

天倫燃氣 (1600 HK)

內生增長為上半年主旋律

- ❖ **核心盈利同比增長 34.9%**。天倫燃氣 2018 年上半年錄得收入 18.9 億人民幣，同比增長 27.4%。收入增長主要受天然氣銷量強勁增長，以及優于預期的燃氣接駁業務所驅動。兩個分部分別錄得同比收入增長 41.2% 和 33.6%。除主營業務外，TLG 還通過增值服務實現了大幅增長，如天然氣維護，家電銷售和保險交叉銷售。其他分部的銷售額增長達 63.2%。在費用方面，除財務費用外，大部分費用保持良好控制。公司確認淨外匯和貨幣掉期虧損約為 3800 萬元人民幣，導致淨利潤同期僅增加 15.3%。若撇除外匯影響，上半年核心盈利為人民幣 2.53 億元，同比增長 34.9%。上半年的業績完全來自業務內生增長，我們認為業績超出預期。
- ❖ **民用氣銷售和燃氣接駁是上半年業績亮點**。公司錄得天然氣銷量同比增長 48.2% 至 1.23 億方，居民用戶接駁量也在 18 年上半年增長 40.1% 至 13.4 萬戶。天然氣銷量和接駁增速均超出我們全年增速預期。從戶均燃氣用量角度，我們也觀察到上半年這項數據出現顯著增長。工商業用戶方面，天然氣銷量也同比增長 26.5% 至 3.36 億方，新增接駁用戶 1,061 戶，同比增長 26.5%。根據 7 月和 8 月的運營數據，管理層預計 18 年下半年天然氣銷售增長將呈加速狀態，并預期全年天然氣銷售量增長約 25%，接駁收入增長約 25-30%。
- ❖ **下半年將完成 30 萬戶煤改氣接駁**。公司披露了河南省農村煤改氣業務相關的最新信息，截止 8 月中旬，1) 公司已完成 34 萬戶合同簽署，2) 完成項目設計 20.5 萬戶，3) 開工建設 11 萬戶。管理層維持全年開工 60 萬戶，下半年完工 30 萬戶指引。在煤改氣資金支持方面，公司從 7 月起通過成立煤改氣基金籌集了 10 億人民幣資本金，并獲得了 10 億人民幣銀行授信支持。此外，我們注意到公司上半年增加了 9 億長期貸款。在上述資金支持下，我們預計天倫燃氣將有足夠的資金完成 2018-19 年的煤改氣目標。
- ❖ **維持買入評級，目標價維持 10.76 港元**。根據上半年運營更新，我們對公司的幾個關鍵假設進行調整，以反映的公司業務擴張狀況。我們對 2018-20E 盈利預測從人民幣 6.60/13.00/18.22 億分別調升 4.8/3.4/1.1% 至人民幣 6.91/13.44/18.43 億元。公司目前交易估值分別為 2018/19 年市盈率 10.3/5.3 倍，仍然落後于估值領先同業。**維持買入評級**。

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	4,692	7,065	8,994
淨利潤 (人民幣百萬)	313	404	691	1,344	1,843
每股收益 (人民幣)	0.31	0.41	0.70	1.36	1.86
每股收益變動 (%)	5.2	30.5	70.9	94.6	37.1
市盈率 (x)	22.9	17.5	10.3	5.3	3.8
市帳率 (x)	2.92	2.55	2.12	1.62	1.23
股息率 (%)	1.0	1.4	2.9	5.7	7.8
股本回報率 (%)	12.7	14.5	20.7	30.7	32.0
淨負債/股東權益比率 (%)	99.8	103.2	100.6	70.6	49.6

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入 (維持)

目標價	HK\$10.76
(此前目標價)	HK\$10.76)
潛在升幅	+35.0%
當前股價	HK\$7.97

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃氣板塊

市值(百萬港元)	7,887
3月平均流通量(百萬港元)	8.93
52周最高/低(港元)	10.9/4.96
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%

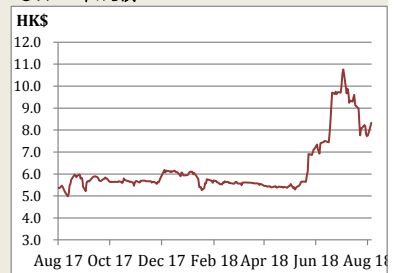
來源: 港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	-21.0%	-19.7%
3月	57.5%	66.9%
6月	48.2%	63.5%

