

天伦燃气 (1600 HK)

迎来下一波天然气需求增长热潮

❖ 一家规模较小，但充满增长动能的城市燃气分销商。天伦燃气是中国最早进入国内城市燃气分销业务的民营企业之一。与领先的港股上市燃气分销同业相比，公司的燃气销售规模较小，但在2014至2017年实现了天然气销售年均复合增长远高于同行（合并口径年均复合年增长率为36.2%）。在业务发展方面，天伦燃气业务拓展呈现了1）偏重于三四线城市业务布局，以及2）通过积极项目收购加速业务扩张。展望未来，我们认为公司业务发展充满动能，并将保持强劲的增长势头。

❖ 迎来下一波天然气需求增长热潮。我们认为公司业务布局位处三四线城市，将迎来下一波天然气需求增长热潮，因为1）三四线城市及发达地区城乡结合部整随着目前产业迁移趋势实现快速工业化及城镇化发展；2）相对落后地区具备更高的城镇化发展空间；以及3）环保部对大气污染预防措施的进一步加强将促进天然气需求的增长。我们预期天伦燃气的天然气销售将保持快速增长，2017至2020年燃气销售复合增长率为24.8%。除代输气量以外，我们预测2018年燃气销售量将同比增长26.6%至13.47亿立方米。

❖ 项目并购和农村煤改气项目将加速业务扩张。天伦燃气在多年的发展历程中积累了成功的项目并购经验，其并购选择为气源供应充沛，地方政策明确，增长潜力较高，以及项目估值位于10-12倍市盈率区间标的。2018年，管理层迫切希望参与农村煤改气项目，并设定完成10万户煤改气项目目标。我们认为项目收购和煤改气项目将促进公司的燃气销售，并显著增加接驳业务收入，是利润实现快速增长的催化剂。

❖ 首次覆盖给予买入评级，目标价7.00港元。我们预测2018/2019/2020净利润将分别增长至人民币4.76/5.55/6.57亿元，对应2017-2020年的净利润年均复合增长率为17.6%。在现价每股5.40港元基础上，目前的交易估值仅为我们2018年预测市盈率的9.1倍显著低于同业平均估值15.0倍水平，同时市盈率及市净率两个维度均较公司5年平均低一个标准差以上。我们对公司的目标价为每股7.00港元，对应2018年预测市盈率11.8倍，意味潜在升幅为29.6%。首次覆盖天伦燃气，给予买入评级。

❖ 主要风险：1）项目收购速度低于我们的预期；2）煤改气项目实现低于管理层指引和我们的测算；3）天然气供应在需求旺季出现明显短缺；以及4）国家发改委调整天然气门站价以及终端用气定价。

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	3,966	4,813	5,786
净利润(人民币百万)	313	404	476	555	657
每股收益(人民币)	0.31	0.41	0.48	0.56	0.66
每股收益变动(%)	5.2	30.5	17.7	16.7	18.4
市盈率(x)	14.1	10.8	9.2	7.9	6.6
市帐率(x)	1.80	1.57	1.38	1.23	1.08
股息率(%)	1.7	2.3	3.3	3.8	4.5
股本回报率(%)	12.7	14.5	15.1	15.6	16.3
净负债/股东权益比率(%)	99.8	103.2	97.2	92.4	85.7

资料来源：公司资料，招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$7.00
潜在升幅	+29.6%
当前股价	HK\$5.40

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃气板块

市值(百万港元)	5,344
3月平均流通量(百万港元)	4.07
52周最高/低(港元)	6.24/3.75
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	-1.5%	-3.1%
3月	-4.8%	-3.3%
6月	-4.8%	-8.2%

来源：彭博

过去一年股价



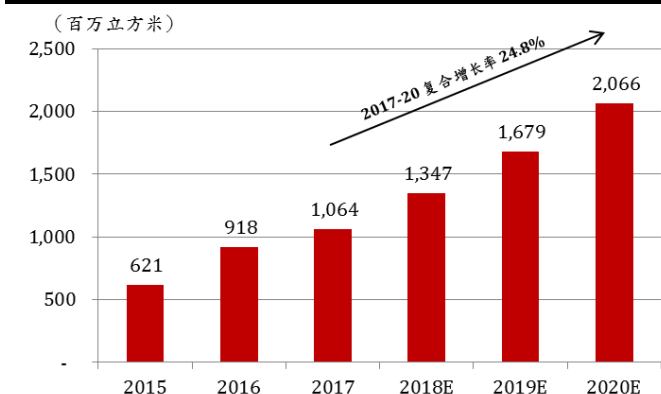
来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.tianlungas.com

