

## 天倫燃氣 (1600 HK)

### 迎來下一波天然氣需求增長熱潮

- ❖ 一家規模較小，但充滿增長動能的城市燃氣分銷商。天倫燃氣是中國最早進入國內城市燃氣分銷業務的民營企業之一。與領先的港股上市燃氣分銷同業相比，公司的燃氣銷售規模較小，但在2014至2017年實現了天然氣銷售年均複合增長遠高於同行（合併口徑年均複合增長率為36.2%）。在業務發展方面，天倫燃氣業務拓展呈現了1) 偏重於三四線城市業務佈局，以及2) 通過積極項目收購加速業務擴張。展望未來，我們認為公司業務發展充滿動能，並將保持強勁的增長勢頭。
- ❖ 迎來下一波天然氣需求增長熱潮。我們認為公司業務佈局位處三四線城市，將迎來下一波天然氣需求增長熱潮，因為1) 三四線城市及發達地區城鄉結合部整隨著目前產業遷移趨勢實現快速工業化及城鎮化發展；2) 相對落後地區具備更高的城鎮化發展空間；以及3) 環保部對大氣污染預防措施的進一步加強將促進天然氣需求的增長。我們預期天倫燃氣的天然氣銷售將保持快速增長，2017至2020年燃氣銷售複合增長率為24.8%。除代輸氣量以外，我們預測2018年燃氣銷售量將同比增長26.6%至13.47億立方米。
- ❖ 項目並購和農村煤改氣項目將加速業務擴張。天倫燃氣在多年的發展歷程中積累了成功的項目並購經驗，其並購選擇為氣源供應充沛，地方政策明確，增長潛力較高，以及項目估值位於10-12倍市盈率區間標的。2018年，管理層迫切希望參與農村煤改氣項目，並設定完成10萬戶煤改氣項目目標。我們認為項目收購和煤改氣項目將促進公司的燃氣銷售，並顯著增加接駁業務收入，是利潤實現快速增長的催化劑。
- ❖ 首次覆蓋給予買入評級，目標價7.00港元。我們預測2018/2019/2020淨利潤將分別增長至人民幣4.76/5.55/6.57億元，對應2017-2020年的淨利潤年均複合增長率為17.6%。在現價每股5.40港元基礎上，目前的交易估值僅為我們2018年預測市盈率的9.1倍顯著低於同業平均估值15.0倍水準，同時在市盈率和市淨率兩個維度均較公司5年平均低一個標準差以上。我們對公司的目標價為每股7.00港元，對應2018年預測市盈率11.8倍，意味潛在升幅為29.6%。首次覆蓋天倫燃氣，給予買入評級。
- ❖ 主要風險：1) 項目收購速度低於我們的預期；2) 煤改氣項目實現低於管理層指引和我們的測算；3) 天然氣供應在需求旺季出現明顯短缺；以及4) 國家發改委調整天然氣門站價以及終端用氣定價。

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(人民幣百萬)	2,693	3,109	3,966	4,813	5,786
淨利潤(人民幣百萬)	313	404	476	555	657
每股收益(人民幣)	0.31	0.41	0.48	0.56	0.66
每股收益變動(%)	5.2	30.5	17.7	16.7	18.4
市盈率(x)	14.1	10.8	9.2	7.9	6.6
市帳率(x)	1.80	1.57	1.38	1.23	1.08
股息率(%)	1.7	2.3	3.3	3.8	4.5
股本回報率(%)	12.7	14.5	15.1	15.6	16.3
淨負債/股東權益比率(%)	99.8	103.2	97.2	92.4	85.7

資料來源：公司資料，招銀國際預測

#### 買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$7.00
潛在升幅	+29.6%
當前股價	HK\$5.40

#### 蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 燃氣板塊

市值(百萬港元)	5,344
3月平均流通量(百萬港元)	4.07
52周最高/低(港元)	6.24/3.75
總股本(百萬)	989.6

Source: Bloomberg

#### 股東結構

天倫集團	66.0%
IFC	9.2%
流通股	24.9%

來源：港交所

#### 股價表現

	絕對	相對
1月	-1.5%	-3.1%
3月	-4.8%	-3.3%
6月	-4.8%	-8.2%

來源：彭博

#### 過去一年股價



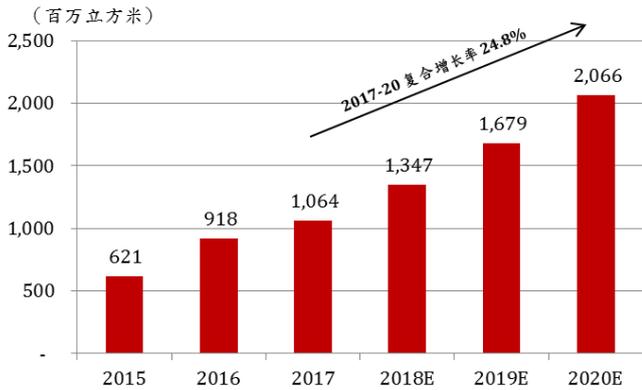
來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：[www.tianlungas.com](http://www.tianlungas.com)

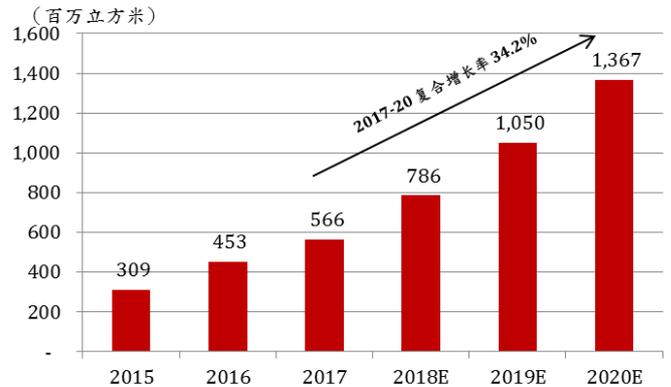
**焦點圖表**

**圖 1: 我們預期公司 2017-2020 年燃氣銷量 (除代輸氣量部分以外) 複合增長率為 24.8%**



資料來源：公司資料，招銀國際測算

**圖 2: 我們預期工商業用戶售氣量年均複合增速更快，2017-2020 年均複合增長率為 34.2%**



資料來源：公司資料，招銀國際測算

**圖 3: 由於工商業售氣量占比逐漸提高，我們預期公司的隱含的銷氣毛差將因此明顯提升**



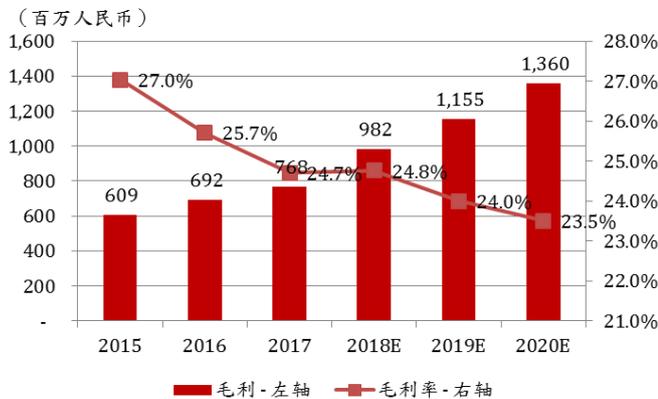
資料來源：公司資料，招銀國際測算

**圖 4: 我們測算公司 2017-2020 年銷售收入年均複合增長率為 23.0%**



資料來源：公司資料，招銀國際測算

**圖 5: 我們預期公司的收入結構將更偏向於燃氣銷售，預料毛利率將呈逐漸下滑趨勢，但毛利水準將保持擴張**



資料來源：公司資料，招銀國際測算

**圖 6: 我們認為天倫燃氣盈利將維持可持續增長，我們預測 2017-2020 年淨利潤複合增長率為 17.6%**



資料來源：公司資料，招銀國際測算

## 一家規模較小，但充滿增長動能的城市燃氣分銷商

天倫燃氣控股有限公司（簡稱天倫燃氣，1600 HK），是中國最早進入國內城市燃氣分銷業務的民營企業之一。公司成立於 2002 年，總部設在河南鄭州。天倫燃氣的業務發展專注於三四線城市以及較發達城市的城鄉結合地區，通過其獨特的並購擴張模式，逐步發展成為全國性的天然氣分銷商。公司於 2010 年 11 月在香港交易所成功上市。上市後，天倫燃氣業務版圖從河南北部迅速增長至全國 16 個不同省份/地區。歷經多年的發展，公司取得了成功的業務擴張，並呈現了收益增長較強的持續性。2011 至 2017 年，天倫燃氣實現盈利年均複合增長率為 30.3%。