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

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	2,693	3,109	4,692	7,065	8,994
燃气销售	1,176	1,604	2,140	2,693	3,242
长输管线	879	824	832	832	832
接驳费	596	620	707	691	697
煤改气工程	-	-	900	2,700	4,050
其它	41	61	112	150	174
销售成本	(2,001)	(2,341)	(3,349)	(4,705)	(5,837)
毛利	692	768	1,343	2,360	3,157
营运支出	(85)	(131)	(178)	(282)	(366)
分销成本	(24)	(29)	(41)	(62)	(79)
行政费用	(117)	(134)	(164)	(247)	(315)
其它收益	12	27	18	18	18
其它利得/亏损净额	44	5	9	9	9
息税前收益	608	637	1,165	2,078	2,791
财务收益	79	47	60	59	71
财务费用	(263)	(132)	(269)	(253)	(273)
财务费用净额	(184)	(84)	(209)	(194)	(202)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	445	576	982	1,913	2,621
所得税	(110)	(147)	(247)	(484)	(661)
减:非控制股东权益	21	25	44	85	117
净利润	313	404	691	1,344	1,843

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
非流动资产	5,820	6,758	7,830	8,582	9,756
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	928	957	1,409
其它非流动资产	191	271	254	308	353
流动资产	1,814	1,714	2,654	3,804	4,862
应收账款及票据	603	667	1,023	1,528	1,953
公允价值计价金融资产	335	300	305	305	305
现金及等价物	755	678	1,220	1,861	2,501
其它流动资产	120	69	107	110	103
流动负债	1,633	1,898	2,444	2,891	3,296
应付账款及票就	530	528	770	1,082	1,342
预收账款	151	254	279	307	338
借贷	848	969	1,237	1,331	1,429
其它流动负债	104	148	158	171	187
非流动负债	3,248	3,456	4,312	4,640	4,985
借贷	2,740	2,898	3,711	3,993	4,287
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	384	469	586
净资产总额	2,431	2,778	3,345	4,386	5,752
股东权益	2,431	2,778	3,345	4,386	5,752

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
稅前利潤	445	576	982	1,913	2,621
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(145)	(220)	(172)
稅費	(43)	(71)	(194)	(425)	(596)
其它	(417)	(290)	18	-	-
经营活动所得現金流	434	442	900	1,538	2,157
資本开支	(1,156)	(1,059)	(1,315)	(968)	(1,433)
其它	505	231	-	-	-
投资活动所得現金净额	(651)	(828)	(1,315)	(968)	(1,433)
股份发行	(292)	(0)	-	(0)	(0)
淨借貸	852	279	1,081	376	392
股息	(73)	(78)	(125)	(303)	(477)
其它	(161)	124	-	-	-
融资活动所得現金净额	326	325	957	72	(84)
現金增加淨額	110	(62)	541	642	640
年初現金及現金等价物	609	755	678	1,220	1,861
汇兌	36	(15)	-	-	-
年末現金及現金等价物	755	678	1,220	1,861	2,501
资产负债表现金	755	678	1,220	1,861	2,501

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
銷售組合(%)					
燃气銷售	43.7	51.6	45.6	38.1	36.0
长輸官謝	32.6	26.5	17.7	11.8	9.2
燃气接駁	22.1	19.9	15.1	9.8	7.7
煤改氣工程	-	-	19.2	38.2	45.0
其它	1.5	2.0	2.4	2.1	1.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	22.6	20.5	24.8	29.4	31.0
稅前利率	16.5	18.5	20.9	27.1	29.1
淨利潤率	11.6	13.0	14.7	19.0	20.5
有效稅率	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	1.09	1.32	1.48
速动比率(x)	4.42	7.60	5.88	8.80	10.50
現金比率(x)	4.42	7.60	5.88	8.80	10.50
平均應收款週轉天數	81.1	74.5	65.7	65.9	70.6
債務/股本比率(%)	130.4	124.0	132.7	109.7	90.2
淨負債/股東權益比率(%)	99.8	103.2	100.6	70.6	49.6
回報率(%)					
資本回報率	12.7	14.5	20.7	30.7	32.0
資產回報率	4.1	4.8	6.6	10.9	12.6
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.31	0.41	0.70	1.36	1.86
每股股息(人民币)	0.07	0.10	0.21	0.41	0.56
每股賬面价值(人民币)	2.46	2.81	3.38	4.43	5.81

資料來源:公司資料,招銀國際預測

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)發表于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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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责任。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。

本報告基于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，任何機構或個人于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)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士。