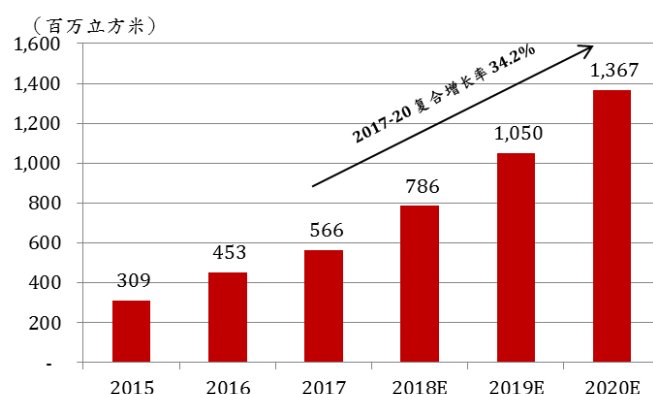
焦点图表

图 1: 我们预期公司 2017-2020 年燃气销量 (除代输气量部分以外) 复合增长率为 24.8%



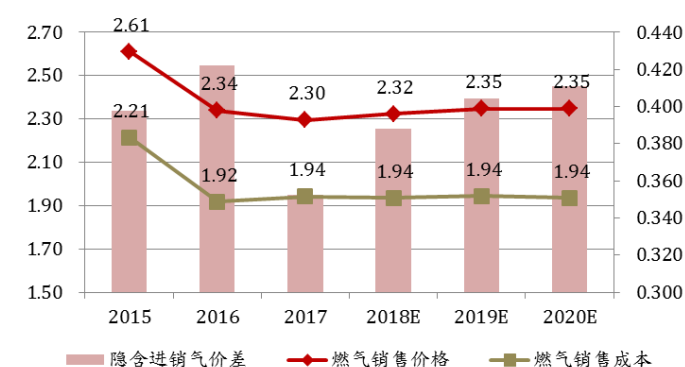
资料来源：公司资料，招银国际测算

图 2: 我们预期工商业用户售气量年均复合增速更快，2017-2020 年均复合增长率为 34.2%



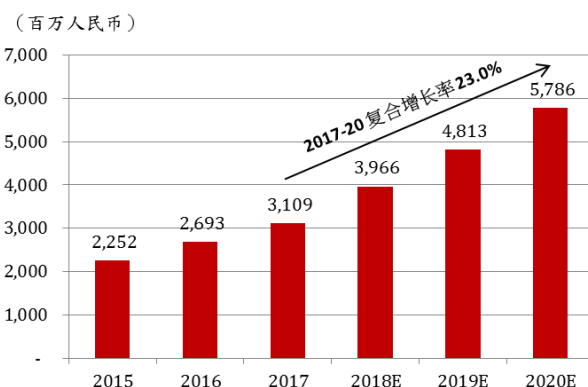
资料来源：公司资料，招银国际测算

图 3: 由于工商业售气量占比逐渐提高，我们预期公司的隐含的销气毛差将因此明显提升



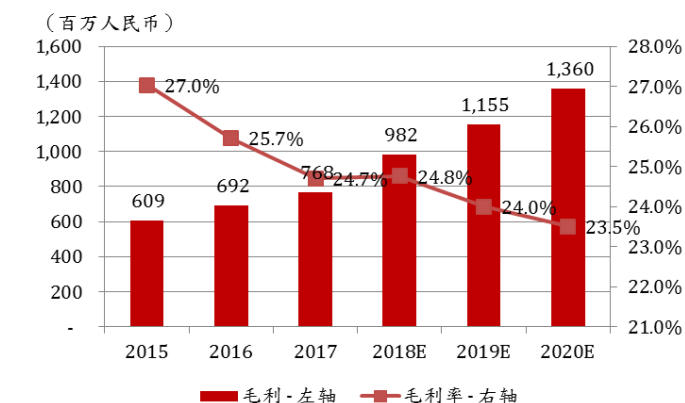
资料来源：公司资料，招银国际测算

图 4: 我们测算公司 2017-2020 年销售收入年均复合增长率为 23.0%



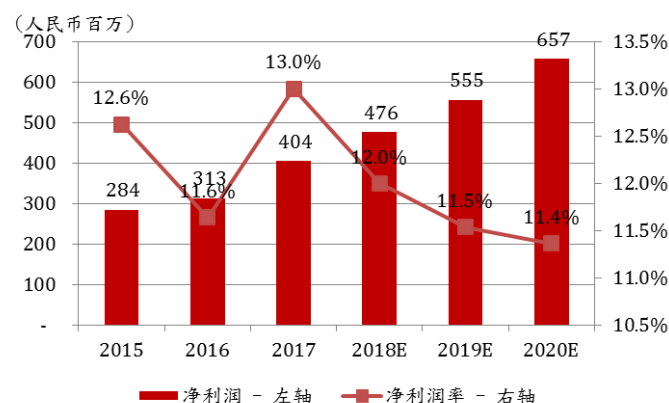
资料来源：公司资料，招银国际测算

图 5: 我们预期公司的收入结构将更偏向于燃气销售，预料毛利率将呈逐渐下滑趋势，但毛利水平将保持扩张



资料来源：公司资料，招银国际测算

图 6: 我们认为天伦燃气盈利将维持可持续增长，我们预测 2017-2020 年净利润复合增长率为 17.6%

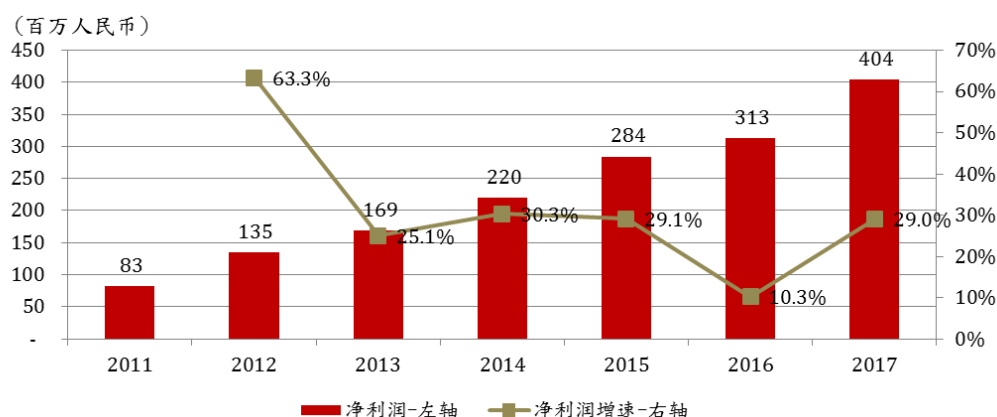


资料来源：公司资料，招银国际测算

一家规模较小，但充满增长动能的城市燃气分销商

天伦燃气控股有限公司（简称天伦燃气，1600 HK），是中国最早进入国内城市燃气分销业务的民营企业之一。公司成立于2002年，总部设在河南郑州。天伦燃气的业务发展专注于三四线城市以及较发达城市的城乡结合地区，通过其独特的并购扩张模式，逐步发展成为全国性的天然气分销商。公司于2010年11月在香港交易所成功上市。上市后，天伦燃气业务版图从河南北部迅速增长至全国16个不同省份/地区。历经多年的发展，公司取得了成功的业务扩张，并呈现了收益增长较强的持续性。2011至2017年，天伦燃气实现盈利年均复合增长率为30.3%。

图7：天伦燃气在维持盈利持续增长方面业绩良好



资料来源：公司资料，招银国际证券

天然气销售是公司4大业务板块中的核心

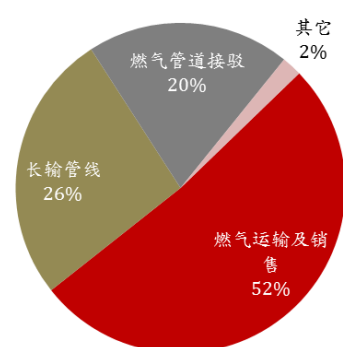
天伦燃气的业务重点是天然气分销。公司的收入来源分为城市燃气销售，燃气管道接驳，长途管道燃气输送及销售，以及其他业务四个板块。截至2017年底，公司在16个省份/地区拥有57个城市燃气项目，运营51座加气站，2个LNG工厂，3条在运长输管道和3个在建管线。

