

天伦燃气 (1600 HK)

上半年保持快速增长

概要。天伦燃气上半年燃气销售量维持快速增长，增速快于全国平均水平。基于上半年公司完成了超过20万煤改气用户接驳，我们预料公司中期业绩将有望发布盈喜。目前公司的估值显著落后于同业平均，随着公司逐步兑现业绩增长目标，我们预料公司将迎来价值重估。

- **上半年天然气销量同比增长超过 20%。**根据国家发改委数据，2019 年上半年如果天然气消费量增速放缓至 10.8%。在全国燃气消费增速放缓的背景下，天伦仍保持较高的燃气销售量增长。管理将较高的增速归因于住宅用户和工商业用户的内生增长，并披露城市燃气销售量（除长输管线和燃气贸易气量以外）增速达约 25%。公司维持全年销气量增长 25% 目标。
- **煤改气业务仍然是主要的增长动力。**根据我们测算，煤改气业务将为天伦燃气 2019 年带来显著盈利增长，是公司业绩增长的主要驱动力。公司在上半年已完成超过 20 万户农村煤改气接驳，相信该业务将在下半年显著提速。我们预计全年煤改气实现户数将达 66 万户，略超过管理层全年指引。我们测算煤改气业务将对公司 2019 财年贡献净利润人民币 4.37 亿元。
- **中期业绩大概率将发布盈喜。**根据我们对公司 2019 财年的盈利预测及上半年的收入及盈利分布预期，我们预料公司上半年将录得全年收入的 42.5%，期内将实现净利润人民币 3.76 亿元，同比增长将超过 75.4%。据此，我们认为公司中期业绩将大概率发布盈喜。
- **股价趋稳。**天伦燃气在过去一年间股价呈现显著波动。考虑到 1) 公司已成功推进农村煤改气业务，并实现稳健盈利增长，2) 二级市场对于公司的兴趣增加也是券商增加了对公司的覆盖，3) 天伦二级市场的交投日趋活跃，以及 4) 公司在上半年成功被纳入港股通，我们预期公司的股价将趋向稳定，市场会将关注点聚焦于公司的业务和盈利增长。
- **估值显著落后。**基于销气毛差预期调整，我们将公司 2019-21 年每股盈利预测分别下调 1.4%/15.2%/13.2%。结合目前燃气分销行业 15 倍平均前瞻市盈率，以及对煤改气业务工程单独以 5.4 倍前瞻市盈率估值，我们将天伦燃气的目标价轻微下调 0.7% 至 10.54 港元。我们认为公司目前的估值显著落后于同业，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	3,109	5,056	6,737	7,958	9,180
同比增长 (%)	15.4	62.6	33.3	18.1	15.4
净收入(百万元人民币)	404	512	893	978	1,074
每股盈利(元人民币)	0.41	0.52	0.90	0.99	1.08
每股盈利变动 (%)	30.5	26.5	74.6	9.5	9.8
市盈率(倍)	19.0	15.0	8.6	7.9	7.2
市净率(倍)	2.77	2.37	1.94	1.64	1.40
股息率 (%)	1.3	1.8	3.1	3.4	3.7
股本回报率 (%)	14.5	15.7	22.6	20.9	19.6
净负债 (%)	103.2	115.7	92.4	86.7	82.7

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$10.54
(此前目标价)	HK\$10.62)
潜在升幅	+16.9%
当前股价	RMB9.00

中国燃气行业

萧小川

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

公司数据

市值(百万港元)	8,971
3 月平均流通量(百万港元)	14.4
52 周内股价高/低(港元)	10.90/5.45
总股本(百万)	995

资料来源：彭博

股东结构

天伦集团	65.5%
IFC 资产管理	9.2%
流通股	25.3%

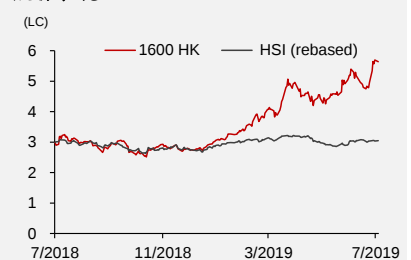
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.5%	12.3%
3-月	10.4%	15.0%
6-月	31.7%	24.5%
12-月	-7.3%	-9.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PwC

