

# 【广发海外】天伦燃气 (1600.HK)

## 煤改气业务增长确定

### 核心观点:

#### ● 把握农村基建新契机, 发力乡镇煤改气

公司把握气化乡镇新契机, 重点发展乡镇煤改气和工业煤改气。自 2018 年 6 月 27 日公司参与设立河南煤改气投资基金后, 河南煤改气工程于 7 月 15 日全面开工。截至 10 月 24 日, 已累计开发 50.6 万户, 进场施工 33 万户, 完工 9 万户, 首批用户已点火通气。按照目前实施进度, 我们认为至今年年底公司有望实现开工 60 万户、完工 30 万户的目标, 对应收入和利润贡献分别为人民币 9 亿元和 3 亿元。我们预计, 未来三年河南煤改气支撑公司接驳和城市燃气业务快速增长。

#### ● 推进城燃并购, 扩大市场终端份额

2018 年 7 月, 公司获得河南省舞钢市 7 个乡镇的管道燃气独家特经销权, 与邻近且公司亦拥有乡镇管道燃气独家特许经营权的宝丰县、叶县产生协同效应。今年下半年, 公司又添石家庄光明项目, 收购金额为人民币 2.65 亿元。未来三年, 公司将继续聚焦河南省城燃项目并购, 与煤改气战略形成资源协同效应, 同时聚焦外省二线及二线省会城市周边重点区域的城燃项目, 其中气源丰富地区的城燃项目是公司重点关注的潜在收购标的。

#### ● 加大中游资产配置

公司加大中游长输管线及 LNG 加工业务资产配置, 通过长输管线建设带动销气量及输气量增长, 通过与上游气源方开展 LNG 加工包销合作以获得更多气量指标。截至目前, 公司合计拥有 6 条长输管线, 其中 3 条为在建; 拥有 LNG 加工厂 2 座, 与华气广元液厂开展的 LNG 加工项目日产能 100 万方, 并全部由公司负责销售。同时, 公司正在筹备海外 LNG 贸易, 待 LNG 进口价格合理时将择机开展 LNG 贸易。

#### ● 盈利预测与投资评级

2018 年 11 月 08 日, 天伦燃气 (1600.HK) 收盘价为港币 7.20 元。我们预测公司 2018-2020 年核心净利润分别为人民币 658/1,047/1,275 百万元, 核心 EPS 分别为人民币 0.66/1.06/1.29 元, 按最新收盘价计算对应核心市盈率分别为 9.7X/6.04X/4.96X, 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:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (人民币百万元)	2,693	3,109	4,645	6,656	8,072
增长率 (%)	19.6	15.4	49.4	43.3	21.3
归母净利 (人民币百万元)	313	404	582	1,022	1,257
增长率 (%)	10.3	29.0	43.9	75.8	22.9
核心净利润 (人民币百万元)	313	404	656	1,047	1,275
增长率 (%)	10.3	29.0	62.3	59.6	21.7
EPS (人民币元/股)	0.32	0.41	0.59	1.03	1.27
核心EPS (人民币元/股)	0.32	0.41	0.66	1.06	1.29
核心市盈率 (P/E)	17.06	13.23	9.7	6.04	4.96

数据来源: 公司 2015-2017 年年报, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

7.20 港元

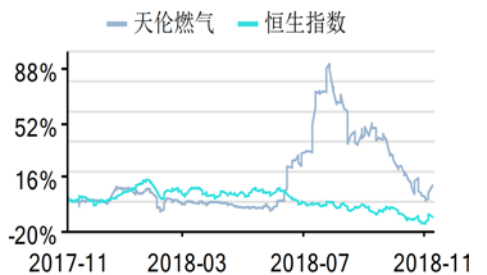
前次评级

买入

报告日期

2018-11-08

### 相对市场表现



分析师: 韩 玲, S0260511030002

021-60750603

hanling@gf.com.cn

### 相关研究:

- 【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
- 【广发海外】天伦燃气 (1600.HK): 河南煤改气带动业绩快速增长 2018-08-01
- 【广发海外】天伦燃气 (1600.HK): 销气量较快增长, 发力农村煤改气 2018-05-09

## 把握农村基建新契机，发力乡镇煤改气

**农村基建带来天然气行业发展新机遇。**中国中央、国务院在2018年9月印发的《乡村振兴战略规划（2018-2020年）》中明确要求加快补齐农村基础设施短板，其中天然气作为水、电、通讯等农村基建之一，亦将成为重点发展领域。公司把握气化乡镇新契机，重点发展乡镇煤改气和工业煤改气。截至目前，公司共有59个城市燃气项目，遍布全国17个省份。