圖 7: 天倫燃氣在維持盈利持續增長方面往績良好



資料來源：公司資料，招銀國際證券

### 天然氣銷售是公司 4 大業務板塊中的核心

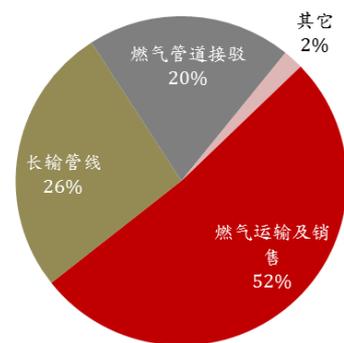
天倫燃氣的業務重點是天然氣分銷。公司的收入來源分為城市燃氣銷售，燃氣管道接駁，長途管道燃氣輸送及銷售，以及其他業務四個板塊。截至 2017 年底，公司在 16 個省份/地區擁有 57 個城市燃氣項目，運營 51 座加氣站，2 個 LNG 工廠，3 條在運長輸管道和 3 個在建管線。

圖 8: 天倫燃氣四大業務板塊



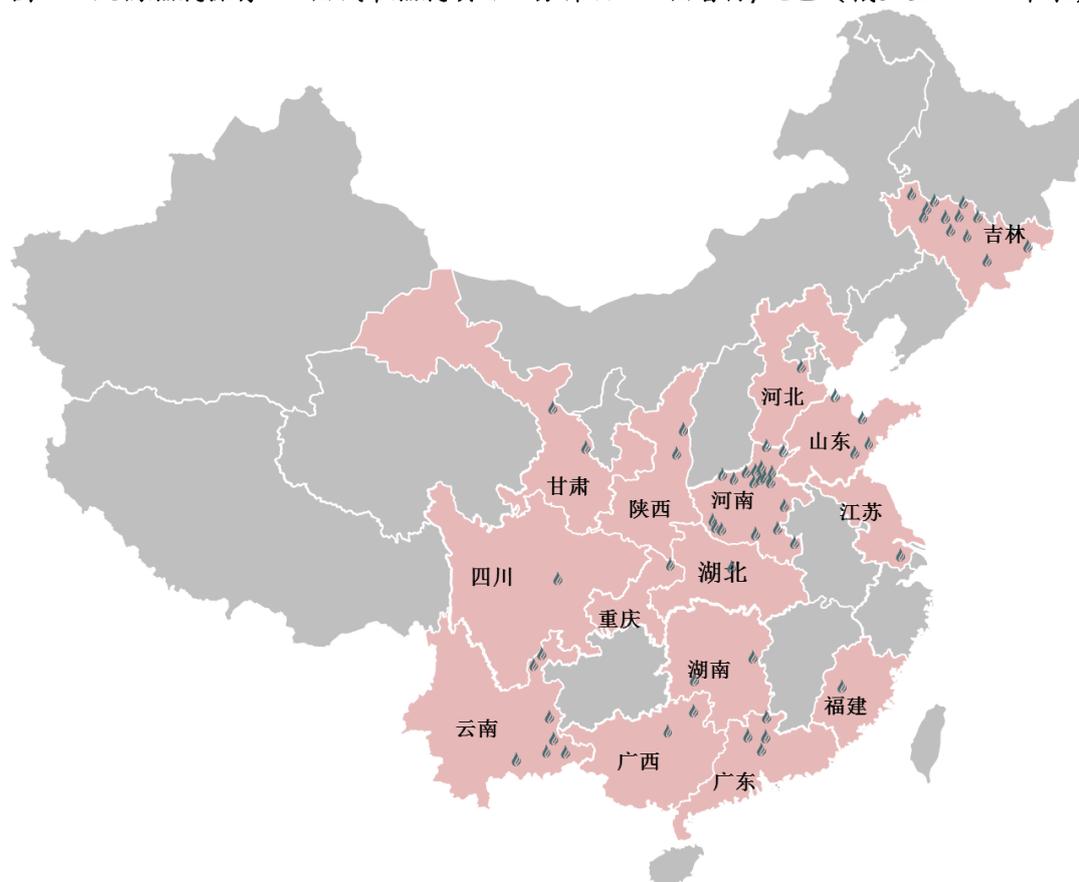
資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 9: 2017 年板塊業務收入占比情況



資料來源：公司資料，招銀國際證券

圖 10: 天倫燃氣擁有 57 個城市燃氣項目，分佈於 16 個省份/地區（截止至 2017 年末）



資料來源：公司資料，招銀國際證券

#### 同業對比: 規模較小, 但充滿增長動能

我們將天倫燃氣與在香港上市的主要中國跨區域天然氣分銷商進行比較，將居民用戶，工商業的城市燃氣銷售，以及車船燃氣加氣站（CNG 和 LNG 銷售）的天然氣銷售納入我們的比較範圍，並將長輸管線銷售、燃氣批發和貿易剝離出我們的比較範圍。我們認為公司在天然氣銷量方面體量相對較小，但公司在 2014 至 2017 年的觀察期內實現了高於同業的天然氣銷售複合增長。期內，天倫燃氣錄得總天然氣銷售量複合增長率為 36.2%，而在燃氣銷售細分類別方面，居民用戶、工商業用戶、和 L/CNG 銷售年複合增長率分別為 37.9%，42.2% 以及 24.7%。

我們認為公司強勁的天然氣銷售增長勢頭將獲得持續，原因是：1) 高能耗及勞動密集產業呈現從一二線城市向三四線城市遷移趨勢；2) 相對落後地區城市化率將不斷提高；3) 地方政府在十三五期間對於提高天然氣消費提出了具有雄心的目標，以及 4) 中國生態與環境部（前身為中國環境保護部）對空氣污染的防治措施將推動天然氣需求的大幅增長。

圖 11: 2014-2017 年，天倫燃氣與同業相比具有最高的燃氣銷售複合增速（單位：百萬立方米）

公司	港股代號	14財年	15財年	16財年	17財年	2014-2017 複合增長率	燃氣銷售 比例
<b>华润燃氣</b>	<b>1193 HK</b>	<b>13,323</b>	<b>14,121</b>	<b>16,272</b>	<b>19,667</b>	<b>13.9%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		3,467	3,863	4,314	4,767	11.2%	24.2%
工業用氣		8,576	8,545	10,238	13,092	15.1%	66.6%
車用燃料		1,617	1,713	1,720	1,808	3.8%	9.2%
<b>新奧燃氣</b>	<b>2688 HK</b>	<b>9,315</b>	<b>10,054</b>	<b>11,293</b>	<b>14,475</b>	<b>15.8%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		1,221	1,487	1,816	2,148	20.7%	14.8%
工業用氣		6,675	7,001	7,963	10,931	17.9%	75.5%
車用燃料		1,419	1,566	1,514	1,396	-0.5%	9.6%
<b>中國燃氣</b>	<b>384 HK</b>	<b>5,663</b>	<b>6,753</b>	<b>7,295</b>	<b>8,473</b>	<b>14.4%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		1,130	1,340	1,545	1,930	20%	22.8%
工業用氣		3,775	4,341	4,597	5,340	12%	63.0%
車用燃料		759	1,072	1,153	1,204	17%	14.2%
<b>港華燃氣</b>	<b>1083 HK</b>	<b>6,511</b>	<b>6,562</b>	<b>7,120</b>	<b>8,417</b>	<b>8.9%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		1,563	1,772	1,917	2,116	11%	25.1%
工業用氣		4,948	4,790	5,203	6,301	8%	74.9%
<b>中油燃氣</b>	<b>603 HK</b>	<b>2,507</b>	<b>2,651</b>	<b>2,769</b>	<b>3,309</b>	<b>9.7%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		598	684	808	805	10.4%	24.3%
工業用氣		1,487	1,520	1,599	2,135	13%	64.5%
車用燃料		422	447	362	369	-4%	11.2%
<b>天倫燃氣</b>	<b>1600 HK</b>	<b>258</b>	<b>364</b>	<b>488</b>	<b>650</b>	<b>36.2%</b>	<b>100.0%</b>
居民用氣		69	101	151	181	37.9%	27.8%
工業用氣		111	150	215	319	42.2%	49.0%
車用燃料		78	113	122	151	24.7%	23.2%

資料來源：公司，招銀國際證券

備註：

1. 中國燃氣（384 HK）財務年結為 3 月 31 日，其它燃氣分銷企業財務年結為 12 月 31 日。
2. 天然氣銷售量比較中，已將各公司的批發氣量、貿易氣量、以及長輸管線銷售氣量排除在外。

