

天伦燃气 (1600.HK)

18年核心盈利优于预期

18年核心利润同比增长 92.1%

公司 2018 年股东净利润同比上升 40.8%至人民币 5.69 亿(见图表 1)。扣除货币掉期合同及汇兑损失，核心利润则同比增长 92.1%至人民币 7.30 亿，其升幅皆大于公司盈喜预计的 75%同比增长和市场预测，因为(一)天然气销售量优于预计；(二)分销及行政开支低于预期。公司于 2018 年内完成接驳约 32 万煤改气用户，超于 30 万户目标。

预计今年汇兑损失将减少

我们预期公司今年汇兑损失将减少，因为(一)人民币汇率转为稳定；(二)煤改气业务发展的所需资金来自表外人民币行业基金，而不是外币借贷。截至 2018 年 12 月 31 日，公司总借贷金额为人民币 54.18 亿，其中 50.5%(约人民币 27.37 亿)为外币(港币及美元)借贷。

按保守煤改气接驳目标，下调盈利预测

考虑到公司早前将 2019 年煤改气完成接驳目标由 100 万户大幅降低至 60 万户，而且其他正负面因素，我们分同下调 2019-2020 年股东净利润预测 22.4%和 30.1%(见图表 2)。

降低目标价，重申“买入”评级

我们相应地将由贴现现金流分析(DCF)推算的目标价由 13.80 港下调 18.8%至 11.20 港元(见图表 3、4)，这对应 9.4 倍 2019 年市盈率和 22.7%上升空间。重申“买入”评级。

风险提示

(一)项目开发延误；(二)天然气供应紧张；(三)接驳费下降或被取消；(四)“煤改气”政策实施不及预期。

主要财务数据 (更新于2019年4月1日)

年份: 12月31日 (人民币百万元)	2016年 实际	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测
营业收入	2,693	3,109	5,113	6,492	7,745
增长率 (%) :	19.6	15.4	64.5	27.0	19.3
营业利润	608	637	1,233	1,666	2,007
增长率 (%) :	15.5	4.8	93.6	35.1	20.4
股东净利润	313	404	569	1,032	1,318
增长率 (%) :	10.3	29.0	40.8	81.4	27.7
营业利润率 (%) :	22.6	20.5	24.1	25.7	25.9
股东净利润率 (%) :	11.6	13.0	11.1	15.9	17.0
每股盈利 (人民币)	0.31	0.41	0.58	1.04	1.33
每股股息 (人民币)	0.07	0.10	0.15	0.27	0.35
每股资产净值 (人民币)	1.91	2.18	3.28	4.08	5.35
市盈率 (倍)	25.7	19.7	14.0	7.7	6.0
市净率 (倍)	4.21	3.68	2.45	1.97	1.50

资料来源：公司资料；中泰国际研究部预测

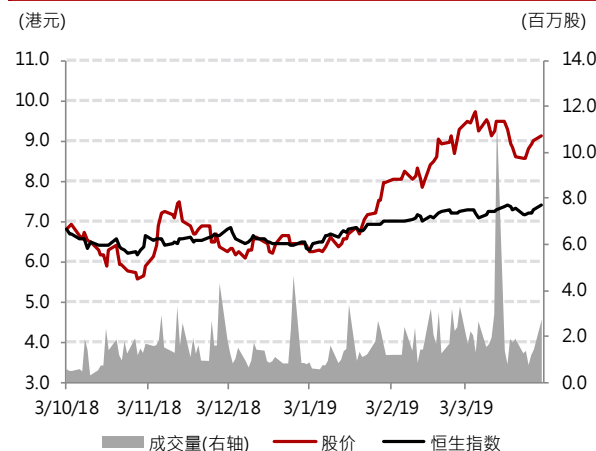
评级：买入；目标价：HK\$11.20

公司基本资料 (更新至 2019 年 4 月 1 日)

最新价	9.13 (港元)
市值	9,035.19 (百万港元)
流通股比例 (H股)	18.71 (%)
已发行总股本 (H股)	989.62 (百万股)
52周价较高目前格区间	5.29-10.9 (港元)
3个月平均每日成交	15.02 (百万港元)
主要股东	张瀛岑及联连人士 (占 65.97%)

资料来源：彭博

价格及成交量走势 (更新至 2019 年 4 月 1 日)