**整合省内资源，发力河南煤改气。**公司是河南省唯一一家起源于河南、总部设立于河南、在港股主板上市的燃气公司，在河南省拥有19个城市燃气项目、4条长输管线和40余个加气站，预备近百个气源输送点，燃气资产配置省内第一。自2018年6月27日公司参与设立河南煤改气投资基金后，河南煤改气工程于7月15日在河南省兰考、尉氏、舞钢、淅川等多县市乡镇展开。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789个，完工9万户，首批用户已点火通气。位于开封南口和郑州航空港的两个项目有望作为农村基建样板纳入河南省示范项目，或在省内快速推广。

按照目前实施进度，我们认为至今年年底公司有望实现开工60万户、完工30万户的目标。完工的30万户将全部确认接驳收入，在建的部分确认，预计确认煤改气接驳户数在30-40万户之间，对应收入贡献为人民币9-12亿元（含税）、利润贡献为人民币3-4亿元。我们预计，未来三年河南煤改气支撑公司接驳和城市燃气业务快速增长。公司计划在五年内完成1000万户乡镇用户煤改气。短期内，公司规划2018-2020乡镇用户煤改气开工数量为60万户/120万户/200万户。基于河南煤改气基金对省内资源的整合，以及河南省政府对煤改气的推动，我们保守预计公司在2018-2020年完成乡镇煤改气接驳数量将快速提升，确认接驳分别为35万户/60万户/80万户，为未来三年居民用户接驳收入贡献增量。随着公司乡镇煤改气接驳数量的快速增长，我们预计未来三年接驳收入为RMB1505/2130/2633百万元，同比增长143%/41%/24%。

**煤改气带动增值业务释放潜力。**乡镇煤改气除贡献接驳和销气收入以外，还带动增值业务增长。目前，公司增值服务主要为燃气灶具销售、燃气改装和维护以及燃气综合保险代理。由于农村地区各家厨房构造差异较大以及缺乏专业的服务商，公司为农村用户提供接驳后的其他厨房服务，该业务利润率较高，我们预计今年贡献净利润人民币6千万元。

## 推进城燃并购，扩大终端市场份额

公司选择性推进城燃并购，进一步整合关键省份地区的重点项目。2017年年底收购的陕西米脂及吴堡项目今年开始贡献并表收入。2018年7月，公司获得河南省舞钢市7个乡镇的管道燃气独家特经销权，与邻近且公司亦拥有乡镇管道燃气独家特许经营权的宝丰县、叶县产生协同效应。今年下半年，公司又添石家庄金明项目，收购金额为人民币2.65亿元。未来三年，公司将继续聚焦河南省城燃项

目并购，与煤改气战略形成资源协同效应，同时聚焦外省二线及二线省会城市周边重点区域的城燃项目，其中气源丰富地区的城燃项目是公司重点关注的潜在收购标的。

表 1: 公司主要城燃并购项目

项目名称	收购金额 (人民币亿元)	项目特点	2017 年利润 (人民币万元)	2018 年预测利润 (人民币万元)
陕西咸阳项目	2.86	省会周边及气源地周边	4,300	4,800
四川金唐项目	5	省会城市后花园	4,400	5,600
陕西米脂及吴堡项目	1.77	气源地周边	1,500	1,700
石家庄金明项目	2.65	省会城市重要发展区域	2,100	2,500

数据来源：公司管理层路演材料，广发证券发展研究中心

## 加大中游资产配置

**加快核心区域长输管线建设。**公司气源中大约95%为管道气，长输管线建设对公司城市燃气和管道代输业务具有重要意义。截至目前，公司合计拥有6条长输管线，其中3条为在建，禹州至长葛管线预计2019年上半年通气，鲁山至汝州支线一期预计2019年投运、二期预计2020年投运，濮阳至鹤壁管线正在设计和手续办理阶段。

**扩大LNG代加工业务，筹备LNG进口贸易。**公司通过轻资产模式与上游气源方开展固定LNG加工费的包销合作，以获得更多的自有上游气源。同时，公司通过河南煤改气项目，与河南省政府一同向上游争取新的大额气量指标，并进一步扩大LNG代加工业务。截至目前，公司拥有2座LNG加工厂，今年2月新成立的四川天伦蜀新清洁能源有限公司于2018年7月与华气广元液厂开展合作项目，华气广元按照公司用气计划生产LNG，日产能100万立方米，并全部由公司负责销售。同时，公司正在筹备海外LNG贸易。2018年4月，公司处理上海天伦天然气有限公司，截至目前已获得进口海外LNG的全部资质审批，待LNG进口价格合理时公司将择机开展LNG贸易。

## 盈利预测与投资评级

2018年11月08日，天伦燃气（1600.HK）收盘价为港币7.20元。公司销气价差稳定，销气量和新增接驳用户数有望维持较快增长，并且是河南省农村煤改气主要收益标的。我们预测公司2018-2020年公司收入为人民币4,645/6,656/8,072百万元，分别同比增长49.4%/43.2%/21.3%。扣除汇兑损失后核心净利润为人民币656/1,047/1,275百万元，分别同比增长62.3%/59.6%/21.7%，核心EPS分别为人民币0.66/1.06/1.29元，按最新收盘价计算对应核心市盈率分别为9.7X/6.04X/4.96X，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。