## 業務佈局三四線城市，處天然氣需求下一波增長浪潮的有利區位

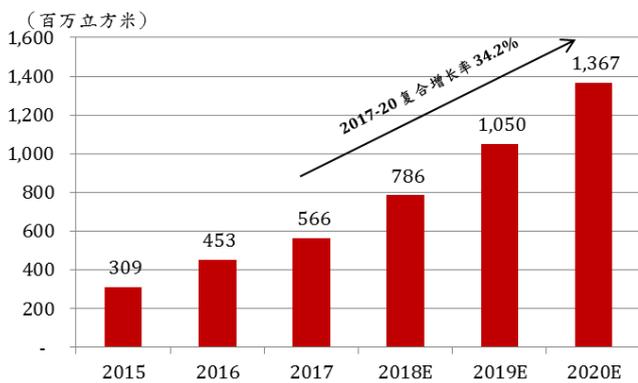
### 工業發展從一二線城市向三四線城市遷移

我們認為工業發展從沿海一二線城市向較落後地區遷移是推動內陸三四線城市天然氣需求增長的關鍵之一。根據我們的觀察，由於生活成本和環境壓力的增加，部分勞動力和能源密集型行業已經從沿海地區遷往內陸城市。我們預計這樣的工業遷移將顯著提升城三四線城市以及城鄉結合部的工業化水準。

在這種趨勢下，我們認為天倫燃氣項目大多位於三四線城市及一二線城市城鄉結合部的佈局，使公司在工業用氣需求下一波增長浪潮中處於有利地位。公司工商業燃氣銷量（不含長輸管線銷售）從2014年的1.11億立方米增長至2017年的3.19億立方米，年均複合增長率為42.2%。若將長輸管線銷售納入計算，公司的工商業售氣量則從2014年1.11億立方米增長至2017年的5.66億立方米，年均複合增速高達60.4%。此外，我們亦觀察到公司工商業售氣占比在不斷提升，自2014年43.0%上升至2017年53.2%。

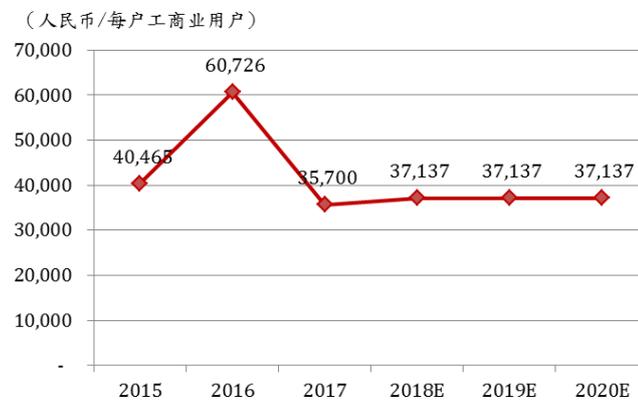
在未來幾年，我們預計公司的工商業售氣量將保持高速增長，主要的驅動力將是較落後地區加速實現工業化以及小型工業鍋爐的煤改氣。我們預測2018、2019以及2020年工商業售氣量（含長輸管線工商業銷售）將分別進一步增加至7.86、10.50和13.67億立方米，而工商業售氣占比（包括長途管線銷售）到2020年將進一步擴大至62.4%，與領先的城市燃氣分銷商的工商業售氣占比相若。

圖 12: 我們預期公司 2017-2020 年工商業售氣量年均複合增長率達 34.2%



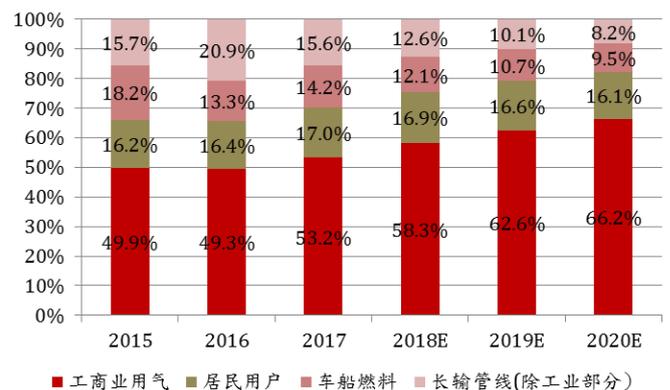
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 14: 公司的工商業用戶接駁費及預測



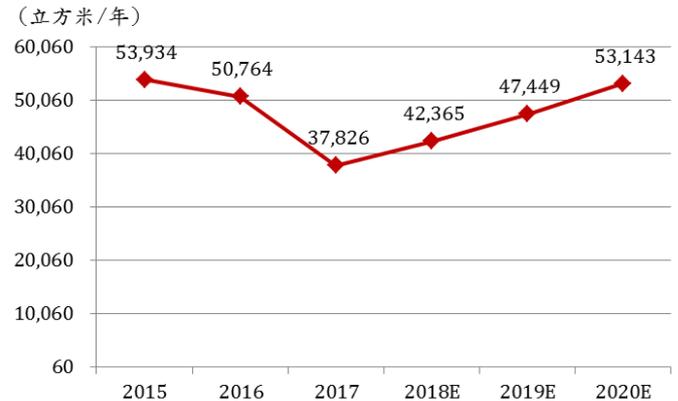
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 13: 我們預期工商業售氣量占比將逐年提升



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 15: 公司工商業用戶戶均用氣量及預測



資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 城市化率日益增加推動居民用氣普及率持續提升

基於：1) 三四線城市和發達城市的城鄉結合地區工業化發展將帶動這些地區城市化率不斷日高，以及 2) 天倫燃氣目前所運營區域的居民燃氣滲透率與成熟城市相比仍處於較低水準，我們認為，公司的居民用戶燃氣銷售將繼續與工商業燃氣銷售保持相匹配的增長速度。據各省政府統計，河南，吉林，陝西，四川等主要經營區域的平均城市化率均低於全國平均水準。我們認為，相對欠發達地區的將具備未來城市化的發展空間較大，而地方發改委在十三五期間的城市化發展目標證實了我們的想法，即“十三五”期間城鎮化率較低的地區具有較高的城市化發展空間。除城市化發展將進一步推動居民用戶燃氣銷售以外，我們認為公司目前的居民燃氣滲透率也揭示未來仍然具備非常廣闊的內生增長空間。據管理層表示，天倫燃氣目前整體的居民燃氣滲透率低於 40%，遠低於成熟城市以及目前市場領先的燃氣經銷商的 60-70%的居民燃氣滲透率水準。

天倫燃氣居民用戶燃氣銷售量自 2014 年的 6 千 9 百萬立方米增加到 2017 年的 1.8 億立方米，顯示在此期間居民用氣銷售複合年增長率為 37.9%。基於我們對於城市化進程和居民燃氣滲透率將逐漸提升的判斷，我們預測居民用戶燃氣銷售量將從 2018 年的 2.25 億立方米增加到 2020 年的 3.20 億立方米，對應 2017 年至 2020 年居民用氣銷售複合年增長率為 21.1%，並且戶均用氣量也將維持逐漸增長趨勢。

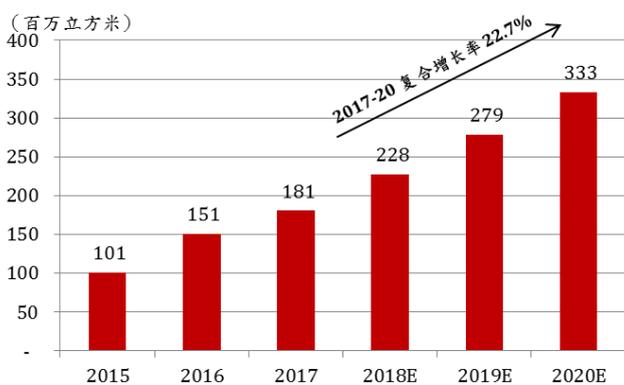
圖 16: 天倫燃氣主要經營區域城市化率及十三五期間城市化目標

省份地区	2017	2020	差异 (百分点)
河南	48.5%	60.0%	11.6
吉林	56.0%	65.0%	9.0
山东	59.0%	65.0%	6.0
甘肃	44.7%	50.0%	5.3
陕西	55.3%	60.0%	4.7
四川	49.2%	54.0%	4.8
广东	69.2%	71.7%	2.5
湖南	54.6%	58.0%	3.4
广西	49.2%	54.0%	4.8
云南	44.3%	50.0%	5.7
福建	64.8%	67.0%	2.2
<b>全国平均</b>	<b>58.5%</b>	<b>60.0%</b>	<b>1.5</b>

資料來源：地方發改委，招銀國際證券

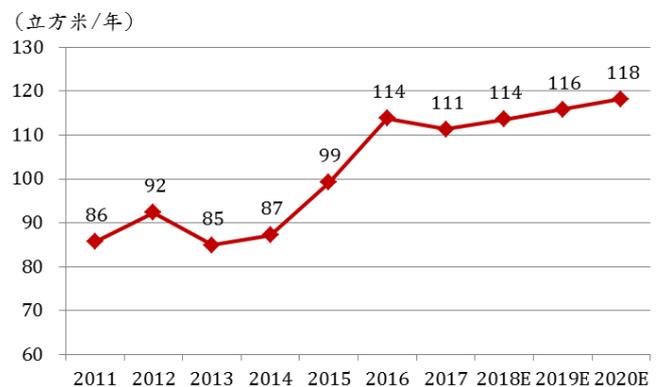
注：城市化率截取至 2017 年各地政府統計資訊，2020 年目標截取至各地十三五目標計畫。