资料来源：彭博

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

kf.chow@ztsc.com.hk

+852 2359 1849

图表 1 : 2018 年全年业绩回顾

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2017年 实际	2018年 实际	增长 (同比%)	2018年 中泰国际预测	实际与估计之差 (%)	中泰国际评论
收入	3,109	5,113	64.5	4,781	6.9	天然气销售量高于预期
销售成本	(2,341)	(3,685)	57.4	(3,461)	6.5	
毛利	768	1,428	86.0	1,320	8.2	
分销成本	(29)	(41)	40.4	(46)	(9.9)	
行政费用	(134)	(167)	24.5	(182)	(8.1)	
其他收益	27	9	(65.2)	29	(67.1)	2017年录得人民币1,295万股息收益而2018年则没有
其他利得 - 净额	5	4	(30.1)	10	(61.0)	
经营利润	637	1,233	93.6	1,131	9.1	
财务收入	47	80	70.1	30	171.0	
财务费用	(132)	(404)	206.6	(178)	127.0	2018年录得人民币3,856万公允价值损失和1.43亿汇兑净损失
应占联营和合营公司利润	23	(45)	不适用	32	不适用	
税前利润	576	865	50.2	1,014	(14.7)	
所得税	(147)	(264)	80.3	(255)	3.5	实质税率由26.6%上升至29.1%
税后利润	429	600	39.9	759	(20.9)	
少数股东权益	(25)	(31)	25.3	(44)	(29.6)	
股东净利润	404	569	40.8	715	(20.4)	公允价值损失和汇兑净损失增加
每股盈利 (人民币)	0.41	0.58	41.5	0.63	(8.2)	
每股股息 (人民币)	0.10	0.15	50.9	0.16	(4.0)	派息比率由24.8%上升至26.5%
利润率 (%)			变动 (百分点)		实际与估计之差 (百分点)	
毛利率	24.7	27.9	3.2	27.6	0.3	
经营利润率	20.5	24.1	3.6	23.6	0.5	
股东净利润率	13.0	11.1	(1.9)	14.9	(3.8)	公允价值损失和汇兑净损失增加
运营表现			增长 (同比%)		实际与估计之差 (%)	
天然气销售量 (万立方米)	106,359	129,236	21.5	127,669	1.2	

注：因四舍五入的关系，数字之总和可能不等于合计

资料来源：公司资料；中泰国际研究部

图表 2 : 盈利预测调整

年结: 12月31日 (人民币百万元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2019年预测	2020年预测	2019年预测	2020年预测	2019年预测	2020年预测
收入	7,492	9,806	6,492	7,745	(13.3)	(21.0)
销售成本	(5,225)	(6,760)	(4,635)	(5,538)	(11.3)	(18.1)
毛利	2,267	3,047	1,858	2,207	(18.1)	(27.5)
分销成本	(72)	(94)	(51)	(58)	(29.6)	(38.3)
行政费用	(285)	(363)	(188)	(194)	(33.9)	(46.6)
其他收益	41	49	36	39	(13.3)	(21.0)
其他利得 - 净额	13	16	12	12	(13.3)	(21.0)
经营利润	1,965	2,654	1,666	2,007	(15.2)	(24.4)
财务收入	28	35	105	117	279.8	236.8
财务费用	(173)	(158)	(260)	(210)	50.6	33.6
应占联营和合营公司利润	66	128	(4)	7	不适用	(94.4)
税前利润	1,886	2,660	1,507	1,920	(20.1)	(27.8)
所得税	(473)	(658)	(423)	(536)	(10.6)	(18.6)
税后利润	1,413	2,001	1,084	1,384	(23.3)	(30.8)
少数股东权益	(82)	(114)	(52)	(66)	(36.4)	(42.1)
股东净利润	1,331	1,887	1,032	1,318	(22.4)	(30.1)
息税折旧摊销前利润	2,273	3,044	1,982	2,357	(12.8)	(22.6)
息税前利润	2,059	2,817	1,768	2,130	(14.2)	(24.4)
每股盈利 (人民币)	1.34	1.91	1.04	1.33	(22.4)	(30.1)
每股股息(人民币)	0.34	0.48	0.27	0.35	(20.6)	(27.1)
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
毛利率	30.3	31.1	28.6	28.5	(1.6)	(2.6)
经营利润率	26.2	27.1	25.7	25.9	(0.6)	(1.2)
股东净利润率	17.8	19.2	15.9	17.0	(1.9)	(2.2)

