

天倫燃氣 (1600 HK)

新項目併購將提升 2021 年收益

天倫燃氣 2020 年 12 月 27 日宣布併購靖遠縣以及大通/互助縣兩個城市燃氣項目，總併購代價為人民幣 10.66 億元。兩個項目均位於甘肅省，具有可觀的人口覆蓋以及天然氣銷售量。合併併購估值為 2019 年市盈率 19.3 倍及 2020 年 7 月市淨率 2.1 倍。交易估值高於目前公司市值水平，但管理層解釋較高的估值有合理支持，基於 1) 項目具有較高可見的天然氣銷售潛力；2) 具備新的接駁開發空間；以及 3) 在成本控制與區域化開發鄉村接駁項目具有協同效應。我們測算新的併購項目將在 2021 年為公司帶來人民幣 4 千萬利潤貢獻。重申買入評級，目標價維持每股 8.31 港元不變。

- 項目增長潛力巨大。**根據管理層介紹，目標項目覆蓋約 100 萬人口，同時在 2019 年實現了 1.8 億方零售氣銷售。公司預期兩個項目都將具備較快的工商業銷氣增長空間，主要受項目覆蓋區域的工業園區客戶，以及蘭州和白銀城市工業向周邊區域遷移所支持。管理層認為兩個項目合計將帶來超過 6-7 萬戶潛在居民及鄉鎮用戶接駁。此外，兩個項目均已經完成了主要的管網投資，目前已實現正向自由現金流。基於上述原因，公司認為交易對價有合理支持，同時管理層認為項目股本回報率將達到 12% 以上。
- 成本節約及鄉鎮接駁項目將帶來協同效應。**管理層期望通過成本節約來釋放項目盈利增長，目前目標項目的銷售及行政費用率約為 9%，顯著高於天倫燃氣目前 4% 左右的費率水平。此外，基於公司目前正計劃在甘肅省開發更多的鄉鎮接駁用戶，我們認為公司的項目併購將為公司帶來額外的協同效應。
- 併購資金將通過內部資源籌措。**對於交易整體的人民幣 10 億元的資金準備，公司計劃其中 60-70% 將通過借貸融資，而其餘的部分將通過內部資源籌措。根據我們的現金流預測，我們認為公司對於此次併購資金需求並無壓力。管理層也表示併購完成後，負債水平將維持平穩，並強調併購將不影響公司的股息分派水平。
- 盈利表現符合我們預測軌道。**基於兩個項目併表將實現 9 個月的併表貢獻假設，我們預測兩個項目將為天倫燃氣帶來人民幣 4 千萬盈利，符合我們對於公司 2021 年併購盈利貢獻預期。我們認為此次併購將持續增強市場對於公司實現可持續盈利增長的信心。公司股價自我們 12 月報告更新後上漲了 12.7%。我們認為市場逐漸意識到公司的價值，將持續驅動價值重估。我們對天倫燃氣重申買入評級，目標價維持每股 8.31 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	5,113	6,549	6,802	7,832	8,879
淨收入(百萬元人民幣)	569	789	859	1,059	1,206
每股盈利(元人民幣)	0.58	0.80	0.86	1.06	1.21
每股盈利變動(%)	47.6	38.4	8.0	23.3	13.8
市場平均盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.880	1.005	1.095
市盈率(倍)	11.0	7.9	7.4	6.0	5.2
市淨率(倍)	1.93	1.63	1.40	1.20	1.03
股息率(%)	2.4	3.7	4.1	5.0	5.7
股本回報率(%)	17.5	20.5	19.1	20.1	19.6
淨負債(%)	115.7	91.4	77.9	70.6	59.2

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$8.31
(此前目標價)	HK\$8.31)
潛在升幅	+15.3%
當前股價	HK\$7.21

中國燃氣行業

蕭小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	7,236
3 月平均流通量(百萬港元)	8.04
52 周內股價高/低(港元)	7.59/4.53
總股本(百萬)	1,004

資料來源：彭博

股東結構

天倫集團	65.5%
IFC 資產管理	9.2%
流通股	25.3%

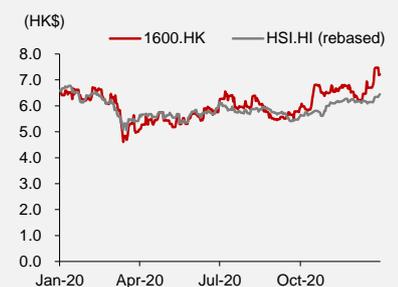
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.2%	7.0%
3-月	25.3%	7.7%
6-月	25.3%	15.0%
12-月	8.7%	11.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：PwC

