

天伦燃气 (1600 HK)

天然气销售重回增长步伐

我们近期与天伦燃气进行了业务更新。根据管理层信息，公司4月及5月天然气销售气量同比分别增长15%及10%，逐渐走出疫情影响；前五个月天然气销售量同比增长2.5%。除了天然气销售量恢复增长以外，我们认为公司在项目并购落地以及在低息环境下进行再融资降低财务成本两方面均有亮点。目前公司交易估值为2020年5.5倍市盈率，显著低于同业。基于稳健的盈利增长前景，我们认为天伦燃气应获价值重估。我们对公司维持买入评级，目标价维持7.45港元。

- 燃气销售重回增长轨道。**根据我们的渠道问询，公司1-5月的天然气销售量同比增长2.5%，主要的增量由4月及5月较强的天然气销售量所带动，该两月分别同比增长15%及10%。在天伦燃气的业务区域内，燃气销售增长主要受工业消费需求增量带动，管理层同时也提及商业气量增速也已经在4月份转正。根据公司沟通信息，我们判断80%的销气增量受公司原有项目的内生增长驱动，其余的20%来自于项目并购带来的贡献。公司维持2020年全年销气量增速12-15%指引。
- 居民燃气接驳大致符合指引。**一季度，尽管公司的居民燃气接驳受新冠疫情影响带来的一定延误，但公司维持全年的居民燃气接驳目标不变，包括30万户城市居民接驳及60万户乡镇煤改气接驳。有鉴于一季度的接驳项目工程有所延误，我们将全年城市居民接驳增量略微下调3.5%至28.7万户。由于2019年部分未完工乡镇项目在合约资产项下递延至2020年，我们认为该部分能为乡镇接驳量带来一定缓冲。整体来看，我们认为疫情对于接驳影响轻微。
- 亮点来自并购项目落地及再融资带来财务成本节约。**公司一月份完成沈丘项目并购落地，代价人民币2.8亿元。公司并购目标仍有较为丰富的项目储备，我们认为年内仍将有新的并购项目落地交割。每个新的项目并购能为公司带来至少2,000万天然气销售量以及客观的新增居民及工商业接驳空间。在财务成本控制方面，公司在1月份完成了7,000万美元再融资，成本仅为LIBOR+280基点。管理层计划在年内进行新的美元债再融资计划。我们预计公司的整体财务成本将有望在2020年内降低40个基点，抵消部分接驳业务延误所产生的影响。
- 估值依旧落后。**在市场不确定性较高的环境下，我们认为公司的盈利表现将具较强韧性。我们对2020-22年盈利预测大致维持不变。我们认为天伦燃气应获价值重估。我们对公司的目标价维持7.45港元，维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	5,113	6,549	7,231	8,229	9,175
净收入(百万元人民币)	569	789	971	1,130	1,211
每股盈利(元人民币)	0.58	0.80	0.97	1.13	1.21
每股盈利变动(%)	47.6	38.4	22.1	16.3	7.2
市场平均盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.966	1.128	1.195
市盈率(倍)	9.5	6.9	5.6	4.9	4.5
市净率(倍)	1.64	1.39	1.17	0.99	0.86
股息率(%)	2.8	4.3	5.4	6.3	6.7
股本回报率(%)	17.5	20.5	21.1	20.9	19.3
净负债(%)	115.7	91.4	89.7	97.6	94.4

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.45
(此前目标价)	HK\$7.45)
潜在升幅	+22.1%
当前股价	HK\$6.10

中国燃气行业

萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	6,098
3月平均流通量(百万港元)	5.66
52周内股价高/低(港元)	9.47/4.63
总股本(百万)	1,000

资料来源：彭博

股东结构

天伦集团	65.5%
IFC 资产管理	9.2%
流通股	25.3%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	12.8%	3.8%
3-月	27.5%	11.0%
6-月	-13.5%	-3.1%
12-月	-20.0%	-8.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