图8：天伦燃气四大业务板块



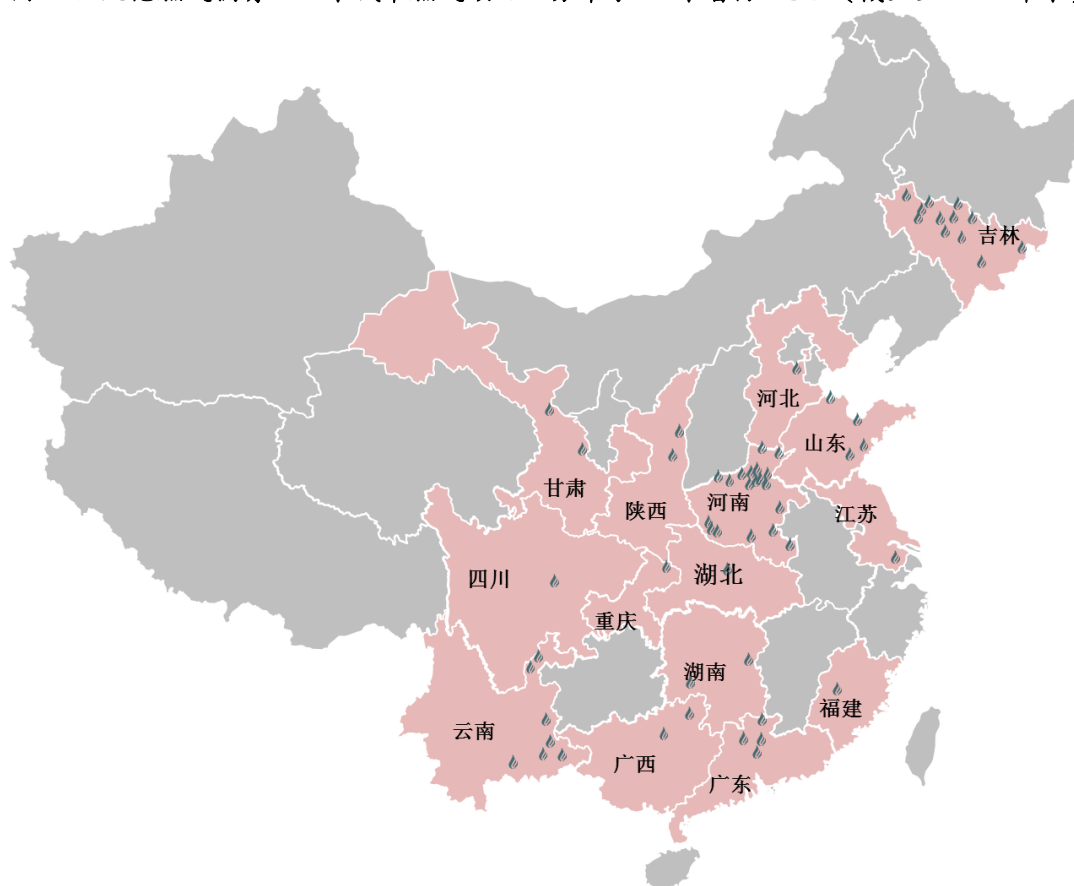
资料来源：公司资料，招银国际证券

图9：2017年板块业务收入占比情况



资料来源：公司资料，招银国际证券

图 10：天伦燃气拥有 57 个城市燃气项目，分布于 16 个省份/地区（截止至 2017 年末）



资料来源：公司资料，招银国际证券

同业对比：规模较小，但充满增长动能

我们将天伦燃气与在香港上市的主要中国跨区域天然气分销商进行比较，将居民用户，工商业的城市燃气销售，以及车船燃气加气站（CNG 和 LNG 销售）的天然气销售纳入我们的比较范围，并将长输管线销售、燃气批发和贸易剥离出我们的比较范围。我们认为公司在天然气销量方面体量相对较小，但公司在 2014 至 2017 年的观察期内实现了高于同业的天然气销售复合增长。期内，天伦燃气录得总天然气销售量复合增长率为 36.2%，而在燃气销售细分类别方面，居民用户、工商业用户、和 L/CNG 销售年复合增长率分别为 37.9%，42.2%以及 24.7%。

我们认为公司强劲的天然气销售增长势头将获得持续，原因是：1）高能耗及劳动密集产业呈现从一二线城市向三四线城市迁移趋势；2）相对落后地区城市化率将不断提高；3）地方政府在十三五期间对于提高天然气消费提出了具有雄心的目标，以及 4）中国生态与环境部（前身为中国环境保护部）对空气污染的防治措施将推动天然气需求的大幅增长。

图 11: 2014-2017 年，天伦燃气与同业相比具有最高的燃气销售复合增速（单位：百万立方米）

公司	港股代号	14财年	15财年	16财年	17财年	2014-2017 复合增长率	燃气销售 比例
华润燃气	1193 HK	13,323	14,121	16,272	19,667	13.9%	100.0%
居民用气		3,467	3,863	4,314	4,767	11.2%	24.2%
工商业用气		8,576	8,545	10,238	13,092	15.1%	66.6%
车用燃料		1,617	1,713	1,720	1,808	3.8%	9.2%
新奥燃气	2688 HK	9,315	10,054	11,293	14,475	15.8%	100.0%
居民用气		1,221	1,487	1,816	2,148	20.7%	14.8%
工商业用气		6,675	7,001	7,963	10,931	17.9%	75.5%
车用燃料		1,419	1,566	1,514	1,396	-0.5%	9.6%
中国燃气	384 HK	5,663	6,753	7,295	8,473	14.4%	100.0%
居民用气		1,130	1,340	1,545	1,930	20%	22.8%
工商业用气		3,775	4,341	4,597	5,340	12%	63.0%
车用燃料		759	1,072	1,153	1,204	17%	14.2%
港华燃气	1083 HK	6,511	6,562	7,120	8,417	8.9%	100.0%
居民用气		1,563	1,772	1,917	2,116	11%	25.1%
工商业用气		4,948	4,790	5,203	6,301	8%	74.9%
中油燃气	603 HK	2,507	2,651	2,769	3,309	9.7%	100.0%
居民用气		598	684	808	805	10.4%	24.3%
工商业用气		1,487	1,520	1,599	2,135	13%	64.5%
车用燃料		422	447	362	369	-4%	11.2%
天伦燃气	1600 HK	258	364	488	650	36.2%	100.0%
居民用气		69	101	151	181	37.9%	27.8%
工商业用气		111	150	215	319	42.2%	49.0%
车用燃料		78	113	122	151	24.7%	23.2%

资料来源：公司，招银国际证券

备注：

1. 中国燃气（384 HK）财务年结为 3 月 31 日，其它燃气分销企业财务年结为 12 月 31 日。
2. 天然气销售量比较中，已将各公司的批发气量、贸易气量、以及长输管线销售气量排除在外。

业务布局三四线城市，处天然气需求下一波增长浪潮的有利区位

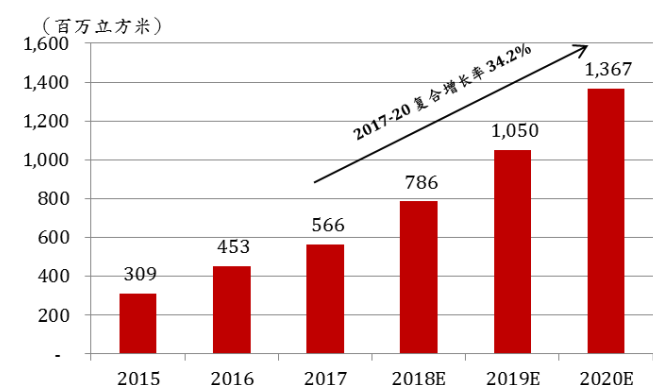
工业发展从一二线城市向三四线城市迁移

我们认为工业发展从沿海一二线城市向较落后地区迁移是推动内陆三四线城市天然气需求增长的关键之一。根据我们的观察，由于生活成本和环境压力的增加，部分劳动力和能源密集型行业已经从沿海地区迁往内陆城市。我们预计这样的工业迁移将显著提升城三四线城市以及城乡结合部的工业化水平。

在这种趋势下，我们认为天伦燃气项目大多位于三四线城市及一二线城市城乡结合部的布局，使公司在工业用气需求下一波增长浪潮中处于有利地位。公司工商业燃气销量（不含长输管线销售）从2014年的1.11亿立方米增长至2017年的3.19亿立方米，年均复合增长率为42.2%。若将长输管线销售纳入计算，公司的工商业售气量则从2014年1.11亿立方米增长至2017年的5.66亿立方米，年均复合增速高达60.4%。此外，我们亦观察到公司工商业售气占比在不断提升，自2014年43.0%上升至2017年53.2%。

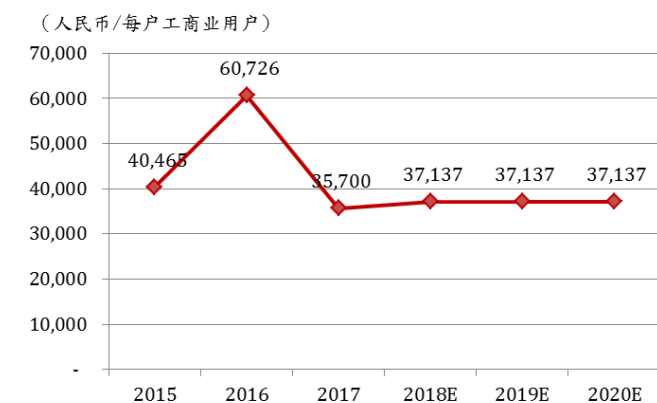
在未来几年，我们预计公司的工商业售气量将保持高速增长，主要的驱动力将是较落后地区加速实现工业化以及小型工业锅炉的煤改气。我们预测2018、2019以及2020年工商业售气量（含长输管线工商业销售）将分别进一步增加至7.86、10.50和13.67亿立方米，而工商业售气占比（包括长途管线销售）到2020年将进一步扩大至62.4%，与领先的城市燃气分销商的工商业售气占比相若。

