制工业需求等因素影响，我们预计 2019 年全国天然气表观消费量增速为 9% 左右，超 3050 亿立方米。2020、2021 年预计增速为 7%。尽管消费增速有所下滑，但每年仍有 200-300 亿消费增量，未来驱动天然气需求的核心动力仍将是环保政策下的能源转型。

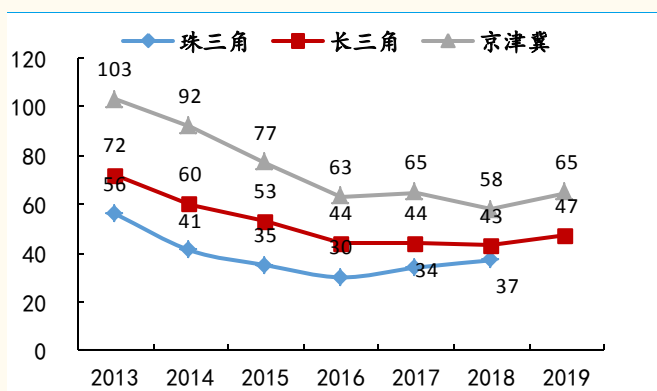
图表 15：预计未来天然气消费量仍将以较快速度增长



来源：国家能源局，国金证券研究所

- **大气污染防治成效显著，环保政策基调不变。**煤改气推行以来，全国尤其是京津冀空气质量提升明显，2013-2017 年珠三角、长三角、京津冀地区 PM2.5 月均浓度指标分别下降 19%、29%、45%。2018 年政策略有放松后 PM2.5 浓度普遍出现反弹，为保证污染防治的长效持续推进、避免“一管就降、一放就松”，我们预计未来环保政策仍将趋严。2019-2020 年煤改气目标仍有 189 万户，“2+26”重点城市天然气需求仍有较大提升空间。

图表 16：煤改气实施后 PM2.5 显著下降



来源：政府官网，国金证券研究所

图表 17：百川能源业务经营廊坊、张家口等地区属于 2+26 地区

地区	总户数 (万户)		
	2017-2018	2018-2019	2019-2020
天津市	28.7	18.69	36.3
河北省保定市	57.3877	25.092	7.9135
河北省廊坊市	70	7.711	0
地区	煤改气户数 (万户)		
	2017-2018	2018-2019	2019-2020
天津市	0	15.02	22.3
河北省保定市	0	22.233	6.2319
河北省廊坊市	0	7.703	0

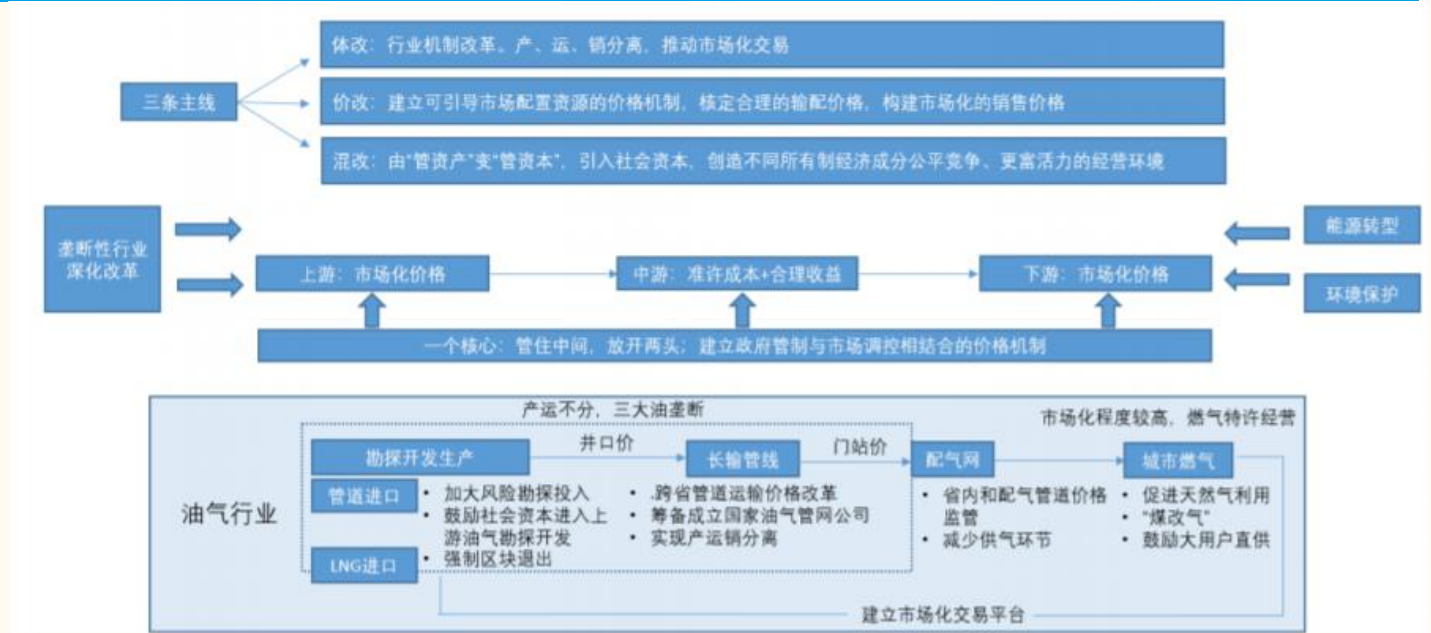
来源：政府官网，国金证券研究所

- **“管住中间，放开两头”，改革措施密集出台。**目前政府已经出台多个文件推进油气领域市场化改革，改革逻辑主要遵循 3 条主线。体制改革：产运

销分离，推动市场化交易。价格改革：管控中间输配环节价格，推动上下游批发、零售价格市场化。混合所有制改革：由“管资产”到“管资本”，开放上游资本进入门槛，引入更多市场活力资金。

- **国家管网公司成立，“管住中间”迈出关键一步。**随着国家管网公司的正式挂牌，过去石油公司纵向一体化的垄断经营模式将被打破，改革中的“管住中间”初步实现，产、运、销分离基础条件得以形成。管网公司的成立，下游城燃企业可以经由统一的管网系统接触到多元化的上游气源，气源供应增强同时降低购气单位成本。另外天然气定价将能够实现运销分离，门站价有条件拆分为气源价格与管输价格，定价机制进一步清晰。

图表 18：天然气行业改革“管住两头，放开中间”



来源：发改委官网等，国金证券研究所

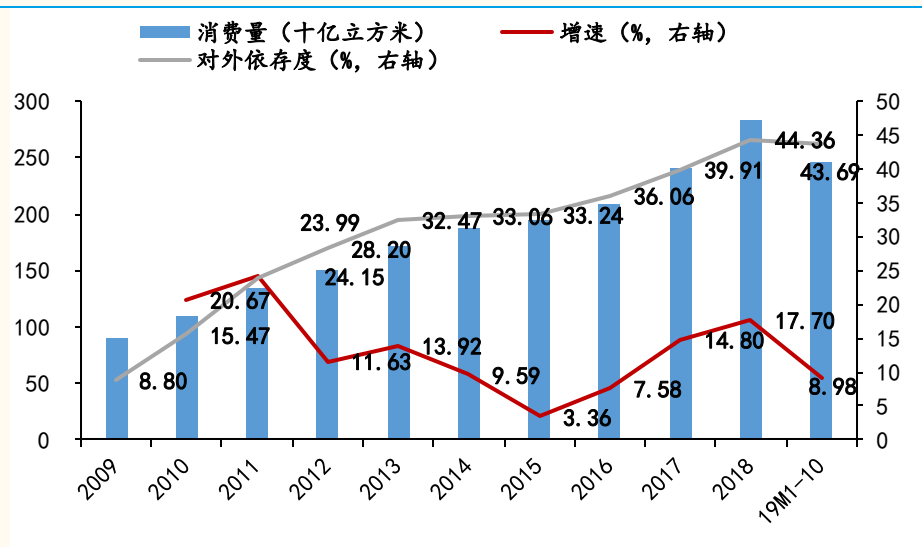
- **放开上游准入门槛，增加多元化市场供给。**《石油天然气管网运营机制改革实施意见》提出，放开上游油气勘探准入门槛，加大勘探资本投入、鼓励社会资本投入，同时强制三桶油退出部分原有勘探区块进行市场竞价。短期来看，未来 3 至 5 年天然气产量的增量主要来源于“三桶油”，2019 年前三季度中石化、中石油资本开支分别为 780/1871 亿元，同比增长 62.5%、19.92%。三桶油资本开支的快速增长叠加消费增速的放缓，预计对外依赖度将有所下降，价格倒挂现象将有所缓解。
- **下游价格定价市场化，利好行业长期发展。**下游定价中存在的最大问题在于交叉补贴问题，2019 年 5 月国家发出通知，宣布自 6 月 10 日起，居民和非居民用气基准门站价格水平将相衔接。供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体的门站价格。至此两种用户价格衔接机制形成，交叉问题的解决迈出关键一步。交叉补贴问题的解决，有助于行业的长期健康发展。

