强烈推荐

业绩持续稳步增长

天伦燃气（1600.HK）

2019-4-10 星期三

目标价：HK$ 12.5
现　价：HK$ 8.96
预计升幅： 40%

股本数据
总股本(亿股)9.9
总市值(亿港元) 88.67
52 周高/低（HK$）10.9/5.29
每股净值(人民币元) 3.28
所属行业：天然气

主要股东
Tian Lun Group Limited (47.61%)
Gold Shine Development Limited (18.36%)
Chequers Development Limited (6.44%)
IFC Fund, LP (9.18%)

52 周行情图(Vs 恒生中国指数)

相关报告：
相关报告 1 首发报告 20111031
相关报告 2 更新报告 20120417
相关报告 3 更新报告 20130603
相关报告 4 更新报告 20170928
相关报告 5 更新报告 20181122

国元国际研究部
姓名：杨义琼
电话：0755-21516065
Email:yangyq@gyzq.com.hk

投资要点

2018 年业绩表现良好：

2018 年公司实现收入 51.13 亿人民币，同比增长 64.5%，毛利 14.28 亿人民币，同比增长 86%，归属股东净利润 5.69 亿人民币，同比增长 40.8%，每股收益人民币 58 分，全年派息 15.36 港仙，派息率 28%（上年同期 25%）。

预计 2019 年销气量同比增长 25%左右。

2018 年公司实现销气量 12.9 亿立方米，同比增长 22%，其中城市燃气销气量占 62.3%，长输管线占 33.3%，气源贸易占 4.4%。2018 年城市燃气中居民销气量同比增长 42%，工商业销气量同比增长 28%。我们初步预计 2019 年公司居民和工商业销量将保持高增长，预期 2019 年公司销气量同比增长 25%至 16 亿立方米，其中内涵增长 20%，外延项目增长 5%。

“煤改气”进展顺利，预计 2019 年完工 60 万户：

2018 年公司“煤改气”项目顺利结转 38 万户，预计 2019 年将完成 60 万户，2020 年完成 100 万户。同时，2019 年公司城市居民用户也将新增 20 万户，“煤改气”用户加上城市居民用户，2019 年将合计新增接驳 85 万户，带来接驳费入的高增长。

加大资本开支，持续收购优质城市燃气项目：

2018 年公司用于并购的资本支出为 4.23 亿人民币，2019 年公司计划用于项目并购的支出将达到 7 亿人民币，持续优质项目的收购将支撑公司业绩的持续稳步增长。

维持强烈推荐评级，目标价 12.5 港元

近期国家发改委将增值税改革的红利全部让利于终端用户，调整天然气管输及基准门站，我们认为通过降低下游客户包括工商业和居民用户的用气成本，将有效刺激天然气终端消费需求，利好行业发展。

根据对公司销气量及新增新驳用户的预测，我们更新公司盈利预测，并提高公司目标价至 12.5 港元，目标价相当于 2019 年 12 倍 PE，目标价较现价有+40%升幅，维持强烈推荐评级。

截止 12 月31 日	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业额(人民币百万)	2,693	3,109	5,113	6,397	8,089
变动(%)	20%	15%	64%	25%	26%
归属股东净利润(人民币百万)	313	404	569	880	1,200
变动(%)	10%	29%	41%	55%	36%
基本每股盈利(人民币元)	0.31	0.41	0.58	0.89	1.21
市盈率@8.96港元(倍)	24.74	18.77	13.33	8.62	6.32
每股股息(港仙)	8.30	12.00	15.36	20.00	25.00
股息现价比率(%)	1%	1%	2%	2%	3%

表 1、行业相关公司估值

城市燃气行业										
			PE				PB			
名称	代码	股价	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
中华煤气	3 HK	18.86	26.05	32.63	32.69	30.32	3.65	4.50	4.20	4.06
华润燃气	1193 HK	35.15	16.88	17.18	15.16	13.55	2.87	3.09	2.74	2.43
昆仑能源	135 HK	8.49	11.50	10.24	9.28	8.22	1.37	1.35	1.25	1.13
中国燃气	384 HK	26.05	17.56	21.09	16.76	14.42	3.77	5.15	3.83	3.21
北京控股	392 HK	43.80	8.51	7.24	6.57	5.96	0.87	0.75	0.70	0.64
港华燃气	1083 HK	6.14	12.59	11.99	10.87	9.98	1.10	1.01	0.97	0.91
新奥能源	2688 HK	76.20	17.93	16.81	14.87	12.63	2.97	3.59	2.96	2.55
苏创燃气	1430 HK	2.29	30.82	N/A	N/A	N/A	2.19	N/A	N/A	N/A
中裕燃气	3633 HK	7.61	22.58	19.51	18.56	N/A	3.97	4.94	4.11	4.10
行业平均			18.3	17.1	15.6	13.6	2.5	3.0	2.6	2.4
天伦燃气	1600 HK	6.67	18.77	13.33	8.62	6.32	2.05	1.80	2.03	1.92

