

天倫燃氣 (1600 HK)

收購業務帶動增長

- ❖ **快速擴張的燃氣分銷商。**天倫燃氣於1997年在河南省成立。公司專注燃氣分銷業務拓展，自2010年港交所上市以來，公司業務進入快速擴張狀態。天倫燃氣的覆蓋地區已從河南省遍佈全國各地，業務範圍也從下游的燃氣分銷拓展到中上游液化天然氣供應和長輸管道。截至2017上半年，天倫燃氣在全國多個區域共計擁有54個城市的燃氣項目，50個加氣站，2個在建液化天然氣工廠項目，6個長途燃氣運輸管道（其中3個處於在建中）。公司已成為頗具規模的燃氣分銷商。
- ❖ **收購兼併成為主要增長動力。**回顧天倫燃氣歷年經營狀況可以發現，收購兼併一直是公司主要的增長動力。公司總燃氣銷售量從2011年的105百萬立方米增長至2016年的918百萬立方米，2011-2016年複合增長率達54.2%。我們相信，公司的發展模式較為獨特，在國內大型的燃氣分銷商已基本瓜分市場的背景下，天倫燃氣還能取得較大規模的燃氣專案並購殊為不易。我們認為天倫燃氣過去的收購項目整合較為成功，通過經營杠杆以及並購項目燃氣銷售量內生增長，為公司股東帶來更多收益。2017年上半年，公司成功收購了成都金堂縣的燃氣專案，將公司的燃氣業務在四川地區實現進一步拓展。
- ❖ **煤改氣以及燃氣滲透率提高推動燃氣銷售增長。**天倫燃氣覆蓋的城市大多為3、4線城鄉。我們認為，公司未來會受益於城鎮工業化轉移趨勢、煤改氣制度和農村城鎮化改革。隨著城市製造業從主要城市想周邊三四線市及鄉鎮轉移，燃氣消耗量較大的工業企業將為三四線地區的燃氣專案帶來大量的燃氣消費增長，公司此前的收購項目將受益於此。此外，根據公司透露，截止2015年，公司燃氣專案的居民的燃氣滲透率只有36.5%，遠低於成熟城市的水準，未來居民燃氣滲透率提高將推動銷售。
- ❖ **吸引估值。**公司2016年淨利潤錄得3.13億人民幣，其中美元借貸產生了1億人民幣的匯兌損失。2017上半年，天倫燃氣淨利潤錄得1.87億人民幣，同比增長23.7%。我們認為公司的業務增速將在下半年獲得維持並加快，同時金堂項目將於2017下半年貢獻利潤。市場預測2017年市盈率為13.2倍，低於同業平均水準14.4倍。基於公司未來的高增長，我們認為天倫燃氣目前估值十分吸引。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬港元)	1,344	2,252	2,693
淨利潤(百萬港元)	220	284	313
每股收益(港仙)	0.27	0.30	0.31
每股收益變動(%)	30.3	13.0	4.2
市盈率(x)	24.0	19.1	20.6
市帳率(x)	4.7	2.5	2.6
股息率(%)	-	-	1.2
股本回報率(%)	19.2	12.9	12.7
淨負債/股東權益比率(%)	41.0	90.6	116.5

資料來源：公司資料，招銀國際預測

未評級

目標價 HK\$5.78

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃氣板塊

市值(百萬港元)	5,720
3月平均流通量(百萬港元)	7.80
52周最高/低(港元)	7.98/3.75
總股本(百萬)	989.6

Source: Bloomberg

股東結構

天倫集團	65.5%
IFC	9.2%
流動股	25.3%

來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	-2.4%	-5.4%
3月	16.1%	7.3%
6月	9.1%	-7.8%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.tianlungas.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。