图 12: 我们预期公司 2017-2020 年工商业售气量年均复合增长率达 34.2%



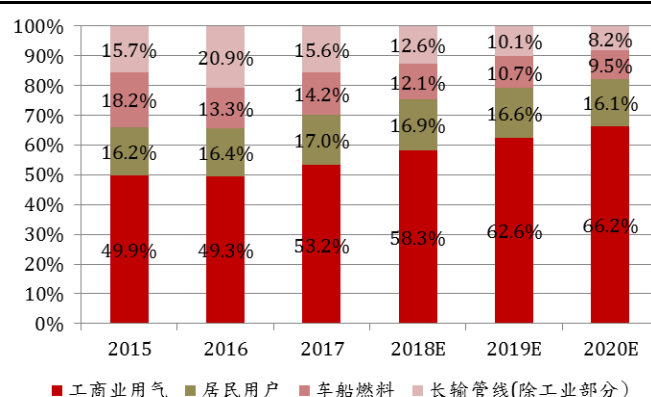
资料来源：公司资料，招银国际预测

图 14: 公司的工商业用户接驳费及预测



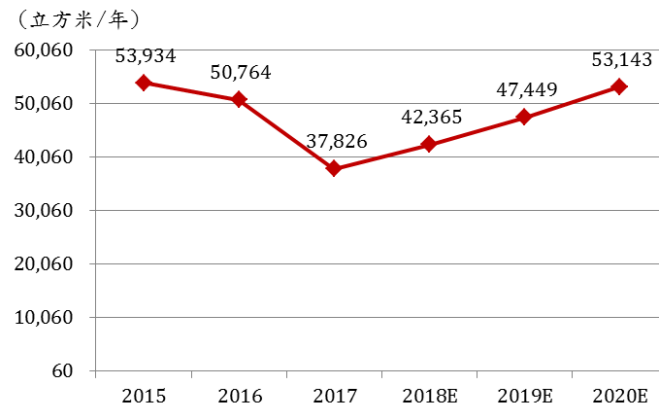
资料来源：公司资料，招银国际预测

图 13: 我们预期工商业售气量占比将逐年提升



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 15: 公司工商业用户人均用气量及预测



资料来源：公司资料，招银国际预测

城市化率日益增加推动居民用气普及率持续提升

基于：1) 三四线城市和发达城市的城乡结合地区工业化发展将带动这些地区城市化率不断日高，以及 2) 天伦燃气目前所运营区域的居民燃气渗透率与成熟城市相比仍处于较低水平，我们认为，公司的居民用户燃气销售将继续与工商业燃气销售保持相匹配的增长速度。据各省政府统计，河南，吉林，陕西，四川等主要经营区域的平均城市化率均低于全国平均水平。我们认为，相对欠发达地区的将具备未来城市化的发展空间较大，而地方发改委在十三五期间的城市化发展目标证实了我们的想法，即“十三五”期间城镇化率较低的地区具有较高的城市化发展空间。除城市化发展将进一步推动居民用户燃气销售以外，我们认为公司目前的居民燃气渗透率也揭示未来仍然具备非常广阔的内生增长空间。据管理层表示，天伦燃气目前整体的居民燃气渗透率低于 40%，远低于成熟城市以及目前市场领先的燃气经销商的 60-70%的居民燃气渗透率水平。

天伦燃气居民用户燃气销售量自 2014 年的 6 千 9 百万立方米增加到 2017 年的 1.8 亿立方米，显示在此期间居民用气销售复合年增长率为 37.9%。基于我们对于城市化进程和居民燃气渗透率将逐渐提升的判断，我们预测居民用户燃气销售量将从 2018 年的 2.25 亿立方米增加到 2020 年的 3.20 亿立方米，对应 2017 年至 2020 年居民用气销售复合年增长率为 21.1%，并且户均用气量也将维持逐渐增长趋势。

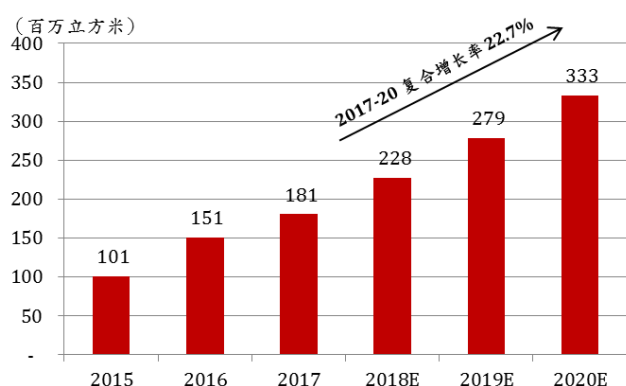
图 16: 天伦燃气主要经营区域城市化率及十三五期间城市化目标

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
全国平均	58.5%	60.0%	1.5

资料来源：地方发改委，招银国际证券

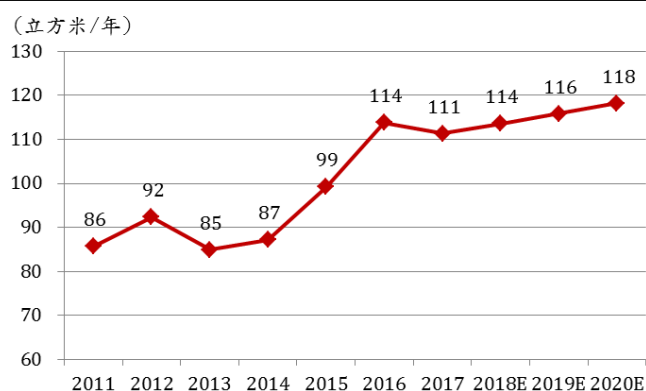
注：城市化率截取至 2017 年各地政府统计信息，2020 年目标截取至各地十三五目标计划。

图 17: 我们预测 2017-2020 年居民燃气销售年均复合增长率为 22.7%



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 18: 我们预期户均用气量将维持按年逐渐增长趋势



资料来源：公司资料，招银国际预测

地方发改委对十三五期间燃气消费树立颇具雄心的发展目标

据我们观察，较发达地区在 2011 年至 2016 年期间对于天然气的规模化利用处于领先地位，并在此期间获得迅猛的天然气消费增长。根据“十三五”各省能源发展目标，我们认为天然气应用将从沿海发达地区向内陆三四线城市和城乡结合地区逐渐延伸，我们认为这将带来燃气需求增长的下一波浪潮。地方发改委的“十三五”规划目标显示，从 2016 年到 2020 年，天伦燃气项目布局逐渐增加的几个主要省份，如吉林，山东，河南，广西和云南等，天然气消费需求年年复合增长率将高于全国平均水平。

图 19：各省天然气消费量以及各省/地区发改委 2020 年燃气消费量目标（单位：百万立方米）

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%
合计	131,907	150,192	164,813	182,533	194,742	208,371	395,415	9.6%	17.4%

资料来源：Wind 资讯，地方发改委，招银国际证券

注：天伦燃气在高亮省份/地区有城市燃气项目覆盖

日趋严格的环保控制将促进燃气消费增长

除地方发改委设定了颇具雄心的天然气发展目标外，我们认为，国家针对于大气污染治理的环境控制措施日趋严格也将促进三四线城市的天然气消费增长。2016年，环保部公布了《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作计划》，针对“2+26”城市的大气污染治理作出了针对性部署，并使这些地区的环境控制措施得到加强。该计划强调1) 2017年10月前淘汰小型燃煤锅炉，2) 实施冬季清洁取暖重点工程，在2+26城市加快实现以气代煤和以电代煤工程，以及3) 以电、天然气等清洁能源替代散煤燃烧，降低煤耗。天伦燃气有数个项目，包括鹤壁，濮阳，上街和新野，都处在2+26控制区内。我们预计上述措施将推动天然气需求的大幅增长。

2018年，我们预计针对大气污染治理的环保措施将进一步得到加强，通过加强锅炉改造，减排激励措施以及加快煤改气等措施。河南省政府在2018年2月已公布《河南省2018年大气污染防治攻坚战实施方案》，对上述措施作出了非常具体的规定，具体涉及燃气及煤改气部分见下表。

