

天倫燃氣 (1600 HK)

上半年保持快速增長

概要。天倫燃氣上半年燃氣銷售量維持快速增長，增速快於全國平均水平。基於上半年公司完成了超過20萬煤改氣用戶接駁，我們預料公司中期業績將有望發布盈喜。目前公司的估值顯著落後於同業平均，隨著公司逐步兌現業績增長目標，我們預料公司將迎來價值重估。

- **上半年天然氣銷量同比增長超過 20%。**根據國家發改委數據，2019 年上半年如果天然氣消費量增速放緩至 10.8%。在全國燃氣消費增速放緩的背景下，天倫仍保持較高的燃氣銷售量增長。管理將較高的增速歸因於住宅用戶和工商業用戶的內生增長，並披露城市燃氣銷售量（除長輸管綫和燃氣貿易氣量以外）增速達約 25%。公司維持全年銷氣量增長 25% 目標。
- **煤改氣業務仍然是主要的增長動力。**根據我們測算，煤改氣業務將為天倫燃氣 2019 年帶來顯著盈利增長，是公司業績增長的主要驅動力。公司在上半年已完成超過 20 萬戶農村煤改氣接駁，相信該業務將在下半年顯著提速。我們預計全年煤改氣實現戶數將達 66 萬戶，略超過管理層全年指引。我們測算煤改氣業務將對公司 2019 財年貢獻淨利潤人民幣 4.37 億元。
- **中期業績大概率將發布盈喜。**根據我們對公司 2019 財年的盈利預測及上半年的收入及盈利分布預期，我們預料公司上半年將錄得全年收入的 42.5%，期內將實現淨利潤人民幣 3.76 億元，同比增長將超過 75.4%。據此，我們認為公司中期業績將大概率發布盈喜。
- **股價趨穩。**天倫燃氣在過去一年間股價呈現顯著波動。考慮到 1) 公司已成功推進農村煤改氣業務，並實現穩健盈利增長，2) 二級市場對於公司的興趣增加也是券商增加了對公司的覆蓋，3) 天倫二級市場的交投日趨活躍，以及 4) 公司在上半年成功被納入港股通，我們預期公司的股價將趨向穩定，市場會將關注點聚焦於公司的業務和盈利增長。
- **估值顯著落後。**基於銷氣毛差預期調整，我們將公司 2019-21 年每股盈利預測分別下調 1.4%/15.2%/13.2%。結合目前燃氣分銷行業 15 倍平均前瞻市盈率，以及對煤改氣業務工程單獨以 5.4 倍前瞻市盈率估值，我們將天倫燃氣的目標價輕微下調 0.7% 至 10.54 港元。我們認為公司目前的估值顯著落後於同業，維持買入評級。

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)	3,109	5,056	6,737	7,958	9,180
同比增長 (%)	15.4	62.6	33.3	18.1	15.4
淨收入(百萬元人民幣)	404	512	893	978	1,074
每股盈利(元人民幣)	0.41	0.52	0.90	0.99	1.08
每股盈利變動 (%)	30.5	26.5	74.6	9.5	9.8
市盈率(倍)	19.0	15.0	8.6	7.9	7.2
市淨率(倍)	2.77	2.37	1.94	1.64	1.40
股息率 (%)	1.3	1.8	3.1	3.4	3.7
股本回報率 (%)	14.5	15.7	22.6	20.9	19.6
淨負債 (%)	103.2	115.7	92.4	86.7	82.7

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$10.54
(此前目標價)	HK\$10.62)
潛在升幅	+16.9%
當前股價	RMB9.00

中國燃氣行業

蕭小川

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

公司數據

市值(百萬元)	8,971
3 月平均流通量(百萬元)	14.4
52 周內股價高/低(港元)	10.90/5.45
總股本(百萬)	995

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%

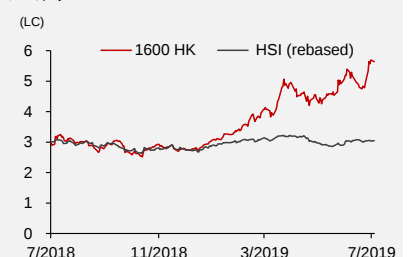
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	13.5%	12.3%
3-月	10.4%	15.0%
6-月	31.7%	24.5%
12-月	-7.3%	-9.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：PwC