二、价格机制逐步理顺，毛利率有望持续回升

改革推动上游供给增加，气源增加议价权增强

- **消费量快速增长，对外依赖度不断攀升。**近十年来在环保政策及经济发展的推动下，我国全社会总体天然气消费量不断上升，CAGR 达到 13.54%。2019 年前十一个月，我国全社会天然气消费量为 2735 亿立方米，同比增长 9%。目前我国天然气消费对外依赖度已经超过 40%，能源安全问题突出，进口天然气价格十分昂贵，天然气行业迫切需要改革。

图表 19: 天然气对外依赖度不断上升至 43.69%



来源: Wind, 国金证券研究所

- **投资增速上行叠加中俄东线通气, 气量供给预计大幅增加。**2019 年前三季度中石化、中石油资本开支分别同比增长 62.5%、19.92%; 国内天然气产量增速预计将有所上升。2019 年 12 月 3 日, 中俄天然气管道东线北段正式通气, 预计中段今年 10 月将投产通气。两国签订合同中, 定价方式采用欧洲模式, 天然气价格与原油价格挂钩。俄罗斯天然气工业公司公布的合同总价值为 4000 亿美元, 合同期为 30 年, 输气量逐年增加至 380 亿立方米/年。2014 年 5 月布伦特原油为 110 美元/桶, 人民币兑美元汇率为 6.14, 东线到岸价为 2.38 元/立方米。按照原油价格 60 美元/桶计算, 中俄东线到岸价格为 1.4 元/立方米左右, 输气价格按照西气东输定价政策, 中俄东线中段供气价格约为 1.7—2 元/立方米。考虑京津冀未来 5 年的燃气消费增量、进口 LNG 供应量, 预计中俄东线中段供应量在 130—145 亿立方米。
- **油气管网公司成立, 公司气源方有望增加。**2019 年 12 月 9 日, 国家石油天然气管网公司在北京成立, 改革以前, 三桶油的管道设施自建自管, 中石油拥有超过 76% 的国家级干线输气管网, 导致中石油占据绝大部分市场份额, 百川能源气源主要来自于中石油, 进货商单一使得其议价权较小。官网公司成立以后, 公司供气商有望由原来的中石油一家增长到“三桶油”三家; 拿气议价权大幅增强, 进气成本有望下降。

图表 20: 中俄天然气管道东线北段已经通气



来源: 百度图片, 国金证券研究所

图表 21: 东线管道天然气供应规模及成本预测

地区	供气量 (亿立方米)	供气成本 (元/立方米)
东北地区	135-150	1.5-1.7
环渤海地区	130-145	1.7-2
长三角地区	94-108	2-2.3

来源: 能源情报, 国金证券研究所

下游售气市场化改革，价格传导机制有望理顺

- **下游顺价机制不畅，城燃公司 2017、2018 普遍亏损。**地方政府对居民用气终端价格进行严格管制，同时居民和非居用气价格存在倒挂。当上游气源涨价时，城燃公司难以通过下游顺价机制转移涨价成本，导致其毛利率下滑甚至亏损。这一现状打击了城燃公司增加供给的积极性，制约行业健康发展。2017、2018 年天然气消费量大幅度增长，进口 LNG 价格涨幅较大，行业内中小天然气公司由于下游顺价困难普遍亏损。
- **居民、非居用气价格衔接，价格机制理顺再进一步。**2018 年 5 月发改委发布了《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》，居民与非居用气门站价格首次实现并轨，居民用气实现涨价，同时对困难用户精准补贴，初步解决了交叉补贴问题。在此之前非居用气顺价机制已经完成改革，此次改革将进一步推动居民用气顺价机制完成。顺价机制不畅侵蚀毛利率的问题有望得到全面解决，行业供需格局持续改善，城燃公司毛利率将回升。

图表 22：天然气行业非居、居民用气价格改革前严重倒挂

天然气原定价政策		
分季节	门站价格	售气价格
非采暖季	居民用气最高门站价格	政府制定居民用气价格
	非居用气门站价格	基准价格加双边协定
采暖季	居民用气最高门站价格	政府制定居民用气价格
	采暖季非居用气门站价格	一定比例上浮

来源：国金证券研究所

图表 23：《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》重点内容

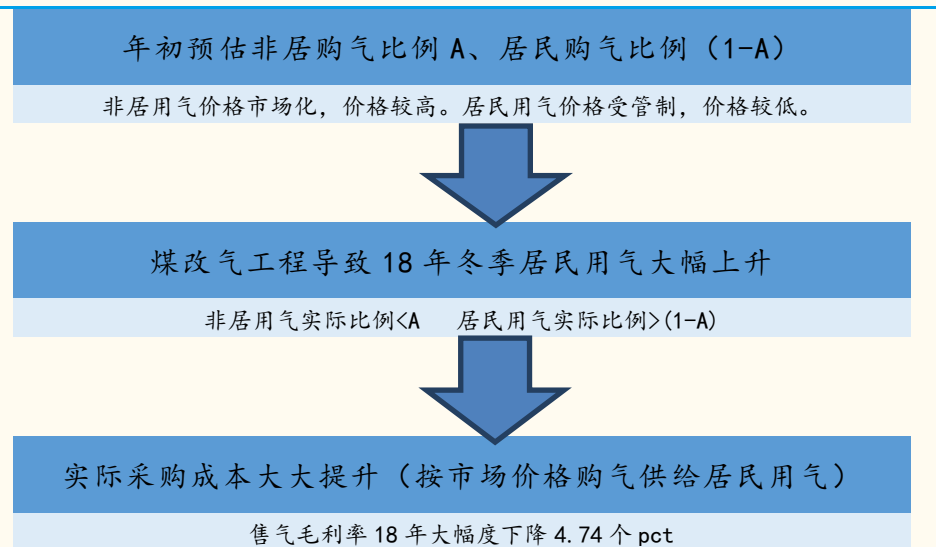
条款	内容	影响
理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率 10%）安排。供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮	居民用气门站价格和非居用气门站价格挂钩，价差缩小
推行季节性差价政策，鼓励市场化交易	供需双方要充分利用弹性价格机制，在全国特别是北方地区形成灵敏反映供求变化的季节性差价体系，消费旺季可在基准门站价格基础上适当上浮，消费淡季适当下浮，利用价格杠杆促进削峰填谷，鼓励引导供气企业增加储气和淡旺季调节能力。鼓励供需双方通过上海、重庆石油天然气交易中心等平台进行公开透明交易，充分发挥市场机制作用，形成市场交易价格。	天然气消费淡旺季价差增大，弹性增强，回归商品属性。
合理疏导终端销售价格，从紧安排调价幅度	居民用气门站价格理顺后，终端销售价格由地方政府综合考虑居民承受能力、燃气企业经营状况和当地财政状况等因素，自主决策具体调整幅度、调整时间等，调价前须按规定履行相关程序。2018 年如调整居民用气销售价格，原则上应在 8 月底前完成	居民用气价格预计将有所上浮，市场化程度有所增强。
对低收入群体等给予适当补贴，保障基本民生	居民用气价格理顺后，对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任，中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度	煤改气用户天然气消费能力增强，消费量有望增加

来源：发改委官网等，国金证券研究所

发力工商业售气业务，售气结构持续优化

- **采购高价气保障居民供给，18 年售气毛利率大幅下滑。**2018 年公司售气业务毛利率为 8.33%，同比下降 4.74 个 pct，降幅较大。毛利率下降的原因主要为当年“煤改气”工程导致居民用气需求大幅度增加，公司在原定居民用气采购量范围之外，采购较多高价气保障居民用气供给。该因素影响预计不会持久，随着天然气消费增速的放缓、国内产量增速提升、煤改气热度退潮；2019 年该现象出现概率很小。
- **收到部分高价气采购返还，改为直接冲减营业成本。**2018 年底公司为了保障居民用气供给，采购了较多的高价气，导致整体营业成本升高，售气业务毛利率大幅下降。2019 年公司陆续收到去年采购高价气差价返还金，直接用以冲减售气业务营业成本。