请登录 2019 年亚洲货币券商投票
网址，投下您对招银国际研究团队
信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	3,109	5,056	6,737	7,958	9,180
燃气销售	1,604	2,261	3,017	3,867	4,788
长输管线	824	909	966	1,031	1,106
接驳费	601	705	737	768	780
煤改气工程	-	1,043	1,800	2,045	2,182
其它	61	137	217	246	324
销售成本	(2,341)	(3,685)	(4,854)	(5,834)	(6,851)
毛利	768	1,371	1,883	2,124	2,330
营运支出	(131)	(195)	(340)	(404)	(468)
分销成本	(29)	(41)	(59)	(70)	(80)
行政费用	(134)	(167)	(293)	(346)	(400)
其它收益	27	9	8	8	8
其它利得/亏损净额	5	4	4	4	4
息税前收益	637	1,175	1,543	1,720	1,862
财务收益	47	80	63	68	72
财务费用	(132)	(404)	(297)	(317)	(340)
财务费用净额	(84)	(323)	(235)	(249)	(269)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	576	807	1,337	1,503	1,628
所得税	(147)	(264)	(389)	(465)	(489)
减:非控制股东权益	25	31	55	60	66
净利润	404	512	893	978	1,074

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	576	807	1,337	1,503	1,628
折旧和摊销	188	238	275	308	344
运营资金变动	39	(641)	(22)	(173)	15
税费	(71)	(107)	(303)	(374)	(386)
其它	(290)	(16)	80	-	-
经营活动所得现金流	442	281	1,368	1,265	1,601
资本开支	(1,059)	(1,318)	(1,050)	(1,428)	(1,499)
其它	231	(82)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(828)	(1,399)	(1,050)	(1,428)	(1,499)
股份发行	(0)	55	-	(0)	(0)
净借贷	279	1,551	373	390	409
股息	(78)	(90)	(186)	(248)	(272)
其它	124	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	325	1,516	188	143	137
现金增加净额	(62)	398	505	(20)	240
年初现金及现金等价物	755	678	1,076	1,581	1,561
汇兑	(15)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	678	1,076	1,581	1,561	1,800
资产负债表现金	678	1,076	1,581	1,561	1,800

资产负债表

年结:12月31日(百万人民)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	6,758	7,902	8,610	9,763	10,938
租赁与浮夸怒	224	223	255	270	284
不动产、工厂及设备	2,354	2,679	2,960	3,265	3,596
无形资产	3,408	3,787	4,151	4,500	4,835
权益法入账投资	502	857	957	1,409	1,885
其它非流动资产	271	356	287	318	337
流动资产	1,714	3,532	4,292	4,748	5,304
应收账款及票据	667	1,462	1,685	2,109	2,364
公允价值计价金融资产	300	305	305	305	305
现金及等价物	678	1,076	1,581	1,561	1,800
其它流动资产	69	689	722	774	834
流动负债	1,898	3,467	3,881	4,373	4,893
应付账款及票就	528	1,245	1,456	1,750	2,055
预收账款	254	375	412	454	499
借贷	969	1,608	1,737	1,855	1,977
其它流动负债	148	240	275	315	361
非流动负债	3,456	4,423	4,716	5,041	5,385
借贷	2,898	3,810	4,054	4,327	4,614
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	420	475	523	575	632
少数股东权益	339	294	349	409	474
净资产总额	2,778	3,250	3,957	4,688	5,490
股东权益	2,778	3,250	3,957	4,688	5,490

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
燃气销售	51.6	44.7	44.8	48.6	52.2
长输官谢	26.5	18.0	14.3	13.0	12.0
燃气接驳	19.3	13.9	10.9	9.6	8.5
煤改气工程	-	20.6	26.7	25.7	23.8
其它	2.6	2.7	3.2	3.1	3.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	20.5	23.3	22.9	21.6	20.3
税前利率	18.5	16.0	19.9	18.9	17.7
净利润率	13.0	10.1	13.3	12.3	11.7
有效税率	25.5	32.8	29.1	30.9	30.0
资产负债比率					
流动比率(x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率(x)	0.5	0.5	0.6	0.5	6.9
现金比率(x)	0.5	0.5	0.6	0.5	6.9
平均应收款周转天数	74.5	76.8	85.3	87.0	88.9
债务/股本比率(%)	124.0	152.9	134.5	121.3	110.5
净负债/股东权益比率(%)	103.2	115.7	92.4	86.7	82.7
回报率(%)					
资本回报率	14.5	15.7	22.6	20.9	19.6
资产回报率	4.8	4.5	6.9	6.7	6.6
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.41	0.52	0.90	0.99	1.08
每股股息(人民币)	0.10	0.14	0.24	0.26	0.29
每股账面价值(人民币)	2.81	3.28	4.00	4.74	5.55

资料来源:公司及招银国际证券预测

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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。