

天伦燃气 (1600 HK)

控股股东向 IFC 购买股份

天伦燃气宣布，控股股东张瀛岑先生与国际金融公司 IFC 订立股份购买协议，以每股 7.50 港元向 IFC 购入 1.41 亿股天伦燃气股权。根据公司透露，此次交易主要因 IFC 投资期即将届满需要退出所拟定。我们对于该笔交易及其影响感到乐观，因为 1) 我们认为 IFC 通过投资天伦燃气获取了合理回报；以及 2) 控股股东增持股份将增强市场对于公司信心。此外，根据公司的初步运营数据显示 2021 年 1-4 月公司的零售气量增长同比超过 30%，符合我们的预期。我们对公司维持买入评级，目标价维持每股 9.90 港元不变。

- **控股股东增持股份。**公司董事局主席及控股股东张瀛岑先生与 IFC 订立了股份购买协议，以每股 7.50 港元认购 IFC 所持有公司的 1.41 亿股。IFC 对于天伦燃气的投资可追溯至 2015 年，当年以每股 6.40 港元认购了 1.817 亿股公司股份（总代价为 11.6 亿港元）。在本次股份交易完成后，张瀛岑先生持股将从 53.87% 增加至 67.92%，而 IFC 的持股比例将从 17.7% 下降至 3.67%。本次股份交易将避免触发全面要约。
- **IFC 投资获得满意回报。**在此次交易前，IFC 曾在 2019 年在公司股价造好时期以平均 8.89 港元减持了约 65 万股。天伦燃气透露，此次减持主要因 IFC 投资期即将届满需要退出。我们测算 IFC 通过投资天伦燃气获得了年化约 5% 的投资回报，其中约 2.7% 来自股份持有收益，其余部分来自股息收入回报。
- **增强市场信心。**我们相信董事局主席增持将向市场释放两项明确信号：1) 控股股东对于公司未来发展具有信心，以及 2) 为天伦燃气设定短期筑底价格每股 7.50 港元。我们认为此次股权交易将提振市场对于公司信心。
- **近期业务发展符合预期。**根据初步运营数据，管理层透露 2021 年前四个月零售气量同比增长超过 30%，快于公司对于全年零售气量增长 25% 的指引；居民和乡村燃气接驳方面也如期进展。我们认为公司目前处在核心盈利增长 15.5% 的轨道上良好运营。
- **维持买入评级，目标价维持每股 9.90 港元。**在过去一个月，天伦燃气股价表现大致持平。目前公司 2021 年前瞻市盈率为 6.3 倍，估值仍旧非常吸引。我们认为董事长增持股权或将成为短期股价催化事件。我们的目标价维持 9.90 港元，维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万元人民币)	6,549	6,440	7,478	8,763	10,045
净利润 (百万元人民币)	789	1,044	1,034	1,196	1,360
每股盈利 (元人民币)	0.80	1.04	1.03	1.19	1.35
每股盈利变动 (%)	38.4	30.8	-1.2	15.4	13.5
市场平均盈利预测 (人民币)	N/A	N/A	1.031	1.15	1.3
市盈率 (倍)	8.2	6.3	6.3	5.5	4.8
市净率 (倍)	1.67	1.39	1.20	1.04	0.90
股息率 (%)	3.6	4.1	4.7	5.5	6.2
股本回报率 (%)	20.5	22.3	19.0	19.0	18.7
净负债 (%)	91.4	71.8	69.2	54.5	42.0

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$9.90
(此前目标价)	HK\$9.90)
潜在升幅	+26.1%
当前股价	HK\$7.85

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)	7,617
3月平均流通量(百万港元)	11.87
52周内股价高/低(港元)	8.25/5.35
总股本(百万)	1,004

资料来源：彭博

股东结构

天伦集团	46.9%
IFC	17.7%
流通股	28.0%

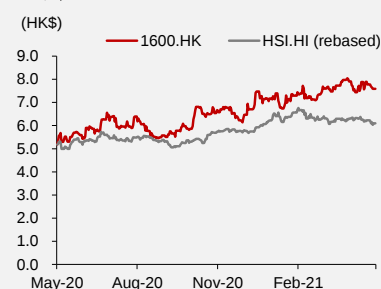
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.0%	-0.8%
3-月	2.0%	11.9%
6-月	13.8%	7.1%
12-月	46.6%	24.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：Wind

