

天倫燃氣 (1600 HK)

河南煤改氣助推業績高速增長

- ❖ **宣佈成立煤改氣基金專門從事河南煤改氣業務。**天倫燃氣宣佈與河南中原豫資投資控股集團（豫資控股）子公司共同設立總投資額為人民幣 100 億元的投資基金。該基金將專注於河南的鄉鎮煤改氣項目。天倫燃氣與豫資控股將以有限合夥人身份對基金分別出資 40% 及 60%。根據管理層披露，基金第一期 10 億元人民幣已完成入資，基金還將通過國開行引入政策性資金支持，通過 1:4 股權債務比進行配資，擴大煤改氣項目覆蓋範圍。公司估計河南省鄉鎮煤改氣市場規模為 1500 萬戶，目標於 2018/2020/2020 分別啟動 60/120/200 萬戶煤改氣建設。
- ❖ **河南煤改氣：設計精巧的新業務助推器。**管理層通過基金方式運作，對河南省煤改氣工程業務進行了精巧的運營設計，以解答市場對於煤改氣業務的疑慮：1) 煤改氣將成為一項輕資產業務，透過基金以聯營公司方式並表；2) 公司將預先收取每戶 3000 元人民幣的燃氣接駁工程費用，這筆費用由基金支付；3) 基金將負責政府補貼的收取，由於豫資控股為河南省財政廳獨資的投資平臺，預料豫資控股將協助基金與政府溝通順暢並更易獲得政府補貼收入。從天倫燃氣的角度，煤改氣業務的收益將來自 1) 天然氣接駁工程服務收入，預期毛利率約為 50%，2) 天然氣供應和資產運維管理費，費率 0.05%，以及 3) 預期基金投資回報約為 6-8%。
- ❖ **天倫燃氣將有望重現中國燃氣在煤改氣業務上的快速擴張之路。**我們對河南省煤改氣市場規模和競爭進行了研究和驗證，我們認為 1) 河南省煤改清潔能源市場規模在 1500 萬戶以上；2) 市場競爭主要來自於煤改電以及其它燃氣分銷商對於煤改氣市場的參與；3) 到 2020 年，累計煤制天然氣市場規模將達到約 6-8 百萬戶，而河南鄉鎮煤改氣在 2017 年剛剛起步，完工規模尚小。我們認為天倫燃氣 2018-2020 年的煤改氣業務目標具備較高的可行性。參考中國燃氣（384 HK，未評級）在河北煤改氣市場的成功經驗，我們預計公司將實現收入和利潤快速增長。
- ❖ **目標價上調 53.7% 至 10.76 港元，重申買入評級。**基於對河南農村煤改氣業務的較為保守的業務預估，我們將 2018/2019/2020 年的盈利預測分別上調 38.6/134.2/177.4% 至人民幣 6.6/13.0/18.2 億元。我們採用分部估值加總來考慮煤改氣業務估值貢獻。我們對公司原有燃氣分銷業務估值為 2019 年市盈率 10.4 倍，而煤改氣業務的市盈率為 4.7 倍。基於上述估值方法，我們將天倫燃氣目標價從每股 7.0 港元上調 53.7% 至每股 10.76 港元。重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (人民幣百萬)	2,693	3,109	4,602	7,209	9,478
淨利潤 (人民幣百萬)	313	404	660	1,300	1,822
每股收益 (人民幣)	0.31	0.41	0.67	1.31	1.84
每股收益變動 (%)	5.2	30.5	63.1	97.1	40.2
市盈率 (x)	20.5	15.7	9.7	4.9	3.5
市帳率 (x)	2.62	2.29	1.92	1.47	1.12
股息率 (%)	1.1	1.6	3.1	6.1	8.6
股本回報率 (%)	12.7	14.5	19.9	30.0	32.1
淨負債/股東權益比率 (%)	99.8	103.2	101.8	73.0	51.9

資料來源：公司資料，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$10.76
(此前目標價)	HK\$7.00)
潛在升幅	+43.9%
當前股價	HK\$7.48

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃氣板塊

市值(百萬港元)	5,720
3 月平均流通量(百萬港元)	8.93
52 周最高/低(港元)	7.75/ 3.75
總股本(百萬)	989.6

Source: Bloomberg

股東結構

天倫集團	66.0%
IFC	9.2%
流通股	24.9%

來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	35.6%	49.6%
3 月	33.7%	41.6%
6 月	22.3%	33.4%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.tianlungas.com

