

天倫燃氣 (1600 HK)

上半年盈利具韌性；下半年恢復增長

天倫燃氣發佈了具備韌性的上半年財報，核心盈利剝離匯兌影響後同比增長3.5%至人民幣4.24億。強韌的盈利表現主要由穩定的接駁（13.9萬戶）以及天然氣零售業務毛差擴大（毛差每立方擴張人民幣2分）所致。現金流表現方面令人印象深刻，上半年實現自由現金流2.6億人民幣，同時在煤改氣接駁應收款方面獲得良好的回收。我們對20-22財年每股盈利預測分別下調3.8-6.6%以反映全年指引調整以及更加保守的預估假設。公司目前估值為20/21年預測市盈率6.2/5.3倍，我們認為目前估值低廉，同時具備較好的股息收益率（20年收益率4.9%）。維持買入評級，目標價維持每股7.45港元。

- **上半年表現強韌。** 燃氣銷售量同比降低3.6%，主要受工商業/批發氣分別同比降低0.9%/25.4%所致，氣量下跌影響大體比居民用戶/車用氣量分別上漲16.2%/4.0%所抵消。整體上，氣量結構偏向毛利更高的客戶類型，帶動燃氣銷售毛差擴張每立方米人民幣2分。在接駁方面，居民接駁量維持穩定於37.9萬戶（城市及煤改氣分別為13.9及24.0萬戶）同比輕微下跌2.9%，顯著優於同業。主要的開支均維持良好控制，同時利息成本同比降低了5.4%。淨利潤實現人民幣3.75億，同比下跌7.4%。若撇除匯兌損益等一次性盈利影響，核心盈利為人民幣4.24億，同比增長3.5%。公司宣佈派發中期股息每股人民幣0.114元，對應上半年盈利派息比率30.4%。
- **現金流表現令人印象深刻。** 公司上半年錄得自由現金流人民幣2.6億，維持了自2019年下半年以來較好的現金流表現。強勁的現金流主要受煤改氣業務工程回款所驅動，公司上半年收回人民幣3.18億煤改氣應收款，並在8月份再收到人民幣3.66億。由於豫資基金具有較好的資金支援，公司預期全年收回人民幣13-15億煤改氣工程款，足以覆蓋20年全年資本性開支計畫的10億元人民幣。我們預期公司下半年的自由現金流表現將會維持強勁。
- **下調全年指引。** 由於新冠疫情對公司業務帶來了不確定性，公司下調了全年指引，包括1) 氣量銷售增長自12-15%下調至10%，以及2) 核心盈利增速從12-15%下調至10%。公司維持全年接駁90萬戶及29%的派息比率目標不變。在銷氣結構優化的支援下，公司展望全年毛差將獲得同比小幅擴張。基於公司穩定的接駁指引，以及毛差擴張支持，我們認為公司將可以輕易實現全年盈利增長目標。
- **估值低廉；股息回報吸引。** 經過2018年下半年起的幾份半年度財報，我們認為公司的業務基本面已發生了質變。強勁的現金流和穩定的盈利釋放證實了公司業績增長的可持續性。公司目前市值為20/21財年預測市盈率的6.2/5.3倍，估值低廉，同時20年股息率可達4.9%，回報率吸引。維持買入評級，目標價維持每股7.45港元不變。我們的目標價對應20/21財年預測市盈率7.4/6.4倍。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	5,113	6,549	7,013	7,919	8,830
淨收入(百萬元人民幣)	569	789	907	1,062	1,165
每股盈利(元人民幣)	0.58	0.80	0.91	1.06	1.17
每股盈利變動(%)	47.6	38.4	14.0	17.1	9.7
市場平均盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.966	1.128	1.195
市盈率(倍)	9.7	7.0	6.1	5.3	4.8
市淨率(倍)	1.70	1.43	1.23	1.05	0.91
股息率(%)	2.8	4.2	4.9	5.7	6.3
股本回報率(%)	17.5	20.5	20.0	20.0	19.0
淨負債(%)	115.7	91.4	76.4	69.4	59.0

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\$7.45
(此前目標價)	HK\$7.45)
潛在升幅	+22.1%
當前股價	HK\$6.10

中國燃氣行業

蕭小川

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

公司資料

市值(百萬元港元)	5,931
3月平均流通量(百萬元港元)	6.54
52周內股價高/低(港元)	8.23/4.63
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%