圖 17: 我們預測 2017-2020 年居民燃氣銷售年均複合增長率為 22.7%



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 18: 我們預期戶均用氣量將維持按年逐漸增長趨勢



資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 地方發改委對十三五期間燃氣消費樹立頗具雄心的發展目標

據我們觀察，較發達地區在 2011 年至 2016 年期間對於天然氣的規模化利用處於領先地位，並在此期間獲得迅猛的天然氣消費增長。根據“十三五”各省能源發展目標，我們認為天然氣應用將從沿海發達地區向內陸三四線城市和城鄉結合地區逐漸延伸，我們認為這將帶來燃氣需求增長的下一波浪潮。地方發改委的“十三五”規劃目標顯示，從 2016 年到 2020 年，天倫燃氣項目佈局逐漸增加的幾個主要省份，如吉林，山東，河南，廣西和雲南等，天然氣消費需求年年均複合增長率將高於全國平均水準。

圖 19: 各省天然氣消費量以及各省/地區發改委 2020 年燃氣消費量目標 (單位: 百萬立方米)

省份/地区	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2020E	2011-2016 CAGR	2016-2020E CAGR
北京	7,356	9,207	9,881	11,370	14,688	16,231	20,000	17.1%	4.3%
天津	2,602	3,258	3,779	4,549	6,398	7,453	13,000	23.4%	11.8%
河北	3,509	4,513	4,986	5,608	7,297	7,045	27,000	15.0%	30.8%
山西	3,193	3,739	4,508	5,035	6,492	6,935	16,000	16.8%	18.2%
内蒙	4,084	3,784	4,351	4,453	3,915	4,506	5,534	2.0%	4.2%
辽宁	3,907	6,372	7,868	8,400	5,535	5,063	15,000	5.3%	24.3%
吉林	1,938	2,279	2,405	2,258	2,134	2,151	6,000	2.1%	22.8%
黑龙江	3,100	3,368	3,477	3,548	3,582	3,804	8,421	4.2%	17.2%
上海	5,543	6,438	7,289	7,243	7,741	7,904	10,000	7.4%	4.8%
江苏	9,374	11,314	12,447	12,770	16,502	17,273	35,000	13.0%	15.2%
浙江	4,388	4,808	5,672	7,816	8,035	8,778	16,000	14.9%	12.8%
安徽	2,014	2,490	2,781	3,446	3,483	3,918	7,000	14.2%	12.3%
福建	3,789	3,749	4,939	5,026	4,538	4,855	9,230	5.1%	13.7%
江西	634	1,004	1,343	1,519	1,802	2,004	6,500	25.9%	26.5%
山东	5,286	6,723	6,880	7,496	8,232	9,861	25,000	13.3%	20.4%
河南	5,496	7,392	7,977	7,687	7,877	9,275	17,000	11.0%	12.9%
湖北	2,492	2,928	3,197	4,024	4,026	4,150	9,000	10.7%	16.7%
湖南	1,534	1,879	2,046	2,440	2,651	2,832	8,500	13.0%	24.6%
广东	11,446	11,648	12,405	13,383	14,516	16,779	28,000	7.9%	10.8%
广西	253	318	455	825	837	1,289	6,617	38.5%	38.7%
海南	4,886	4,749	4,602	4,600	4,600	4,129	6,100	-3.3%	8.1%
重庆	6,180	7,098	7,219	8,215	8,837	8,932	21,600	7.6%	19.3%
四川	15,608	15,300	14,830	16,517	17,098	18,157	28,000	3.1%	9.0%
贵州	476	526	842	1,062	1,332	1,711	7,000	29.2%	32.5%
云南	420	430	427	463	634	771	3,200	12.9%	32.9%
陕西	6,249	6,597	7,030	7,426	8,269	9,822	13,586	9.5%	6.7%
甘肃	1,585	2,028	2,323	2,520	2,604	2,640	3,947	10.7%	8.4%
青海	3,205	4,011	4,156	4,059	4,438	4,625	6,439	7.6%	6.8%
宁夏	1,858	2,048	1,957	1,788	2,065	2,240	1,940	3.8%	-2.8%
新疆	9,502	10,195	12,741	16,987	14,584	13,238	14,800	6.9%	2.3%
<b>合计</b>	<b>131,907</b>	<b>150,192</b>	<b>164,813</b>	<b>182,533</b>	<b>194,742</b>	<b>208,371</b>	<b>395,415</b>	<b>9.6%</b>	<b>17.4%</b>

資料來源: Wind 資訊, 地方發改委, 招銀國際證券

注: 天倫燃氣在高亮省份/地區有城市燃氣項目覆蓋

### 日趨嚴格的環保控制將促進燃氣消費增長

除地方發改委設定了頗具雄心的天然氣發展目標外，我們認為，國家針對於大氣污染治理的環境控制措施日趨嚴格也將促進三四線城市的天然氣消費增長。2016年，環保部公佈了《京津冀通及周邊地區2017年大氣污染防治工作計畫》，針對“2+26”城市的大氣污染治理作出了針對性部署，並使這些地區的環境控制措施得到加強。該計畫強調1) 2017年10月前淘汰小型燃煤鍋爐，2) 實施冬季清潔取暖重點工程，在2+26城市加快實現以氣代煤和以電代煤工程，以及3) 以電、天然氣等清潔能源替代散煤燃燒，降低煤耗。天倫燃氣有數個項目，包括鶴壁，濮陽，上街和新野，都處在2+26控制區內。我們預計上述措施將推動天然氣需求的大幅增長。

2018年，我們預計針對大氣污染治理的環保措施將進一步得到加強，通過加強鍋爐改造，減排激勵措施以及加快煤改氣等措施。河南省政府在2018年2月已公佈《河南省2018年大氣污染防治攻堅戰實施方案》，對上述措施作出了非常具體的規定，具體涉及燃氣及煤改氣部分見下表。

**圖 20: 2+26 城市及河南省 2018 年大氣污染治理方案中與燃氣相關的主要政策匯總**

政策名稱	目標	具體措施
《河南省2018年大气污染防治攻坚战实施方案》	煤改电、煤改气工作目标	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018年10月底前,全省再新增100万“双替代”用户;</li> <li>京津冀大气污染传输通道城市按照“整县整乡”推进要求,全面摸排核实,确保完成“双替代”的村庄燃用散煤用户低于20%;</li> </ul>
	引导鼓励中型燃煤锅炉淘汰	<ul style="list-style-type: none"> <li>在全省完成10蒸吨/时及以下燃煤锅炉拆改的基础上</li> <li>逐步扩大燃煤锅炉拆除和清洁能源改造范围,2020年年底前,基本淘汰省辖市规划区内35蒸吨/时及以下燃煤锅炉。</li> <li>实施逐年递减的资金奖补方式: <ul style="list-style-type: none"> <li>对2018年10月底前完成拆改的燃煤锅炉,给予不低于6万元/蒸吨资金奖补;</li> <li>对2019年10月底前完成拆改的燃煤锅炉,给予不低于4万元/蒸吨资金奖补;</li> <li>对2020年10月底前完成拆改的燃煤锅炉,不再给予资金奖补。</li> </ul> </li> </ul>
	加强天然气供应保障能力	<ul style="list-style-type: none"> <li>多渠道拓展天然气气源,积极协调争取我省天然气指标;</li> <li>力争2018年管道天然气供应保障能力达到120亿立方米以上</li> </ul>
《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	实施冬季清洁取暖重点工程	<ul style="list-style-type: none"> <li>将“2+26”城市列为北方地区冬季清洁取暖规划首批实施范围。</li> <li>按照宜气则气、宜电则电的原则,每个城市完成5万-10万户以气代煤或以电代煤工程;</li> </ul>
	10月底前完成小燃煤锅炉“清零”工作	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京、天津、石家庄、廊坊、保定、济南、郑州行政区域内基本淘汰10蒸吨及以下燃煤锅炉,以及茶炉大灶、经营性小煤炉。</li> <li>其他城市建成区及县城全面淘汰10蒸吨及以下燃煤锅炉。燃煤窑炉加快电炉、气炉改造进度。</li> </ul>
	2+26”城市实现煤炭消费总量负增长	<ul style="list-style-type: none"> <li>以电、天然气等清洁能源替代的散煤量;</li> <li>20万人口以上县城基本实现集中供热或清洁能源供热全覆盖;</li> <li>新增居民建筑采暖要以电力、天然气、地热能、空气能等采暖方式为主,不得配套建设燃煤锅炉。</li> </ul>

