



## 预计业绩将超市场预期，港股通成为最大催化

### 报告摘要

**煤改气进度超预期。**截止2018年，公司煤改气完工户数为32万户，加上部分未完工但可以按照完工百分比法确认收入的，我们预计公司全年可确认完成接驳35万户，超过公司此前的指引。根据公司此前公告，公司已回收2018年11月底完工部分的全部款项，总额为5亿元人民币，12月完工部分公司预计在1月可以回收不少于2亿元的款项，显示出公司煤改气业务模式的优越性。

**新并购增厚公司业绩。**公司此前完成了河北省石家庄市金明燃气和河南省驻马店市西平凯达燃气项目的收购，总作价达4.17亿元人民币。两个项目均坐落于华北地区重点城市，人口稠密，总人口达180万，已有居民用户合计13.3万户，工商业用户超过500户，年售气量达4300万立方米，相当于公司2017年零售售气量的6.6%。未来3年合计潜在可接驳的居民用户达16.6万户，市场潜力巨大。按照行业平均收购估值10-12x历史P/E计算，我们预计这两个项目将为公司在2019年带来5000万元的税后利润。

**业绩或超市场预期。**根据我们的预测，公司2018E-2019E的净利润分别为人民币7.52亿元和10.97亿元，较Bloomberg一致预期高20%和10%。我们相信公司业绩将超出市场预期。我们对于公司的乐观预期来自于：1) 公司18年煤改气业务的超预期完成，2) 公司气源贸易业务及新并购对业绩的拉动。

**预计公司将于2月加入港股通。**根据安信国际策略团队的测算，本次恒生综合指数小型股指数的入围门槛为61亿港元，公司2018年1-12月的月末平均市值为64亿港元，符合入围标准，预计将于2月入围港股通。我们相信这将是公司短期的最大催化剂。同时，入围港股通也将持续改善公司的流动性。

**维持“买入”评级，目标价12.50港元。**维持“买入”评级，目标价12.50港元，对应2019年9.8x P/E，较现价有57%上涨空间。公司当前股价对应2018和2019年P/E仅8.6x和5.9x，较同行显著低估。

**风险提示：**煤改气推进力度放缓；工业用气增速下滑。

(31/12年结；人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,693	3,109	4,648	6,118	6,878
增长率(%)	19.6	15.4	49.5	31.6	12.4
净利润	313	404	752	1,097	1,222
增长率(%)	10.3	29.0	86.0	45.8	11.4
毛利率(%)	11.6	13.0	16.2	17.9	17.8
每股收益	0.27	0.40	0.76	1.11	1.23
每股净资产	2.46	2.81	3.47	4.38	5.34
市盈率	23.91	16.15	8.57	5.87	5.27
市净率	2.65	2.32	1.88	1.49	1.22
净资产收益率(%)	11.3	15.3	24.2	28.2	25.4
股息收益率	1.1	1.2	1.6	2.9	4.3

数据来源：Wind，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 12.50 港元

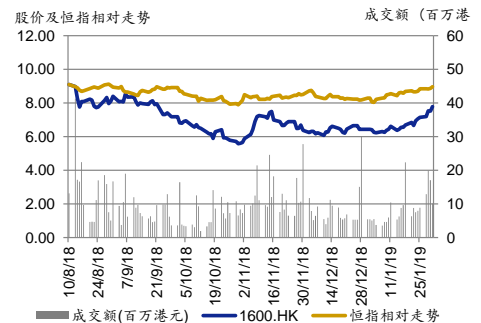
现价 (2019-1-31): 7.96 港元

总市值(百万港元)	7,441.91
H 股市值(百万港元)	7,441.91
总股本(百万股)	989.62
H 股股本(百万股)	989.62
12 个月低/高(港元)	5.11/10.9
平均成交(百万港元)	10.01

### 股东结构

天伦集团	47.6%
IFC	18.4%
张瀛岑	7.0%
Kim Koo Yuen	7.0%
其他	20.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.72	27.09	43.65
绝对收益	20.81	38.93	28.60

