

天伦燃气(01600)2019年报点评

**强推(维持)**

目标价: 8.19 港元

当前价: 5.90 港元

## 核心业务扎实高增, 业务与资本结构优化

### 事项:

- ❖ 公司发布2019年业绩报告, 2019年公司实现营业收入65.5亿元, 同比增长28.1%, 实现核心净利润8.1亿元, 同比增长20.6%。2019全年拟每股派息合计0.23元人民币, 同比增长53%。

### 评论:

- ❖ **城燃售气量维持高增长, 毛差基本维稳。**公司2019年天然气销售量同比增长21.2%至15.7亿方, 其中工商业和民用用户均保持高于行业增速, 分别同比增长27%、22%至5.2、3.1亿方。新增3个城燃项目至63个。盈利能力方面, 2019年民用气毛差随顺价逐步落实略回升0.01元/方至0.44元, 非居民相对维稳, 综合毛差全年略降0.01元/方至0.55元/方, 对应毛利率同比下降1.9pct至13.1%。
- ❖ **农村煤改气大力推进, 接驳量增价稳。**2019年城燃接驳用户稳定提升11%至26万户, 煤改气用户大幅提升51%至57.8万户; 工商业日设计供气量提升15%至868万方, 城镇燃气接驳单价基本维稳在2606元/户。但受农村煤改气比例提升, 整体工程安装毛利率下降2.9pct至46.8%。期末合同负债4.69亿元, 同比提升25%仍保持充足。受售气和接驳业务毛利率降低影响, 叠加贸易业务盈利能力降低, 公司综合毛利率同比降低1.9pct至26%, 进而导致收入和利润增速不匹配。
- ❖ **资本结构进一步优化, 流动性向好。**公司2019年末资产负债率较年初降低4pct至65%, 负债结构中长期借款占比提升至93%, 负债率下降叠加公司2019年亚开行等贷款协议落地, 公司财务成本有望进一步优化; 同时现金流情况大幅好转, 经营性净现金流大幅提升111%至9.7亿元, 期末在手现金较上期末提升25%至13.5亿元。2019年末应收账款总额较上期期末下降34%, 应收账款周转天数也优化10天至21天。
- ❖ **气化率提升带来内生成长动力, 外延并购仍存空间。**目前河南乡镇地区气化率仍处于较低水平, 通过2018H2以来的煤改气拓展, 公司在河南地区积累了丰富的项目经验并树立了品牌, 河南省长期500万户乡镇煤改气目标指引下内生增长仍具动力。公司在手现金充足, 且全国化燃气项目运营经验成熟, 并购项目在提升规模的同时也有望与现有项目实现协同, 提升气源协调能力和规模效应。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑到疫情对工程端和非居民气价的潜在影响, 叠加油价下跌对贸易业务利润空间的压缩, 我们下调公司2020-2021年的盈利预测, 预计2020-2021年公司实现归母净利润9.1、11.0亿元(前值10.9、13.4亿元), 同比增长15%、21%, 公司售气毛利占比仍稳健提升, 通过分部估值给予2020年目标估值9倍, 对应2020年目标价8.19港元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 售气增长不及预期, 接驳进展不及预期; 终端价格下调。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	5,113	6,550	7,192	8,076
同比增速(%)	64.5%	28.1%	9.8%	12.3%
归母净利润(百万)	569	789	910	1,098
同比增速(%)	40.8%	38.7%	15.2%	20.7%
每股盈利(元)	0.57	0.79	0.91	1.10
市盈率(倍)	10	7	6	5
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年3月31日收盘价

### 华创证券研究所

**证券分析师: 庞天一**

电话: 010-63214659

邮箱: pangtianyi@hcyjs.com

执业编号: S0360518070002

**联系人: 黄秀杰**

电话: 021-20572561

邮箱: huangxiujie@hcyjs.com

**联系人: 王兆康**

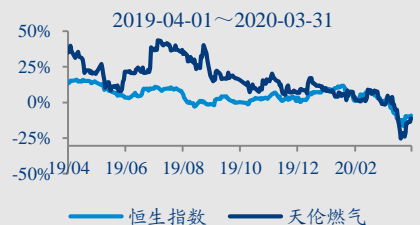
电话: 010-66500855

邮箱: wangzhaokang@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	112,431
已上市流通股(万股)	112,431
总市值(亿元)	53.7
流通市值(亿元)	53.7
资产负债率(%)	65.0
每股净资产(元)	2.72
12个月内最高/最低价	9.70/4.74