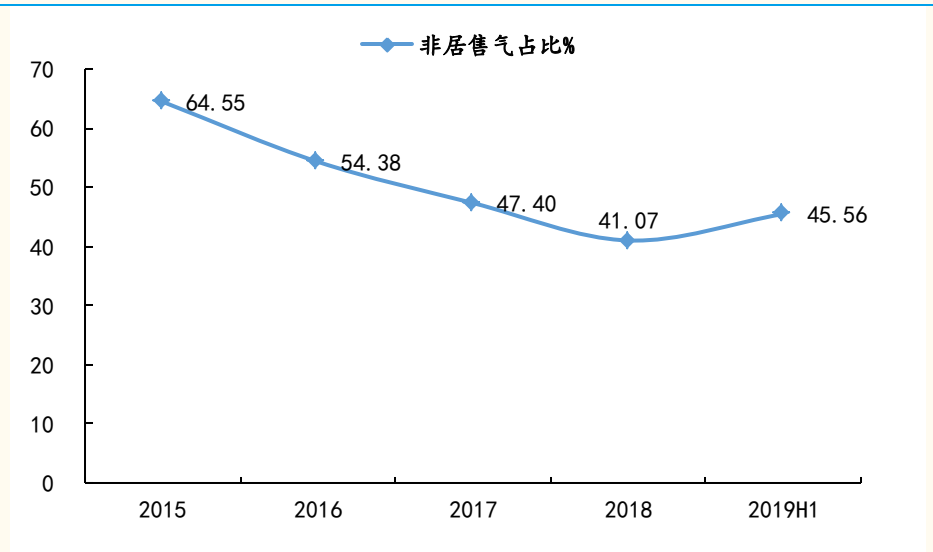
图表 24：2018 年采暖季采购高价气供给居民至毛利率下降



来源：公司公告、国金证券研究所

- **非居用气占比不断上升，售气毛利有望不断上升。**2017、2018 年公司的主要接驳业务重心放在“煤改气”业务上；随着 2019 年煤改气业务退潮，公司积极调整，将新用户开发重心放回非居用户开发上面。2019 年上半年公司非居售气量为 3.03 亿方，同比增长 57.2%；售气量占比由 2018 年的 41.1%回升至 45.6%，预计今年全年占比将达到 50%左右。非居售气业务相较于居民售气业务毛利率更高，非居售气占比的提升有助于整体售气毛利率的回升。
- **2019 年采暖季非居顺价完成，售气毛差有望维持稳定。**天然气存在明显的消费淡旺季，其价格在冬季采暖旺季相较淡季往往会上涨 20%以上。顺价机制改革前，城燃公司在冬季面临较大的价格风险。公司业务经营范围内的廊坊市、荆州市、阜阳市，2019 年采暖季非居用户顺价均已经完成，在供暖季节，非居民用气分别上涨 0.23/0.29/0.53 元每立方米。顺价机制的实现，有助于公司售气毛利提升，价格传导顺畅利好行业长期健康发展。

图表 25：非居售气占比 2019 年 H1 开始提升



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 26：2019 年业务经营范围内非居用气采暖季顺价已完成

采暖季售气价格调整			
地区	调整对象	价格调整	时间区间
廊坊市	非居用气售价	3.36 元/方--3.59 元/方	2019/11/1--2020/3/31
荆州市	非居用气最高价格	2.65 元/方--2.936 元/方	2019/3/1--2020/2/29
阜阳市	非居用气售价	3.15 元/方--3.70 元/方	2019/11/1--2020/3/31

来源：廊坊市、荆州市、阜阳市发改委官网，国金证券研究所

三、环保政策持续推行叠加外延并购，接驳业务有望稳住现有水平

受益于煤改气政策，接驳业务高速增长

- **防治冬季空气污染，政府推行煤改气政策。**近年来每到供暖季节，京津冀地区均会出现严重空气污染，空气污染防治已经刻不容缓。2013 年国务院部署“大气污染防治十条措施”，打响空气保卫战。2017 年李克强总理在全国十二届人大五次会议上提出“蓝天保卫战”，提出以气代煤 300 万户以上。紧接着 2017 年 12 月底 10 部委联合发布了《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》，大力推行煤改气计划，即烧天然气供暖取代烧煤供暖，以减少空气污染。
- **业务经营京津冀地区，紧邻首都北京。**百川能源在京津冀的业务经营地区主要集中在河北省廊坊市、张家口市、保定市、天津市武清区，均紧邻着北京。2017-2019 年生态环保部连续三年提出《京津冀及周边地区秋冬季大气污染中和治理攻坚行动方案》。其中廊坊市、天津市均是煤改气重点推行区域，受益于该政策，公司 2017、2018 年共计完成“煤改气”接驳工程 16.53、19.26 万户，占比当年总接驳户数 44%、54%。

图表 27：天然气改革出台多个促进利用文件

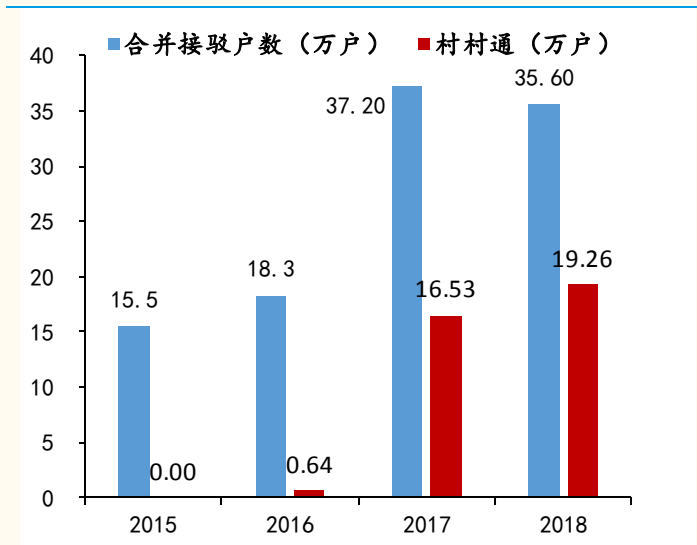
时间	鼓励政策	内容摘要
2012 年 6 月	《节能与新能源汽车产业发展规划》	鼓励天然气、生物燃料等资源丰富的地区发展替代燃料汽车。
2012 年 8 月	《节能减排“十二五”规划的通知》	开展交通运输节约技术改造，鼓励以洁净煤、石油焦、天然气替代燃料油。在有条件的城市公交客车、出租车、城际客货运输车等推广使用天然气和煤层气。
2012 年 9 月	《重点区域大气污染防治“十二五”规划的通知》	鼓励节能环保车型，推广使用天然气汽车和新能源汽车，逐步完善相关基础设施
2012 年 12 月	《天然气利用政策》	实施天然气替代工程，在经济相对发达地区和天然气产区，按照科学规划、因地制宜原则稳步实施以汽替油工程。
2013 年 2 月	《国务院办公厅关于加强内燃机工业节能减排的意见》	积极发展车船用柴油/天然气双燃料内燃机，实施替代燃料内燃机应用示范工程，开展天然气单一燃料及天然气/柴油双燃料燃烧技术在车船用发动机上的推广应用。
2013 年 9 月	《大气污染防治计划》	控制煤炭消费总量，到 2017 年煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，加大天然气、煤制天然气、煤层气供应，优化天然气使用方式。鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目，有序发展天然气调峰电站。
2014 年 6 月	《能源发展规划战略行动计划（2014-2020 年）》	大力发展天然气，积极发展交通燃油替代，实行绿色交通行动计划，稳步发展天然气交通运输，综合天然气发展规划布局，制定天然气交通发展中长期规划，加快天然气加气站设施建设。到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%，天然气比重达到 10% 以上，煤炭消费比重控制在 62% 以内。
2014 年 9 月	《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》	调整产业结构，优化能源结构，到 2020 年中国天然气消费量在初级能源消费中的比例将达到 10% 以上。
2016 年 12 月	《能源发展“十三五”规划》	逐步降低煤炭消费比重，提高天然气和非化石能源消费比重，大幅降低二氧化碳排放强度和污染物排放水平。天然气一次能源比重力争达到 10%。
2016 年 12 月	《天然气发展“十三五”规划》	2020 年国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上。
2017 年 5 月	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制。依法合规加快油气交易平台建设，鼓励符合资质的市场主体参与交易，通过市场竞争形成价格。
2017 年 6 月	《加快推进天然气利用的意见》	到 2020 年，我国天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10% 左右。到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15% 左右，地下储气库形成有效工作气量 350 亿立方米以上。
2017 年 8 月	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2017 年 10 月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上，对完成以电代煤、以气代煤的地方，地方人民政府应将其划定高污染燃料禁燃区，禁用燃用散煤。2017 年，北京市压减煤炭消费量 260 万吨，天津市 260 万吨，河北省 600 万吨以上，山东省完成《大气十条》确定的煤炭消费减量任务，河南和山西省大气污染传递通道城市煤炭消费总量实现负增长。
2017 年 12 月	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》	2019 年，北方地区清洁取暖率达到 50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。到 2021 年，北方地区清洁取暖率达到 70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。
2018 年 6 月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上；力争 2020 年天然气占能源消费总量比重达到 10%。新增天然气量优先用于城镇居民和大气污染严重地区的生活和冬季取暖散煤替代，重点支持京津冀及周边地区和汾渭平原，实现“增气减煤”。
2018 年 8 月	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上；加快推进进口国别（地区）、运输方式、进口通道、合同模式以及参与主体多元化。建立以地下储气库和沿海液化天然气（LNG）接收站为主、重点地区内陆集约规模化 LNG 储罐为辅、管网互联互通为支撑的多层次储气系统。供气企业到 2020 年形成不低于其年合同销售量 10% 的储气能力。