资料来源：国元国际，Bloomberg

财务报表摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018	2019E	2020E
收入	2,693	3,109	5,113	6,397	8,089
经营成本	(2,001)	(2,341)	(3,685)	(4,478)	(5,662)
其他收入	12	27	9	10	10
行政费用	(117)	(134)	(167)	(175)	(184)
财务开支	(184)	(84)	(323)	(333)	(343)
应占联营公司利润	21	23	(45)	(47)	(49)
其他开支	44	5	4	4	4
税前盈利	445	576	865	1,334	1,820
所得税	(110)	(147)	(264)	(408)	(556)
少数股东应占利润	21	25	31	46	63
净利润	313	404	569	880	1,200
折旧及摊销	142	188	192	196	200
EBITDA	863	421	1,032	1,508	2,001
增长					
总收入（%）	20%	15%	64%	25%	26%
EBITDA（%）	17%	-51%	145%	46%	33%

财务分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E
盈利能力					
EBITDA 利率（%）	32%	14%	20%	24%	25%
净利率(%)	12%	13%	11%	14%	15%
营运表现					
SG&A/收入(%)	4%	4%	3%	3%	2%
实际税率（%）	25%	25%	31%	31%	31%
股息支付率（%）	0%	0%	0%	0%	100%
库存周转	8	7	20	17	14
应付账款天数	97	28	123	122	125
应收账款天数	82	45	104	88	73
ROE（%）	13%	15%	18%	26%	33%
ROA（%）	4%	5%	6%	8%	10%
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.1	1.3	1.3	1.1
收入/总资产	0.35	0.37	0.45	0.55	0.67
总资产/股本	3.14	3.05	3.52	3.40	3.31
收入对利息倍数	14.7	36.8	15.8	19.2	23.6

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金	755	678	1,076	942	1,036
应收账款	603	382	1,462	1,535	1,612
存货	42	47	200	210	221
其他流动资产	413	607	794	612	643
流动资产	1,814	1,714	3,532	3,300	3,512
固定资产	2,124	2,354	2,679	2,947	3,242
其他固定资产	3,696	4,404	5,223	5,403	5,262
非流动资产	5,820	6,758	7,902	8,350	8,504
总资产	7,633	8,472	11,434	11,650	12,016
流动负债	1,633	1,898	3,467	3,404	3,925
应付帐款	530	181	1,245	1,494	1,942
短期银行贷款	2,740	2,898	3,810	3,886	3,497
其他短期负债	(1,637)	(1,181)	(1,587)	(1,975)	(1,515)
非流动负债	3,248	3,456	4,423	4,511	4,135
长期银行贷款	848	969	1,608	1,624	1,641
其他负债	2,400	2,488	2,815	2,887	2,495
总负债	4,882	5,354	7,890	7,916	8,060
少数股东权益	321	339	294	309	324
股东权益	2,431	2,778	3,250	3,426	3,632

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EBITDA	863	421	1,032	1,508	2,001
融资成本	(642)	522	(1,393)	(678)	(571)
营运资金变化	122	(364)	248	(169)	(308)
所得税	(108)	(137)	(147)	(264)	(408)
营运现金流	234	442	(259)	397	714
资本开支	(263)	(298)	(100)	(101)	(121)
其他投资活动	(1,240)	(530)	(447)	(444)	(40)
投资活动现金流	(1,503)	(828)	(547)	(545)	(161)
负债变化	770	413	1,551	92	(372)
股本变化	(172)	0	0	1,560	0
股息	0	0	0	0	1
其他融资活动	999	(88)	(331)	(1,623)	(71)
融资活动现金流	1,597	325	1,220	29	(442)
现金变化	328	(62)	413	(118)	111
期初持有现金	264	755	678	1,076	942
汇率变动	18	(15)	(16)	(16)	(16)

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 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