

# 天伦燃气 (1600 HK)

## 河南煤改气助推业绩高速增长

- ❖ **宣布成立煤改气基金专门从事河南煤改气业务。**天伦燃气宣布与河南中原豫资投资控股集团（豫资控股）子公司共同设立总投资额为人民币 100 亿元的投资基金。该基金将专注于河南的乡镇煤改气项目。天伦燃气与豫资控股将以有限合伙人身份对基金分别出资 40% 及 60%。根据管理层披露，基金第一期 10 亿元人民币已完成入资，基金还将通过国开行引入政策性资金支持，通过 1:4 股权债务比进行配资，扩大煤改气项目覆盖范围。公司估计河南省乡镇煤改气市场规模为 1500 万户，目标于 2018/2020/2020 分别启动 60/120/200 万户煤改气建设。
- ❖ **河南煤改气：设计精巧的新业务助推器。**管理层通过基金方式运作，对河南省煤改气工程业务进行了精巧的运营设计，以解答市场对于煤改气业务的疑虑：1) 煤改气将成为一项轻资产业务，透过基金以联营公司方式并表；2) 公司将预先收取每户 3000 元人民币的燃气接驳工程费用，这笔费用由基金支付；3) 基金将负责政府补贴的收取，由于豫资控股为河南省财政厅独资的投资平台，预料豫资控股将协助基金与政府沟通顺畅并更易获得政府补贴收入。从天伦燃气的角度，煤改气业务的收益将来自 1) 天然气接驳工程服务收入，预期毛利率约为 50%，2) 天然气供应和资产运维管理费，费率 0.05%，以及 3) 预期基金投资回报约为 6-8%。
- ❖ **天伦燃气将有望重现中国燃气在煤改气业务上的快速扩张之路。**我们对河南省煤改气市场规模和竞争进行了研究和验证，我们认为 1) 河南省煤改清洁能源市场规模在 1500 万户以上；2) 市场竞争主要来自于煤改电以及其它燃气分销商对于煤改气市场的参与；3) 到 2020 年，累计煤制天然气市场规模将达到约 6-8 百万户，而河南乡镇煤改气在 2017 年刚刚起步，完工规模尚小。我们认为天伦燃气 2018-2020 年的煤改气业务目标具备较高的可行性。参考中国燃气（384 HK，未评级）在河北煤改气市场的成功经验，我们预计公司将实现收入和利润快速增长。
- ❖ **目标价上调 53.7% 至 10.76 港元，重申买入评级。**基于对河南农村煤改气业务的较为保守的业务预估，我们将 2018/2019/2020 年的盈利预测分别上调 38.6/134.2/177.4% 至人民币 6.6/13.0/18.2 亿元。我们采用分部估值加总来考虑煤改气业务估值贡献。我们对公司原有燃气分销业务估值为 2019 年市盈率 10.4 倍，而煤改气业务的市盈率为 4.7 倍。基于上述估值方法，我们将天伦燃气目标价从每股 7.0 港元上调 53.7% 至每股 10.76 港元。重申买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (人民币百万)	2,693	3,109	4,602	7,209	9,478
净利润 (人民币百万)	313	404	660	1,300	1,822
每股收益 (人民币)	0.31	0.41	0.67	1.31	1.84
每股收益变动 (%)	5.2	30.5	63.1	97.1	40.2
市盈率 (x)	20.5	15.7	9.7	4.9	3.5
市帐率 (x)	2.62	2.29	1.92	1.47	1.12
股息率 (%)	1.1	1.6	3.1	6.1	8.6
股本回报率 (%)	12.7	14.5	19.9	30.0	32.1
净负债/股东权益比率 (%)	99.8	103.2	101.8	73.0	51.9

资料来源：公司资料，招银国际预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$10.76
(此前目标价)	HK\$7.00
潜在升幅	+43.9%
当前股价	HK\$7.48

### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

### 燃气板块

市值(百万港元)	5,720
3月平均流通量(百万港元)	8.93
52周最高/低(港元)	7.75/ 3.75
总股本(百万)	989.6

Source: Bloomberg

### 股东结构

天伦集团	66.0%
IFC	9.2%
流通股	24.9%

来源: 港交所

### 股价表现

	绝对	相对
1月	35.6%	49.6%
3月	33.7%	41.6%
6月	22.3%	33.4%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