来源：发改委官网等，国金证券研究所

- **“煤改气”政策推动，接驳业务爆发式增长。**2016 年开始，受益于“煤改气”政策的推动，公司接驳业务开始爆发式增长。2016 年—2018 年煤改气带来的接驳增量户数分别为 0.64、16.53、19.26 万户，总接驳户数由 2016 年的 18.3 万户迅速增长至 2018 年的 35.6 万户，增长幅度达到 94.54%，实现爆发式增长。煤改气带来的工程收入形成较多应收账款，梳理当地政府年度财政收入来看，政府还债资金压力不大，预计这些债务 3 年内将得到全部清偿。
- **接驳业务毛利率高，拉动公司业绩同步增长。**政府对燃气销售业务的投资收益，核定“有效资产回报率”，所以城燃公司将所有的管道成本均划转到

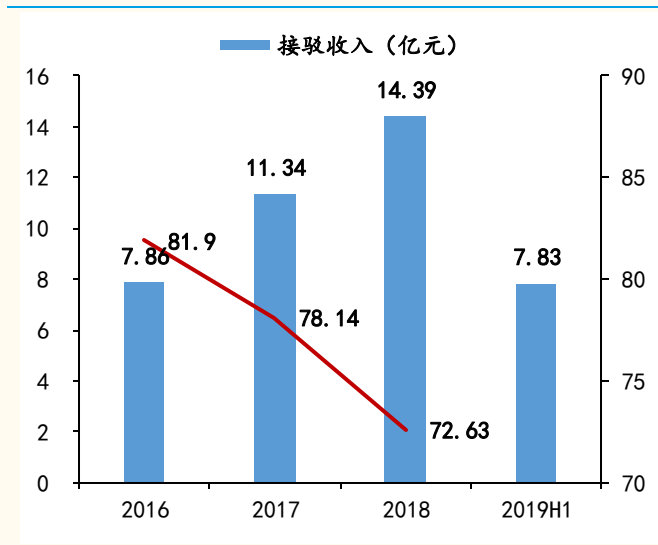
燃气销售业务，造成接驳业务毛利率偏高而燃气销售业务毛利率偏低。2016—2018 年百川能源接驳业务收入分别为 7.86、11.34、14.39 亿元，接驳业务毛利率分别高达 81.9%、78.14%、72.63%。

图表 28：煤改气业务带来大量接驳用户



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：接驳业务毛利率在 70%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

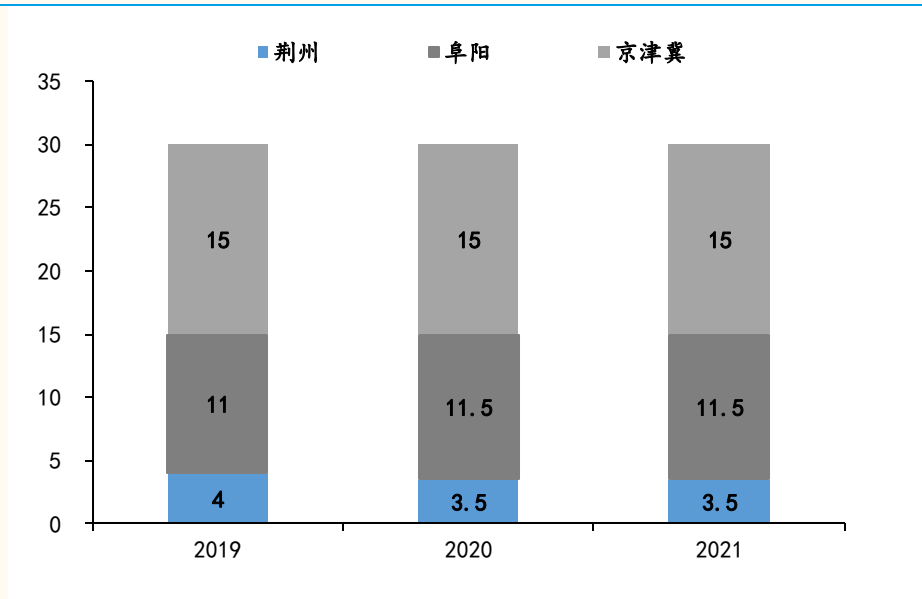
图表 30：应收账款占当地政府年度财政收入比例较小

欠款额期末前五名应收账款情况			
单位名称	应收账款 (亿元)	占比总应收账款%	占比该县当年财政收入%
固安县住房和城乡建设局	3.48	25.05	7.63
香河县住房和城乡建设局	1.4	10.07	3.81
永清县住房和城乡建设局	1.01	7.29	3.48
天津市武清区住房和城乡建设局	0.84	6.04	-
大厂县住房和城乡建设局	0.84	6.03	3.03
合计	7.57	54.49	-

来源：公司公告、政府官网等，国金证券研究所

- 接驳业务预计将会企稳，潜在并购贡献额外增量。预计 2019—2021 年公司每年的接驳户数保持在 30 万户左右。2019 年上半年，荆州、阜阳、京津冀地区的接驳户数分别为 1.5/5.6/10.6 万户，全年接驳数预计分别为 4/11/15 万户。荆州地区目前棚改货币化已经结束，预计后期接驳户数有所下降；阜阳地区气化率低，预计接驳户数有小幅增长；京津冀地区受益于产业转移及邻近地区的协同并购，接驳户数预计维持在 15 万户左右。

图表 31: 预计未来 3 年公司接驳数稳定在 30 万户左右



来源: 国金证券研究所

京津冀一体化叠加产业转移, 接驳业务有望因此受益

- **一体化进程持续推进, 产业及人口预计将持续流入。** 李克强总理于 2014 年政府工作报告时提出了“京津冀一体化方案”, 旨在推动京津冀地区地区经济协作, 同时缓解北京市的大城市病。今年 6 月, 北京市政府制定了《北京市推进京津冀协同发展 2019 年工作要点》, 计划将大量原有企事业单位搬离北京主城区。未来河北省廊坊市、天津市武清区受益于该政策推行, 预计将有大量的外来产业、人口持续流入该地区。
- **通州区打造北京市副中心, 廊坊市北三县具地理优势。** 目前北京市正加快城市副中心通州区的建设, 一大批事业单位、行政性和事业性服务机构、教育、医疗、企业的 40 万人将从主城区陆续搬到通州。百川能源业务经营地区三河县、大厂县、香河县毗邻通州区。北京市副中心的建设, 预计将带来人口和产业的外溢, 即流入紧邻的三河、香河、大厂三县。

图表 32: 北京市将有大量产业和人口转移

《北京市推进京津冀协同发展 2019 年工作要点》	
任务	具体内容
疏解北京非首都功能	严控增量和疏解存量相结合, 退出一般制造业 309 家, 继续完成一大批大学、事业单位搬迁。
支持雄安新区规划建设	支持雄安新区人才培养、中关村科技园总体规划编制、城市规划建设、城市管理、生态治理, 提高雄安新区承载能力。
推进北京城市副中心建设	加强通州区与北三县协同发展。逐步推动副中心交通、产业等部分经济功能和教育、医疗等公共服务功能向北三县延伸布局。
推进交通基础设施建设	开工建设京雄高速, 京雄城际铁路建成投入使用、市郊铁路建设、京张铁路年底建成通车, 京礼高速延崇段工程完工、京大兴国际机场 9 月底前建成通航。

来源: 北京市政府网站, 国金证券研究所

图表 33: 北三县毗邻北京城市副中心通州区



来源：百度地图，国金证券研究所

- **大兴打造临空示范区，固安、永清预计将受益。**2019 年 9 月，总投资达 4500 亿元人民币的北京大兴国际机场已经正式投入运营，大兴国际机场临空经济示范区建设进一步加快。根据规划，预计到 2022、2025 年，该机场年旅客吞吐量将达到 4500 万、7200 万人次，年货邮吞吐量为 200 万吨。巨大的人流、物流，将为机场周边的廊坊市区、固安县、永清县带来外来人口和产业流入，接驳业务有望受益。
- **北京市产业转移，武清廊坊为承接地。**2017 年 12 月，北京市发改委发布了《加强京津冀产业转移承接重点平台建设的意见》，明确了 6 个位于天津武清、河北廊坊的产业接受园区，包括武清京津产业新城、武清国家大学创新园区等。随着北京市相关产业和人口的持续迁出，公司经营地区武清及廊坊将受益于产业转移，大量人口和产业流入有望带来新的接驳业务。