資料來源：環保部，河南省政府，招銀國際證券

## 項目並購:獨特的核心競爭力

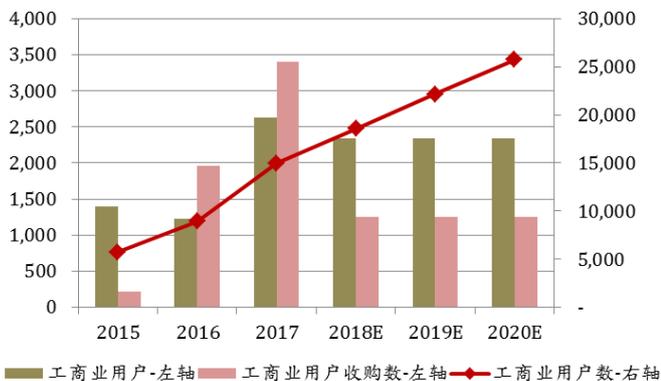
天倫燃氣通過一系列項目收購實現業務擴張。公司業務始於河南，自 2011 年開始在甘肅和吉林的開展了公司的早期業務收購。自那時起，經營領域從河南逐漸擴展至甘肅，吉林，湖南，山東，廣西，雲南，廣東，四川和陝西等。燃氣特許經營項目數量已從 2010 年上市前的 3 個增加到 2017 年底的 57 個，並且大部分項目獲得均來自項目收購。

經過多年的業務收購實踐，我們相信公司積累了成功的項目並購及整合經驗，包括：1) 尋找合適的項目並購目標並確定適當的收購對價；2) 通過統一品牌整合並購項目，並是並購標的項目的運營和服務規範化；3) 業務支援部門集權化，通過區域化天然氣採購，集中設備和物資採購降低並購項目的運維成本；以及 4) 持續開拓項目發展潛力並謀求更高的項目盈利能力。從被收購標的的角度來看，天倫燃氣的上市品牌，豐富的項目經驗以及資金支援有助於使項目在被並購以後獲得更多的業務發展機會，例如地方工業園區，大型商業項目和公共服務項目等。

天倫燃氣的收購目標主要標準為 1) 項目位於氣源豐富地區，2) 項目具備政策發展支援以及長期增長潛力規模化發展的區域，3) 項目估值區間在 10-12 倍左右。公司在並購項目持續開發的基礎上維持一個包含 10 個以上潛在收購標的的項目庫。在 2016 及 2017 年，我們測算公司通過收購分別在兩年間獲得了 1,954 和 3,404 戶工商業用戶，以及 104,604 和 89,651 戶居民用戶。根據管理層透露，因為四川和陝西省都有充足的天然氣供應，並且當地的天然氣分銷市場仍然相當分散，我們預計公司在這兩個省份將繼續具有潛在的收購機會。

基於公司在執行持續項目收購和項目順利整合方面的成功往績，我們預計管理層將繼續收購更多的項目以加速業務擴張。參考之公司過往收購歷史，我們預測天倫燃氣將維持每年收購 1250 個工商業用戶以及 85,000 個居民用戶。我們的預測相對保守，以反映公司在項目並購過程中的不確定性。

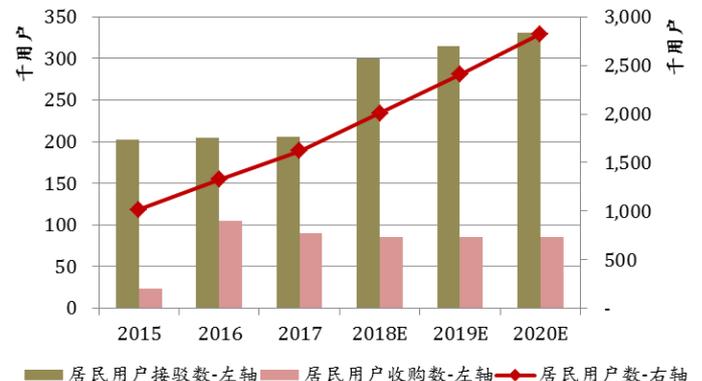
圖 21: 工商業用戶數量，及我們對於年度工商業用戶收購數量的預測



資料來源：公司及招銀國際預測

收購數量測算 = 年末用戶數量 - 年度接駁數量 - 年初用戶數量

圖 22: 居民用戶數量及我們對於居民用戶收購數量的預測



資料來源：公司及招銀國際預測

收購數量測算 = 年末用戶數量 - 年度接駁數量 - 年初用戶數量

## 農村煤改氣：促進居民用戶接駁業務增長

天倫燃氣於 2015，2016 以及 2017 年錄得新增居民燃氣用戶接駁數量分別為 202,270，204,393 及 206,237 戶。平均每戶接駁費維持穩定，每個新增居民接駁用戶收入約人民幣 2,550 元（不含稅）。根據京津冀及周邊地區 2017 年大氣污染防治工作方案要求，煤改氣項目將成為大氣防治工作的重點之一，我們認為公司 2018-2020 年燃氣接駁業務將受益於農村煤改氣項目的執行。

### 河南省的煤改氣項目將更具可持續性

我們認為，河南省煤改氣將成為 2018 年天倫燃氣燃氣接駁業務發展的關鍵驅動力。目前河南省的煤改氣進程顯著慢於河北，我們認為河南省在煤改氣項目方面具備與河北相比具備更高的可持續性。據中國能源報資訊，2017 年河南省完成了 113 萬戶煤改清潔能源供熱，其中 90% 轉化為電力供熱，其餘（約 11.3 萬戶）轉化為燃氣供熱。儘管 2017 年末的天然氣短缺引發了一些擔憂，河南省政府已就額外的天然氣供應以及更多的氣體儲存將作為 2018 年煤改氣工程的項目緩衝進行了部署和有關準備，我們也據此相信河南煤改氣項目將會以更加穩健的步伐持續進行。根據環境保護部的 2018 年指引，北方省份將有 400 萬戶實施煤炭改清潔能源改造，改造項目的範圍也將從居民用戶供熱擴大到小型鍋爐（容量低於 10 蒸噸）。

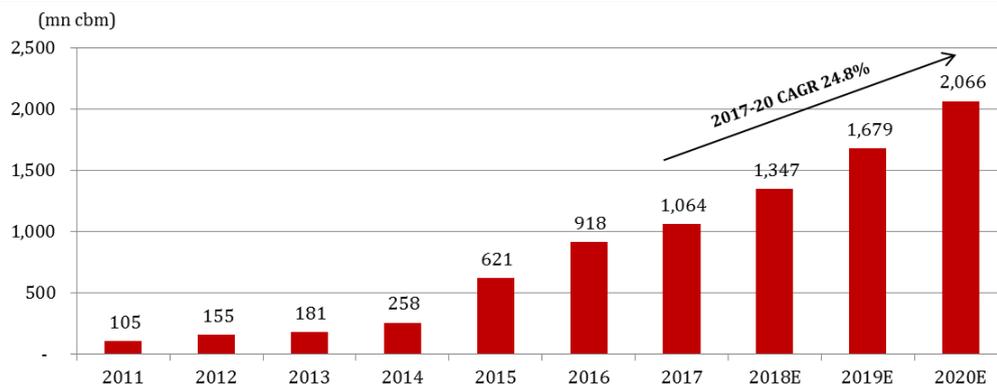
### 2018 年農村煤改氣目標實現 10 萬戶

管理層對於河南省農村煤改氣項目中所涉及的不確定性表現得相對保守，其主要的顧慮在於煤改氣完成後的燃氣供應可靠性以及有關煤改氣項目中的補貼款回收等。根據管理層在 2017 年業績發佈透露，公司在經過詳盡的項目盡職調查以後確定了幾個煤改氣項目，這些項目確定性較高並將於 2018 年啟動。公司計畫 2018 年在河南和甘肅完成 10 萬農村煤改氣項目。基於對河南煤改氣的可持續性的樂觀展望以及天然氣供應和儲存設施將逐漸改善預期，我們預計天倫燃氣將在 2019 年和 2020 年保持每年 10 萬戶煤改氣項目規模。

## 2017-2020 年燃氣銷量年均複合增長率 24.8%

根據我們此前的闡述，天倫燃氣在三四線城市以及城鄉結合部的燃氣項目佈局將迎合由沿海發達地區向內陸欠發達地區產業遷移所帶來的天然氣消費浪潮，我們預計公司將迎來燃氣需求下一波高速增長。此外，除公司的已有項目的內生性增長以外，我們也預期 1) 公司將持續通過其獨特的項目並購以加速擴張，以及 2) 居民使用者和工商業客戶持續性的煤改氣項目亦將加速天然氣銷售增長。根據我們對公司燃氣銷售的樂觀展望，我們預計 2018，2019 和 2020 年天然氣銷售量（除長輸管線）將分別增加至 13.47 億方，16.79 億方以及 20.66 億方，對應 2017 年至 2020 年的複合年增長率為 24.8%。