图 20: 2+26 城市及河南省 2018 年大气污染防治方案中与燃气相关的主要政策汇总

政策名称	目标	具体措施
《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	2018年10月底前，全省再新增100万“双替代”用户； - 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%；
	引导鼓励中型燃煤锅炉淘汰	- 在全省完成10蒸吨/时及以下燃煤锅炉拆改的基础上 - 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。 - 实施逐年递减的资金奖补方式： - 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； - 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； - 对2020年10月底前完成拆改的燃煤锅炉，不再给予资金奖补。
	加强天然气供应保障能力	- 多渠道拓展天然气气源，积极协调争取我省天然气指标； - 力争2018年管道天然气供应保障能力达到120亿立方米以上
《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	- 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。 - 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；
	10月底前完成小燃煤锅炉“清零”工作	- 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。 - 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。
	2+26”城市实现煤炭消费总量负增长	- 以电、天然气等清洁能源替代的散煤量； 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； - 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。

资料来源：环保部，河南省政府，招银国际证券

项目并购:独特的核心竞争力

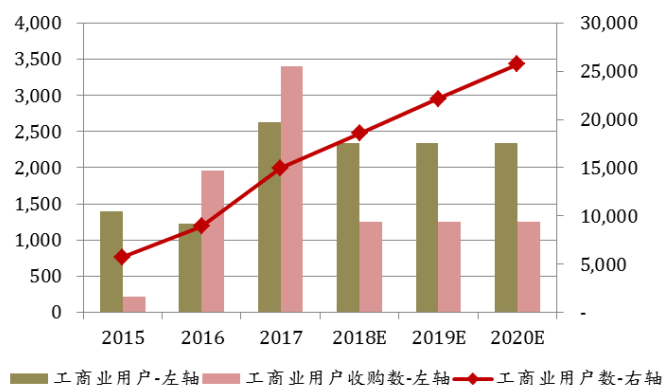
天伦燃气通过一系列项目收购实现业务扩张。公司业务始于河南，自 2011 年开始在甘肃和吉林的开展了公司的早期业务收购。自那时起，经营领域从河南逐渐扩展至甘肃，吉林，湖南，山东，广西，云南，广东，四川和陕西等。燃气特许经营项目数量已从 2010 年上市前的 3 个增加到 2017 年底的 57 个，并且大部分项目获得均来自项目收购。

经过多年的业务收购实践，我们相信公司积累了成功的项目并购及整合经验，包括：1) 寻找合适的项目并购目标并确定适当的收购对价；2) 通过统一品牌整合并购项目，并是并购标的的运营和服务规范化；3) 业务支持部门集权化，通过区域化天然气采购，集中设备和物资采购降低并购项目的运维成本；以及 4) 持续开拓项目发展潜力并谋求更高的项目盈利能力。从被收购标的的角度来看，天伦燃气的上市品牌，丰富的项目经验以及资金支持有助于使项目在被并购以后获得更多的业务发展机会，例如地方工业园区，大型商业项目和公共服务项目等。

天伦燃气的收购目标主要标准为 1) 项目位于气源丰富地区，2) 项目具备政策发展支持以及长期增长潜力规模化发展的区域，3) 项目估值区间在 10-12 倍左右。公司在并购项目持续开发的基础上维持一个包含 10 个以上潜在收购标的的项目库。在 2016 及 2017 年，我们测算公司通过收购分别在两年间获得了 1,954 和 3,404 户工商业用户，以及 104,604 和 89,651 户居民用户。根据管理层透露，因为四川和陕西省都有充足的天然气供应，并且当地的天然气分销市场仍然相当分散，我们预计公司在这两个省份将继续具有潜在的收购机会。

基于公司在执行持续项目收购和项目顺利整合方面的成功往绩，我们预计管理层将继续收购更多的项目以加速业务扩张。参考之公司过往收购历史，我们预测天伦燃气将维持每年收购 1250 个工商业用户以及 85,000 个居民用户。我们的预测相对保守，以反映公司在项目并购过程中的不确定性。

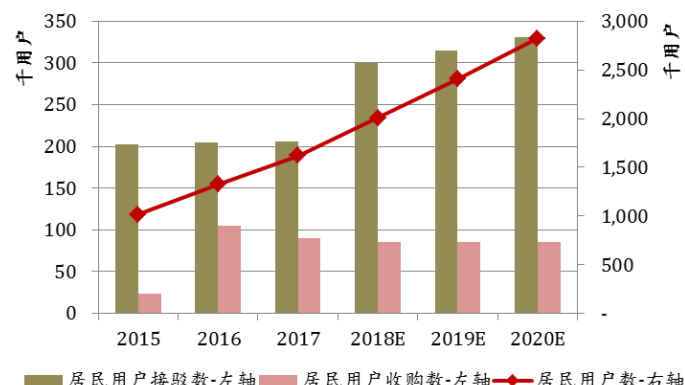
图 21: 工商业用户数量，及我们对于年度工商业用户收购数量的预测



资料来源：公司及招银国际预测

收购数量测算 = 年末用户数量 - 年度接驳数量 - 年初用户数量

图 22: 居民用户数量及我们对于居民用户收购数量的预测



资料来源：公司及招银国际预测

收购数量测算 = 年末用户数量 - 年度接驳数量 - 年初用户数量

农村煤改气：促进居民用户接驳业务增长

天伦燃气于 2015，2016 以及 2017 年录得新增居民燃气用户接驳数量分别为 202,270，204,393 及 206,237 户。平均每户接驳费维持稳定，每个新增居民接驳用户收入约人民币 2,550 元（不含税）。根据京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案要求，煤改气项目将成为大气污染防治工作的重点之一，我们认为公司 2018-2020 年燃气接驳业务将受益于农村煤改气项目的执行。

河南省的煤改气项目将更具可持续性

我们认为，河南省煤改气将成为 2018 年天伦燃气燃气接驳业务发展的关键驱动力。目前河南省的煤改气进程显著慢于河北，我们认为河南省在煤改气项目方面具备与河北相比具备更高的可持续性。据中国能源报信息，2017 年河南省完成了 113 万户煤改清洁能源供热，其中 90% 转化为电力供热，其余（约 11.3 万户）转化为燃气供热。尽管 2017 年末的天然气管道短缺引发了一些担忧，河南省政府已就额外的天然气供应以及更多的气体储存将作为 2018 年煤改气工程的项目缓冲进行了部署和有关准备，我们也据此相信河南煤改气项目将会以更加稳健的步伐持续进行。根据环境保护部的 2018 年指引，北方省份将有 400 万户实施煤炭改清洁能源改造，改造项目的范围也将从居民用户供热扩大到小型锅炉（容量低于 10 蒸吨）。

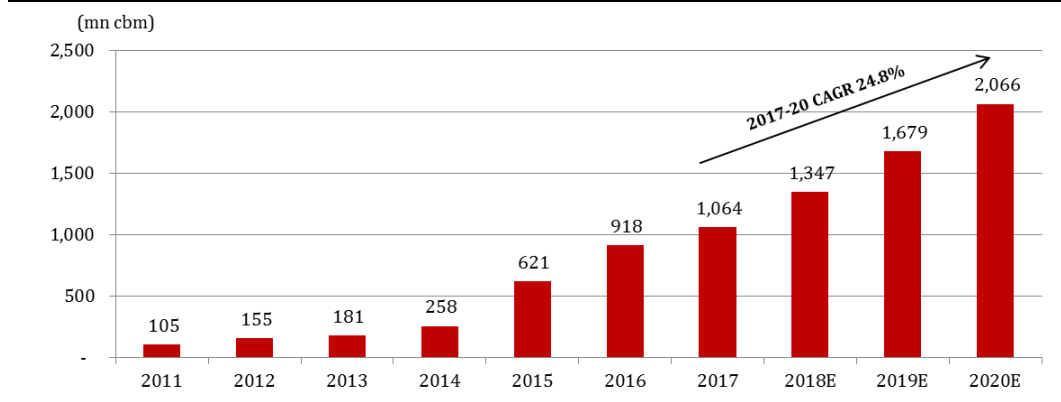
2018 年农村煤改气目标实现 10 万户

管理层对于河南省农村煤改气项目中所涉及的不确定性表现得相对保守，其主要的顾虑在于煤改气完成后的燃气供应可靠性以及有关煤改气项目中的补贴款回收等。根据管理层在 2017 年业绩发布透露，公司在经过详尽的项目尽职调查以后确定了几个煤改气项目，这些项目确定性较高并将于 2018 年启动。公司计划 2018 年在河南和甘肃完成 10 万农村煤改气项目。基于对河南煤改气的可持续性的乐观展望以及天然气供应和储存设施将逐渐改善预期，我们预计天伦燃气将在 2019 年和 2020 年保持每年 10 万户煤改气项目规模。

