

天倫燃氣 (1600 HK)

與珠海港展開戰略合作

天倫燃氣完成引入珠海港 (000507 CH, 未評級) 作為戰略股東。在完成引戰後, 公司隨即宣佈與珠海港簽署戰略合作協定, 展現了公司未來在邁向碳中和道路上有著更為寬廣的發展前景, 同時, 我們認為短期的合作將會聚焦於河南省縣級領域的分散式光伏專案開發。對於近期河南省暴雨極端天氣, 公司表示目前燃氣供應一切如常, 並密切跟蹤事態發展以確保業務運營及安全。基於上半年初步的業務運營情況, 我們預期公司將實現超過 30% 的零售氣量銷售增長, 並將實現超過 20% 的同比盈利增長。我們維持對於公司的買入評級, 目標價維持每股 9.90 港元不變。

- **與珠海港展開戰略合作。**隨著控股股東股權轉讓落地, 公司完成引入珠海港作為戰略投資人, 持股比例為 11.9%。公司與珠海港旋即宣佈簽署戰略合作協定, 計畫在未來 5 年共同探索新能源業務機遇, 包括光伏、儲能、以及氫能。根據管理層透露, 與珠海港的合作細節尚在雙方探討之中, 但我們仍能看到令人興奮的潛在新業務發展機遇將有助於提升天倫燃氣的估值水準。
- **分散式光伏將成為近期主要的發展方向。**通過近幾年的鄉村燃氣專案開發, 天倫燃氣已經累積了超過 150 萬戶鄉村燃氣用戶。有鑒於國家能源局近期發佈的分散式光伏整縣開發政策, 我們認為天倫燃氣的這些鄉村用戶資源將成為公司與珠海港共同開發鄉村分散式太陽能專案的寶貴資產。基於短期內縣級分散式項目競爭將趨於激烈的預期, 我們認為公司將儘快與珠海港就分散式光伏專案展開具體合作。
- **上半年盈利品質較優。**我們預期公司將在上半年實現超過 30% 的零售氣量增長, 顯著快於重慶石油天然氣交易所發佈的 21.2% 的全國平均天然氣消費增速。基於較為保守的銷氣毛差和燃氣接駁預期, 我們測算公司上半年將實現盈利人民幣 4.63 億元, 同比增長 23.1%。受新並購項目自 2021 年 2 月份開始並表所支援, 我們認為公司天然氣銷售表現將維持強勁, 並持續超出全國平均, 顯示公司盈利的可持續性以及盈利品質的提升。
- **維持買入評級, 目標價維持 9.90 港元不變。**公司目前估值水準為 2021/22 年市盈率 6.5/5.7 倍, 同時 ROE 及股息收益率分別為 19%/4.6%, 極具吸引力。受戰略股東珠海港支持, 我們認為公司未來的發展道路顯著拓寬, 未來發展具備更多選擇。公司將在 8 月底發佈上半年業績, 我們認為中期業績發佈或將成為近期的估值提升催化劑。重申買入評級, 目標價維持 9.90 港元不變。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	6,549	6,440	7,478	8,763	10,045
淨利潤 (百萬元人民幣)	789	1,044	1,034	1,196	1,360
每股盈利 (元人民幣)	0.80	1.04	1.03	1.19	1.35
每股盈利變動 (%)	38.4	30.8	-1.2	15.4	13.5
市場平均盈利預測 (人民幣)	N/A	N/A	1.022	1.14	1.25
市盈率 (倍)	8.6	6.6	6.7	5.8	5.1
市淨率 (倍)	1.76	1.47	1.27	1.10	0.95
股息率 (%)	3.3	3.8	4.3	5.0	5.7
股本回報率 (%)	20.5	22.3	19.0	19.0	18.7
淨負債 (%)	91.4	71.8	69.2	54.5	42.0

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\$9.90
(此前目標價)	HK\$9.90)
潛在升幅	+21.5%
當前股價	HK\$8.15

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)	8,179
3 月平均流通量 (百萬元港元)	13.1
52 周內股價高/低 (港元)	8.85/5.47
總股本 (百萬)	1,004

資料來源: 彭博

股東結構

天倫集團	46.95%
流通股	25.3%

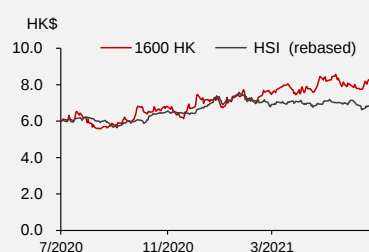
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.1%	9.5%
3-月	9.5%	16.6%
6-月	15.3%	27.2%
12-月	34.3%	21.4%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: PwC

