

天伦燃气 (1600 HK)

内生增长为上半年主旋律

❖ **核心盈利同比增长 34.9%**。天伦燃气 2018 年上半年录得收入 18.9 亿人民币，同比增长 27.4%。收入增长主要受天然气销量强劲增长，以及优于预期的燃气接驳业务所驱动。两个分部分别录得同比收入增长 41.2%和 33.6%。除主营业务外，TLG 还通过增值服务实现了大幅增长，如天然气维护，家电销售和保险交叉销售。其他分部的销售额增长达 63.2%。在费用方面，除财务费用外，大部分费用保持良好控制。公司确认净外汇和货币掉期亏损约为 3800 万元人民币，导致净利润同期仅增加 15.3%。若撇除外汇影响，上半年核心盈利为人民币 2.53 亿元，同比增长 34.9%。上半年的业绩完全来自业务内生增长，我们认为业绩超出预期。

❖ **民用气销售和燃气接驳是上半年业绩亮点**。公司录得天然气销量同比增长 48.2%至 1.23 亿方，居民用户接驳量也在 18 年上半年增长 40.1%至 13.4 万户。天然气销量和接驳增速均超出我们全年增速预期。从户均燃气用量角度，我们也观察到上半年这项数据出现显著增长。工商业用户方面，天然气销量也同比增长 26.5%至 3.36 亿方，新增接驳用户 1,061 户，同比增长 26.5%。根据 7 月和 8 月的运营数据，管理层预计 18 年下半年天然气销售增长将呈加速状态，并预期全年天然气销售量增长约 25%，接驳收入增长约 25-30%。

❖ **下半年将完成 30 万户煤改气接驳**。公司披露了河南省农村煤改气业务相关的最新信息，截止 8 月中旬，1) 公司已完成 34 万户合同签署，2) 完成项目设计 20.5 万户，3) 开工建设 11 万户。管理层维持全年开工 60 万户，下半年完工 30 万户指引。在煤改气资金支持方面，公司从 7 月起通过成立煤改气基金筹集了 10 亿人民币资本金，并获了 10 亿人民币银行授信支持。此外，我们注意到公司上半年增加了 9 亿长期贷款。在上述资金支持下，我们预计天伦燃气将有足够的资金完成 2018-19 年的煤改气目标。

❖ **维持买入评级，目标价维持 10.76 港元**。根据上半年运营更新，我们对公司的几个关键假设进行调整，以反映的公司业务扩张状况。我们对 2018-20E 盈利预测从人民币 6.60/13.00/18.22 亿分别调升 4.8/3.4/1.1%至人民币 6.91/13.44/18.43 亿元。公司目前交易估值分别为 2018/19 年市盈率 10.3/5.3 倍，仍然落后于估值领先同业。**维持买入评级**。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (人民币百万)	2,693	3,109	4,692	7,065	8,994
净利润 (人民币百万)	313	404	691	1,344	1,843
每股收益 (人民币)	0.31	0.41	0.70	1.36	1.86
每股收益变动 (%)	5.2	30.5	70.9	94.6	37.1
市盈率 (x)	22.9	17.5	10.3	5.3	3.8
市帐率 (x)	2.92	2.55	2.12	1.62	1.23
股息率 (%)	1.0	1.4	2.9	5.7	7.8
股本回报率 (%)	12.7	14.5	20.7	30.7	32.0
净负债/股东权益比率 (%)	99.8	103.2	100.6	70.6	49.6

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入 (维持)

目标价	HK\$10.76
(此前目标价)	HK\$10.76)
潜在升幅	+35.0%
当前股价	HK\$7.97

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃气板块

市值(百万港元)	7,887
3 月平均流通量 (百万港元)	8.93
52 周最高/低 (港元)	10.9/4.96
总股本 (百万)	989.6

Source: Bloomberg

股东结构

天伦集团	66.0%
IFC	9.2%
流通股	24.9%

来源: 港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-21.0%	-19.7%
3 月	57.5%	66.9%
6 月	48.2%	63.5%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

