

## 买入

## 业绩优于行业，全年核心利润增长调整为 8-10%

天伦燃气 (1600.HK)

2020-08-27 星期四

## 投资要点

目标价: **7.80 港元**  
 现价: 5.91 港元  
 预计升幅: 32%

## 重要数据

日期	2020-08-26
收盘价 (港元)	5.91
总股本 (百万股)	1,004
总市值 (百万港元)	5,933
净资产 (百万元)	4,147
总资产 (百万元)	12,518
52 周高低 (港元)	8.42 / 4.63
每股净资产 (元)	4.15

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

天伦集团有限公司 (47.14%)  
 捷嘉发展有限公司 (6.38%)  
 IFC Fund, LP (8.9%)  
 古润金 (6.93%)

## 相关报告

更新报告-20200427  
 更新报告-20190823  
 更新报告-20190410

## 研究部

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 中期核心利润同比增长 3.5%，业绩优于行业：

截至 2020 年 6 月 30 日止 6 个月，公司收入为人民币 29.96 亿元，同比下降 4.9%；归属股东净利润为人民币 3.75 亿元，同比下降 7.35%；核心利润为人民币 4.24 亿元，同比增长 3.5%；基本每股收益为人民币 0.38 元。上半年公司经营现金净额达到 6.4 亿元人民币，自由现金流达到 2.6 亿元人民币，中期每股股息人民币 11.4 分（同比持平），派息率升至 30.4%。公司业绩整体优于行业，符合预期。

➤ 预期全年零售气量增长 10%，全年核心利润增长调整为 8-10%：

上半年公司销气量 7.15 亿立方米，同比下降 3.6%。其中住宅、工商业、交通、批发业务的气量分别占燃气总销量的 24.7%、50.1%、5.1% 及 20.1%；工程安装及服务所得收入为人民币 11.42 亿元，同比上升 3.9%。截至 2020 年 6 月 30 日止，公司新增 138,824 户城市燃气住宅用户，累计城市燃气住宅用户数量已增至 2,510,082 户。预期全年零售气量增长 10%，累计用户达到 410 万户，全年核心利润增长调整为 8-10%。

➤ 乡镇煤改气稳步推进，全年销气毛差小幅增长：

2018 年下半年以来，公司联合中原豫资开展煤改气项目，至 2020 年中期，累计完工超过 120 万户，累计回款 22.4 亿元，整体项目累计回款比例达 61.5%；上半年公司销气毛差同比提升 2 分至 0.56 元/立方米，主要受益零售气和居民气销气毛差的提升。2020 年天然气整体供需略宽松，预期公司全年销气毛差小幅增长。

➤ 维持买入评级，目标价 7.80 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 7.80 港元，相当于 2020 年和 2021 年 8 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 32% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	5,113	6,549	7,062	7,908	8,949
同比增长(%)	64%	28%	8%	12%	13%
净利润	569	789	862	992	1,093
同比增长(%)	41%	39%	9%	15%	10%
每股盈利 (港元)	0.58	0.80	0.86	0.99	1.09
PE@5.91HKD	9.14	6.57	6.10	5.30	4.81
每股股息 (港元)	15.36	20.00	25.00	30.00	35.00
股息率	3%	3%	4%	5%	6%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 2020 年上半年核心利润 4.24 亿元人民币，同比增长 3.5%：

截至 2020 年 6 月 30 日止 6 个月，公司收入为人民币 29.96 亿元，同比下降 4.9%；归属股东净利润为人民币 3.75 亿元，同比下降 7.35%；核心利润为人民币 4.24 亿元，同比增长 3.5%；基本每股收益为人民币 0.38 元。上半年公司经营现金净额达到 6.4 亿元人民币，自由现金流达到 2.6 亿元人民币，中期每股股息人民币 11.4 分（同比持平），派息率升至 30.4%。