图表 34: 北三县毗邻北京城市副中心通州区

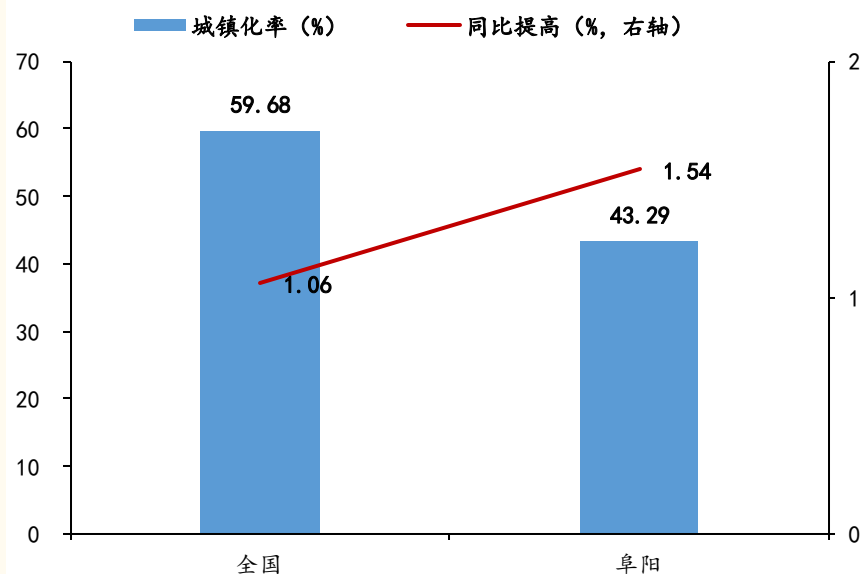


来源：百度地图，国金证券研究所

阜阳项目增长潜力大，荆州地区保持稳定

- **布局华中市场，战略意义重大。**目前，中国天然气市场的消费大省可以归纳为三类：1) 为天然气产地附近，如四川、新疆、陕西等；2) 东南沿海经济发达省份，如江苏、广东、浙江；3) 受益于“煤改气”等环保政策的京津冀及附近省份，如山东、河北、山东。中远期来看，随着多个进口通道及多座在建沿海接收站投产，供应格局将面临重大改变。国家管网公司的成立以及未来管输费从天然气门站价格中剥离将从根本上改变上游气源方的竞争策略。湖北、安徽等华中地区是几大气源通道汇聚的交点，并且距离沿海接收站较近、在其运输经济半径之内，因此将成为上游气源方重点开发的区域。受益于城镇化、高耗能产业迁入等影响，中部地区未来天然气需求增长空间巨大。百川能源提前布局华中市场，具有重要战略意义。
- **阜阳地区气化率较低，未来增长空间巨大。**2018 年百川能源以 13.44 亿元的现金价格收购阜阳市国祯燃气公司，当年 9 月实现并表。该公司所在的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，同时国祯燃气是阜阳地区最大的天然气供应商，多年来通过持续经营，在阜阳市地区获得长足发展，在当地确立了较高的行业地位和较好的品牌形象，积累了丰富的业务运作经验和经营管理能力。
- **城镇化率较全国低 16 个 pct，2018 年增幅快于全国 0.48 个 pct。**国家统计局数据显示，截至 2018 年底，我国总体城镇化率为 59.68%，较 2017 年提升 1.06 个百分点。同期阜阳市城镇化率为 43.29%，较 2017 年提升 1.54 个百分点。全国城镇化率而言，阜阳市比全国水平低 16 个百分点左右，未来提升空间巨大。城镇化率提升速度来看，阜阳地区较全国水平快 0.48 个 pct。随着阜阳地区城镇化率的快速提升，未来该地接驳业务将保持较快增速。

图表 35：城镇化率快速提升

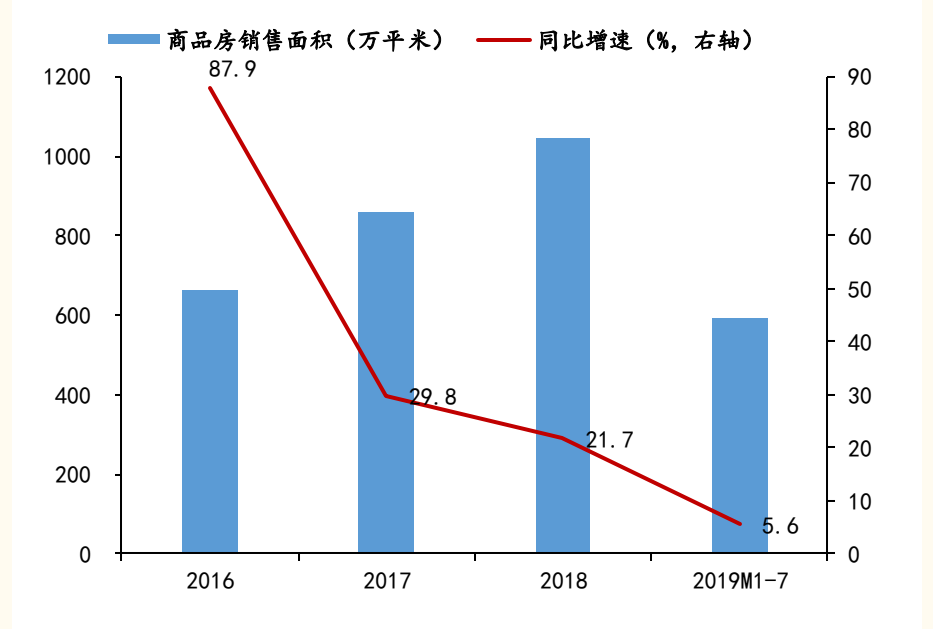


来源：阜阳市统计局，国金证券研究所

- **商品房销售面积快速增长，未来接驳需求旺盛。**2016—2018 年阜阳市商品房销售面积分别为 662.6、859.9、1046.5 万平方米。2019 年 1—7 月销售面积为 593.9 万平方米，增速为 5.6%，继续保持较快增长。假设 2019 年-2021 年阜阳市商品房销售面积保持 5% 的年均增速，商品房中有 95% 是住宅，按照户均 80 平米计算，2019-2021 年销售住宅为 13 万套、13.7 万套、14.4 万套。

- **新增居民住宅，强制管道燃气设施安装。**根据《安徽省天然气管理条例》，在管道燃气供气规划区域内，新建、改建、扩建市政工程和居民住宅，应该配套建设管道燃气设施，并与主体工程同时施工、完工验收。即未来仅商品房中住宅这一项，阜阳燃气公司就有 13 万户/年以上的潜在增长空间。阜阳地区接驳业务增长潜力较大，预计未来 3 到 5 年内，年新增接驳户数为 11 万户左右。

图表 36：商品房销售面积稳步增长带来大量接驳需求



来源：阜阳市统计局，国金证券研究所

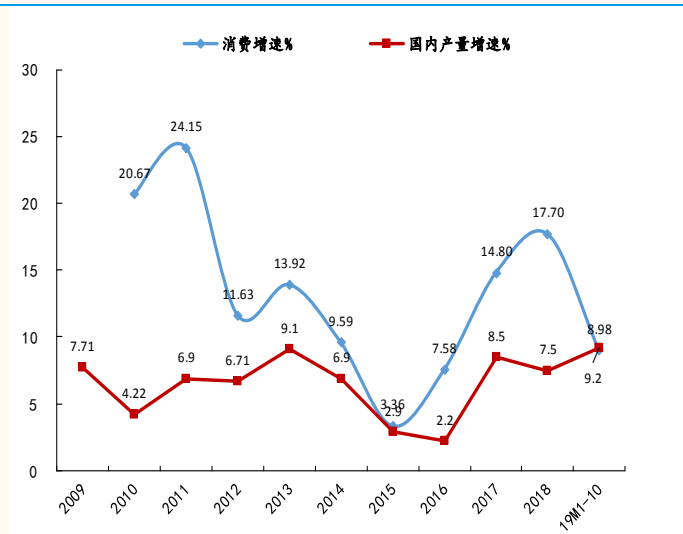
- **荆州地区市场成熟，接驳业务保持稳定。**荆州地区人口总数约为 690 万，截至 2018 年底，该市城镇化率达到 55.8%，低于全国平均水平 4 个 pct 左右。荆州市地处湖北省中部，经济水平较为发达，2018 年该市 GDP 增速为 7.5%，高于全国增速 0.9 个 pct。公司在荆州地区的业务经营范围包括荆州区、沙市区（主城区）及下辖的监利县。预计未来 3 到 5 年内接驳业务将继续保持稳定，年接驳户数保持在 3—5 万户。