审计师: 普华永道

公司网站: www.tianlungas.com

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	2,693	3,109	4,692	7,065	8,994
燃气销售	1,176	1,604	2,140	2,693	3,242
长输管线	879	824	832	832	832
接驳费	596	620	707	691	697
煤改气工程	-	-	900	2,700	4,050
其它	41	61	112	150	174
销售成本	(2,001)	(2,341)	(3,349)	(4,705)	(5,837)
毛利	692	768	1,343	2,360	3,157
营运支出	(85)	(131)	(178)	(282)	(366)
分销成本	(24)	(29)	(41)	(62)	(79)
行政费用	(117)	(134)	(164)	(247)	(315)
其它收益	12	27	18	18	18
其它利得/亏损净额	44	5	9	9	9
息税前收益	608	637	1,165	2,078	2,791
财务收益	79	47	60	59	71
财务费用	(263)	(132)	(269)	(253)	(273)
财务费用净额	(184)	(84)	(209)	(194)	(202)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	445	576	982	1,913	2,621
所得税	(110)	(147)	(247)	(484)	(661)
减:非控制股东权益	21	25	44	85	117
净利润	313	404	691	1,344	1,843

资料来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	5,820	6,758	7,830	8,582	9,756
租赁与浮夸怒	234	224	239	255	270
不动产、工厂及设备	2,124	2,354	2,610	2,887	3,188
无形资产	2,999	3,408	3,799	4,175	4,536
权益法入账投资	272	502	928	957	1,409
其它非流动资产	191	271	254	308	353
流动资产	1,814	1,714	2,654	3,804	4,862
应收账款及票据	603	667	1,023	1,528	1,953
公允值计价金融资产	335	300	305	305	305
现金及等价物	755	678	1,220	1,861	2,501
其它流动资产	120	69	107	110	103
流动负债	1,633	1,898	2,444	2,891	3,296
应付账款及票就	530	528	770	1,082	1,342
预收账款	151	254	279	307	338
借贷	848	969	1,237	1,331	1,429
其它流动负债	104	148	158	171	187
非流动负债	3,248	3,456	4,312	4,640	4,985
借贷	2,740	2,898	3,711	3,993	4,287
其它应付	137	137	138	138	138
递延收入	1	1	1	1	1
递延所得税负债	370	420	462	508	559
少数股东权益	321	339	384	469	586
净资产总额	2,431	2,778	3,345	4,386	5,752
股东权益	2,431	2,778	3,345	4,386	5,752

资料来源:公司资料,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
税前利润	445	576	982	1,913	2,621
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(145)	(220)	(172)
税费	(43)	(71)	(194)	(425)	(596)
其它	(417)	(290)	18	-	-
经营活动所得现金流	434	442	900	1,538	2,157
资本开支	(1,156)	(1,059)	(1,315)	(968)	(1,433)
其它	505	231	-	-	-
投资活动所得现金净额	(651)	(828)	(1,315)	(968)	(1,433)
股份发行	(292)	(0)	-	(0)	(0)
净借贷	852	279	1,081	376	392
股息	(73)	(78)	(125)	(303)	(477)
其它	(161)	124	-	-	-
融资活动所得现金净额	326	325	957	72	(84)
现金增加净额	110	(62)	541	642	640
年初现金及现金等价物	609	755	678	1,220	1,861
汇兑	36	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	755	678	1,220	1,861	2,501
资产负债表现金	755	678	1,220	1,861	2,501

资料来源：公司资料，招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
燃气销售	43.7	51.6	45.6	38.1	36.0
长输官谢	32.6	26.5	17.7	11.8	9.2
燃气接驳	22.1	19.9	15.1	9.8	7.7
煤改气工程	-	-	19.2	38.2	45.0
其它	1.5	2.0	2.4	2.1	1.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	22.6	20.5	24.8	29.4	31.0
税前利率	16.5	18.5	20.9	27.1	29.1
净利率	11.6	13.0	14.7	19.0	20.5
有效税率	24.8	25.5	25.1	25.3	25.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.11	0.90	1.09	1.32	1.48
速动比率 (x)	4.42	7.60	5.88	8.80	10.50
现金比率 (x)	4.42	7.60	5.88	8.80	10.50
平均应收款周转天数	81.1	74.5	65.7	65.9	70.6
债务 / 股本比率 (%)	130.4	124.0	132.7	109.7	90.2
净负债/股东权益比率 (%)	99.8	103.2	100.6	70.6	49.6
回报率 (%)					
资本回报率	12.7	14.5	20.7	30.7	32.0
资产回报率	4.1	4.8	6.6	10.9	12.6
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.31	0.41	0.70	1.36	1.86
每股股息 (人民币)	0.07	0.10	0.21	0.41	0.56
每股账面价值 (人民币)	2.46	2.81	3.38	4.43	5.81

资料来源：公司资料，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。