

强烈推荐
受益煤改气，业绩高增长
天伦燃气 (1600.HK)

2018-11-22 星期四

目标价: HK\$ 10
 现价: HK\$ 6.67
 预计升幅: 50%

股本数据

总股本(亿股) 9.9
 总市值(亿港元) 66
 52周高/低 (HK\$) 10.76/5.26
 每股净值(人民币元) 3
 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

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
河南乡镇“煤改气”项目进展顺利:

公司煤改气工程于2018年7月中旬在河南省兰考、尉氏、舞钢、淅川等多县市乡镇陆续展开。截至10月24日,已累计开发50.6万户,进场施工33万户,涉及村庄748个,完工9万户,首批用户已点火通气,进场施工人员规模已达到1万人。依据目前实施进度,预计于今年年底实现进场施工60万户,完工30万户。公司以设立合资基金的方式,解决了接驳费资金垫支问题,同时也避免了政策补贴欠款的担忧。在上市公司层面,根据完工进度,直接向合资公司收取接驳费确认收入。该模式将直接带来公司收入和盈利高速增长。

多方面布局保障气源供应:

公司与昆仑能源华油广元 LNG 工厂开展代加工合作,每年可为天伦燃气提供3亿方自有气源,除销售给四川省北部和陕西省南部客户外,大部分 LNG 将运输至河南省,为河南省乡镇煤改气项目提供气源支援。同时,公司积极筹备海外 LNG 贸易,新成立的上海天伦天然气有限公司已经获得海外 LNG 全部资质审批,将择机开展 LNG 贸易业务。

策略性收购城市燃气项目:

近年来公司持续收购优质城市燃气项目,包括陕西咸阳、四川金堂,陕西米脂吴堡以及刚收购的石家庄金明项目,都是非常优质的项目,这四个项目2018年利润达到近1.46亿人民币,未来增长前景可观。未来三年公司将聚焦各强二线,二线省会城市周边的城燃项目收购,并与中游管输气源合作,与煤改气形成协同效应。

业绩高增长, 给予强烈推荐评级, 目标价 10 港元

我们认为公司“煤改气”项目的收益不仅仅在于一次性的接驳费收益,更有利于通过保障煤改气的形式向上游争取更多的气源指标,带来公司燃气销量增长。我们更新公司目标价10港元,目标价相当于2018年13倍PE,目标价较现价有+50%升幅,给予强烈推荐评级。

截止 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额(人民币百万)	2,693	3,109	4,776	6,397	8,089
变动(%)	20%	15%	54%	34%	26%
归属股东净利润(人民币百万)	313	404	667	1,058	1,478
变动(%)	10%	29%	65%	59%	40%
基本每股盈利(人民币元)	0.31	0.41	0.67	1.07	1.49
市盈率@6.67港元(倍)	19.07	14.47	8.78	5.53	3.96
每股股息(港仙)	8.30	12.00	20.00	25.00	28.00
股息现价比率(%)	1%	2%	3%	4%	4%

表 1、行业相关公司估值

城市燃气行业										
名称	代码	股价	PE				PB			
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
中华煤气	3 HK	15.30	26.05	27.27	26.02	24.64	3.55	3.55	3.40	3.28
华润燃气	1193 HK	29.10	16.88	14.20	12.71	11.12	2.87	2.52	2.22	1.97
昆仑能源	135 HK	9.01	11.50	11.27	10.01	9.09	1.37	1.47	1.33	1.21
中国燃气	384 HK	25.40	17.56	20.57	16.39	13.82	3.77	5.02	3.68	3.09
北京控股	392 HK	44.40	8.51	7.49	6.79	6.07	0.87	0.76	0.70	0.64
港华燃气	1083 HK	5.70	12.59	11.05	9.86	9.15	1.10	0.93	0.87	0.81
新奥能源	2688 HK	67.65	17.93	15.50	13.18	11.36	2.97	3.23	2.75	2.35
苏创燃气	1430 HK	2.90	30.82	N/A	N/A	N/A	2.19	N/A	N/A	N/A
中裕燃气	3633 HK	5.23	22.58	0.01	12.76	N/A	3.97	3.40	2.83	N/A
行业平均			18.3	13.4	13.5	12.2	2.5	2.6	2.2	1.9
天伦燃气	1600 HK	6.67	14.47	8.78	5.53	3.96	1.82	1.75	1.41	1.12