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址, 投下您對招銀國際研究團隊信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	6,549	6,440	7,478	8,763	10,045
燃氣銷售	2,980	3,061	4,006	4,892	5,769
燃氣批發	1,081	674	785	903	1,039
接駁工程	2,355	2,550	2,471	2,681	2,856
其它	132	155	215	286	381
銷售成本	(4,845)	(4,654)	(5,580)	(6,590)	(7,601)
毛利	1,704	1,786	1,898	2,172	2,444
營運支出	(269)	(83)	(279)	(328)	(378)
分銷成本	(58)	(59)	(66)	(78)	(89)
行政費用	(196)	(193)	(224)	(262)	(301)
其它收益	5	10	8	8	8
其它利得/虧損淨額	(19)	160	4	4	4
息稅前收益	1,435	1,703	1,620	1,844	2,066
財務收益	25	11	19	19	27
財務費用	(291)	(250)	(268)	(276)	(286)
財務費用淨額	(266)	(239)	(249)	(257)	(260)
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,127	1,418	1,405	1,626	1,849
所得稅	(314)	(355)	(351)	(407)	(462)
減: 非控制股東權益	24	20	20	23	26
淨利潤	789	1,044	1,034	1,196	1,360
核心盈利	811	895	1,034	1,196	1,360

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
稅前利潤	1,127	1,418	1,405	1,626	1,849
折舊和攤銷	275	299	334	372	412
運營資金變動	(197)	(155)	(284)	(56)	(58)
稅費	(151)	(228)	(229)	(261)	(293)
其它	(82)	26	(36)	(15)	(14)
經營活動所得現金流	971	1,360	1,191	1,665	1,896
資本開支	(259)	(671)	(1,494)	(1,028)	(1,111)
其它	9	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(250)	(671)	(1,494)	(1,028)	(1,111)
股份發行	(56)	(21)	(0)	0	0
淨借貸	(226)	(128)	187	201	216
股息	(114)	(249)	(288)	(334)	(383)
其它	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(451)	(398)	(102)	(133)	(166)
現金增加淨額	271	291	(405)	503	619
年初現金及現金等價物	1,076	1,350	1,640	1,235	1,738
匯兌	3	(0)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357
資產負債表現金	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	8,041	8,556	9,660	10,337	11,056
租賃預付款	-	-	-	-	-
物業廠房及設備	2,850	3,035	3,778	4,348	4,962
無形資產	3,875	4,087	4,264	4,314	4,358
權益法入帳投資	806	784	1,024	1,063	1,105
其它非流動資產	509	649	593	612	630
流動資產	3,898	4,363	4,390	5,221	6,169
應收賬款及票據	1,548	1,393	1,539	1,803	2,067
公允值計價金融資產	51	27	27	27	27
現金及等價物	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357
其它流動資產	950	1,302	1,589	1,652	1,718
流動負債	3,313	4,556	3,969	4,400	4,857
應付帳款及票就	1,202	1,364	1,395	1,648	1,900
預收賬款	469	458	481	505	530
借貸	1,312	2,295	1,575	1,636	1,701
其它流動負債	329	440	517	611	726
非流動負債	4,439	3,381	4,335	4,527	4,734
借貸	3,880	2,770	3,676	3,816	3,968
其它應付	-	-	-	-	-
遞延收入	547	593	641	692	747
遞延所得稅負債	12	18	18	19	19
少數股東權益	4,187	4,980	5,746	6,631	7,635
淨資產總額	297	281	301	324	351
股東權益	3,891	4,699	5,445	6,307	7,284

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
燃氣銷售	45.5	47.5	53.6	55.8	57.4
燃氣批發	16.5	10.5	10.5	10.3	10.3
接駁工程	36.0	39.6	33.1	30.6	28.4
其它	2.0	2.4	2.9	3.3	3.8
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	26.0	27.7	25.4	24.8	24.3
運營利潤率	21.9	26.5	21.7	21.0	20.6
稅前利率	17.2	22.0	18.8	18.6	18.4
淨利潤率	12.1	16.2	13.8	13.7	13.5
有效稅率	27.8	25.0	25.0	25.0	25.0
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
速動比率 (X)	0.5	0.4	5.6	0.5	9.2
平均應收款周轉天數	83.9	83.4	71.6	69.6	70.3
債務 / 股本比率 (%)	124.	101.	91.4	82.2	74.2
淨負債 / 股東權益比率 (%)	91.4	71.8	69.2	54.5	42.0
回報率 (%)					
資本回報率	20.5	22.3	19.0	19.0	18.7
資產回報率	6.6	8.1	7.4	7.7	7.9
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.80	1.04	1.03	1.19	1.35
每股股息 (人民幣)	0.23	0.27	0.31	0.36	0.40
每股帳面價值 (人民幣)	3.89	4.68	5.41	6.26	7.21

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。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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《證券期貨法》(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。