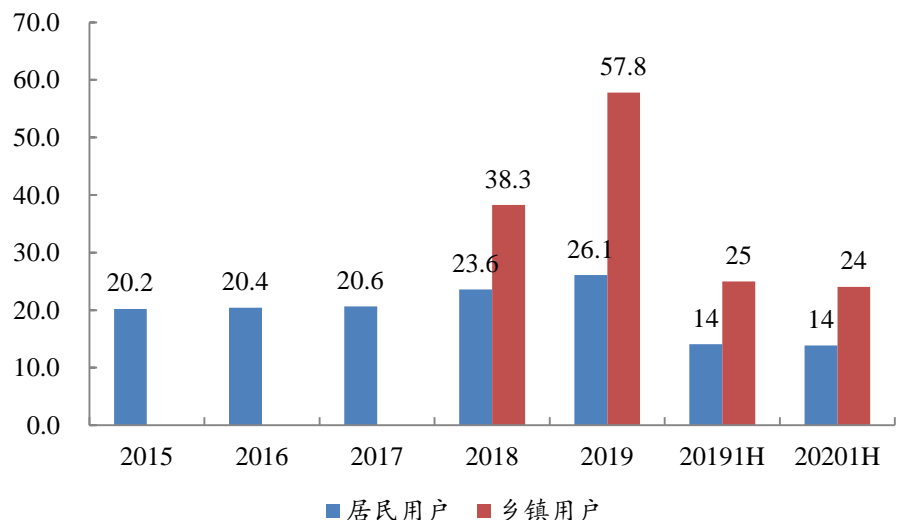
### 预期全年零售气量增长 10%，全年核心利润增长调整为 8-10%：

期内公司共销售燃气 7.15 亿立方米，较去年同期的 7.41 亿立方米，下降 3.6%。销售予住宅用户、工商业用户、交通用户、批发业务的气量分别占燃气总销量的 24.7%、50.1%、5.1%及 20.1%；工程安装及服务所得收入为人民币 11.42 亿元，与去年同期人民币 10.99 亿元，上升 3.9 个百分点。

截至 2020 年 6 月 30 日止，公司新增 138,824 户城市燃气住宅用户，累计城市燃气住宅用户数量已增至 2,510,082 户。虽受上半年疫情影响，新接驳户数（含煤改气）小幅下滑，但是下滑幅度远小于同类公司。主要因为二季度公司疫情后复工加快接驳，进行实地调研指导，极大推动了施工进度。

预期全年零售气量增长 10%，累计用户达到 410 万户，全年核心利润增长调整为 8-10%。

图 1：公司新增接驳户数（万）



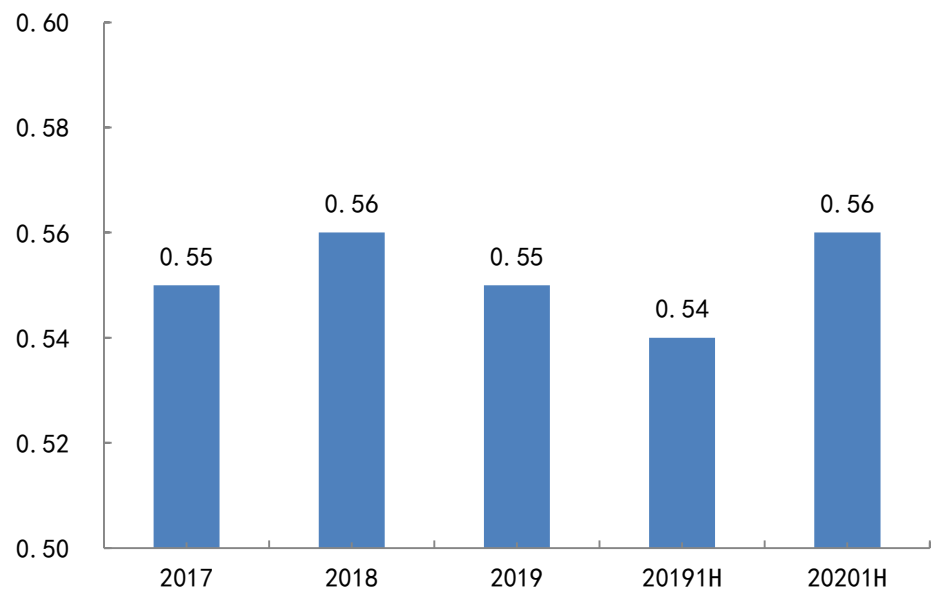
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**乡镇煤改气稳步推进，全年销气毛差小幅增长：**

2018 年下半年以来，公司联合中原豫资开展煤改气项目，至 2020 年中期，累计完工超过 120 万户，累计回款 22.4 亿元人民币，整体项目累计回款比例达 61.5%。

上半年公司销气毛差同比提升 2 分至 0.56 元/立方米，主要受益零售气和居民气销气毛差的提升。2020 年天然气整体供需宽松，预期公司全年销气毛差小幅增长。

**图 2：公司城燃项目销气毛差（元/立方米）**



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**维持全年资本开支约 10 亿元人民币不变：**

公司维持全年 10 亿人民币资本支出指引不变。受疫情影响，中小燃气公司经营处境困难，公司将把握并购价格，区位协同方面的潜在并购机会，预期下半年将有 2-3 个成熟优质城燃项目落地。

**维持买入评级，目标价 7.80 港元：**

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 7.80 港元，相当于 2020 年和 2021 年 8 倍和 7 倍 PE，目标价较现价有 32% 上升空间，维持买入评级。