审计师: 普华永道

公司网站: [www.tianlungas.com](http://www.tianlungas.com)

## 我们的观点及非交易路演纪要

### 豫资控股背景

豫资控股是河南省财政厅全资拥有的省级投融资平台。该平台成立于 2011 年，专门支持河南新型城镇化，促进城乡一体化发展。截至 2017 年底，豫资控股是河南省政府支持最大的投资和融资公司，总资产规模达 2500 亿元人民币。

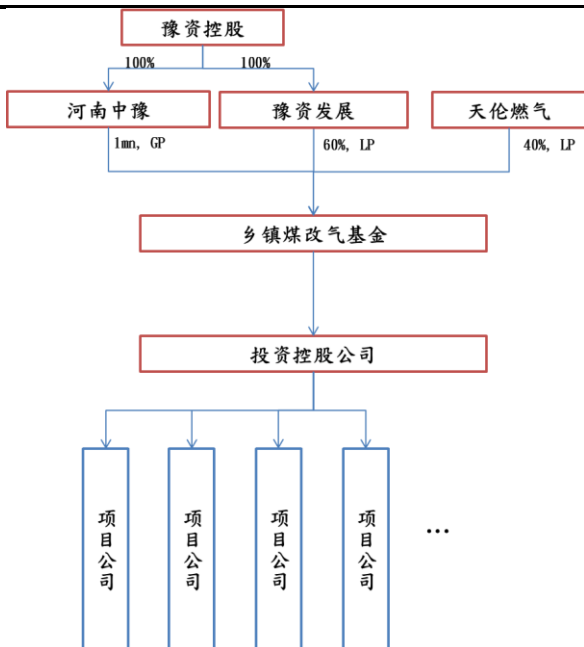
### 天伦燃气对河南省煤改气的业务运营模式

我们认为公司对于河南省煤改气业务布局作了非常精巧的设计。由于煤改气基金将以联营企业身份并入天伦燃气报表，意味着基金旗下的乡镇煤改气将成为公司的一项轻资产业务。在具体业务操作成本，煤改气基金将成立业务控股公司平台，而平台旗下将会以县为单位建立项目公司。

天伦燃气将对煤改气基金旗下项目公司提供燃气接驳工程服务，并对基金以每户 3,000 元收取服务费用。管理层预期工程服务毛利水平约 50%（较公司目前对居民用户的燃气接驳业务毛利水平低 10 个百分点）。管理层同时表示，燃气工程费用将会在工程启动时以预收款方式收取，并在燃气接驳完工通气后确认为收入。在工程建设期完成以后，公司将负责 1) 对项目公司提供燃气供应，以及 2) 对燃气管道及设施进行运营维护；仅对燃气供应收取批发价差，以及初步确定对运营维护收取 0.05% 管理费。除上述收入来源以外，管理层预期公司还将通过分享基金回报获取部分收益。

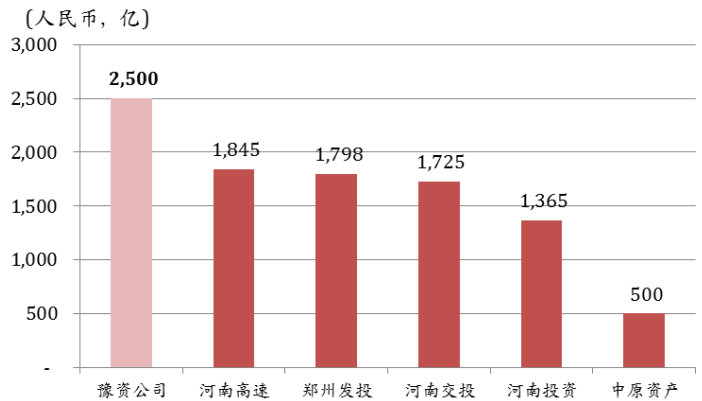
从基金层面，投资回报将来源于 1) 各级政府对于煤改气工程的项目补贴；天伦燃气管理层预计每户补贴水平不少于 1,800 元人民币；2) 对乡镇居民销售天然气，预计平均进销气价差约为人民币 0.6 元。管理层解释，天然气销售较高的进销气价差因乡镇煤改气业务初始资本开支较大，气价差略高有助于实现较好的初始投资回收。此外，河南省政府也将在未来 3 年对乡镇煤改气用户提供每户每年 500 元燃气消费补贴。