2017-2020 年燃气销量年均复合增长率 24.8%

根据我们此前的阐述，天伦燃气在三四线城市以及城乡结合部的燃气项目布局将迎合由沿海发达地区向内陆欠发达地区产业迁移所带来的天然气消费浪潮，我们预计公司将迎来燃气需求下一波高速增长。此外，除公司的已有项目的内生性增长以外，我们也预期 1) 公司将持续通过其独特的项目并购以加速扩张，以及 2) 居民用户和工商业客户持续性的煤改气项目亦将加速天然气销售增长。根据我们对公司燃气销售的乐观展望，我们预计 2018，2019 和 2020 年天然气销售量（除长输管线）将分别增加至 13.47 亿方，16.79 亿方以及 20.66 亿方，对应 2017 年至 2020 年的复合年增长率为 24.8%。

图 23: 我们预期公司的燃气销量(除长输管线外) 2017-2020 年均增速为 24.8%



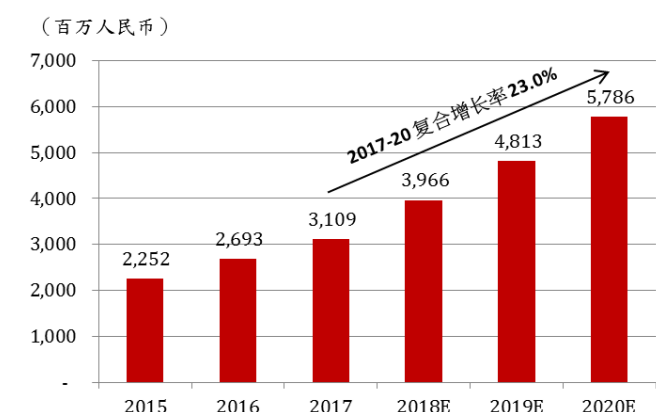
资料来源：公司资料，招银国际预测

财务分析: 2017-2020 盈利年均增速 17.6%

主要应收增速由燃气销售增长驱动

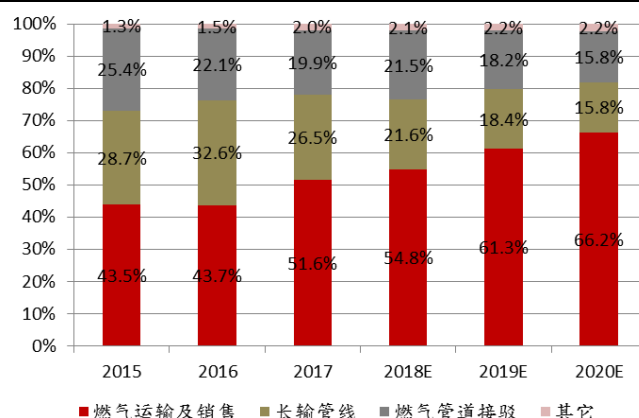
随着公司天然气销售维持稳定增长，我们预计天伦燃气的销售收入也将保持稳定增长。收入构成方面，我们预期天然气销售和运输业务的增长将超过其他分部，使天然气销售业务在未来几年成为收入增长的关键驱动力。在业务分部毛利率方面，我们预期各个分部毛利率将保持相对稳定的基础上随业务发展略有变化，具体而言 1) 随着经营杠杆增加，我们预期天然气销售的毛利率将略有增加；2) 由于煤改气项目的接驳费用成本较高，燃气接驳业务的毛利率略有下降；3) 其他业务的毛利率保持不变。我们预测公司的收入将在 2018/2019/2020 年分别进一步增长至 39.7 亿/48.1 亿/57.9 亿人民币，预计 2017 年至 2020 年的收入复合年增长率为 23.0%。此外，我们预测接驳业务收入占比将逐渐减少，我们也预计混合毛利率将因此出现下降。

图 24: 天伦燃气的销售收入



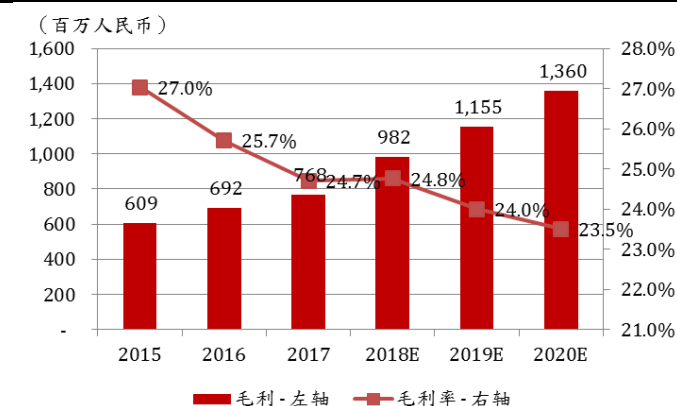
资料来源：公司资料，招银国际预测

图 25: 天伦燃气业务分部收入占比



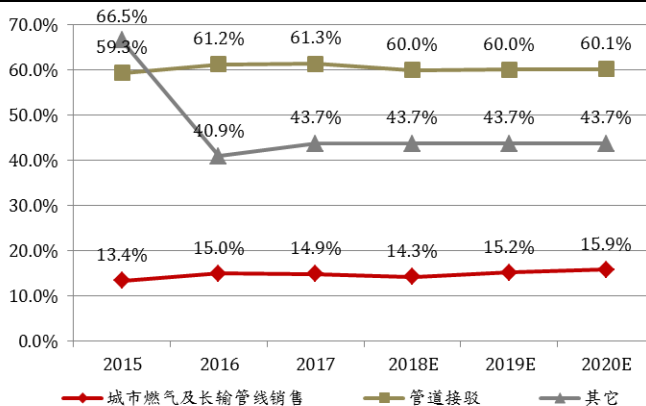
资料来源：公司资料，招银国际预测

图 26: 公司的毛利及毛利率



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 27: 公司的业务分部毛利率

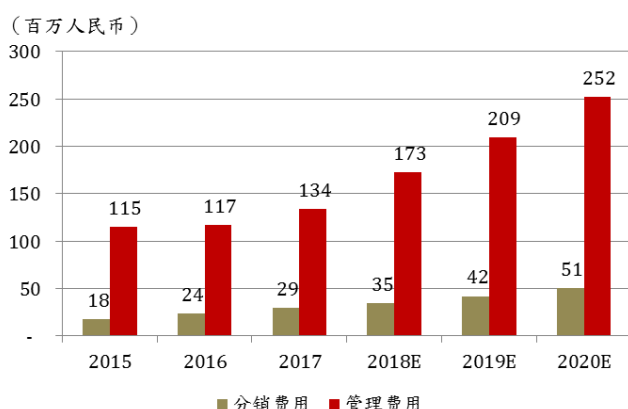


资料来源：公司资料，招银国际预测

财务费用开支经历短期波动后恢复正常

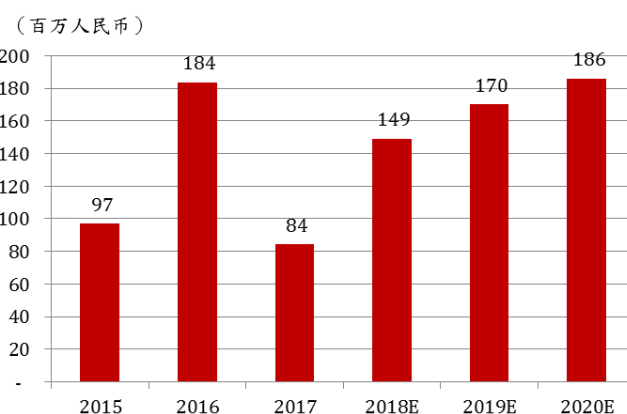
天伦燃气的主要开支包括分销和管理费用。我们预计这两项支出都将随收入规模扩大维持稳定增长。受人民币对美元贬值影响，公司 2016 年在财务费用利息支出方面出现了明显波动。公司的借贷结构包括 2.5 亿美元银团贷款以及来自国际金融公司的 6,000 万美元股东贷款。由于汇率波动将对业务收入以人民币为主的损益表产生明显影响，管理层在 2016 年开始采用交叉货币互换作为降低外汇风险的管控措施，净利息支出也在 2017 年得到良好的控制。展望未来，由于离岸市场的债务融资成本仍然相对较低，我们预计公司将维持一定比例的外币债务。由于公司已采取适当措施来缓解外汇风险，我们预计公司的财务费用将恢复正常，随公司内生增长和收并购所需资本开支规模而逐渐增加。