注：因四舍五入的关系，数字之总和可能不等于合计

资料来源：中泰国际研究部

图表 3：贴现现金流估值

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2019预测	2020预测	2021预测	2022预测	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测	2028预测
息税前利润	1,768	2,130	2,227	2,338	2,160	2,196	2,165	2,252	2,319	2,366
加：折旧及摊销	214	226	208	175	147	123	104	86	71	58
减：税费	(423)	(536)	(579)	(608)	(562)	(571)	(563)	(585)	(603)	(615)
营运资金变动	884	1,083	748	628	527	443	372	310	255	208
资本开支	(360)	(414)	(374)	(393)	(412)	(433)	(455)	(473)	(487)	(497)
自由现金流	2,082	2,491	2,229	2,140	1,861	1,759	1,623	1,589	1,556	1,520
永续增长率	1.0%									
贝塔系数	0.90									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	18.0%									
权益成本	20.2%									
债务成本	6.0%									
债务/权益	45.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	13.1%									
股权价值 (港币百万元)	11,083									
每股价值 (港元)	11.20									
目标价 (港元)	11.20 (四舍五入，精确至0.01)									

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 4：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加权平均资金成本 (%)	11.8%	12.41	12.65	12.91	13.20	13.51
	12.5%	11.59	11.79	12.01	12.25	12.51
	13.1%	10.84	11.01	11.20	11.40	11.63
	13.8%	10.16	10.31	10.47	10.64	10.83
	14.4%	9.54	9.67	9.80	9.95	10.11

资料来源：中泰国际研究部预测

图表 5 : 财务报表 (年结: 12 月 31 日 ; 人民币百万元)

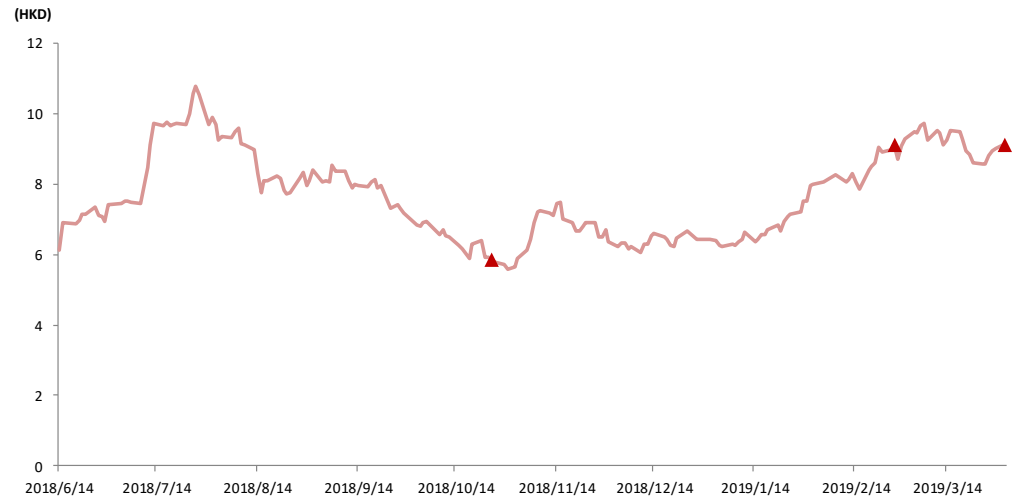
损益表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	现金流量表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	实际	预测	预测		实际	实际	估计	预测	预测
收入	2,693	3,109	5,113	6,492	7,745	经营活动现金流	434	442	288	2,730	2,399
销售成本	(2,001)	(2,341)	(3,685)	(4,635)	(5,538)	净利润	313	404	569	1,032	1,318
毛利	692	768	1,428	1,858	2,207	折旧与摊销	173	188	204	214	226
分销成本	(24)	(29)	(41)	(51)	(58)	营运资本变动	9	0	(635)	(884)	(1,083)
行政费用	(117)	(134)	(167)	(188)	(194)	其它	(61)	(151)	150	2,368	1,938
其他收益	12	27	9	36	39	投资活动现金流	(651)	(828)	(945)	(1,086)	(1,249)
其他利得 - 净额	44	5	4	12	12	资本性支出净额	(168)	(273)	(313)	(360)	(414)
经营利润	608	637	1,233	1,666	2,007	其它	(482)	(556)	(632)	(727)	(836)
财务收入	79	47	80	105	117	自由现金流	593	476	1,530	2,082	2,491
财务费用	(263)	(132)	(404)	(260)	(210)	融资活动现金流	326	325	1,074	(1,462)	(607)
应占联营和合营公司利润	21	23	(45)	(4)	7	股本变动	(103)	0	(283)	0	0
税前利润	445	576	865	1,507	1,920	净债务变动	715	413	1,551	(1,208)	(347)
所得税	(110)	(147)	(264)	(423)	(536)	已派股息	(73)	(78)	(82)	(192)	(174)
税后利润	334	429	600	1,084	1,384	其它	(213)	(10)	(112)	(61)	(86)
少数股东权益	(21)	(25)	(31)	(52)	(66)	净现金流	110	(62)	418	182	543
股东净利润	313	404	569	1,032	1,318						
息税折旧摊销前利润	880	896	1,473	1,982	2,357						
息税前利润	708	708	1,269	1,768	2,130						
每股盈利(人民币)	0.31	0.41	0.58	1.04	1.33						
每股股息(人民币)	0.07	0.10	0.15	0.27	0.35						