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	5,113	6,549	6,802	7,832	8,879
燃氣銷售	2,261	2,874	3,215	3,829	4,467
長輸管綫	909	1,188	1,045	1,104	1,168
接駁費	679	779	776	842	917
煤改氣工程	1,043	1,591	1,566	1,755	1,890
其它	137	132	199	301	437
銷售成本	(3,685)	(4,845)	(5,037)	(5,780)	(6,550)
毛利	1,428	1,704	1,764	2,052	2,329
營運支出	(338)	(269)	(303)	(292)	(332)
分銷成本	(41)	(58)	(60)	(69)	(79)
行政費用	(167)	(196)	(201)	(231)	(262)
其它收益	9	4	5	5	5
其它利得/虧損淨額	(139)	(19)	(47)	4	4
息稅前收益	1,091	1,435	1,462	1,760	1,997
財務收益	80	25	31	38	46
財務費用	(261)	(291)	(273)	(304)	(334)
財務費用淨額	(181)	(266)	(242)	(267)	(287)
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	865	1,127	1,251	1,528	1,748
所得稅	(264)	(314)	(366)	(436)	(505)
減: 非控制股東權益	31	24	27	33	37
淨利潤	569	789	859	1,059	1,206

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	865	1,127	1,251	1,528	1,748
折舊和攤銷	238	275	299	344	392
運營資金變動	(641)	(197)	285	(204)	(60)
稅費	(107)	(151)	(324)	(331)	(387)
其它	108	(82)	122	(14)	(14)
經營活動所得現金流	463	971	1,633	1,324	1,680
資本開支	(1,318)	(259)	(1,357)	(1,204)	(1,302)
其它	277	9	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,041)	(250)	(1,357)	(1,204)	(1,302)
股份發行	(18)	22	0	(0)	(0)
淨借貸	1,551	(226)	548	592	639
股息	(74)	(191)	(245)	(287)	(339)
其它	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	998	(451)	304	304	300
現金增加淨額	420	271	580	424	677
年初現金及現金等價物	678	1,076	1,350	1,930	2,354
匯兌	(22)	3	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031
資產負債表現金	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	7,902	8,041	9,143	10,031	10,948
租賃與淨誇怒	223	-	-	-	-
不動產、工廠及設備	2,679	2,850	3,648	4,401	5,207
無形資產	3,787	3,875	3,953	4,027	4,094
權益法入帳投資	857	806	989	1,024	1,063
其它非流動資產	356	509	552	579	584
流動資產	3,532	3,898	4,209	4,998	5,913
應收賬款及票據	1,462	1,548	1,188	1,519	1,722
公允值計價金融資產	305	51	51	51	51
現金及等價物	1,076	1,350	1,930	2,354	3,031
其它流動資產	689	950	1,041	1,074	1,109
流動負債	3,467	3,313	3,467	3,835	4,217
應付帳款及票就	1,245	1,202	1,259	1,387	1,506
預收賬款	375	469	454	499	549
借貸	1,608	1,312	1,435	1,583	1,743
其它流動負債	240	329	319	365	419
非流動負債	4,423	4,439	5,057	5,561	6,107
借貸	3,810	3,880	4,306	4,749	5,229
其它應付	137	-	138	138	138
遞延收入	475	547	601	661	727
遞延所得稅負債	1	12	12	13	13
少數股東權益	3,544	4,187	4,828	5,633	6,537
淨資產總額	294	297	323	356	393
股東權益	3,250	3,891	4,505	5,277	6,144

主要比率

年結:12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
燃氣銷售	44.2	43.9	47.3	48.9	50.3
長輸官謝	17.8	18.1	15.4	14.1	13.1
燃氣接駁	13.3	11.9	11.4	10.8	10.3
煤改氣工程	20.4	24.3	23.0	22.4	21.3
其它	2.7	2.0	2.9	3.8	4.9
合計	98.4	100.2	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	27.9	26.0	25.9	26.2	26.2
運營利潤率	21.3	21.9	21.5	22.5	22.5
稅前利率	16.9	17.2	18.4	19.5	19.7
淨利潤率	11.1	12.0	12.6	13.5	13.6
有效稅率	30.6	27.9	29.2	28.5	28.9
資產負債比率					
流動比率(x)	1.02	1.18	1.21	1.30	1.40
速動比率(x)	0.48	0.49	0.64	0.72	0.79
平均應收款周轉天數	76.0	83.9	73.4	63.1	66.6
債務/股本比率(%)	152.9	124.0	118.9	112.4	106.6
淨負債/股東權益比率(%)	115.7	91.4	77.9	70.6	59.2
回報率 (%)					
資本回報率	17.5	20.5	19.1	20.1	19.6
資產回報率	5.0	6.6	6.4	7.0	7.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.58	0.80	0.86	1.06	1.21
每股股息(人民幣)	0.15	0.23	0.26	0.32	0.36
每股賬面價值(人民幣)	3.28	3.89	4.51	5.28	6.15

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。