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1,814</b>	<b>1,714</b>	<b>2,858</b>	<b>3,917</b>	<b>4,750</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>920</b>	<b>971</b>	<b>1,149</b>	<b>1,540</b>	<b>1,720</b>
货币资金	755	678	1,300	1,864	2,363	税前利润	445	576	821	1,416	1,731
应收及预付	608	667	1,022	1,464	1,776	折旧与摊销	173	188	161	191	226
存货	42	47	74	106	129	净利息费用	184	84	146	185	225
其他流动资产	409	323	461	482	482	运营资本变动	18	1	(19)	(69)	(129)
<b>非流动资产</b>	<b>5,820</b>	<b>6,758</b>	<b>10,155</b>	<b>11,515</b>	<b>12,297</b>	税金	(110)	(147)	(209)	(361)	(441)
固定资产	2,124	2,354	3,463	4,163	4,863	其他经营现金流	210	268	250	179	108
无形资产	2,999	3,408	4,211	4,756	4,756	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,378)</b>	<b>(1,819)</b>	<b>(2,310)</b>	<b>(2,421)</b>	<b>(2,482)</b>
其他长期资产	696	997	2,481	2,596	2,678	资本支出	(511)	(576)	(787)	(798)	(809)
<b>资产合计</b>	<b>7,633</b>	<b>8,472</b>	<b>13,012</b>	<b>15,432</b>	<b>17,046</b>	投资变动	(544)	(220)	(700)	(1,000)	(1,250)
<b>流动负债</b>	<b>1,633</b>	<b>1,898</b>	<b>3,963</b>	<b>4,237</b>	<b>3,798</b>	其他	(323)	(1,023)	(823)	(623)	(423)
应付及预收	848	969	1,472	1,552	995	<b>筹资活动现金流</b>	<b>527</b>	<b>805</b>	<b>1,833</b>	<b>1,454</b>	<b>1,272</b>
短期债务	530	0	700	780	800	净增权益	(31)	366	856	233	220
其他流动负债	1,530	1,569	1,610	1,652	1,695	净增债务	986	473	3,685	2,186	1,394
<b>非流动负债</b>	<b>3,248</b>	<b>3,456</b>	<b>5,077</b>	<b>6,988</b>	<b>8,822</b>	支付股息	(163)	(197)	(145)	(256)	(314)
长期借款	2,740	2,898	4,298	5,898	7,498	其他	(264)	163	(2,562)	(709)	(29)
其他非流动负债	508	558	778	1,090	1,324	<b>现金净增加额</b>	<b>69</b>	<b>(44)</b>	<b>672</b>	<b>573</b>	<b>509</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,882</b>	<b>5,354</b>	<b>9,039</b>	<b>11,225</b>	<b>12,620</b>						
储备	2,423	2,770	3,600	3,820	4,040						
归属母公司股东权	2,431	2,778	3,608	3,828	4,048						
少数股东权益	321	339	365	378	378						
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,633</b>	<b>8,472</b>	<b>13,012</b>	<b>15,432</b>	<b>17,046</b>						

利润表					
单位: 人民币百万元					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b>	<b>2,693</b>	<b>3,109</b>	<b>4,645</b>	<b>6,656</b>	<b>8,072</b>
销售成本	(2,001)	(2,341)	(3,383)	(4,738)	(5,757)
经营费用	(141)	(164)	(242)	(346)	(412)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>736</b>	<b>798</b>	<b>1,180</b>	<b>1,763</b>	<b>2,129</b>
折旧及摊销	(173)	(188)	(161)	(191)	(226)
<b>经营利润(息税前利)</b>	<b>564</b>	<b>610</b>	<b>1,020</b>	<b>1,572</b>	<b>1,904</b>
净利息收入/(费用)	(184)	(84)	(146)	(185)	(225)
其他收益/(损失)	65	50	(53)	29	53
<b>税前利润</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>821</b>	<b>1,416</b>	<b>1,731</b>
所得税	(110)	(147)	(209)	(361)	(441)
<b>净利润</b>	<b>334</b>	<b>429</b>	<b>612</b>	<b>1,055</b>	<b>1,290</b>
少数股东损益	(21)	(25)	(30)	(33)	(33)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	<b>582</b>	<b>1,022</b>	<b>1,257</b>
EBITDA	564	610	1,020	1,572	1,904
EPS (RMB 元)	0.32	0.41	0.59	1.03	1.27
DPS (RMB 元)	0.74	1.02	0.15	0.26	0.32
收入增长(%)	20	15	49	43	21

**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: 博彩休闲行业首席分析师, 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。
- 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)。
- 邓崇静: 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 峤: 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。

**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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 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	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。