圖 23: 我們預期公司的燃氣銷量(除長輸管線外) 2017-2020 年均增速為 24.8%



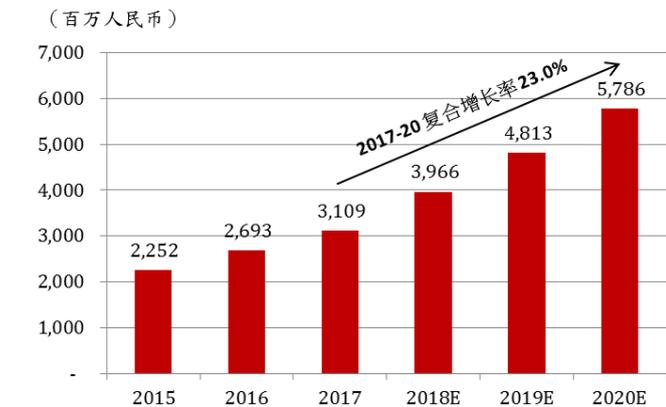
資料來源：公司資料，招銀國際預測

## 財務分析: 2017-2020 盈利年均增速 17.6%

### 主要應收增速由燃氣銷售增長驅動

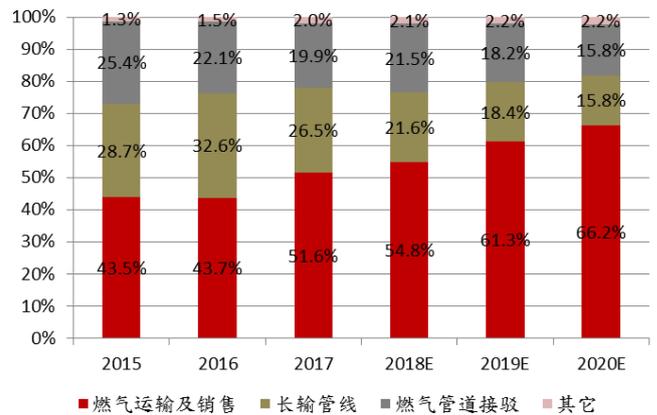
隨著公司天然氣銷售維持穩定增長，我們預計天倫燃氣的銷售收入也將保持穩定增長。收入構成方面，我們預期天然氣銷售和運輸業務的增長將超過其他分部，使天然氣銷售業務在未來幾年成為收入增長的關鍵驅動力。在業務分部毛利率方面，我們預期各個分部毛利率將保持相對穩定的基礎上隨業務發展略有變化，具體而言 1) 隨著經營杠桿增加，我們預期天然氣銷售的毛利率將略有增加；2) 由於煤改氣項目的接駁費用成本較高，燃氣接駁業務的毛利率略有下降；3) 其他業務的毛利率保持不變。我們預測公司的收入將在2018/2019/2020年分別進一步增長至39.7億/48.1億/57.9億人民幣，預計2017年至2020年的收入複合年增長率為23.0%。此外，我們預測接駁業務收入占比將逐漸減少，我們也預計混合毛利率將因此出現下降。

圖 24: 天倫燃氣的銷售收入



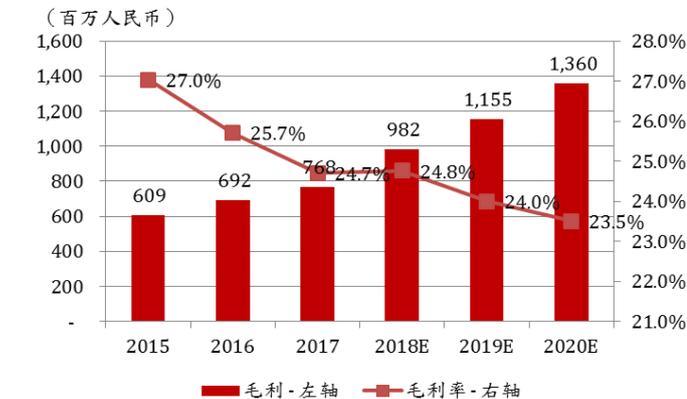
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 25: 天倫燃氣業務分部收入占比



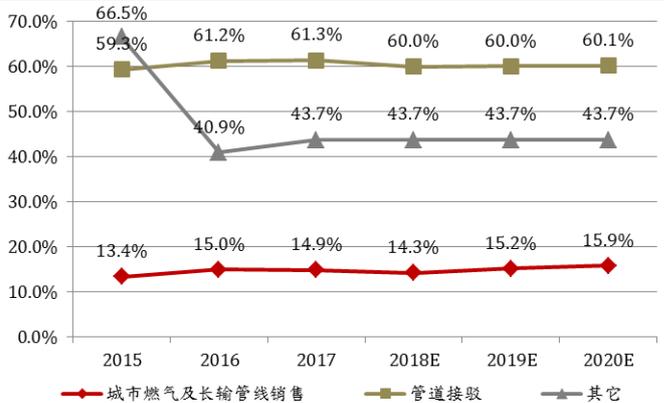
資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 26: 公司的毛利及毛利率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 27: 公司的業務分部毛利率

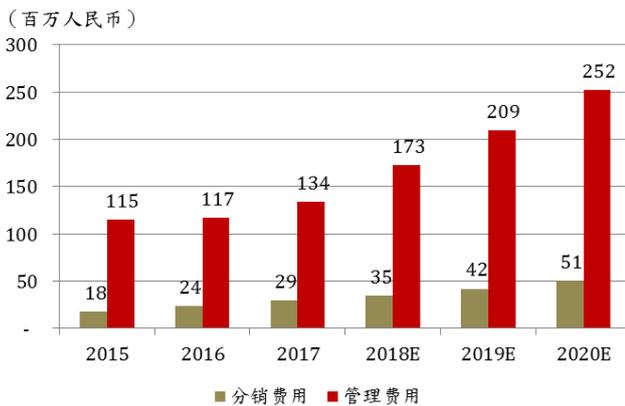


資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 財務費用開支經歷短期波動後恢復正常

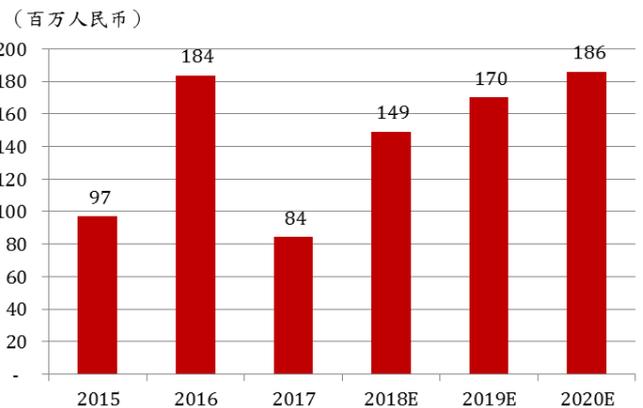
天倫燃氣的主要開支包括分銷和管理費用。我們預計這兩項支出都將隨收入規模擴大維持穩定增長。受人民幣對美元貶值影響，公司 2016 年在財務費用利息支出方面出現了明顯波動。公司的借貸結構中包括 2.5 億美元銀團貸款以及來自國際金融公司的 6,000 萬美元股東貸款。由於匯率波動將對業務收入以人民幣為主的損益表產生明顯影響，管理層在 2016 年開始採用交叉貨幣互換作為降低外匯風險的管控措施，淨利息支出也在 2017 年得到良好的控制。展望未來，由於離岸市場的債務融資成本仍然相對較低，我們預計公司將維持一定比例的外幣債務。由於公司已採取適當措施來緩解外匯風險，我們預計公司的財務費用將恢復正常，隨公司內生增長和收並購所需資本開支規模而逐漸增加。