四、售气毛利占比上行提升估值，股息率超 5% 安全边际高

售气毛利占比上行，估值有望提升

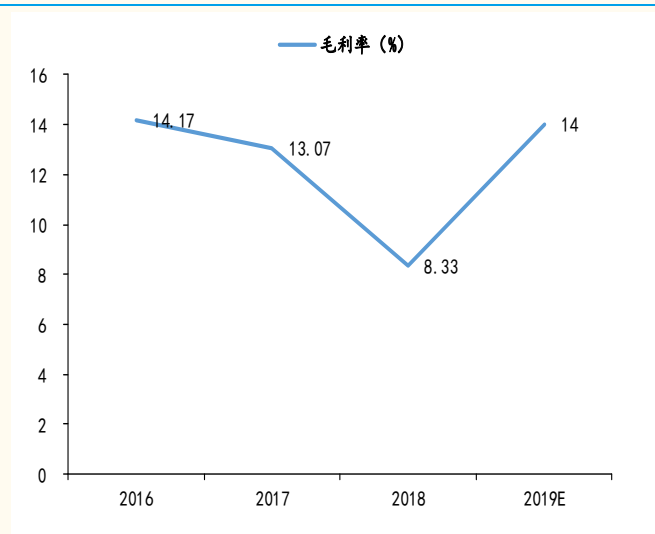
- **供需紧张程度趋缓，气荒现象不会再现。**过去十年中，国内天然气产量增速始终低于消费量增速，天然气对外依赖度不断上升至 2018 年的 44.36%。2019 年前十个月国内天然气产量增速为 9.2%，首次超过天然气消费量增速 0.22 个 pct；随着“三桶油”资本开支大幅提升，对外依赖程度有望下降。2020 年 10 月中俄天然气管道东线中段即将投产通气，届时河北省永清县最为接气端点，华北地区的天然气供应将大幅增加，2017 年的气荒侵蚀城燃公司售气毛利率的现象预计不会再现。
- **非居增速超过居民，售气结构有望持续优化。**2019 年上半年，公司售气量为 6.65 亿方，同比增长 35.8%；其中居民、非居售气量分别为 3.62/3.03 亿方，增速分别为 21.8%/57.2%。非居售气增速 3 年来首次超过居民售气增速，随着接驳业务的企稳和非居用户快速增长，非居售气占比有望持续上升。非居售气占比的提升将带来结构的改善，售气业务毛利预计将回升。

图表 37：2019 年前十月天然气产量增速快于消费增速



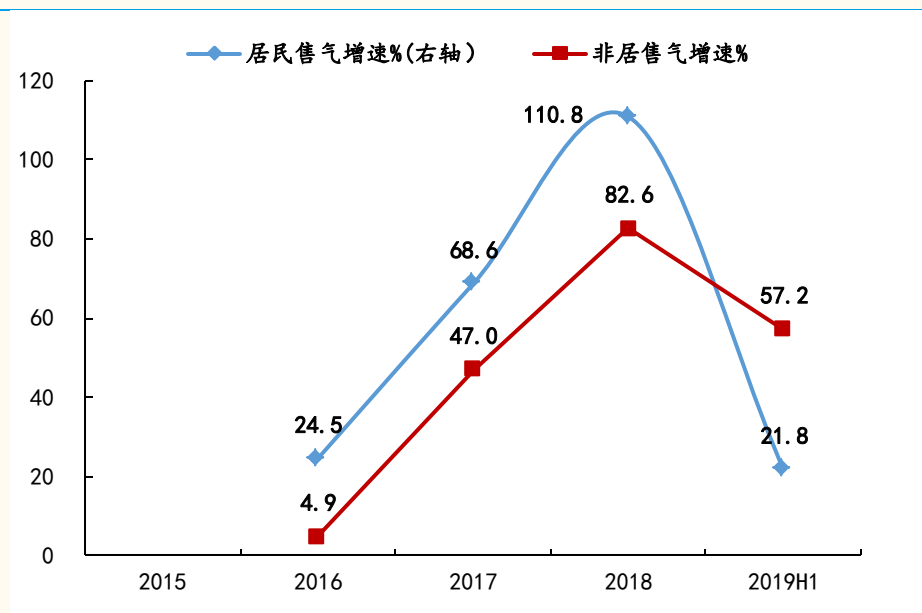
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 38：2019 年售气业务毛利率有望回升至 14%



来源：公司公告，国金证券研究所

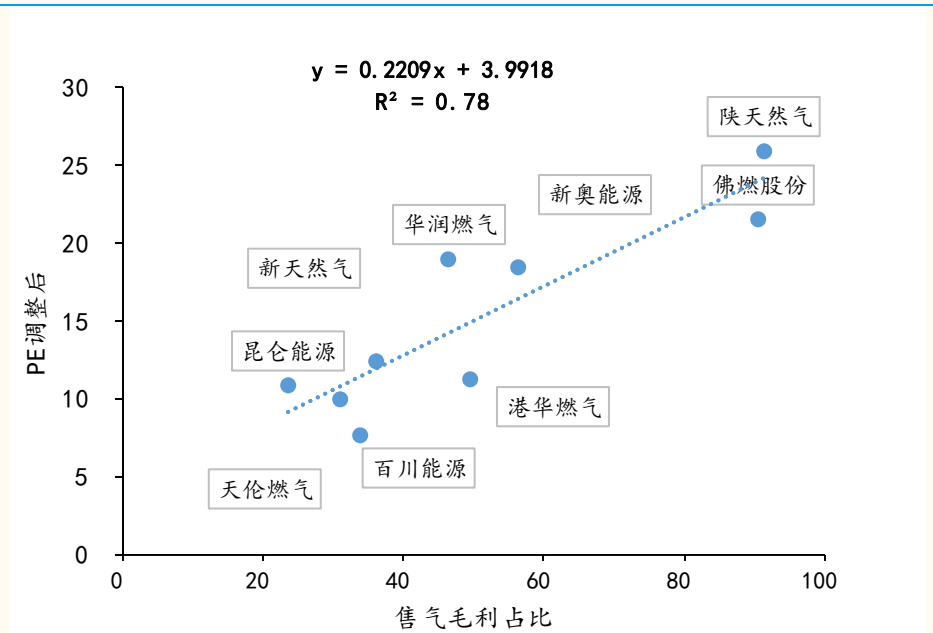
图表 39：非居售气增速首次超过居民售气



来源：公司公告，国金证券研究所

- 售气毛利占比和估值正相关，未来公司估值提升空间较大。将 A 股与港股里面的可比城燃公司的售气毛利占比与 PE 估值回归发现，两种指标呈现高度正相关。 R^2 为 0.78 意味着售气毛利占比对 PE 估值的解释程度达到了 78%。系数为 0.22，意味着城燃公司售气毛利占比每提升 10 个 pct，PE 估值有望提升 2.2 倍。百川能源预计 2019 年售气毛利占比为 31%左右，2020、2021 年售气毛利占比有望进一步提升至 35%、40%左右。随着百川能源售气毛利占比逐步提升，未来估值水平将有较大提升空间。

图表 40：可比城燃公司售气毛利占比和 PE 估值成正比



来源：公司公告、Wind，国金证券研究所 注：PE 数据取于 2020.01.02，均除以 1.05 以剔除 4 季度业绩增长因素影响。售气毛利占比取自 2018 年年报，百川能源取 2019 年估计值。

图表 41：可比城燃公司售气毛利占比和 PE 估值

公司名称	售气毛利占比%	PE (TTM) 调整后
陕天然气	91.45	25.97
佛燃股份	90.62	21.57
新天然气	36.34	12.48
新奥能源	56.39	18.53
港华燃气	49.69	11.30
华润燃气	46.60	19.03
昆仑能源	23.65	10.90
天伦燃气	33.89	7.70
百川能源	31.15	9.99

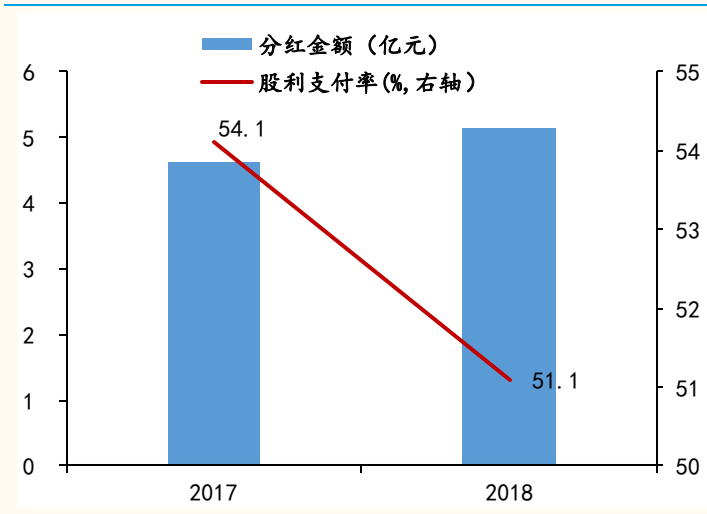
来源：公司公告、Wind，国金证券研究所 注：PE 数据取于 2020.01.02，均除以 1.05 以剔除 4 季度业绩增长因素影响。售气毛利占比取自 2018 年年报，百川能源取 2019 年估计值。