图 1: 乡镇煤改气基金架构图



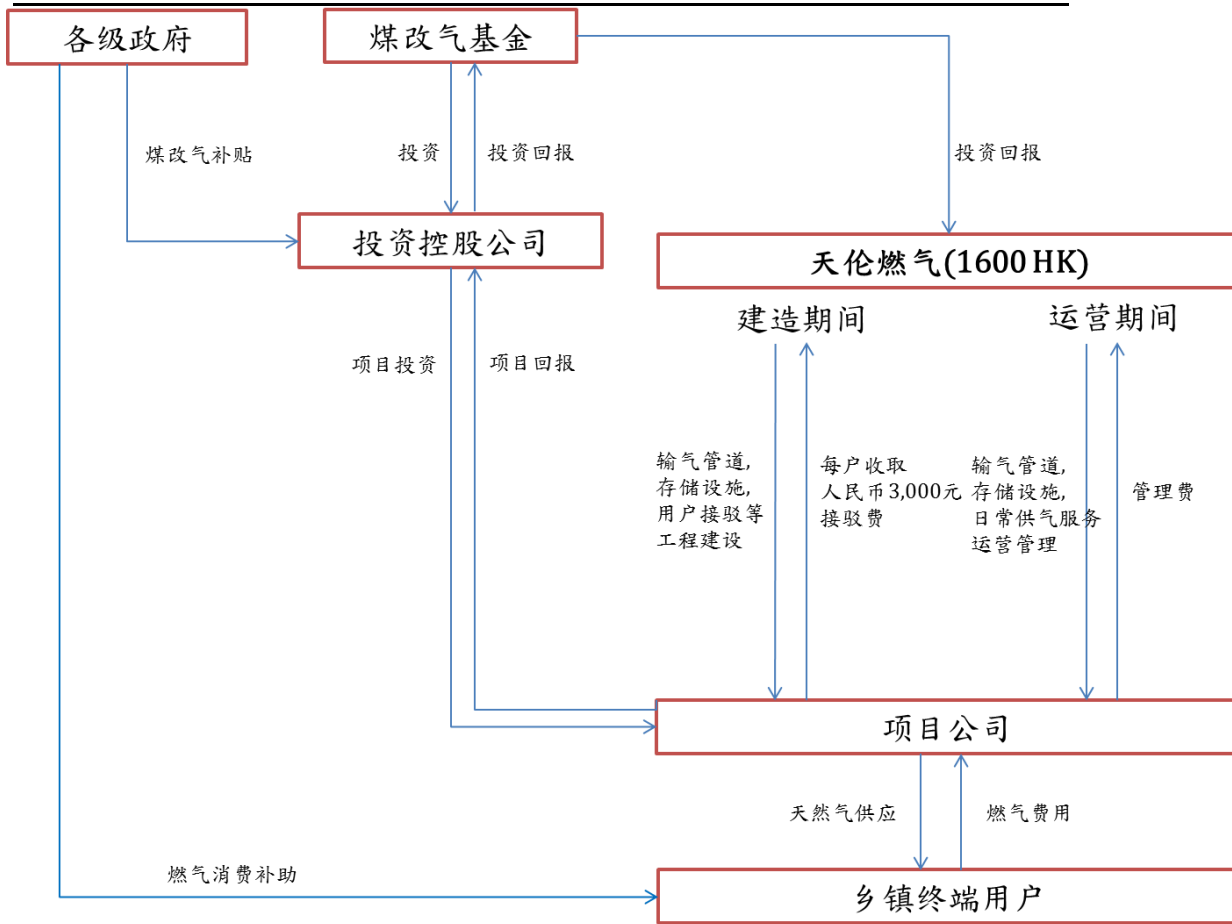
资料来源: 公司, 招银国际证券

图 2: 截止 2017 年末，豫资控股总资产规模达 2500 亿元



资料来源: 公司

图 3: 天伦燃气河南乡镇煤改气业务模式



资料来源：招银国际证券

### 盈利及现金流分析

我们认为天伦燃气针对河南煤改气市场所设计精巧的业务基金布局很好的解决了市场对于煤改气业务所关注的几个问题，包括 1) 煤改气业务是否有稳定的收入来源，2) 因潜在补贴回收拖欠所带来的资本支出和现金流不匹配，3) 业务资金来源，以及 4) 负债规模是否会随着项目规模明显扩张。通过轻资产业务运营模式，我们预计河南煤改气业务将对公司的收入，盈利和现金流量将产生积极影响。