资产负债表	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	主要财务指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	实际	实际	实际	预测	预测		实际	实际	实际	预测	预测
总资产	7,633	8,472	11,434	10,982	12,418	增长率 (%)					
流动资产	1,814	1,714	3,532	3,639	4,716	收入	19.6	15.4	64.5	27.0	19.3
现金及银行存款	755	678	1,076	1,248	1,796	毛利	13.7	10.9	86.0	30.1	18.8
受限制存款	71	23	278	150	214	经营利润	15.5	4.8	93.6	35.1	20.4
应收账款	350	667	1,462	1,883	2,246	息税折旧摊销前利润	23.5	1.8	64.4	34.6	18.9
以公允价值计的金融资产	335	300	305	0	0	息税前利润	23.8	(0.0)	79.3	39.3	20.5
存货	42	47	200	253	302	股东净利润	10.3	29.0	40.8	81.4	27.7
其它流动资产	2	0	210	105	158	每股盈利	5.2	30.5	40.8	81.4	27.7
非流动资产	5,820	6,758	7,902	7,343	7,702	利润率 (%)					
固定资产净额	2,124	2,354	2,679	2,931	3,293	毛利率	25.7	24.7	27.9	28.6	28.5
租赁预付款	234	224	223	249	259	经营利润率	22.6	20.5	24.1	25.7	25.9
无形资产	2,999	3,408	3,787	3,280	3,220	息税折旧摊销前利润率	32.7	28.8	28.8	30.5	30.4
其它非流动资产	463	773	1,213	883	930	息税前利润率	26.3	22.8	24.8	27.2	27.5
总负债	4,882	5,354	7,890	6,600	6,714	股东净利润率	11.6	13.0	11.1	15.9	17.0
流动负债	1,633	1,898	3,467	2,372	3,029	净负债率 (%)	116.5	114.8	133.6	73.4	39.1
短期借款	848	969	1,608	347	612						
应付账款	188	528	1,245	1,558	1,859	其他 (%)					
其它流动负债	254	402	614	467	558	实际税率	26.0	26.6	29.1	28.0	28.0
非流动负债	3,248	3,456	4,423	4,228	3,686	派息比率	23.5	24.9	26.7	25.9	26.3
长期借款	2,740	2,898	3,810	3,863	3,251	已动用资本回报率	5.2	6.1	7.1	12.0	14.0
其他应付款及应计费用	137	137	137	0	0	平均净资产收益率	13.1	15.5	18.9	28.3	28.3
其它非流动负债	372	421	476	365	435	平均资产收益率	4.4	5.0	5.7	9.2	11.3
权益总额	2,752	3,118	3,544	4,382	5,704	利息覆盖倍数 (倍)	2.7	5.4	3.1	6.8	10.1
股东权益	2,431	2,778	3,250	4,036	5,291						
少数股东权益	321	339	294	346	412						
权益及负债总额	7,633	8,472	11,434	10,982	12,418						
净现金/(负债)	(2,833)	(3,189)	(4,342)	(2,962)	(2,067)						

资料来源 : 公司资料 ; 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/10/25	HK\$5.86	「买入」(首次评级)	HK\$10.00
2	2019/2/26	HK\$9.12	「买入」(维持)	HK\$13.80
3	2019/4/1	HK\$9.13	「买入」(维持)	HK\$11.20

资料来源：彭博；中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。