請登錄 2019 年亞洲貨幣債券商投票
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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	3,109	5,056	6,737	7,958	9,180
燃氣銷售	1,604	2,261	3,017	3,867	4,788
長輸管綫	824	909	966	1,031	1,106
接駁費	601	705	737	768	780
煤改氣工程	-	1,043	1,800	2,045	2,182
其它	61	137	217	246	324
銷售成本	(2,341)	(3,685)	(4,854)	(5,834)	(6,851)
毛利	768	1,371	1,883	2,124	2,330
營運支出	(131)	(195)	(340)	(404)	(468)
分銷成本	(29)	(41)	(59)	(70)	(80)
行政費用	(134)	(167)	(293)	(346)	(400)
其它收益	27	9	8	8	8
其它利得/虧損淨額	5	4	4	4	4
息稅前收益	637	1,175	1,543	1,720	1,862
財務收益	47	80	63	68	72
財務費用	(132)	(404)	(297)	(317)	(340)
財務費用淨額	(84)	(323)	(235)	(249)	(269)
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	576	807	1,337	1,503	1,628
所得稅	(147)	(264)	(389)	(465)	(489)
減: 非控制股東權益	25	31	55	60	66
淨利潤	404	512	893	978	1,074

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	576	807	1,337	1,503	1,628
折舊和攤銷	188	238	275	308	344
運營資金變動	39	(641)	(22)	(173)	15
稅費	(71)	(107)	(303)	(374)	(386)
其它	(290)	(16)	80	-	-
經營活動所得現金流	442	281	1,368	1,265	1,601
資本開支	(1,059)	(1,318)	(1,050)	(1,428)	(1,499)
其它	231	(82)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(828)	(1,399)	(1,050)	(1,428)	(1,499)
股份發行	(0)	55	-	(0)	(0)
淨借貸	279	1,551	373	390	409
股息	(78)	(90)	(186)	(248)	(272)
其它	124	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	325	1,516	188	143	137
現金增加淨額	(62)	398	505	(20)	240
年初現金及現金等價物	755	678	1,076	1,581	1,561
匯兌	(15)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	678	1,076	1,581	1,561	1,800
資產負債表現金	678	1,076	1,581	1,561	1,800

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	6,758	7,902	8,610	9,763	10,938
租賃與淨滄怒	224	223	255	270	284
不動產、工廠及設備	2,354	2,679	2,960	3,265	3,596
無形資產	3,408	3,787	4,151	4,500	4,835
權益法入帳投資	502	857	957	1,409	1,885
其它非流動資產	271	356	287	318	337
流動資產	1,714	3,532	4,292	4,748	5,304
應收賬款及票據	667	1,462	1,685	2,109	2,364
公允值計價金融資產	300	305	305	305	305
現金及等價物	678	1,076	1,581	1,561	1,800
其它流動資產	69	689	722	774	834
流動負債	1,898	3,467	3,881	4,373	4,893
應付帳款及票就	528	1,245	1,456	1,750	2,055
預收賬款	254	375	412	454	499
借貸	969	1,608	1,737	1,855	1,977
其它流動負債	148	240	275	315	361
非流動負債	3,456	4,423	4,716	5,041	5,385
借貸	2,898	3,810	4,054	4,327	4,614
其它應付	137	137	138	138	138
遞延收入	1	1	1	1	1
遞延所得稅負債	420	475	523	575	632
少數股東權益	339	294	349	409	474
淨資產總額	2,778	3,250	3,957	4,688	5,490
股東權益	2,778	3,250	3,957	4,688	5,490

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
燃氣銷售	51.6	44.7	44.8	48.6	52.2
長輸官謝	26.5	18.0	14.3	13.0	12.0
燃氣接駁	19.3	13.9	10.9	9.6	8.5
煤改氣工程	-	20.6	26.7	25.7	23.8
其它	2.6	2.7	3.2	3.1	3.5
合計	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
稅前利率	18.5	16.0	19.9	18.9	17.7
淨利潤率	13.0	10.1	13.3	12.3	11.7
有效稅率	25.5	32.8	29.1	30.9	30.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
速動比率 (x)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.9
現金比率 (x)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.9
平均應收款周轉天數	74.5	76.8	85.3	87.0	88.9
債務 / 股本比率 (%)	124.0	152.9	134.5	121.3	110.5
淨負債/股東權益比率 (%)	103.2	115.7	92.4	86.7	82.7
回報率 (%)					
資本回報率	14.5	15.7	22.6	20.9	19.6
資產回報率	4.8	4.5	6.9	6.7	6.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.41	0.52	0.90	0.99	1.08
每股股息 (人民幣)	0.10	0.14	0.24	0.26	0.29
每股賬面價值 (人民幣)	2.81	3.28	4.00	4.74	5.55

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，並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，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責任。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。

本報告基於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。接收本報告之行爲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。