股息率位居公用事业第一，类债券价值显著将受追捧

- **经营活动产生的现金流充裕，分红率维持在 50%以上。**2017、2018 年公司分红金额分别为 4.6、5.14 亿元；分别占公司当年经营活动产生的现金流净额 52.79%、42.17%。随着今年售气业务毛利率的进一步提升，公司现金流情况继续向好，预计分红压力仍然较小。2017、2018 年股利支付率分别为 54.1%、51.1%，保持在 50%以上的较高水平。
- **股息率位居公用事业第一，类债券价值显著。**公用事业板块股息率超过 4% 的标的共计 5 只股票，百川能源的股息率 (TTM) 位居公用事业板块第一位，高达 5.19%。2020 年 1 月 3 日 10 年期国债收益率为 3.1723%，百川

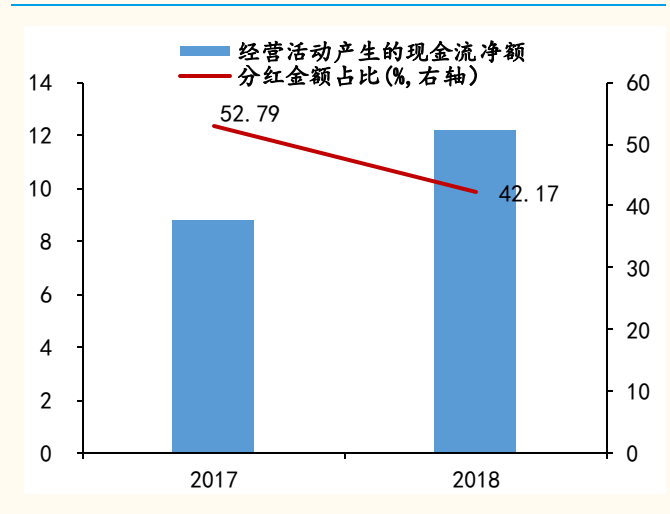
能源比后者高出 2.02 个 pct，类债券性收益性良好。随着全球负利率趋势蔓延，中国央行降准，海外资金持续流入，高股息标的股票有望受到追捧，获得超额收益。

图表 42：分红率保持在 50%以上



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：现金流充裕分红压力小



来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：百川能源股息率位居公用事业板块第一

代码	简称	收盘(元)	总市值(亿元)	股息率 (TTM)
600681.SH	百川能源	6.86	98.97	5.19
601158.SH	重庆水务	5.62	269.76	4.98
600023.SH	浙能电力	3.98	541.31	4.52
600021.SH	上海电力	8.09	211.73	4.07
601991.SH	大唐发电	2.5	462.67	4.03
600236.SH	桂冠电力	4.92	387.81	3.92
000544.SZ	中原环保	6.47	63.06	3.89
600900.SH	长江电力	18.57	4,085.40	3.68
600863.SH	内蒙华电	2.77	160.9	3.44
300335.SZ	迪森股份	5.9	21.41	3.39

来源：Wind，国金证券研究所 注：按照 2020-01-02 排序

持续进行协同并购，提供额外业绩增量。

- **17 年并购荆州天然气，迈出全国布局第一步。**2017 年 11 月，公司完成所有收购荆州天然气股份登记手续，公司向贤达实业发行股份数量为 5,389 万股，向景湖房地产发行 1,347 万股，发行价格 13.05 元/股，购买其持有的荆州燃气 100%股权，至此公司完成全国化布局第一步。
- **荆州天然气业绩稳健，收购后 EPS 增厚。**荆州天然气公司于 2018 年全年实现并表，2018、2019 上半年分别实现营收 4.58、2.64 亿元，占比总营收达 9.64%、9.44%。实现净利润分别为 0.93、0.42 亿元，占比总归母净利润 9.24%、8.17%；对归母净利润的拉动为 10.18%、8.90%，对 EPS 的增厚程度分别为 3.19%、1.91%。

图表 45：荆州天然气公司业绩稳定

荆州天然气公司带来增量		
科目	2018	2019H1
营收（亿元）	4.58	2.64
营收占比	9.64%	9.44%
净利润（亿元）	0.93	0.42
净利润占比	9.24%	8.17%
售气量（亿方）		0.9
售气量占比%		13.53%

来源：Wind，国金证券研究所

- **18 年收购阜阳国祯燃气公司，全国化布局再下一城。**2018 年 8 月，公司完成所有收购阜阳国祯燃气工商变更事宜。公司共计向交易对手方支付现金 13.44 亿元，完成了对阜阳国祯燃气公司 100% 股权收购。至此，继 2017 年完成收购荆州项目之后，公司的全国性布局再下一城，业务范围拓展到安徽省。华中地区作为东南沿海产业专业接收地，未来天然气消费增速有望持续高增长。
- **阜阳公司业绩良好，未来增长潜力巨大。**阜阳国祯燃气公司于 2019 年实现全年并表，当年上半年实现营收 5.36 亿元，占比总营收 19.17%；实现净利润 0.92 亿元，占比 17.9%。上半年售气量、接驳户数分别为 1.05 亿方、5.59 万户，分别占比 15.79%、31.65%，业绩良好。阜阳市目前气化率较低，城镇化率快速提升，商品房销售面积快速增长，预计阜阳燃气公司业绩未来将持续增长。

图表 46：阜阳国祯天然气公司增长潜力大

阜阳国祯燃气公司带来增量	
项目	2019H1
营收（亿元）	5.36
营收占比	19.17%
净利润（亿元）	0.92
净利润占比	17.90%
售气量（亿方）	1.05
售气占比	15.79%
新增接驳用户（万户）	5.59
占比总新增接驳	31.65%

来源：Wind，国金证券研究所

- **逆势收购涿鹿大地公司，由点到面拓展经营规模。**2019 年 10 月公司以 1.95、0.25 亿元现金的对价收购涿鹿大地、绥中大地公司。虽然涿鹿大地公司 2018 年实现净亏损 797 万元，但借此收购，公司将业务经营范围拓展到张家口市、保定市、沧州市、辽宁省葫芦岛市；实现了有点到面的规模扩张。之前涿鹿大地出现亏损，原因主要是气源价格较高；并购之后公司在气源、管道等将发挥协同效应，实现较大业绩增长。

五、盈利预测与估值

- **接驳业务预计下降至 30 万户/年并企稳。**接驳业务方面，京津冀地区受益于“京津冀一体化”将继续向好，该地区协同并购潜力较大，预计每年新增接

驳数在 15 万户左右；阜阳地区增长空间巨大，房地产市场发展良好，新增接驳需求预计为 11 万户/年；荆州地区棚改货币化退潮，接驳业务预计小幅下降至 4 万户/年。预计整体接驳业务在 2019—2021 年内，保守估计每年保持 30 万户的新增接驳。

- **燃气销售业务毛利逐渐修复。**燃气销售业务方面，2019 年冬季气温较高，供给增速首次超过消费增速，预计供需趋于宽松，所售气均为合同内气源。非居售气增速较快，占比持续提升，预计 2019—2021 年售气量增速分别为 50%、22%、16%。随着售气结构的不断优化，售气毛利率将不断提升，预计 2019—2021 年售气毛利率分别为 13%、15%、16%左右。
- 我们预测公司 2019、2020、2021 年能够实现归母净利润 10.03 亿、10.71 亿和 11.76 亿元；实现 EPS 为 0.70、0.74 和 0.82 元，对应目前的股价（2020 年 1 月 20 日收盘价）PE 分别为 9.4、8.9 和 8.0 倍。公司股利支付率保持在 50%以上，我们按照 50%保守估计，预计 2019-2021 年的分红为 0.35、0.37、0.41 元，对应股息率分别为 5.08%、5.37%和 5.95%。公司股息率目前位居公用事业板块第一位，类债券价值明显，投资价值较大。

图表 47：分业务毛利拆分

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
燃气接驳收入（万元）	77743	113735	145885	140400	133500	137350
燃气接驳成本（万元）	14320	27389	42913	37802	36325	37288
居民单接口（万户）	6.5	6.5	12.5	16	20	20
价格（元）	2342	2342	2342	2400	2400	2400
居民单接口接驳收入（万元）	15223	15223	29275	38400	48000	48000
毛利率	65%	65%	65%	62%	62%	62%
毛利（万元）	9895	9895	19029	23808	29760	29760
居民双接口（万户）	6.5	1.5	1.3	10	10	10
价格（元）	4414	4414	4700	4700	4700	4700
居民双接口接驳收入（万元）	28691	6621	6110	47000	47000	47000
毛利率	85%	85%	85%	82%	82%	82%
毛利（万元）	24387.35	5627.85	5193.5	38540	38540	38540
农村煤改气（万户）	1.6	16.5	19.3	4	0	0
价格（元）	8018	4054	5000	5000	5000	5000
农村煤改气接驳收入（万元）	12828.8	66891	96500	20000	0	0
毛利率	70%	70%	70%	70%	70%	70%
毛利（万元）	8980.16	46823.7	67550	14000	0	0
非居民接驳						
非居民接驳收入（万元）	21000	25000	14000	35000	38500	42350
毛利率	96%	96%	80%	75%	75%	75%
毛利（万元）	20160	24000	11200	26250	28875	31763
燃气销售收入（万元）	64965	107302	240020	389569	486027	575729
燃气销售成本（万元）	56135	93498	219859	338996	411755	485656
燃气销售量（万方）	28300	46890	97400	146563	179315	208316
居民售气量（万方）	10000	22185	57400	78412.5	87312.5	93312.5
气价（元）	1.83	1.83	2.3	2.3	2.3	2.3
居民售气收入（万元）	18300	40599	132020	180349	200819	214619
毛利率	10%	11%	3%	6%	10%	10%
毛利（万元）	1830	4466	3961	10821	20082	21462
非居民售气量（万方）	18300	24705	40000	68150	92003	115003
气价（元）	2.55	2.7	2.7	3.07	3.1	3.14