图 28: 天伦燃气的主要开支为分销成本和管理费用



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 29: 天伦燃气的净利息支出

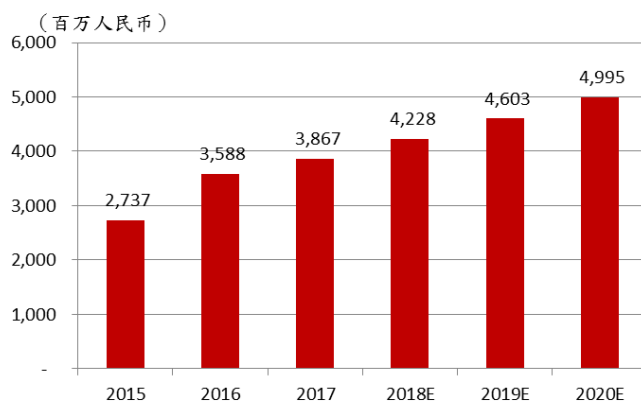


资料来源：公司资料，招银国际预测

资本开支、负债、流动比率将维持较适宜水平

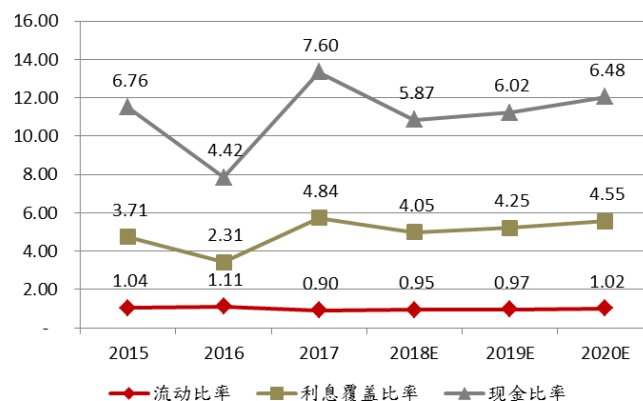
随着公司项目收购步伐加快，2016 年净负债率出现了明显上升。债务净额（总借贷 - 现金及现金等价物 - 流动性强的金融资产）与股东权益比率由 2015 年的 75.7% 上升至 2016 年的 99.8%，主要归因于借贷大幅增加。由于公司仍然计划通过项目并购以加速业务扩张，我们预计总债务规模将随着年度资本支出预算约 10 亿人民币用于有机增长和项目收购而增加。管理层采用 100% 的净负债比率作为债务控制上限，我们认为天伦燃气目前的杠杆水平与管理层的扩张目标相符，基于 1) 燃气销售业务本身带来较为强劲的业务，2) 利息覆盖率维持较高水平，以及 3) 截止至 2017 年末，公司持有超过人民币 11 亿现金及流动性较高的金融资产。

图 30: 天伦燃气的借贷规模



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 31: 天伦燃气的流动性比率



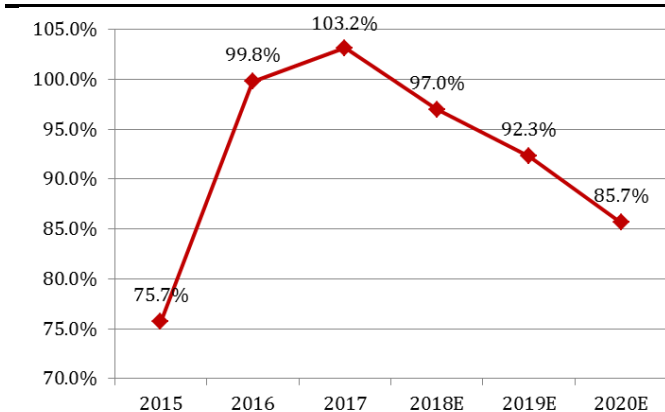
资料来源：公司资料，招银国际预测

2017 - 2020 净利润复合增速 17.6%

参考公司以往成功的项目收购历史，以及公司三四线城市业务布局将迎合这些地区较快的工业化城市化发展，我们预期公司盈利增长动能将保持强劲。预计 2018/2019/2020 期间净利润将分别增长至人民币 4.76/5.55/6.57 亿元，对应 2017-2020 年的收入复合年增长率为 17.6%。我们的测算显示天伦燃气的股本回报率将从 2017 年的 14.5% 扩张至 2020 年的 16.3%。我们的杜邦分析表明，公司的股本回报率扩张将主要由资产周转率增加所推动。

天伦燃气自 2016 年起开始派发股息。公司 2016 年和 2017 年的派息率分别为 23.4% 和 25%。管理层表示计划从 2018 年起将派息比率提高至 30%，以与股东分享更多收益。

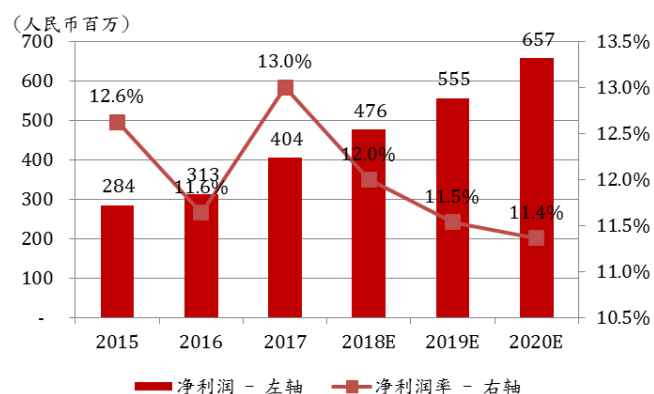
图 32: 天伦燃气的净负债率



资料来源：公司资料，招银国际预测

注：净负债计算中包含流动性较高的金融资产

图 33: 天伦燃气的净利润及净利润率



资料来源：公司资料，招银国际预测

图 34: 我们的杜邦分析显示公司的股本回报率扩张将主要由资产周转率增加所推动

DuPonts analysis	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本回报率	12.8%	12.7%	14.5%	15.1%	15.6%	16.3%
所得税及少数股东权益负担	66.2%	70.5%	70.2%	70.3%	70.3%	70.3%
财务开支负担	81.6%	73.2%	90.4%	84.9%	85.4%	86.6%
运营收入利润率	23.4%	22.6%	20.5%	20.1%	19.2%	18.7%
资产周转率	33.7%	35.3%	36.7%	41.8%	45.7%	49.4%
杠杆率	284.4%	314.0%	304.9%	300.0%	295.8%	290.3%