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	2018E	2019E	2020E
收入	2,693	3,109	4,776	6,397	8,089
经营成本	(2,001)	(2,341)	(3,582)	(4,606)	(5,662)
其他收入	12	27	28	30	31
行政费用	(117)	(134)	(141)	(148)	(155)
财务开支	(184)	(84)	(87)	(90)	(92)
应占联营公司利润	21	23	24	25	26
其他开支	44	5	6	0	0
税前盈利	445	576	994	1,577	2,203
所得税	(110)	(147)	(253)	(402)	(561)
少数股东应占利润	21	25	74	118	164
净利润	313	404	667	1,058	1,478
折旧及摊销	142	188	192	196	200
EBITDA	863	421	836	1,415	2,038
增长					
总收入 (%)	20%	15%	54%	34%	26%
EBITDA (%)	17%	-51%	98%	69%	44%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金	755	678	693	1,222	1,809
应收账款	603	382	401	421	442
存货	42	47	49	51	54
其他流动资产	413	607	339	356	374
流动资产	1,814	1,714	1,482	2,050	2,678
固定资产	2,124	2,354	2,401	2,641	2,905
其他固定资产	3,696	4,404	4,492	4,449	4,408
非流动资产	5,820	6,758	6,893	7,090	7,313
总资产	7,633	8,472	8,375	9,140	9,992
流动负债	1,633	1,898	1,544	1,685	1,857
应付帐款	530	181	183	237	309
短期银行贷款	2,740	2,898	2,956	3,015	2,714
其他短期负债	(1,637)	(1,181)	(1,595)	(1,568)	(1,165)
非流动负债	3,248	3,456	3,525	3,596	3,306
长期银行贷款	848	969	978	988	998
其他负债	2,400	2,488	2,547	2,608	2,308
总负债	4,882	5,354	5,069	5,281	5,164
少数股东权益	321	339	340	759	1,565
股东权益	2,431	2,778	2,966	3,101	3,263
每股账面值(人民币元)	3.30	3.74	3.34	3.90	4.88
营运资金	180	(184)	(62)	366	821

财务分析

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	32%	14%	17%	22%	25%
净利率 (%)	12%	13%	14%	17%	18%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	3%	2%	2%
实际税率 (%)	25%	25%	25%	25%	25%
股息支付率 (%)	0%	0%	0%	0%	100%
库存周转	8	7	5	4	3
应付账款天数	97	28	19	19	20
应收账款天数	82	45	31	24	20
ROE (%)	13%	15%	22%	34%	45%
ROA (%)	4%	5%	8%	12%	15%
财务状况					
净负债/股本	1.2	1.1	1.1	0.9	0.6
收入/总资产	0.35	0.37	0.57	0.70	0.81
总资产/股本	3.14	3.05	2.82	2.95	3.06
收入对利息倍数	14.7	36.8	54.9	71.4	87.7

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	836	1,415	2,038
融资成本	(642)	522	(44)	(303)	(322)
营运资金变化	122	(364)	122	428	455
所得税	(108)	(137)	(147)	(253)	(402)
营运现金流	234	442	767	1,287	1,769
资本开支	(263)	(298)	(301)	(304)	(365)
其他投资活动	(1,240)	(530)	(447)	(444)	(440)
投资活动现金流	(1,503)	(828)	(748)	(748)	(805)
负债变化	770	413	68	69	(292)
股本变化	(172)	0	1,560	0	0
股息	0	0	0	0	1
其他融资活动	999	(88)	(1,617)	(63)	(71)
融资活动现金流	1,597	325	11	6	(361)
现金变化	328	(62)	30	545	603
期初持有现金	264	755	678	693	1,222
汇率变动	18	(15)	(16)	(16)	(16)
期末持有现金	755	678	693	1,222	1,809

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

免责声明：

此刊物仅供阁下参考,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>