数据来源：彭博、港交所、公司

王煜 能源行业分析师

+86-21-35082192

wangyu2@essence.com.cn

表 1: 安信国际预测与 Bloomberg 一致预测对比

人民币百万元	2018E			2019E		
	Bloomberg 一致预测	安信国际 预测	差别	Bloomberg 一致预测	安信国际 预测	差别
收入	4,592	4,648	1%	6,300	6,118	-3%
毛利率	26.5%	29.8%	3.4 pct	27.9%	31.9%	3.9 pct
毛利	1,216	1,387	14%	1,760	1,949	11%
营业利润	1,030	1,178	14%	1,507	1,674	11%
EBIT	1,058	1,178	11%	1,557	1,674	7%
EBITDA	1,119	1,381	23%	1,607	1,906	19%
税前利润	892	1,056	18%	1,413	1,539	9%
<b>净利润</b>	<b>628</b>	<b>752</b>	<b>20%</b>	<b>997</b>	<b>1,097</b>	<b>10%</b>
<b>EPS</b>	<b>0.62</b>	<b>0.76</b>	<b>22%</b>	<b>0.97</b>	<b>1.11</b>	<b>14%</b>

资料来源: Bloomberg, 安信国际

表 2: 港股燃气行业上市公司估值对比

股份名称	代码	市值 百万港元	最近报表 年结, Y0	-- 市盈率 (倍) --			-- EPS 增长 (%) --			-- 市净率 (倍) --		股息率 (%)
				Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	
香港中华煤气	3	261,261	12/17	31.8	29.7	28.5	12.1	6.8	4.2	4.3	4.0	2.12
中国燃气	384	125,772	03/18	20.2	16.0	13.8	44.7	25.8	16.5	4.3	3.6	1.88
华润燃气	1193	68,388	12/17	18.3	15.1	13.5	11.3	21.6	11.3	3.1	2.7	2.30
新奥能源	2688	83,963	12/17	24.6	16.5	14.0	30.2	49.8	17.2	4.1	3.4	1.95
港华燃气	1083	17,535	12/17	12.5	12.2	11.0	37.5	2.7	10.5	1.1	1.0	2.66
<b>天伦燃气</b>	<b>1600</b>	<b>7877</b>	<b>12/17</b>	<b>16.2</b>	<b>8.6</b>	<b>5.9</b>	<b>29.0</b>	<b>86.0</b>	<b>45.8</b>	<b>2.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.57</b>

资料来源: Bloomberg, 安信国际 (天伦燃气预测来自安信国际, 其余来自 Bloomberg)

## 附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>					
主营业务收入	2,693	3,109	4,648	6,118	6,878
- 城市燃气销售	43	61	73	84	93
- 长输管道燃气运输及销售	0	0	0	0	0
- 燃气管道接驳	26	34	37	42	46
- 其他业务	17	27	37	42	46
主营业务成本	(2,001)	(2,341)	(3,261)	(4,169)	(4,708)
<b>毛利</b>	<b>692</b>	<b>768</b>	<b>1,387</b>	<b>1,949</b>	<b>2,169</b>
其他业务收入	(24)	(29)	(46)	(61)	(69)
销售费用	(117)	(134)	(186)	(245)	(275)
管理费用	12	27	23	31	34
<b>营业利润</b>	<b>564</b>	<b>632</b>	<b>1,178</b>	<b>1,674</b>	<b>1,860</b>
其他收益及损失	44	5	-	-	-
联营及合资公司业绩	21	23	29	37	46
财务费用	(184)	(84)	(151)	(171)	(191)
<b>税前利润</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>1,056</b>	<b>1,539</b>	<b>1,715</b>
所得税	(110)	(147)	(264)	(385)	(429)
少数股东权益	(21)	(25)	(40)	(58)	(64)
<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	<b>752</b>	<b>1,097</b>	<b>1,222</b>
总股数	990	990	990	990	990
<b>EPS</b>	<b>0.27</b>	<b>0.40</b>	<b>0.76</b>	<b>1.11</b>	<b>1.23</b>
<b>EBIT</b>	<b>564</b>	<b>632</b>	<b>1,178</b>	<b>1,674</b>	<b>1,860</b>
<b>EBITDA</b>	<b>731</b>	<b>814</b>	<b>1,381</b>	<b>1,906</b>	<b>2,130</b>
<b>同比 (%)</b>					
营业收入	20%	15%	50%	32%	12%
毛利	14%	11%	81%	41%	11%
营业利润	16%	12%	86%	42%	11%
税前利润	4%	29%	83%	46%	11%
核心净利润	10%	48%	89%	46%	11%
<b>现金流量表</b>					
税前利润	445	576	1,056	1,539	1,715
折旧和摊销	167	182	203	232	270
营运资本变动	25	167	(114)	(89)	13
其他	(202)	(483)	(142)	(251)	(284)
<b>经营性现金净流量</b>	<b>434</b>	<b>442</b>	<b>1,003</b>	<b>1,431</b>	<b>1,713</b>
资本开支	(868)	(829)	(993)	(1,186)	(1,312)
其他	218	1	-	-	-
<b>投资性现金净流量</b>	<b>(651)</b>	<b>(828)</b>	<b>(993)</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(1,312)</b>
新发股份	(0)	-	-	-	-
支付股息	(73)	(78)	(101)	(188)	(274)
新增债务	852	279	788	798	1,017
利息支出	(184)	(84)	(151)	(171)	(191)
其他	(269)	208	-	-	-
<b>融资性现金净流量</b>	<b>326</b>	<b>325</b>	<b>536</b>	<b>440</b>	<b>552</b>
净现金流	110	(62)	545	685	953
汇兑损益	36	(15)	-	-	-
期初现金余额	609	755	678	1,224	1,909
<b>期末现金余额</b>	<b>755</b>	<b>678</b>	<b>1,224</b>	<b>1,909</b>	<b>2,861</b>
<b>FCFF</b>	<b>(434)</b>	<b>(387)</b>	<b>10</b>	<b>246</b>	<b>401</b>
<b>FCFE</b>	<b>234</b>	<b>(193)</b>	<b>646</b>	<b>873</b>	<b>1,227</b>