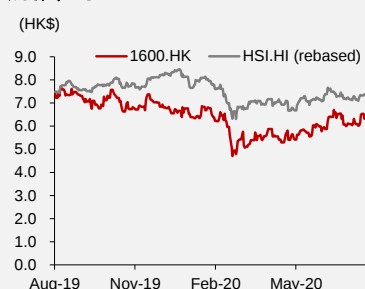
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.5%	-4.9%
3-月	4.6%	-4.4%
6-月	-7.5%	-2.8%
12-月	-25.5%	-25.0%

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	7,013	7,919	8,830
燃氣銷售	2,261	2,874	3,358	4,046	4,711
長輸管線	909	1,188	992	1,049	1,111
接駁費	679	779	844	902	951
煤改氣工程	1,043	1,591	1,620	1,620	1,620
其它	137	132	199	301	437
銷售成本	(3,685)	(4,845)	(5,171)	(5,860)	(6,562)
毛利	1,428	1,704	1,842	2,059	2,267
營運支出	(338)	(269)	(311)	(295)	(330)
分銷成本	(41)	(58)	(62)	(70)	(78)
行政費用	(167)	(196)	(207)	(234)	(260)
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	1,531	1,763	1,937
財務收益	80	25	31	38	47
財務費用	(261)	(291)	(273)	(304)	(334)
財務費用淨額	(181)	(266)	(242)	(266)	(287)
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	865	1,127	1,321	1,532	1,689
所得稅	(264)	(314)	(386)	(437)	(488)
減: 非控制股東權益	31	24	28	33	36
淨利潤	569	789	907	1,062	1,165

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	1,321	1,532	1,689
折舊和攤銷	238	275	299	344	392
運營資金變動	(641)	(197)	280	(197)	(50)
稅費	(107)	(151)	(345)	(332)	(369)
其它	108	(82)	122	(14)	(14)
經營活動所得現金流	463	971	1,678	1,333	1,648
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)	(252)	(295)	(334)
其它	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	998	(451)	297	297	305
現金增加淨額	420	271	618	426	651
年初現金及現金等價物	678	1,076	1,350	1,968	2,393
匯兌	(22)	3	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,076	1,350	1,968	2,393	3,045
資產負債表現金	1,076	1,350	1,968	2,393	3,045

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	9,144	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	553	579	584
流動資產	3,532	3,898	4,284	5,054	5,917
應收賬款及票據	1,462	1,548	1,225	1,536	1,713
公允值計價金融資產	305	51	51	51	51
現金及等價物	1,076	1,350	1,968	2,393	3,045
其它流動資產	689	950	1,041	1,074	1,109
流動負債	3,467	3,313	3,500	3,854	4,220
應付帳款及票就	1,245	1,202	1,293	1,406	1,509
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	4,871	5,671	6,538
淨資產總額	294	297	325	357	393
股東權益	3,250	3,891	4,546	5,313	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	47.9	51.1	53.4
長輸官謝	17.8	18.1	14.1	13.3	12.6
燃氣接駁	13.3	11.9	12.0	11.4	10.8
煤改氣工程	20.4	24.3	23.1	20.5	18.3
其它	2.7	2.0	2.8	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	26.3	26.0	25.7
稅前利率	21.3	21.9	21.8	22.3	21.9
淨利潤率	16.9	17.2	18.8	19.3	19.1
有效稅率	11.1	12.0	12.9	13.4	13.2
資產負債比率	30.6	27.9	29.2	28.5	28.9
流動比率 (x)					
速動比率 (x)	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
平均應收款周轉天數	0.5	0.5	0.6	8.9	0.8
債務 / 股本比率 (%)	76.0	83.9	72.1	63.6	67.2
淨負債/股東權益比率 (%)	152.9	124.0	117.9	111.7	106.6
回報率 (%)	115.7	91.4	76.4	69.4	59.0
資本回報率					
資產回報率	17.5	20.5	20.0	20.0	19.0
每股數據(人民幣)	5.0	6.6	6.8	7.0	6.9
每股盈利 (人民幣)					
每股股息 (人民幣)	0.58	0.80	0.91	1.06	1.17
每股帳面價值 (人民幣)	0.15	0.23	0.27	0.32	0.35

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。報告所載資料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，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。

本報告包含的任何資訊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責任。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)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

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。

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編寫的報告。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。