**风险提示：**

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降，煤改气进度低于预期。

表1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E		2021E
城市燃气														
0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.10	1,973	390.7	406.3	4.0%	93.1	69.7	-25.2%	28.3	24.4	22.8	3.2
1083.HK	港华燃气	HKD	3.53	105	117.9	129.2	9.6%	12.2	13.1	6.9%	8.0	7.5	6.9	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	22.20	1,159	595.4	596.7	0.2%	82.2	91.9	11.7%	12.6	10.6	9.1	2.9
2688.HK	新奥能源	HKD	86.30	972	695.5	786.8	13.1%	32.2	63.3	96.8%	15.4	14.6	12.4	3.3
1193.HK	华润燃气	HKD	35.65	825	516.4	568.9	10.2%	44.5	50.4	13.3%	16.4	15.2	13.4	2.7
0135.HK	昆仑能源	HKD	5.98	518	1,208.9	1,268.3	4.9%	52.9	62.0	17.2%	8.4	7.6	6.6	0.9
0392.HK	北京控股	HKD	25.75	325	683.3	684.1	0.1%	75.8	80.5	6.3%	4.0	3.9	3.7	0.4
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.10	260	114.3	133.9	17.2%	14.5	15.8	9.1%	5.1	4.8	4.4	0.6
<b>行业平均</b>											<b>11.7</b>	<b>10.4</b>	<b>9.3</b>	<b>1.8</b>
1600.HK	天伦燃气	HKD	5.91	59	58.4	73.1	25.3%	6.5	8.8	35.6%	6.7	5.4	4.6	1.3

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

<b>损益表</b>					
人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	5,113	6,549	7,062	7,908	8,949
经营成本	(3,685)	(4,845)	(5,197)	(5,830)	(6,690)
其他收入	9	5	5	5	5
行政费用	(167)	(196)	(207)	(217)	(237)
财务开支	(323)	(266)	(281)	(289)	(298)
应占联营公司利润	(45)	(42)	(45)	(47)	(49)
其他开支	4	(19)	(19)	(19)	(19)
<b>税前盈利</b>	865	1,127	1,257	1,447	1,594
所得税	(264)	(314)	(350)	(403)	(444)
少数股东应占利润	31	24	45	52	58
<b>净利润</b>	569	789	862	992	1,093
折旧及摊销	214	236	241	246	250
<b>EBITDA</b>	1,010	1,195	1,337	1,532	1,685
<b>增长</b>					
总收入 (%)	64%	28%	8%	12%	13%
EBITDA (%)	140%	18%	12%	15%	10%

**资产负债表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	1,076	1,350	1,210	940	1,090
应收账款	1,462	1,548	1,626	1,707	1,792
存货	200	205	215	226	237
其他流动资产	794	795	1,236	1,330	1,472
<b>流动资产</b>	3,532	3,898	4,286	4,203	4,591
固定资产	2,679	2,850	3,278	3,769	4,335
其他固定资产	5,223	5,191	5,002	4,958	4,920
<b>非流动资产</b>	7,902	8,041	8,279	8,728	9,254
<b>总资产</b>	11,434	11,939	12,566	12,930	13,845
<b>流动负债</b>	3,467	3,313	3,747	4,306	5,021
应付帐款	1,245	1,202	1,563	2,032	2,641
短期银行贷款	3,810	3,880	3,958	3,562	3,526
其他短期负债	(1,587)	(1,769)	(1,773)	(1,288)	(1,146)
<b>非流动负债</b>	4,423	4,439	4,456	4,011	3,931
长期银行贷款	1,608	1,312	1,325	1,339	1,352
其他负债	2,815	3,126	3,130	2,672	2,579
<b>总负债</b>	7,890	7,751	8,203	8,317	8,952

**财务分析**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	20%	18%	19%	19%	19%
净利率 (%)	11%	12%	12%	13%	12%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	31%	28%	28%	28%	28%
股息支付率 (%)	27%	25%	29%	30%	32%
库存周转	20	15	15	14	13
应付账款天数	123	91	110	127	144
应收账款天数	104	86	84	79	73
ROE (%)	18%	20%	21%	23%	24%
ROA (%)	6%	7%	7%	8%	8%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
收入/总资产	0.45	0.55	0.56	0.61	0.65
总资产/股本	3.52	3.07	3.10	3.02	3.04
收入对利息倍数	15.8	24.7	25.1	27.3	30.0

**现金流量表**

人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>EBITDA</b>	1,010	1,195	1,337	1,532	1,685
融资成本	(644)	(574)	(420)	149	(188)
营运资金变化	248	521	(46)	(643)	(327)
所得税	(151)	(170)	(251)	(280)	(322)
<b>营运现金流</b>	463	971	620	758	847
资本开支	(320)	(317)	(348)	(383)	(421)
其他投资活动	(721)	67	(288)	(229)	(182)
<b>投资活动现金流</b>	(1,041)	(250)	(636)	(613)	(603)
负债变化	1,431	(295)	91	(383)	(22)
股本变化	0	90	1,570	0	0
其他融资活动	(433)	(245)	(1,788)	(36)	(75)
<b>融资活动现金流</b>	998	(451)	(127)	(418)	(97)
<b>现金变化</b>	420	271	(143)	(273)	146

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>