(转下页...)

附表：财务报表预测（续）

单位：百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>资产负债表</b>					
现金	755	678	1,224	1,909	2,861
应收账款	603	667	1,141	1,238	1,437
存货	42	47	80	82	101
其他流动资产	413	323	323	323	323
<b>流动资产合计</b>	<b>1,814</b>	<b>1,714</b>	<b>2,768</b>	<b>3,551</b>	<b>4,722</b>
固定资产	2,124	2,354	2,729	3,278	3,927
无形资产	2,999	3,408	3,822	4,227	4,621
长期投资	272	502	531	567	613
其他长期资产	425	495	495	495	495
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,820</b>	<b>6,758</b>	<b>7,577</b>	<b>8,568</b>	<b>9,656</b>
<b>总资产合计</b>	<b>7,633</b>	<b>8,472</b>	<b>10,345</b>	<b>12,119</b>	<b>14,378</b>
应付账款	530	528	922	931	1,161
短期借款	848	969	1,164	1,363	1,618
其他流动负债	254	402	402	402	402
<b>流动负债合计</b>	<b>1,633</b>	<b>1,898</b>	<b>2,487</b>	<b>2,696</b>	<b>3,181</b>
长期借款	2,740	2,898	3,491	4,090	4,853
递延税及递延收入	508	558	558	558	558
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,248</b>	<b>3,456</b>	<b>4,049</b>	<b>4,648</b>	<b>5,411</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,882</b>	<b>5,354</b>	<b>6,537</b>	<b>7,344</b>	<b>8,591</b>
股本	8	8	8	8	8
储备	2,423	2,770	3,421	4,330	5,277
少数股东权益	321	339	379	437	501
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,752</b>	<b>3,118</b>	<b>3,808</b>	<b>4,775</b>	<b>5,787</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>7,633</b>	<b>8,472</b>	<b>10,345</b>	<b>12,119</b>	<b>14,378</b>
<b>主要财务比率</b>					
P/E (x)	23.9	16.2	8.6	5.9	5.3
P/B (x)	2.6	2.3	1.9	1.5	1.2
Dividend yield (%)	1.1	1.2	1.6	2.9	4.3
EV/EBITDA (x)	13.6	12.3	7.2	5.2	4.7
EV/EBIT (x)	17.7	15.8	8.5	6.0	5.4
Gross margin (%)	25.7	24.7	29.8	31.9	31.5
Pre-tax profit margin (%)	16.5	18.5	22.7	25.2	24.9
Net margin (%)	10.0	12.8	16.2	17.9	17.8
SG&A/sales (%)	5.2	5.3	5.0	5.0	5.0
Effective tax rate (%)	24.8	25.5	25.0	25.0	25.0
ROE (%)	11.3	15.3	24.2	28.2	25.4
ROA (%)	3.8	5.0	8.0	9.8	9.2
Current ratio (x)	1.1	0.9	1.1	1.3	1.5
Stock turnover days (s)	9.2	6.8	7.0	7.0	7.0
A/R turnover days (s)	80.0	73.5	70.0	70.0	70.0
A/P turnover days (s)	93.2	81.4	80.0	80.0	80.0
Interest coverage (x)	3.1	7.5	7.8	9.8	9.7
Net debt/ (cash) to equity (%)	103.0	102.3	90.1	74.2	62.4
Total asset to equity ratio (x)	2.8	2.7	2.7	2.5	2.5
Dividend payout ratio (%)	30.4	28.8	25.3	25.0	25.0

数据来源：公司资料，安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010