

天伦燃气 (1600 HK)

收购业务带动增长

- ❖ **快速扩张的燃气分销商。**天伦燃气于 1997 年在河南省成立。公司专注燃气分销业务拓展，自 2010 年港交所上市以来，公司业务进入快速扩张状态。天伦燃气的覆盖地区已从河南省遍布全国各地，业务范围也从下游的燃气分销拓展到中上游液化天然气供应和长输管道。截至 2017 上半年，天伦燃气在全国多个区域共计拥有 54 个城市的燃气项目，50 个加气站，2 个在建液化天然气工厂项目，6 个长途燃气运输管道（其中 3 个处于在建中）。公司已成为颇具规模的燃气分销商。
- ❖ **收购兼并成为主要增长动力。**回顾天伦燃气历年经营状况可以发现，收购兼并一直是公司主要的增长动力。公司总燃气销售量从 2011 年的 105 百万立方米增长至 2016 年的 918 百万立方米，2011-2016 年复合增长率达 54.2%。我们相信，公司的发展模式较为独特，在国内大型的燃气分销商已基本瓜分市场的背景下，天伦燃气还能取得较大规模的燃气项目并购殊为不易。我们认为天伦燃气过去的收购项目整合较为成功，通过经营杠杆以及并购项目燃气销售量内生增长，为公司股东带来更多收益。2017 年上半年，公司成功收购了成都金堂县的燃气项目，将公司的燃气业务在四川地区实现进一步拓展。
- ❖ **煤改气以及燃气渗透率提高推动燃气销售增长。**天伦燃气覆盖的城市大多为 3、4 线城市。我们认为，公司未来会受益于城镇工业化转移趋势、煤改气制度和农村城镇化改革。随着城市制造业从主要城市向周边三四线城市及乡镇转移，燃气消耗量较大的工业企业将为三四线地区的燃气项目带来大量的燃气消费增长，公司此前的收购项目将受益于此。此外，根据公司透露，截止 2015 年，公司燃气项目的居民的燃气渗透率只有 36.5%，远低于成熟城市的水平，未来居民燃气渗透率提高将推动销售。
- ❖ **吸引估值。**公司 2016 年净利润录得 3.13 亿人民币，其中美元借贷产生了 1 亿人民币的汇兑损失。2017 上半年，天伦燃气净利润录得 1.87 亿人民币，同比增长 23.7%。我们认为公司的业务增速将在下半年获得维持并加快，同时金堂项目将于 2017 年下半年贡献利润。市场预测 2017 年市盈率为 13.2 倍，低于同业平均水平 14.4 倍。基于公司未来的高增长，我们认为天伦燃气目前估值十分吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	1,344	2,252	2,693
净利润(百万港元)	220	284	313
每股收益(港仙)	0.27	0.30	0.31
每股收益变动(%)	30.3	13.0	4.2
市盈率(x)	24.0	19.1	20.6
市帐率(x)	4.7	2.5	2.6
股息率(%)	-	-	1.2
股本回报率(%)	19.2	12.9	12.7
净负债/股东权益比率(%)	41.0	90.6	116.5

资料来源：公司资料，招银国际预测

未评级

目标价

HK\$5.78

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃气板块

市值(百万港元)	5,720
3 月平均流通量(百万港元)	7.80
52 周最高/低(港元)	7.98/ 3.75
总股本(百万)	989.6

Source: Bloomberg

股东结构

天伦集团	65.5%
IFC	9.2%
流通股	25.3%

来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.4%	-5.4%
3 月	16.1%	7.3%
6 月	9.1%	-7.8%

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

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。