基于每年 50% 的项目完工率假设，我们预计公司煤改气业务将在 2018/2019/2020 年分别贡献收入人民币 9.0/27.0/40.0 亿元，我们同时预期经营现金流也将自 2017 年 4.42 亿元实现大幅增长。我们测算 2018/2019/2020 年经营现金流将增长至人民币 8.81/14.77/21.16 亿元。基于我们的假设调整和对于煤改气业务的理解和判断，我们将 2018/2019/2020 年盈利预测自人民币 4.76/5.55/6.57 亿分别上调 38.6/134.2/177.4% 至人民币 6.60/13.0/18.22 亿元。

### 估值

我们采用分部估值加总法来考虑天伦燃气的河南煤改气业务价值贡献。我们认为公司煤改气业务偏向项目工程服务与公司原有的燃气分销业务具有不同的业务属性，我们以建设工程服务企业估值水平作为同业参考。基于我们的 2019 年盈利预测，我们对公司原燃气分销业务采用 10.4 倍前瞻市盈率（维持对燃气分销行业平均计入 20% 估值折扣）估值，对河南煤改气工程服务采用 4.65 倍前瞻市盈率估值。我们的对公司新目标价位为每股 10.76 港元，对应目前股价上涨空间为 43.9%。我们的目标价对应 2018E / 2019E / 2020E 预测市盈率分别为 13.9 / 7.0 / 5.0 倍。**重申买入评级。**

**利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售收入</b>	<b>2,693</b>	<b>3,109</b>	<b>4,602</b>	<b>7,209</b>	<b>9,478</b>
燃气销售	1,176	1,604	2,152	2,907	3,769
长输管线	879	824	857	884	911
接驳费	596	620	618	623	629
煤改气工程	-	-	900	2,700	4,050
其它	41	61	75	96	119
<b>销售成本</b>	<b>(2,001)</b>	<b>(2,341)</b>	<b>(3,320)</b>	<b>(4,862)</b>	<b>(6,265)</b>
<b>毛利</b>	<b>692</b>	<b>768</b>	<b>1,282</b>	<b>2,347</b>	<b>3,213</b>
<b>营运支出</b>	<b>(85)</b>	<b>(131)</b>	<b>(218)</b>	<b>(355)</b>	<b>(473)</b>
分销成本	(24)	(29)	(40)	(63)	(83)
行政费用	(117)	(134)	(200)	(314)	(412)
其它收益	12	27	18	18	18
其它利得/亏损净额	44	5	4	4	4
<b>息税前收益</b>	<b>608</b>	<b>637</b>	<b>1,063</b>	<b>1,992</b>	<b>2,740</b>
财务收益	79	47	45	46	58
财务费用	(263)	(132)	(197)	(218)	(237)
财务费用净额	(184)	(84)	(152)	(172)	(180)
特殊项目	-	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>938</b>	<b>1,850</b>	<b>2,592</b>
所得税	(110)	(147)	(236)	(468)	(654)
减:非控制股东权益	21	25	42	82	116
<b>净利润</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	<b>660</b>	<b>1,300</b>	<b>1,822</b>