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《天伦燃气(01600.HK)重大事件点评: 深耕河南放眼全国, 优质增长空间广阔》

2020-02-02

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,076	1,187	1,606	2,020
应收票据	51	66	72	81
应收账款	454	527	565	642
预付账款	0	0	0	0
存货	200	230	259	287
合同资产	210	509	561	615
其他流动资产	1,751	1,916	2,128	2,340
流动资产合计	3,532	3,926	4,630	5,370
其他长期投资	130	167	183	206
长期股权投资	857	857	857	857
固定资产	2,679	3,083	3,433	3,783
在建工程	359	550	748	978
无形资产	2,010	3,295	3,188	3,083
其他非流动资产	1,867	2,630	2,979	3,330
非流动资产合计	7,902	10,582	11,388	12,237
<b>资产合计</b>	<b>11,434</b>	<b>14,508</b>	<b>16,018</b>	<b>17,607</b>
短期借款	1,608	1,708	1,783	1,783
应付票据	430	509	564	629
应付账款	242	324	354	395
预收款项	0	53	53	60
合同负债	375	469	540	660
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,187	1,445	1,557	1,701
流动负债合计	3,467	4,039	4,311	4,568
长期借款	3,810	4,310	4,610	4,810
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	613	613	613	613
非流动负债合计	4,423	4,923	5,223	5,423
<b>负债合计</b>	<b>7,890</b>	<b>8,962</b>	<b>9,534</b>	<b>9,991</b>
归属母公司所有者权益	3,250	5,226	6,134	7,230
少数股东权益	294	320	350	386
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,544</b>	<b>5,546</b>	<b>6,484</b>	<b>7,616</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,434</b>	<b>14,508</b>	<b>16,018</b>	<b>17,607</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	441	1,577	1,414	1,616
现金收益	1,237	1,329	1,475	1,682
存货影响	-153	-30	-29	-28
经营性应收影响	-123	-88	-44	-86
经营性应付影响	238	214	85	112
其他影响	-758	152	-73	-64
<b>投资活动现金流</b>	-1,041	-730	-702	-752
资本支出	-635	-2,127	-702	-752
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-406	1,397	0	0
<b>融资活动现金流</b>	998	-736	-293	-450
借款增加	1,551	600	375	200
股利及利息支付	0	-544	-282	-340
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-553	-792	-386	-310

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,113</b>	<b>6,550</b>	<b>7,192</b>	<b>8,076</b>
营业成本	3,685	4,847	5,313	5,926
税金及附加	0	0	0	0
销售费用	41	58	63	66
管理费用	167	196	209	234
研发费用	0	0	0	0
财务费用	323	267	273	271
信用减值损失	64	44	52	60
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	31	-42	-28	-3
其他收益	37	-16	-11	-12
<b>营业利润</b>	<b>964</b>	<b>1,123</b>	<b>1,295</b>	<b>1,563</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>964</b>	<b>1,123</b>	<b>1,295</b>	<b>1,563</b>
所得税	264	308	355	429
<b>净利润</b>	<b>700</b>	<b>815</b>	<b>940</b>	<b>1,134</b>
少数股东损益	131	26	30	36
<b>归属母公司净利润</b>	<b>569</b>	<b>789</b>	<b>910</b>	<b>1,098</b>
NOPLAT	935	1,009	1,138	1,331
EPS(摊薄) (元)	0.57	0.79	0.91	1.10

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	64.5%	28.1%	9.8%	12.3%
EBIT 增长率	88.3%	8.0%	12.8%	17.0%
归母净利润增长率	40.8%	38.7%	15.2%	20.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.9%	26.0%	26.1%	26.6%
净利率	13.7%	12.4%	13.1%	14.0%
ROE	18.9%	14.2%	14.0%	14.4%
ROIC	19.1%	16.3%	16.6%	17.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.0%	61.8%	59.5%	56.7%
债务权益比	170.2%	119.6%	108.1%	94.6%
流动比率	101.9%	97.2%	107.4%	117.6%
速动比率	96.1%	91.5%	101.4%	111.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5
应收账款周转天数	28	27	27	27
应付账款周转天数	21	21	23	23
存货周转天数	12	16	17	17
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.57	0.79	0.91	1.10
每股经营现金流	0.44	1.58	1.41	1.62
每股净资产	3.25	5.23	6.14	7.23
<b>估值比率</b>				
P/E	10	7	6	5
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	14	13	12	10

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、高级分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

**研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

**助理研究员：王兆康**

华威大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500