圖 28: 天倫燃氣的主要開支為分銷成本和管理費用



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 29: 天倫燃氣的淨利息支出

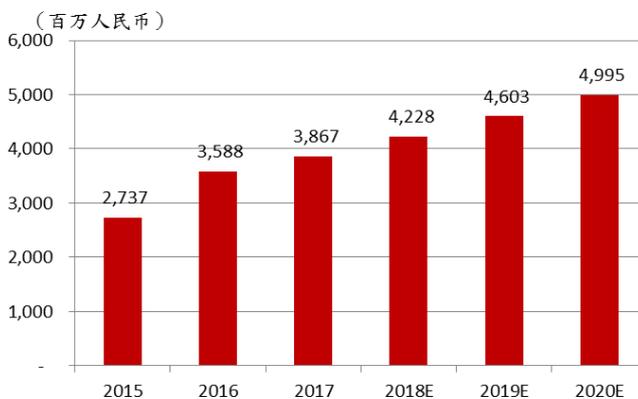


資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 資本開支、負債、流動比率將維持較適宜水準

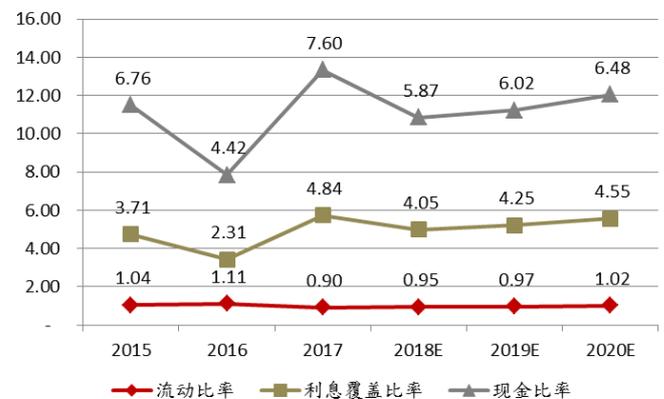
隨著公司項目收購步伐加快，2016 年淨負債率出現了明顯上升。債務淨額（總借貸 - 現金及現金等價物 - 流動性強的金融資產）與股東權益比率由 2015 年的 75.7% 上升至 2016 年的 99.8%，主要歸因於借貸大幅增加。由於公司仍然計畫通過項目並購以加速業務擴張，我們預計總債務規模將隨著年度資本支出預算約 10 億人民幣用於有機增長和項目收購而增加。管理層採用 100% 的淨負債比率作為債務控制上限，我們認為天倫燃氣目前的杠杆水準與管理層的擴張目標相符，基於 1) 燃氣銷售業務本身帶來較為強勁的業務，2) 利息覆蓋率維持較高水準，以及 3) 截止至 2017 年末，公司持有超過人民幣 11 億現金及流動性較高的金融資產。

圖 30: 天倫燃氣的借貸規模



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 31: 天倫燃氣的流動性比率



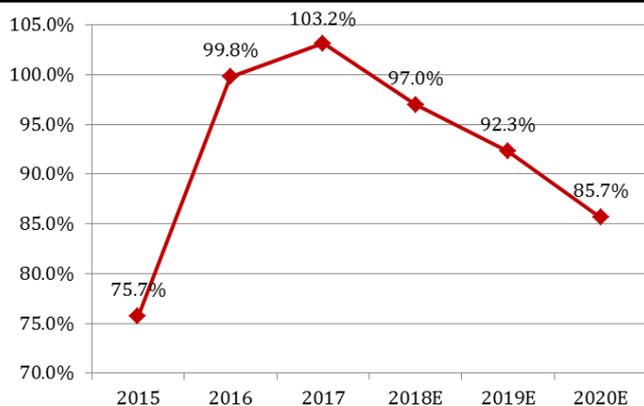
資料來源：公司資料，招銀國際預測

### 2017 - 2020 淨利潤複合增速 17.6%

參考公司以往成功的項目收購歷史，以及公司三四線城市業務佈局將迎合這些地區較快的工業化城市化發展，我們預期公司盈利增長動能將保持強勁。預計 2018/2019/2020 期間淨利潤將分別增長至人民幣 4.76/5.55/6.57 億元，對應 2017-2020 年的收入複合年增長率為 17.6%。我們的測算顯示天倫燃氣的股本回報率將從 2017 年的 14.5% 擴張至 2020 年的 16.3%。我們的杜邦分析表明，公司的股本回報率擴張將主要由資產周轉率增加所推動。

天倫燃氣自 2016 年起開始派發股息。公司 2016 年和 2017 年的派息率分別為 23.4% 和 25%。管理層表示計畫從 2018 年起將派息比率提高至 30%，以與股東分享更多收益。

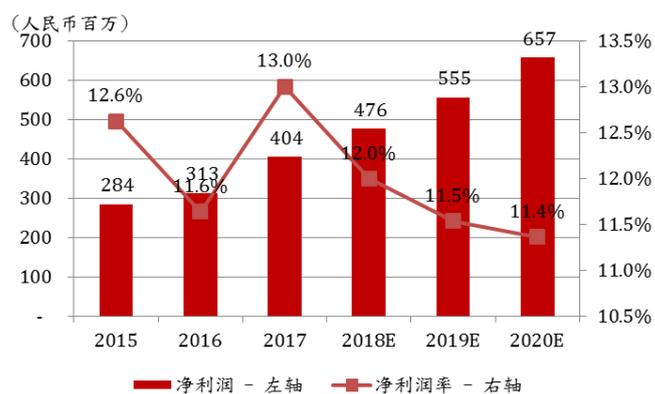
圖 32: 天倫燃氣的淨負債率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

注：淨負債計算中包含流動性較高的金融資產

圖 33: 天倫燃氣的淨利潤及淨利潤率



資料來源：公司資料，招銀國際預測

圖 34: 我們的杜邦分析顯示公司的股本回報率擴張將主要由資產周轉率增加所推動

DuPonts analysis	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本回報率	12.8%	12.7%	14.5%	15.1%	15.6%	16.3%
所得稅及少數股東權益負擔	66.2%	70.5%	70.2%	70.3%	70.3%	70.3%
財務開支負擔	81.6%	73.2%	90.4%	84.9%	85.4%	86.6%
運營收入利潤率	23.4%	22.6%	20.5%	20.1%	19.2%	18.7%
資產周轉率	33.7%	35.3%	36.7%	41.8%	45.7%	49.4%
槓桿率	284.4%	314.0%	304.9%	300.0%	295.8%	290.3%

資料來源：公司資料，招銀國際預測

## 財務摘要

### 利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售收入</b>	<b>2,693</b>	<b>3,109</b>	<b>3,966</b>	<b>4,813</b>	<b>5,786</b>
燃气销售	1,176	1,604	2,175	2,951	3,831
长输管线	879	824	857	884	911
接驳费	596	620	852	874	914
其它	41	61	82	104	129
<b>销售成本</b>	<b>(2,001)</b>	<b>(2,341)</b>	<b>(2,984)</b>	<b>(3,658)</b>	<b>(4,426)</b>
<b>毛利</b>	<b>692</b>	<b>768</b>	<b>982</b>	<b>1,155</b>	<b>1,360</b>
<b>营运支出</b>	<b>(85)</b>	<b>(131)</b>	<b>(185)</b>	<b>(230)</b>	<b>(280)</b>
分销成本	(24)	(29)	(35)	(42)	(51)
行政费用	(117)	(134)	(173)	(209)	(252)
其它收益	12	27	18	18	18
其它利得/亏损净额	44	5	4	4	4
<b>息税前收益</b>	<b>608</b>	<b>637</b>	<b>797</b>	<b>926</b>	<b>1,080</b>
财务收益	79	47	48	48	51
财务费用	(263)	(132)	(197)	(218)	(237)
财务费用净额	(184)	(84)	(149)	(170)	(186)
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>676</b>	<b>790</b>	<b>935</b>
所得税	(110)	(147)	(170)	(200)	(236)
减:非控制股东权益	21	25	31	35	42
<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	<b>476</b>	<b>555</b>	<b>657</b>

資料來源:公司資料,招銀國際預測

### 資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>5,820</b>	<b>6,758</b>	<b>7,416</b>	<b>8,139</b>	<b>8,880</b>
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	531	565	606
其它非流动资产	191	271	237	257	281
<b>流动资产</b>	<b>1,814</b>	<b>1,714</b>	<b>2,067</b>	<b>2,398</b>	<b>2,839</b>
应收账款及票据	603	667	865	1,041	1,256
公允价值计价金融资产	335	300	305	305	305
现金及等价物	755	678	790	943	1,176
其它流动资产	120	69	107	110	103
<b>流动负债</b>	<b>1,633</b>	<b>1,898</b>	<b>2,180</b>	<b>2,470</b>	<b>2,791</b>
应付账款及票就	530	528	686	841	1,018
预收账款	151	254	279	307	338
借贷	848	969	1,057	1,151	1,249
其它流动负债	104	148	158	171	187
<b>非流动负债</b>	<b>3,248</b>	<b>3,456</b>	<b>3,772</b>	<b>4,099</b>	<b>4,444</b>
借贷	2,740	2,898	3,171	3,452	3,747
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
<b>少数股东权益</b>	<b>321</b>	<b>339</b>	<b>370</b>	<b>405</b>	<b>447</b>
<b>净资产总额</b>	<b>2,431</b>	<b>2,778</b>	<b>3,161</b>	<b>3,562</b>	<b>4,038</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,431</b>	<b>2,778</b>	<b>3,161</b>	<b>3,562</b>	<b>4,038</b>