资料来源:公司资料,招银国际预测

**资产负债表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>5,820</b>	<b>6,758</b>	<b>7,828</b>	<b>8,585</b>	<b>9,767</b>
租赁与浮夸怒	234	224	239	255	270
不动产、工厂及设备	2,124	2,354	2,610	2,887	3,188
无形资产	2,999	3,408	3,799	4,175	4,536
权益法入账投资	272	502	928	957	1,409
其它非流动资产	191	271	252	311	364
<b>流动资产</b>	<b>1,814</b>	<b>1,714</b>	<b>1,900</b>	<b>3,051</b>	<b>4,152</b>
应收账款及票据	603	667	1,003	1,559	2,058
公允价值计价金融资产	335	300	305	305	305
现金及等价物	755	678	485	1,078	1,686
其它流动资产	120	69	107	110	103
<b>流动负债</b>	<b>1,633</b>	<b>1,898</b>	<b>2,257</b>	<b>2,747</b>	<b>3,214</b>
应付账款及票就	530	528	764	1,118	1,441
预收账款	151	254	279	307	338
借贷	848	969	1,057	1,151	1,249
其它流动负债	104	148	158	171	187
<b>非流动负债</b>	<b>3,248</b>	<b>3,456</b>	<b>3,772</b>	<b>4,099</b>	<b>4,444</b>
借贷	2,740	2,898	3,171	3,452	3,747
其它应付	137	137	138	138	138
递延收入	1	1	1	1	1
递延所得税负债	370	420	462	508	559
<b>少数股东权益</b>	<b>321</b>	<b>339</b>	<b>382</b>	<b>464</b>	<b>580</b>
<b>净资产总额</b>	<b>2,431</b>	<b>2,778</b>	<b>3,318</b>	<b>4,326</b>	<b>5,681</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,431</b>	<b>2,778</b>	<b>3,318</b>	<b>4,326</b>	<b>5,681</b>

资料来源:公司资料,招银国际预测

**现金流量表**

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
<b>税前利润</b>	<b>445</b>	<b>576</b>	<b>938</b>	<b>1,850</b>	<b>2,592</b>
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(130)	(234)	(191)
税费	(43)	(71)	(182)	(409)	(589)
其它	(417)	(290)	18	-	-
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>434</b>	<b>442</b>	<b>881</b>	<b>1,477</b>	<b>2,116</b>
资本开支	(1,156)	(1,059)	(1,315)	(968)	(1,433)
其它	505	231	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(651)</b>	<b>(828)</b>	<b>(1,315)</b>	<b>(968)</b>	<b>(1,433)</b>
股份发行	(292)	(0)	0	(0)	(0)
净借贷	852	279	360	376	392
股息	(73)	(78)	(120)	(292)	(467)
其它	(161)	124	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>326</b>	<b>325</b>	<b>240</b>	<b>84</b>	<b>(74)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>110</b>	<b>(62)</b>	<b>(193)</b>	<b>592</b>	<b>609</b>
年初现金及现金等价物	609	755	678	485	1,078
汇兑	36	(15)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>755</b>	<b>678</b>	<b>485</b>	<b>1,078</b>	<b>1,686</b>
<b>资产负债表现金</b>	<b>755</b>	<b>678</b>	<b>485</b>	<b>1,078</b>	<b>1,686</b>

资料来源:公司资料,招银国际预测

**主要指标**

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合(%)</b>					
燃气销售	43.7	51.6	46.8	40.3	39.8
长输官谢	32.6	26.5	18.6	12.3	9.6
燃气接驳	22.1	19.9	13.4	8.6	6.6
煤改气工程	-	-	19.6	37.5	42.7
其它	1.5	2.0	1.6	1.3	1.3
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	22.6	20.5	23.1	27.6	28.9
税前利率	16.5	18.5	20.4	25.7	27.3
净利润率	11.6	13.0	14.3	18.0	19.2
有效税率	24.8	25.5	25.1	25.3	25.2
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	1.11	0.90	0.84	1.11	1.29
速动比率(x)	4.42	7.60	4.32	6.63	8.63
现金比率(x)	4.42	7.60	4.32	6.63	8.63
平均应收款周转天数	81.1	74.5	66.2	64.9	69.6
债务/股本比率(%)	130.4	124.0	114.3	96.1	79.8
净负债/股东权益比率(%)	99.8	103.2	101.8	73.0	51.9
<b>回报率(%)</b>					
资本回报率	12.7	14.5	19.9	30.0	32.1
资产回报率	4.1	4.8	6.8	11.2	13.1
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利(人民币)	0.31	0.41	0.67	1.31	1.84
每股股息(人民币)	0.07	0.10	0.20	0.39	0.55
每股账面价值(人民币)	2.46	2.81	3.35	4.37	5.74

资料来源:公司资料,招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。