非居民售气收入（万元）	46665	66704	108000	209221	285208	361110
毛利率	15%	14%	15%	19%	19%	19%
毛利（万元）	6999.75	9338	16200	39752	54189	68611
燃气具销售收入（万元）	23280	66930	74400	40000	34000	34000
燃气具销售成本（万元）	13037	47413	53568	24800	20400	20400
燃气具销售量（万台）	5	17	31	20	17	17
燃气具平均单价（元）	4800	3880	2400	2000	2000	2000
燃气具收入（万元）	23280	66930	74400	40000	34000	34000
毛利率	44%	29%	28%	38%	40%	40%
毛利（万元）	10243	19517	20832	15200	13600	13600
供热收入（万元）	3148	4636	5331	6131	7051	8108
供热成本（万元）	2592	3817	4318	4905	5570	6406
毛利率	18%	18%	19%	20%	21%	21%
毛利（万元）	556	819	1013	1226	1481	1703
成品油收入（万元）	0	0	3177	3177	3177	3178
毛利率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
利润额（万元）	0	0	635	635	635	636
成本（万元）	0	0	2542	2542	2542	2542
总收入	169136	292603	468813	579277	663754	758365
营业成本	86084	172117	323200	409045	476592	552291
总毛利	83051	120486	145613	170232	187162	206074
总毛利率	49.10%	41.18%	31.06%	29.39%	28.20%	27.17%

来源：发改委官网等，国金证券研究所

六、风险提示

- **接驳营收超预期下降：**接驳业务方面，京津冀环保政策推进的力度和程度具有不确定性，河北地区接驳数不确定性较大。
- **非居用户开发低于预期风险：**非居售气毛利率高于居民售气毛利率，非居用户开发数低于预期将导致毛利降低进而导致业绩降低。
- **天然气价格剧烈波动风险：**目前美伊关系紧张，原油价格有上涨风险，天然气价格将跟随原油价格上升，进口 LNG 价格上升将导致城燃公司售气毛利率下降。
- **行业增速下降风险：**目前宏观经济不确定较大，增速不断放缓，天然气消费增速有下滑风险。
- **质押风险：**该公司大股东质押比例在 60%左右，有较大的质押风险。
- **限售股解禁风险：**2019 年 11 月该公司有 2829 万股限售股解禁，股价有较大解禁下行风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,720	2,972	4,753	5,910	6,978	8,141
增长率		72.8%	59.9%	24.4%	18.1%	16.7%
主营业务成本	-861	-1,720	-3,253	-4,091	-4,968	-5,892
%销售收入	50.1%	57.9%	68.4%	69.2%	71.2%	72.4%
毛利	859	1,253	1,500	1,819	2,009	2,249
%销售收入	49.9%	42.1%	31.6%	30.8%	28.8%	27.6%
营业税金及附加	-21	-17	-20	-21	-25	-29
%销售收入	1.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-18	-41	-85	-95	-112	-130
%销售收入	1.0%	1.4%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-79	-150	-165	-181	-214	-250
%销售收入	4.6%	5.0%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	0	0	-2	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	741	1,045	1,228	1,522	1,658	1,839
%销售收入	43.1%	35.2%	25.8%	25.8%	23.8%	22.6%
财务费用	6	-11	-23	-67	-96	-99
%销售收入	-0.4%	0.4%	0.5%	1.1%	1.4%	1.2%
资产减值损失	-13	-58	-34	-26	-31	-33
公允价值变动收益	0	0	0	-14	-15	-13
投资收益	3	8	9	24	20	20
%税前利润	0.4%	0.8%	0.8%	1.7%	1.3%	1.2%
营业利润	738	986	1,180	1,439	1,537	1,715
营业利润率	42.9%	33.2%	24.8%	24.4%	22.0%	21.1%
营业外收支	5	3	-2	-10	5	2
税前利润	743	988	1,178	1,429	1,542	1,717
利润率	43.2%	33.3%	24.8%	24.2%	22.1%	21.1%
所得税	-189	-122	-168	-322	-385	-429
所得税率	25.5%	12.4%	14.2%	22.5%	25.0%	25.0%
净利润	554	866	1,011	1,108	1,156	1,288
少数股东损益	2	8	4	18	22	26
归属于母公司的净利润	551	858	1,006	1,090	1,134	1,262
净利率	32.0%	28.9%	21.2%	18.4%	16.3%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	554	866	1,011	1,108	1,156	1,288
少数股东损益	2	8	4	18	22	26
非现金支出	67	123	194	226	259	296
非经营收益	35	-10	140	135	155	185
营运资金变动	-367	-100	-125	-637	101	86
经营活动现金净流	289	879	1,219	831	1,671	1,854
资本开支	-462	-1,022	-558	-690	-728	-910
投资	0	0	-1,211	-135	-141	-157
其他	482	478	-34	21	19	19
投资活动现金净流	19	-544	-1,804	-804	-849	-1,049
股权募资	0	2	2	-164	0	0
债权募资	-30	296	721	1,372	236	92
其他	-167	-24	-405	-322	-397	-453
筹资活动现金净流	-197	275	318	886	-161	-360
现金净流量	111	609	-266	913	661	445

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	490	1,245	891	1,804	2,465	2,910
应收账款	279	1,189	1,418	1,513	1,676	1,828
存货	544	1,023	481	1,110	1,334	1,574
其他流动资产	521	194	471	575	704	854
流动资产	1,834	3,650	3,261	5,002	6,178	7,167
%总资产	53.5%	51.8%	36.7%	45.0%	48.2%	49.6%
长期投资	34	45	114	117	123	127
固定资产	1,406	2,472	3,534	3,950	4,391	4,976
%总资产	41.1%	35.1%	39.7%	35.5%	34.3%	34.4%
无形资产	94	814	1,900	1,973	2,035	2,096
非流动资产	1,592	3,402	5,634	6,119	6,632	7,286
%总资产	46.5%	48.2%	63.3%	55.0%	51.8%	50.4%
资产总计	3,426	7,053	8,895	11,121	12,810	14,452
短期借款	0	158	436	1,253	1,394	1,402
应付款项	941	2,241	2,391	2,417	2,894	3,373
其他流动负债	61	165	183	254	308	352
流动负债	1,001	2,563	3,011	3,925	4,596	5,126
长期贷款	0	139	546	846	942	982
其他长期负债	283	435	735	1,045	1,090	1,195
负债	1,284	3,137	4,292	5,816	6,628	7,303
普通股股东权益	2,134	3,909	4,482	5,166	6,021	6,962
其中：股本	614	681	681	681	681	681
未分配利润	957	1,692	2,234	3,065	3,913	4,848
少数股东权益	7	7	121	139	161	187
负债股东权益合计	3,426	7,053	8,895	11,121	12,810	14,452

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.572	0.832	0.976	0.755	0.786	0.875
每股净资产	2.214	3.789	4.345	3.581	4.173	4.826
每股经营现金净流	0.300	0.852	1.182	0.806	1.620	1.798
每股股利	0.000	0.450	0.500	0.380	0.420	0.480
回报率						
净资产收益率	25.82%	21.95%	22.45%	21.09%	18.84%	18.13%
总资产收益率	16.09%	12.17%	11.31%	9.80%	8.86%	8.73%
投入资本收益率	24.46%	21.13%	18.06%	15.31%	14.02%	13.86%
增长率						
主营业务收入增长率	1575.93%	72.82%	59.90%	24.36%	18.06%	16.67%
EBIT增长率	N/A	41.04%	17.44%	23.99%	8.96%	10.90%
净利润增长率	N/A	55.67%	17.29%	8.27%	4.10%	11.25%
总资产增长率	1281.96%	105.88%	26.12%	25.03%	15.19%	12.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.5	84.5	92.6	90.0	85.0	80.0
存货周转天数	121.5	166.2	84.4	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	98.5	126.5	65.8	33.0	34.0	32.5
固定资产周转天数	174.1	175.9	199.9	171.0	157.4	150.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.56%	-24.22%	1.99%	5.57%	-2.07%	-7.36%
EBIT利息保障倍数	-116.7	93.2	52.6	22.8	17.3	18.6
资产负债率	37.50%	44.48%	48.25%	52.29%	51.74%	50.53%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	5	13
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH