

【广发海外】天伦燃气 (01600.HK)

销气量、接驳持续稳步增长

核心观点:

● 18年核心归母净利润超预期

公司披露 2018 年度业绩公告, 2018 年公司实现营业收入人民币 51.13 亿元 (+64.47%); 实现毛利人民币 14.28 亿元 (+85.98%), 毛利率为 27.9%, 同比上升 3.2pp; 实现核心归母净利润 (扣除货币掉期及汇兑损失) 人民币 7.3 亿元, 同比增长 91.95%, 高于预期。

● 18年城市燃气业务销气量增长超预期, 毛差保持稳定

2018 年, 公司天然气销售总量达到 8.05 亿立方米 (+24%), 高于预期; 其中工商业用户销气量达到 4.07 亿立方米 (+28%); 住宅用户销气量为 2.57 亿立方米 (+42%)。受益于持续较多的新用户增长和新项目开发, 我们认为未来城燃业务销气量仍保持较高增速。2018 年, 公司城市燃气综合毛差 (不含税) 为 0.56 人民币元/立方米, 相对于 2017 年的 0.55 人民币元/立方米较为平稳。

● 18年接驳完成量超预期, 气化河南助力煤改气加快发展

2018 年, 公司实现非煤改气燃气管道接驳收入人民币 7.05 亿元 (+13.7%); 燃气管道接驳业务毛利率为 64% (+3pp), 非煤改气接驳平均税后费用为人民币 2645 元/户 (+3.73%)。2018 年新增接驳乡镇煤改气用户为 38.26 万户, 实现收入人民币 10.43 亿元, 高于预期。我们预计 2019-2021 年乡镇煤改气新增接驳数大约为 60/80/100 万户。

● 盈利预测与投资评级

2019 年 4 月 3 日, 天伦燃气 (01600.HK) 收盘价为港币 9.08 元。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为人民币 0.91/1.15/1.39 元。受益于河南省气化持续推进, 未来 3 到 5 年乡镇煤改气接驳数量逐步增加, 同时城镇住宅和工商业用户稳定增加, 为燃气销量高速增长奠定基础。由于公司市值较小, 且接驳利润占比较高, 我们用 2019 年低于行业平均的 12 倍 PE 给予公司合理价值港币 12.81 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期, 项目进度不及预期, 供给不足限制销气量较快增长。

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (RMB百万元)	3,109	5,113	6,726	8,437	10,600
增长率 (%)	15.4	64.5	31.5	25.4	25.6
净利润 (RMB百万元)	404	569	904	1,138	1,379
增长率 (%)	29.0	40.8	58.9	25.8	21.2
EPS (RMB元/股)	0.41	0.58	0.91	1.15	1.39
市盈率 (P/E)	12.89	9.59	8.51	6.76	5.59
市净率 (P/B)	2.49	1.88	1.69	2.22	2.08
EV/EBITDA	15.1	11.8	9.5	8.3	7.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

注: 汇率为港币/人民币=0.856

公司评级

买入

当前价格

9.08 港元

合理价值

12.81 港元

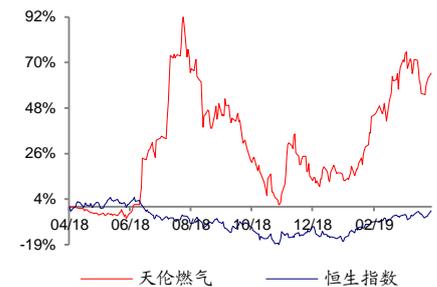
前次评级

买入

报告日期

2019-04-04

相对市场表现



分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

- 【广发海外】天伦燃气 (01600.HK): 省内外继续扩张, 煤改气进度较好 2018-12-24
- 【广发海外】天伦燃气 (1600.HK): 煤改气业务增长确定 2018-11-08
- 【广发海外】天伦燃气 (1600.HK): 净利润稳步增长, 预计河南煤改气贡献增量 2018-08-30

收入与核心净利润增长均好于预期

公司披露2018年度业绩公告，2018年公司实现营业收入人民币51.13亿元，同比增长64.47%，高于预期；实现毛利人民币14.28亿元，同比大幅增长85.98%，毛利率为27.9%，同比上升3.2pp；实现归母净利润人民币5.69亿元，同比增长40.8%；核心归母净利润（扣除货币掉期及汇兑损失）人民币7.3亿元，同比增长91.95%，高于预期。公司派发末期股息人民币0.1元/股，全年共派发股息为人民币0.1536元/股，同比增长50.88%。

图1: 2015-2021E公司主营收入及其增速（人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

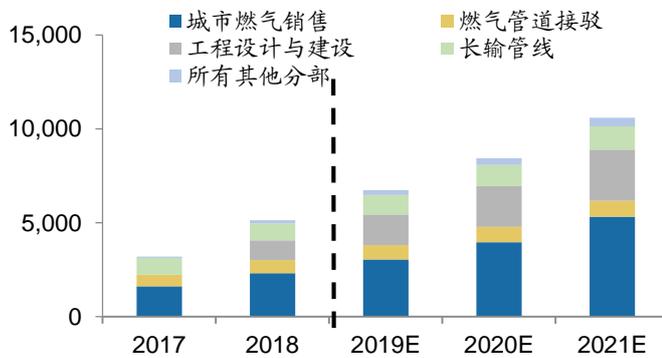
图2: 2015-2021E公司归母净利润及其增速（人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

从收入和毛利结构来看，2018年城市燃气销售业务和燃气接驳（包括燃气管道接驳和工程设计和建设）收入占主营业务收入比例分别为45%和34%，毛利占总毛利比例分别为26%和59%。由于2018年新增乡镇煤改气收入，公司接驳业务收入和毛利占比进一步提升，公司目前每年新增用户相对存量规模仍较大，接驳仍是毛利组成的主要部分。不过随着新增用户的用气量逐年释放，用户基数不断扩大，公司销气业务的收入和毛利占比将会逐年上升，主营业务核心也会逐渐由接驳向售气转换。我们预计到2021年，公司城燃毛利占比将提升至31%左右，接驳毛利占比下降至53%左右。

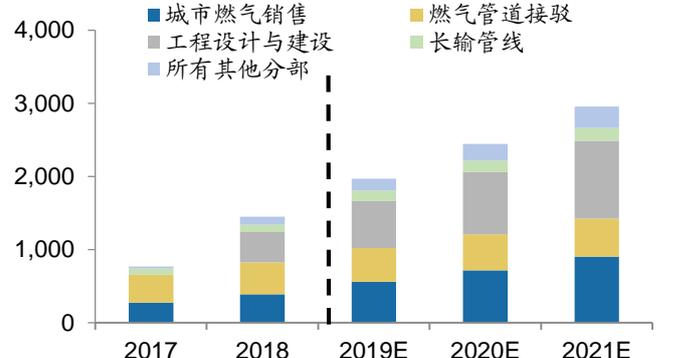
图3: 2017-2021E公司收入结构（人民币百万元）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

注：“工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

图4: 2017-2021E公司毛利结构（人民币百万元）



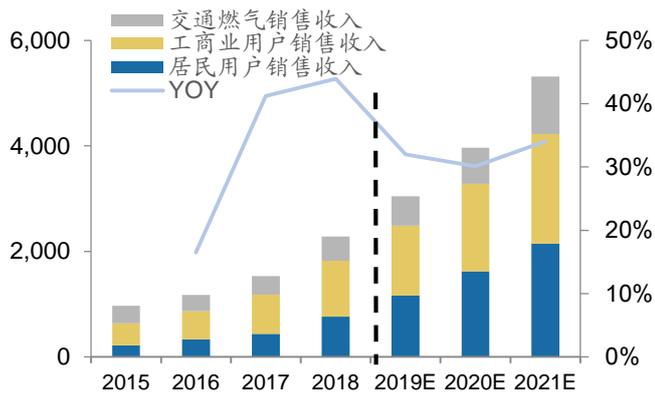
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

注：“工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

城市燃气业务销售量增长超预期，毛差保持稳定

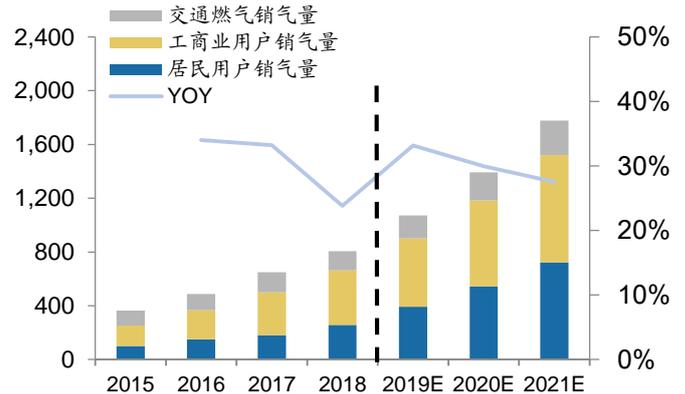
2018年，公司城市燃气天然气销售总量达到8.05亿立方米，同比增长24%，高于预期。工商业用户销气量达到4.07亿立方米，同比增长27.84%，主要受益于工商业煤改气和公司大力发展工商业用户的战略；住宅用户销气量为2.57亿立方米，同比增长42.22%，主要受益于现有项目住宅用户开发以及四川金堂项目、许昌项目、礼泉项目和新并购项目住宅用户销气量增长显著；交通用户销气量达到1.41亿立方米，同比下降6.58%。城燃销气量全年大幅增长主要得益于新项目带来的用户增长，未来3-5年随着公司煤改气持续推进，城市和乡镇居民用户将保持稳定增长，我们预计城市燃气销气量在2019-20年仍将保持40-50%增速；工商业用户随新项目落实继续稳步推进，年销气量增速可达20-30%；城市燃气业务综合销气量仍将保持较高增速。

图5: 2015-2021E公司城市燃气业务销售收入(人民币百万元)及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图6: 2015-2021E公司城市燃气业务销气量(百万立方米)及其增速

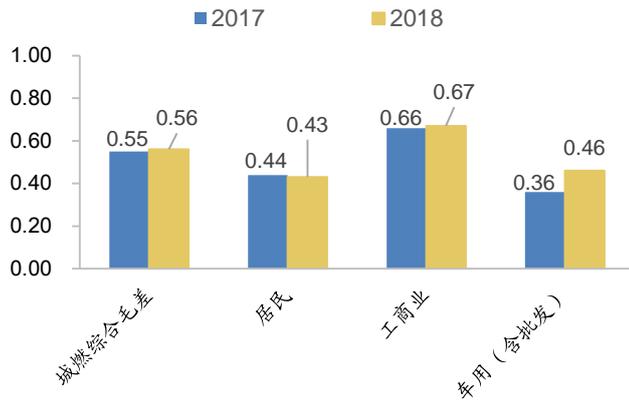


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2018年公司城市燃气综合毛差(不含税)为0.56人民币元/立方米, 相对于2017年的0.55人民币元/立方米较为平稳。其中, 居民用户平均毛差为0.43人民币元/立方米, 同比下降了0.01人民币元/立方米, 主要由于2018年冬季部分城市燃气购销气顺价上有一定时间滞后导致; 工商业用户毛差为0.67人民币元/立方米, 同比上升0.01人民币元/立方米; 车用(含批发)平均毛差为0.46人民币元/立方米, 同比上升0.1人民币元/立方米。全年销气毛利率为14.99%, 同比上升0.12pp。

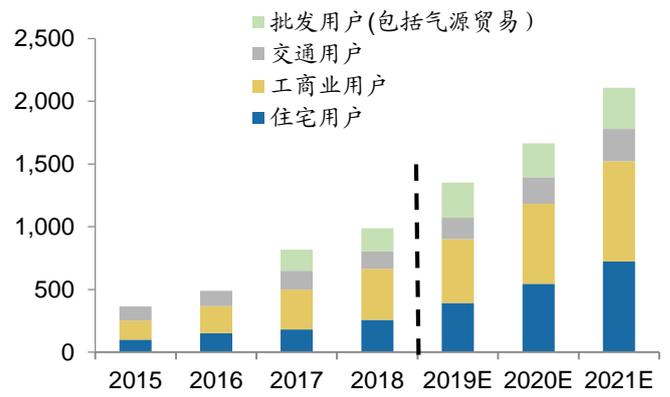
除城市燃气板块外, 公司批发业务销气量1.8亿立方米, 同比增长9.3%, 并新增气源贸易业务累计销气量0.57亿立方米, 公司18年天然气销售量累计12.9亿立方米, 同比增长21.51%。

图7: 2017-2018年公司销气毛差(不含税,人民币元/立方米)



数据来源: 公司业绩会PPT, 广发证券发展研究中心

图8: 2015-2021E公司销气量结构(百万立方米)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2018 年接驳完成量超预期, 气化河南助力煤改气加快发展

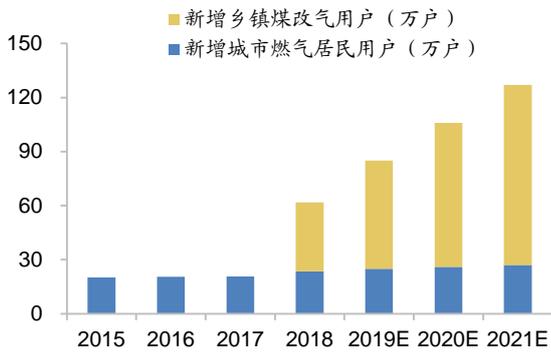
2018年, 公司实现非煤改气燃气管道接驳收入人民币7.05亿元, 同比增长13.7%; 燃气接驳业务毛利率为64%, 同比上升约3个百分点, 非煤改气接驳平均税后费用为人民币2645元/户, 同比增加3.73%, 主要是用户区域结构变化所致。2018年, 公司新增接驳城市燃气住宅用户为23.59万户, 累计城市燃气住宅用户达到195.21万户, 同比增长20.4%。2018年, 公司新增接驳工商业用户为3228个, 累计工商业用户共计19,489户, 同比增长30.31%。

2018年, 公司积极响应国家煤改气及乡村振兴规划政策号召, 和豫资控股合作成立煤改气投资基金。2018年全年总计为38.26万户河南乡镇煤改气用户提供燃气接驳服务, 超出计划接驳量, 相关收入计入公司工程设计及建设服务板块, 该板块2018年实现收入人民币10.43亿元, 实现毛利人民币4.17亿元, 毛利率为40%。

受益于“气化河南”的推进, 我们预计2019年煤改气接驳业务继续提速, 城市住宅和工商业接驳用户也将稳步增长。我们预计2019-2021年公司城市住宅用户新增接驳数大约为25/26/27万户, 乡镇煤改气新增接驳数大约为60/80/100万户。考虑到目前河南人口众多, 乡镇气化率不足5%, 乡镇人口居住集中, 便于大规模气化等因素, 我们预计河南乡镇煤改气发展潜力巨大, 将给公司带来新的发展机遇。

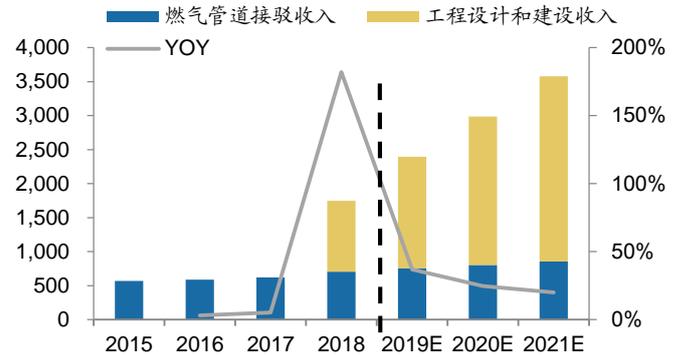
由于2018年新增的工程设计和建设(农村乡镇煤改气)业务毛利率为40%, 低于公司传统燃气管道接驳业务60-64%的毛利率, 并且我们预计由于工程设计和建设业务未来几年的快速增长, 煤改气收入在公司接驳收入中占比将逐年升高, 公司整体接驳毛利率会有所下降。

图9: 2015-2021E公司新增城市燃气居民用户(万户)及新增乡镇煤改气用户数量(万户)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

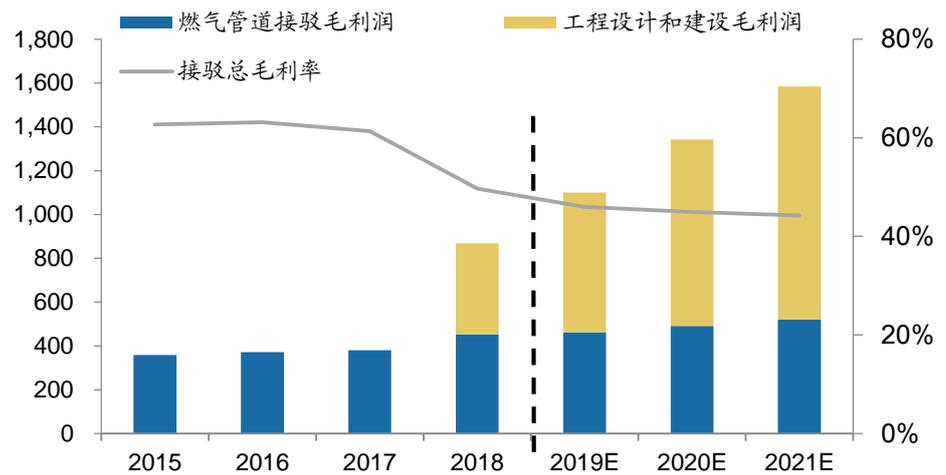
图10: 2015-2021E公司燃气管道接驳与工程设计与建设收入(人民币百万元)及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

注: “工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

图11: 2015-2021E公司燃气管道接驳与工程建设毛利润(人民币百万元)及总接驳毛利率



数据来源: Wind, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: “工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

积极获取优质项目, 持续推进项目并购

2018年, 公司完成陕西省米脂县和吴堡县两个项目的运营及管理的全面接管及财务并表工作。同时, 新增3个城市燃气项目, 包括收购的河北省石家庄市裕华区、河南省驻马店市西平县两个城市燃气项目, 获得河南省舞钢市乡镇燃气项目独家特许经营权。截至2019年3月, 公司累计在全国17个省份拥有60个城市燃气项目。2018年公司位于吉林省长岭县的LNG工厂项目稳定投产, 预计未来可以进一步降低公司在该地区的用气成本, 支撑公司进一步拓展东北燃气市场。

盈利预测与投资评级

2019年4月3日，天伦燃气（01600.HK）收盘价为港币9.08元。我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为人民币9.04/11.38/13.79亿元，EPS分别为人民币0.91/1.15/1.39元。受益于河南省气化持续推进，公司未来3到5年乡镇煤改气接驳需求较大，接驳收入稳定增长，同时城镇住宅和工商业用户稳定增加，共同为公司燃气销量较快速增长奠定基础。我们选取几家港股可比公司得到19年可比公司平均PE为13.8倍，由于公司市值较小，且接驳利润占比较高，我们对公司予以适当折价，并基于2019年低于行业平均的12倍PE给予公司合理价值为12.81港元/股，维持“买入”评级。

表 1：主要燃气公司估值情况（股价为 2019 年 4 月 3 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价 (港币)	EPS 单位	EPS				PE				
				2017A	2018E/A	2019E	2020E	2017A	2018E/A	2019E	2020E	
新奥能源	02688.HK	77.03	人民币	2.588	2.507	4.057	4.770	23.68	22.42	16.25	13.83	
中国燃气	00384.HK	26.90	港币	1.227	1.533	1.794	2.101	18.34	20.43	14.99	12.80	
华润燃气	01193.HK	36.50	港币	1.643	2.001	2.349	2.635	18.29	16.47	15.54	13.85	
昆仑能源	00135.HK	8.40	人民币	0.590	0.574	0.846	0.949	95.13	10.65	8.50	7.58	
H 股平均									17.5	13.8	12.0	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：除华润燃气为广发证券预测，其他均为 Wind 一致预测；中国燃气财年截至 3 月 31 日，EPS 经回测重新计算
汇率为港币/人民币=0.856

风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，项目进度不及预期，供给不足限制销气量较快增长等风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,714	3,532	3,578	4,797	6,166	经营活动现金流	971	976	1,383	1,561	1,749
货币资金	678	1,076	1,415	2,257	3,147	税前利润	576	865	1,273	1,587	1,912
应收及预付	667	1,462	1,482	1,858	2,334	折旧与摊销	188	0	151	186	221
存货	47	200	200	200	200	净利息费用	84	210	260	307	342
其他流动资产	323	794	482	482	484	运营资本变动	1	(19)	(69)	(129)	(188)
非流动资产	6,758	7,902	10,039	11,041	11,972	税金	(147)	(264)	(324)	(404)	(487)
固定资产	2,354	2,679	3,379	4,079	4,780	其他经营现金流	268	185	91	15	(51)
无形资产	3,408	3,787	4,000	4,200	4,300	投资活动现金流	(1,819)	(2,310)	(2,421)	(2,482)	(2,541)
其他长期资产	997	1,437	2,660	2,762	2,892	资本支出	(576)	(787)	(798)	(809)	(819)
资产合计	8,472	11,434	13,618	15,838	18,137	投资变动	(220)	(700)	(1,000)	(1,250)	(1,500)
流动负债	1,898	3,467	3,344	3,555	4,541	其他	(1,023)	(823)	(623)	(423)	(222)
应付及预收	969	1,608	1,283	995	996	筹资活动现金流	805	1,782	1,387	1,773	1,691
短期债务	528	1,245	780	800	801	净增权益	366	426	304	220	224
其他流动负债	254	381	573	860	1,293	净增债务	473	2,536	1,880	2,001	2,075
非流动负债	3,456	4,423	6,426	8,216	9,305	支付股息	(197)	(142)	(226)	(284)	0
长期借款	2,898	3,810	5,310	6,810	7,510	其他	163	(1,038)	(570)	(163)	(608)
其他非流动负债	558	613	1,116	1,406	1,795	现金净增加额	(77)	398	339	842	890
负债合计	5,354	7,890	9,770	11,771	13,845						
股本	8	8	8	8	8						
储备	2,770	3,242	3,462	3,682	3,905						
母公司股东权益	2,778	3,250	3,470	3,690	3,913						
少数股东权益	339	294	378	378	379						
负债和股东权益	8,472	11,434	13,618	15,838	18,137						

利润表					
单位: 人民币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售收入	3,109	5,113	6,726	8,437	10,600
销售成本	(2,341)	(3,685)	(4,852)	(6,114)	(7,804)
经营费用	(164)	(208)	(350)	(439)	(552)
息税折旧前利润	820	1,229	1,685	2,080	2,475
折旧及摊销	(188)	0	(151)	(186)	(221)
经营利润(息税前利润)	632	1,229	1,533	1,894	2,254
净利息收入/(费用)	(84)	(210)	(260)	(307)	(342)
其他收益/(损失)	29	(154)	0	0	0
税前利润	576	865	1,273	1,587	1,912
所得税	(147)	(264)	(324)	(404)	(487)
净利润	429	600	949	1,183	1,425
少数股东损益	(25)	(31)	(45)	(45)	(46)
归属母公司净利润	404	569	904	1,138	1,379
EBITDA	632	1,229	1,533	1,894	2,254
EPS (RMB 元)	0.41	0.58	0.91	1.15	1.39
DPS (RMB 元)	1.02	0.14	0.23	0.29	0.00
收入增长(%)	15	64	32	25	26

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峻：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。