审计师：PwC

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	6,549	6,440	7,478	8,763	10,045
燃气销售	2,980	3,061	4,006	4,892	5,769
燃气批发	1,081	674	785	903	1,039
接驳工程	2,355	2,550	2,471	2,681	2,856
其它	132	155	215	286	381
销售成本	(4,845)	(4,654)	(5,580)	(6,590)	(7,601)
毛利	1,704	1,786	1,898	2,172	2,444
营运支出	(269)	(83)	(279)	(328)	(378)
分销成本	(58)	(59)	(66)	(78)	(89)
行政费用	(196)	(193)	(224)	(262)	(301)
其它收益	5	10	8	8	8
其它利得/亏损净额	(19)	160	4	4	4
息税前收益	1,435	1,703	1,620	1,844	2,066
财务收益	25	11	19	19	27
财务费用	(291)	(250)	(268)	(276)	(286)
财务费用净额	(266)	(239)	(249)	(257)	(260)
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	1,127	1,418	1,405	1,626	1,849
所得税	(314)	(355)	(351)	(407)	(462)
减: 非控制股东权益	24	20	20	23	26
净利润	789	1,044	1,034	1,196	1,360
核心盈利	811	895	1,034	1,196	1,360

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	1,127	1,418	1,405	1,626	1,849
折旧和摊销	275	299	334	372	412
运营资金变动	(197)	(155)	(284)	(56)	(58)
税费	(151)	(228)	(229)	(261)	(293)
其它	(82)	26	(36)	(15)	(14)
经营活动所得现金流	971	1,360	1,191	1,665	1,896
资本开支	(259)	(671)	(1,494)	(1,028)	(1,111)
其它	9	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(250)	(671)	(1,494)	(1,028)	(1,111)
股份发行	(56)	(21)	(0)	0	0
净借贷	(226)	(128)	187	201	216
股息	(114)	(249)	(288)	(334)	(383)
其它	-	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(451)	(398)	(102)	(133)	(166)
现金增加净额	271	291	(405)	503	619
年初现金及现金等价物	1,076	1,350	1,640	1,235	1,738
汇兑	3	(0)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357
资产负债表现金	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	8,041	8,556	9,660	10,337	11,056
租赁预付款	-	-	-	-	-
物业厂房及设备	2,850	3,035	3,778	4,348	4,962
无形资产	3,875	4,087	4,264	4,314	4,358
权益法入账投资	806	784	1,024	1,063	1,105
其它非流动资产	509	649	593	612	630
流动资产	3,898	4,363	4,390	5,221	6,169
应收账款及票据	1,548	1,393	1,539	1,803	2,067
公允价值计金融资产	51	27	27	27	27
现金及等价物	1,350	1,640	1,235	1,738	2,357
其它流动资产	950	1,302	1,589	1,652	1,718
流动负债	3,313	4,556	3,969	4,400	4,857
应付账款及票就	1,202	1,364	1,395	1,648	1,900
预收账款	469	458	481	505	530
借贷	1,312	2,295	1,575	1,636	1,701
其它流动负债	329	440	517	611	726
非流动负债	4,439	3,381	4,335	4,527	4,734
借贷	3,880	2,770	3,676	3,816	3,968
其它应付	-	-	-	-	-
递延收入	547	593	641	692	747
递延所得税负债	12	18	18	19	19
少数股东权益	4,187	4,980	5,746	6,631	7,635
净资产总额	297	281	301	324	351
股东权益	3,891	4,699	5,445	6,307	7,284

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
燃气销售	45.5	47.5	53.6	55.8	57.4
燃气批发	16.5	10.5	10.5	10.3	10.3
接驳工程	36.0	39.6	33.1	30.6	28.4
其它	2.0	2.4	2.9	3.3	3.8
合计	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
运营利润率	21.9	26.5	21.7	21.0	20.6
税前利率	17.2	22.0	18.8	18.6	18.4
净利润率	12.1	16.2	13.8	13.7	13.5
有效税率	27.8	25.0	25.0	25.0	25.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.5	0.4	5.6	0.5	9.2
平均应收账款周转天数	83.9	83.4	71.6	69.6	70.3
债务 / 股本比率 (%)	124.	101.	91.4	82.2	74.2
净负债 / 股东权益比率 (%)	91.4	71.8	69.2	54.5	42.0
回报率 (%)					
资本回报率	20.5	22.3	19.0	19.0	18.7
资产回报率	6.6	8.1	7.4	7.7	7.9
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.80	1.04	1.03	1.19	1.35
每股股息 (人民币)	0.23	0.27	0.31	0.36	0.40
每股账面价值 (人民币)	3.89	4.68	5.41	6.26	7.21

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。