資料來源:公司資料,招銀國際預測

**現金流量表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
<b>稅前利潤</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>676</b>	<b>790</b>	<b>935</b>
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(54)	(14)	(24)
稅費	(43)	(71)	(117)	(141)	(171)
其它	(417)	(290)	18	-	-
<b>经营活动所得現金流</b>	<b>434</b>	<b>442</b>	<b>762</b>	<b>905</b>	<b>1,044</b>
資本开支	(1,156)	(1,059)	(917)	(973)	(1,022)
其它	505	231	-	-	-
<b>投资活动所得現金净额</b>	<b>(651)</b>	<b>(828)</b>	<b>(917)</b>	<b>(973)</b>	<b>(1,022)</b>
股份发行	(292)	(0)	(0)	(0)	0
淨借貸	852	279	360	376	392
股息	(73)	(78)	(93)	(154)	(182)
其它	(161)	124	-	-	-
<b>融资活动所得現金净额</b>	<b>326</b>	<b>325</b>	<b>267</b>	<b>221</b>	<b>211</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>110</b>	<b>(62)</b>	<b>112</b>	<b>153</b>	<b>233</b>
年初現金及現金等价物	609	755	678	790	943
汇兑	36	(15)	-	-	-
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>755</b>	<b>678</b>	<b>790</b>	<b>943</b>	<b>1,176</b>
<b>资产负债表現金</b>	<b>755</b>	<b>678</b>	<b>790</b>	<b>943</b>	<b>1,176</b>

資料來源:公司資料,招銀國際預測

**主要指標**

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合(%)</b>					
燃气銷售	43.7	51.6	54.8	61.3	66.2
长输官謝	32.6	26.5	21.6	18.4	15.8
燃气接駁	22.1	19.9	21.5	18.2	15.8
其它	1.5	2.0	2.1	2.2	2.2
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	22.6	20.5	20.1	19.2	18.7
稅前利率	16.5	18.5	17.1	16.4	16.2
淨利潤率	11.6	13.0	12.0	11.5	11.4
有效稅率	24.8	25.5	25.1	25.3	25.2
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.11	0.90	0.95	0.97	1.02
速动比率(x)	4.42	7.60	5.87	6.02	6.48
現金比率(x)	4.42	7.60	5.87	6.02	6.48
平均应收款周转天数	81.1	74.5	70.5	72.3	72.5
債務/股本比率(%)	130.4	124.0	119.7	116.0	111.4
淨負債/股東權益比率(%)	99.8	103.2	97.2	92.4	85.7
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	12.7	14.5	15.1	15.6	16.3
資產回報率	4.1	4.8	5.0	5.3	5.6
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.31	0.41	0.48	0.56	0.66
每股股息(人民币)	0.07	0.10	0.14	0.17	0.20
每股賬面价值(人民币)	2.46	2.81	3.19	3.60	4.08

資料來源:公司資料,招銀國際預測

## 估值

### 基於價值低估給予買入推薦，目標價：每股 7.00 港元

在現價每股 5.40 港元基礎上，天倫燃氣目前的交易估值僅為我們 2018 年預測市盈率的 9.1 倍。與跨區域燃氣分銷同業的估值對比（見下表），我們認為公司的價值顯著低估（2018 年市場一致預估市盈率 9.0 倍對應同業平均估值 14.7 倍）。此外，從公司歷史估值角度，天倫燃氣目前交易價格在市盈率和市淨率兩個維度均較公司 5 年平均低一個標準差以上。

除同業估值因素以外，公司自 2017 年 7 月起市值維持在 50 億港元以上，我們相信天倫燃氣有望在下一輪評審中入選港股通標的。下一次港股通標的將於 2018 年 8 月份公佈，我們預料該資訊的發佈將有望觸發天倫燃氣價值重估。

基於同業 2018 年平均預測市盈率 14.7 倍水準，我們對天倫燃氣給予 20% 的估值折扣以反映 1) 潛在並購以獲取增長的不確定性以及 2) 二級市場交易流動性折讓。我們對公司的目標價位每股 7.00 港元，對於 2018 年預測市盈率 11.8 倍，對現價意味潛在升幅為 29.6%。

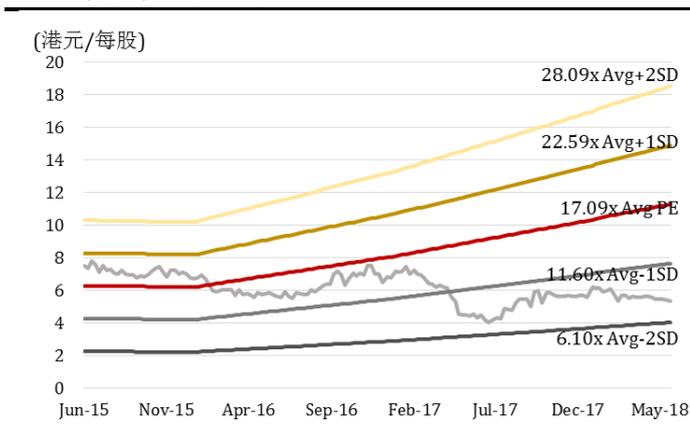
首次覆蓋天倫燃氣，我們給予買入評級。

圖 35: 同業估值比較

港股代號	公司名稱	市值 (百萬港元)	股價	每股盈利			每股盈利復	市盈率			市淨率		
				17	18E	19E	合增長率 17-19E	17	18E	19E	17	18E	19E
384 HK	中國燃氣	157,254	31.65	0.82	1.24	1.50	35.5%	38.7	25.6	21.1	7.4	6.3	5.2
2688 HK	新奧能源	82,761	76.30	3.24	3.73	4.42	16.8%	19.3	16.7	14.1	3.9	3.3	2.8
1193 HK	華潤燃氣	64,052	28.80	1.68	1.88	2.08	11.4%	17.2	15.3	13.8	3.1	2.6	2.2
135 HK	昆仑能源	58,525	7.25	0.55	0.59	0.69	11.5%	10.8	10.1	8.7	1.3	1.1	1.0
1083 HK	港華燃氣	20,959	7.57	0.42	0.51	0.58	16.7%	17.9	14.8	13.1	1.4	1.2	1.2
1600 HK	天倫燃氣	5,344	5.40	0.39	0.49	0.60	24.5%	11.4	9.0	7.4	1.5	1.3	1.2
603 HK	中油燃氣	3,437	0.59	0.05	0.07	0.08	17.9%	10.9	9.1	7.9	n/a	n/a	n/a
平均								19.3	14.7	12.9	2.5	2.2	1.9

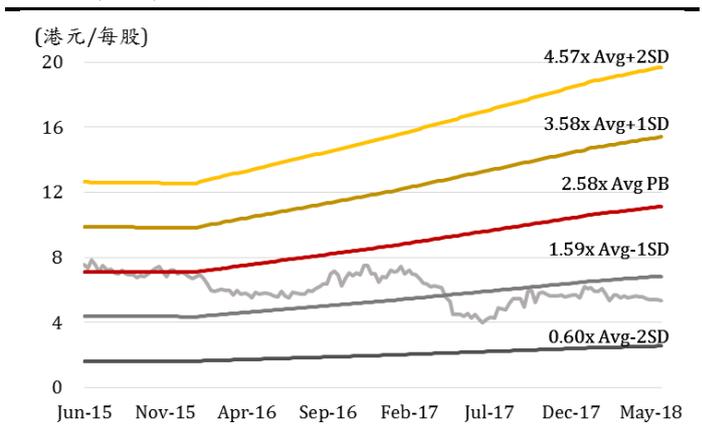
資料來源：彭博，招銀國際證券  
注：資訊截止日期為 5 月 29 日

圖 36: 市盈率估值區間



資料來源：彭博，招銀國際證券

圖 37: 市淨率估值區間



資料來源：彭博，招銀國際證券

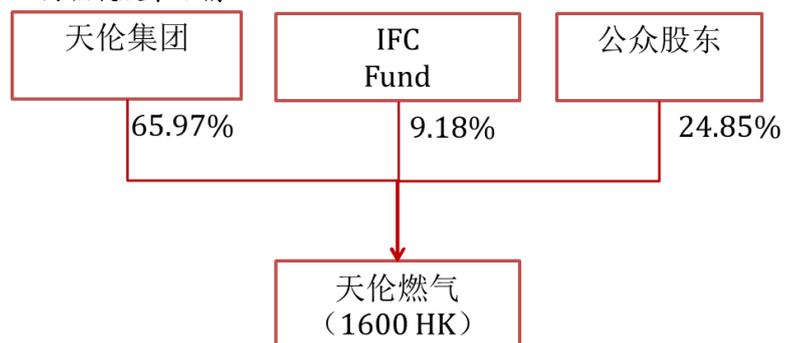
## 主要風險

我們的估計嵌入了天然氣需求穩定增長以及未來較為穩定的天然氣採購成本和平均售價預期。與我們預測相關的主要風險包括以下4項：

- 1) 項目收購速度低於我們的預期。
- 2) 煤改氣項目實現低於管理層指引和我們的測算
- 3) 天然氣供應在需求旺季出現明顯短缺
- 4) 國家發改委調整天然氣門站價以及終端用氣定價。

## 附錄

### 天倫燃氣股東結構



資料來源：公司資料、招銀國際證券

## 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责任。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。