请登录2020年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	5,113	6,549	7,231	8,229	9,175
燃气销售	2,261	2,874	3,280	3,995	4,662
长输管线	909	1,188	1,257	1,331	1,412
接驳费	679	779	844	902	951
煤改气工程	1,043	1,591	1,620	1,620	1,620
其它	137	132	230	380	530
销售成本	(3,685)	(4,845)	(5,307)	(6,036)	(6,788)
毛利	1,428	1,704	1,923	2,193	2,387
营运支出	(338)	(269)	(292)	(311)	(348)
分销成本	(41)	(58)	(64)	(73)	(81)
行政费用	(167)	(196)	(216)	(246)	(275)
其它收益	9	4	5	5	5
其它利得/亏损净额	(139)	(19)	(17)	4	4
息税前收益	1,091	1,435	1,631	1,882	2,039
财务收益	80	25	27	26	25
财务费用	(261)	(291)	(276)	(312)	(347)
财务费用净额	(181)	(266)	(248)	(286)	(322)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	865	1,127	1,415	1,630	1,756
所得税	(264)	(314)	(413)	(465)	(507)
减: 非控制股东权益	31	24	30	35	37
净利润	569	789	971	1,130	1,211

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	865	1,127	1,415	1,630	1,756
折旧和摊销	238	275	299	353	411
运营资金变动	(641)	(197)	(231)	(117)	(94)
税费	(107)	(151)	(372)	(360)	(389)
其它	108	(82)	122	(14)	(14)
经营活动所得现金流	463	971	1,233	1,492	1,670
资本开支	(1,318)	(259)	(1,557)	(2,285)	(2,007)
其它	277	9	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,041)	(250)	(1,557)	(2,285)	(2,007)
股份发行	(18)	22	0	(0)	0
净借贷	1,551	(226)	648	702	760
股息	(74)	(191)	(261)	(315)	(351)
其它	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	998	(451)	387	387	409
现金增加净额	420	271	63	(406)	72
年初现金及现金等价物	678	1,076	1,350	1,413	1,007
汇兑	(22)	3	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,076	1,350	1,413	1,007	1,079
资产负债表现金	1,076	1,350	1,413	1,007	1,079

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	7,902	8,041	9,361	11,318	12,922
租赁与净亨怒	223	-	-	-	-
不动产、工厂及设备	2,679	2,850	3,848	4,812	5,841
无形资产	3,787	3,875	3,953	4,027	4,094
权益法入账投资	857	806	989	1,885	2,387
其它非流动资产	356	509	570	593	600
流动资产	3,532	3,898	4,258	4,128	4,463
应收账款及票据	1,462	1,548	1,753	1,996	2,225
公允价值计价金融资产	305	51	51	51	51
现金及等价物	1,076	1,350	1,413	1,007	1,079
其它流动资产	689	950	1,041	1,074	1,109
流动负债	3,467	3,313	3,559	3,949	4,355
应付账款及票就	1,245	1,202	1,327	1,449	1,561
预收账款	375	469	454	499	549
借贷	1,608	1,312	1,460	1,636	1,826
其它流动负债	240	329	319	365	419
非流动负债	4,423	4,439	5,132	5,719	6,355
借贷	3,810	3,880	4,381	4,907	5,477
其它应付	137	-	138	138	138
递延收入	475	547	601	661	727
递延所得税负债	1	12	12	13	13
少数股东权益	3,544	4,187	4,928	5,778	6,675
净资产总额	294	297	327	362	399
股东权益	3,250	3,891	4,601	5,416	6,276

主要比率

年结:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
燃气销售	44.2	43.9	45.4	48.6	50.8
长输官谢	17.8	18.1	17.4	16.2	15.4
燃气接驳	13.3	11.9	11.7	11.0	10.4
煤改气工程	20.4	24.3	22.4	19.7	17.7
其它	2.7	2.0	3.2	4.6	5.8
合计	98.4	100.2	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	27.9	26.0	26.6	26.6	26.0
税前利率	21.3	21.9	22.6	22.9	22.2
净利润率	16.9	17.2	19.6	19.8	19.1
有效税率	11.1	12.0	13.4	13.7	13.2
资产负债比率	30.6	27.9	29.2	28.5	28.9
流动比率(x)					
速动比率(x)	1.0	1.2	1.2	1.0	1.0
平均应收款周转天数	0.5	0.5	0.5	4.2	0.3
债务/股本比率(%)	76.0	83.9	83.3	83.1	84.0
净负债/股东权益比率(%)	152.9	124.0	118.5	113.2	109.4
回报率 (%)	115.7	91.4	89.7	97.6	94.4
资本回报率					
资产回报率	17.5	20.5	21.1	20.9	19.3
每股数据(人民币)	5.0	6.6	7.1	7.3	7.0
每股盈利(人民币)					
每股股息(人民币)	0.58	0.80	0.97	1.13	1.21
每股账面价值(人民币)	0.15	0.23	0.29	0.34	0.36

资料来源:公司及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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义务。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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个人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。