资料来源：公司资料，招银国际预测

财务摘要

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	3,966	4,813	5,786
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
销售成本	(2,001)	(2,341)	(2,984)	(3,658)	(4,426)
毛利	692	768	982	1,155	1,360
营运支出	(85)	(131)	(185)	(230)	(280)
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
息税前收益	608	637	797	926	1,080
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	-	-	-	-	-
税前利润	445	576	676	790	935
所得税	(110)	(147)	(170)	(200)	(236)
减:非控制股东权益	21	25	31	35	42
净利润	313	404	476	555	657

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	7,416	8,139	8,880
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
流动资产	1,814	1,714	2,067	2,398	2,839
应收账款及票据	603	667	865	1,041	1,256
公允价值计金融资产	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
流动负债	1,633	1,898	2,180	2,470	2,791
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
非流动负债	3,248	3,456	3,772	4,099	4,444
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
少数股东权益	321	339	370	405	447
净资产总额	2,431	2,778	3,161	3,562	4,038
股东权益	2,431	2,778	3,161	3,562	4,038

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	676	790	935
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(54)	(14)	(24)
税费	(43)	(71)	(117)	(141)	(171)
其它	(417)	(290)	18	-	-
经营活动所得现金流	434	442	762	905	1,044
资本开支	(1,156)	(1,059)	(917)	(973)	(1,022)
其它	505	231	-	-	-
投资活动所得现金净额	(651)	(828)	(917)	(973)	(1,022)
股份发行	(292)	(0)	(0)	(0)	0
净借贷	852	279	360	376	392
股息	(73)	(78)	(93)	(154)	(182)
其它	(161)	124	-	-	-
融资活动所得现金净额	326	325	267	221	211
现金增加净额	110	(62)	112	153	233
年初现金及现金等价物	609	755	678	790	943
汇兑	36	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	755	678	790	943	1,176
资产负债表现金	755	678	790	943	1,176

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	54.8	61.3	66.2
长输官谢	32.6	26.5	21.6	18.4	15.8
燃气接驳	22.1	19.9	21.5	18.2	15.8
其它	1.5	2.0	2.1	2.2	2.2
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	20.1	19.2	18.7
税前利率	16.5	18.5	17.1	16.4	16.2
净利润率	11.6	13.0	12.0	11.5	11.4
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	0.95	0.97	1.02
速动比率 (x)	4.42	7.60	5.87	6.02	6.48
现金比率 (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
债务 / 股本比率 (%)	130.4	124.0	119.7	116.0	111.4
净负债/股东权益比率 (%)	99.8	103.2	97.2	92.4	85.7
回报率 (%)					
资本回报率	12.7	14.5	15.1	15.6	16.3
资产回报率	4.1	4.8	5.0	5.3	5.6
每股数据(人民币)					
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
每股账面价值 (人民币)	2.46	2.81	3.19	3.60	4.08

资料来源：公司资料，招银国际预测

估值

基于价值低估给予买入推荐，目标价：每股 7.00 港元

在现价每股 5.40 港元基础上，天伦燃气目前的交易估值仅为我们 2018 年预测市盈率的 9.1 倍。与跨区域燃气分销同业的估值对比（见下表），我们认为公司的价值显著低估（2018 年市场一致预估市盈率 9.0 倍对应同业平均估值 14.7 倍）。此外，从公司历史估值角度，天伦燃气目前交易价格在市盈率和市净率两个维度均较公司 5 年平均低一个标准差以上。

除同业估值因素以外，公司自 2017 年 7 月起市值维持在 50 亿港元以上，我们相信天伦燃气有望在下一轮评审中入选港股通标的。下一次港股通标的将于 2018 年 8 月份公布，我们预料该信息的发布将有望触发天伦燃气价值重估。

基于同业 2018 年平均预测市盈率 14.7 倍水平，我们对天伦燃气给予 20% 的估值折扣以反映 1) 潜在并购以获取增长的不确定性以及 2) 二级市场交易流动性折让。我们对公司的目标价位每股 7.00 港元，对于 2018 年预测市盈率 11.8 倍，对现价意味潜在升幅为 29.6%。

首次覆盖天伦燃气，我们给予买入评级。

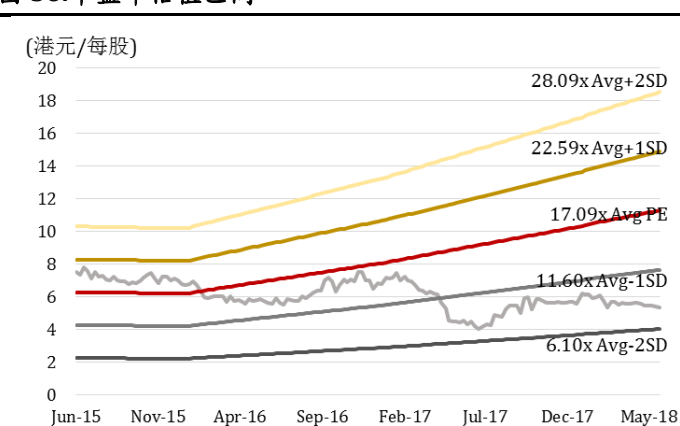
图 35: 同业估值比较

港股代号	公司名称	市值 (百万港元)	股价	每股盈利			每股盈利复合增长率 17-19E	市盈率			市净率		
				17	18E	19E		17	18E	19E	17	18E	19E
384 HK	中国燃气	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	新奥能源	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	华润燃气	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	港华燃气	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	天伦燃气	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	中油燃气	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

资料来源：彭博，招银国际证券

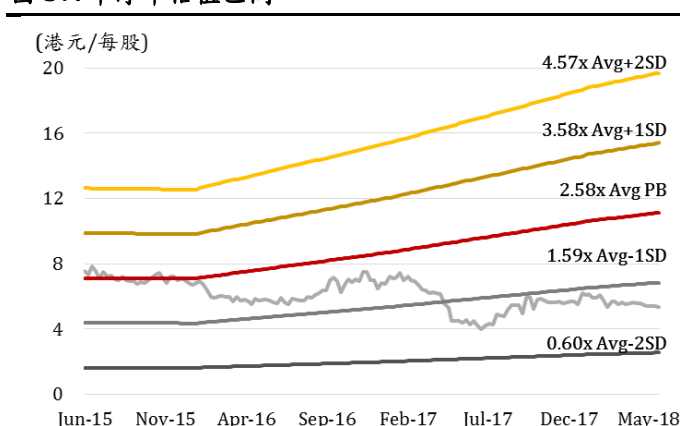
注：信息截止日期为 5 月 29 日

图 36: 市盈率估值区间



资料来源：彭博，招银国际证券

图 37: 市净率估值区间



资料来源：彭博，招银国际证券

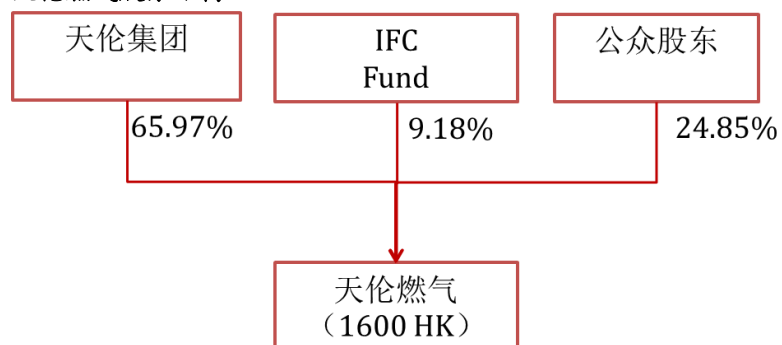
主要风险

我们的估计嵌入了天然气需求稳定增长以及未来较为稳定的天然气采购成本和平均售价预期。与我们预测相关的主要风险包括以下 4 项：

- 1) 项目收购速度低于我们的预期。
- 2) 煤改气项目实现低于管理层指引和我们的测算
- 3) 天然气供应在需求旺季出现明显短缺
- 4) 国家发改委调整天然气门站价以及终端用气定价。

附录

天伦燃气股东结构



资料来源：公司资料、招银国际证券

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作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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。