我們的觀點及非交易路演紀要

豫資控股背景

豫資控股是河南省財政廳全資擁有的省級投融資平臺。該平臺成立於2011年，專門支持河南新型城鎮化，促進城鄉一體化發展。截至2017年底，豫資控股是河南省政府支持最大的投資和融資公司，總資產規模達2500億元人民幣。

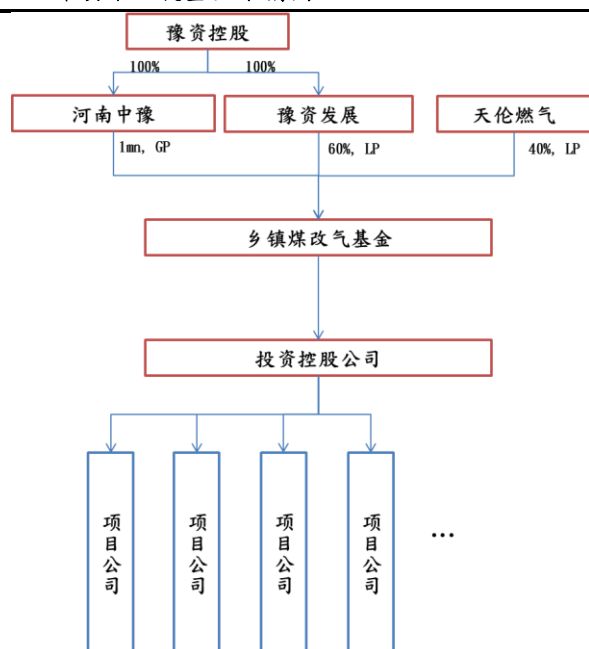
天倫燃氣對河南省煤改氣的業務運營模式

我們認為公司對於河南省煤改氣業務佈局作了非常精巧的設計。由於煤改氣基金將以聯營企業身份併入天倫燃氣報表，意味著基金旗下的鄉鎮煤改氣將成為公司的一項輕資產業務。在具體業務操作成本，煤改氣基金將成立業務控股公司平臺，而平臺旗下將會以縣為單位建立項目公司。

天倫燃氣將對煤改氣基金旗下項目公司提供燃氣接駁工程服務，並對基金以每戶3,000元收取服務費用。管理層預期工程服務毛利水準約50%（較公司目前對居民用戶的燃氣接駁業務毛利水準低10個百分點）。管理層同時表示，燃氣工程費用將會在工程啟動時以預收款方式收取，並在燃氣接駁完工通氣後確認為收入。在工程建設期完成以後，公司將負責1）對項目公司提供燃氣供應，以及2）對燃氣管道及設施進行運營維護；僅對燃氣供應收取批發價差，以及初步確定對運營維護收取0.05%管理費。除上述收入來源以外，管理層預期公司還將通過分享基金回報獲取部分收益。

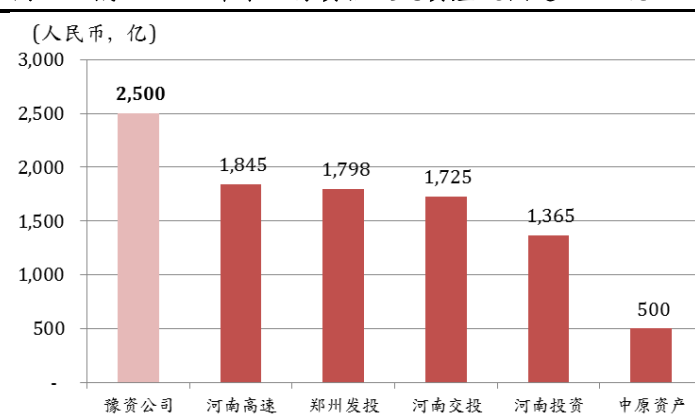
從基金層面，投資回報將來源於1）各級政府對於煤改氣工程的項目補貼；天倫燃氣管理層預計每戶補貼水準不少於1,800元人民幣；2）對鄉鎮居民銷售天然氣，預計平均進銷氣價差約為人民幣0.6元。管理層解釋，天然氣銷售較高的進銷氣價差因鄉鎮煤改氣業務初始資本開支較大，氣價差略高有助於實現較好的初始投資回收。此外，河南省政府也將在未來3年對鄉鎮煤改氣用戶提供每戶每年500元燃氣消費補貼。

圖 1：鄉鎮煤改氣基金架構圖



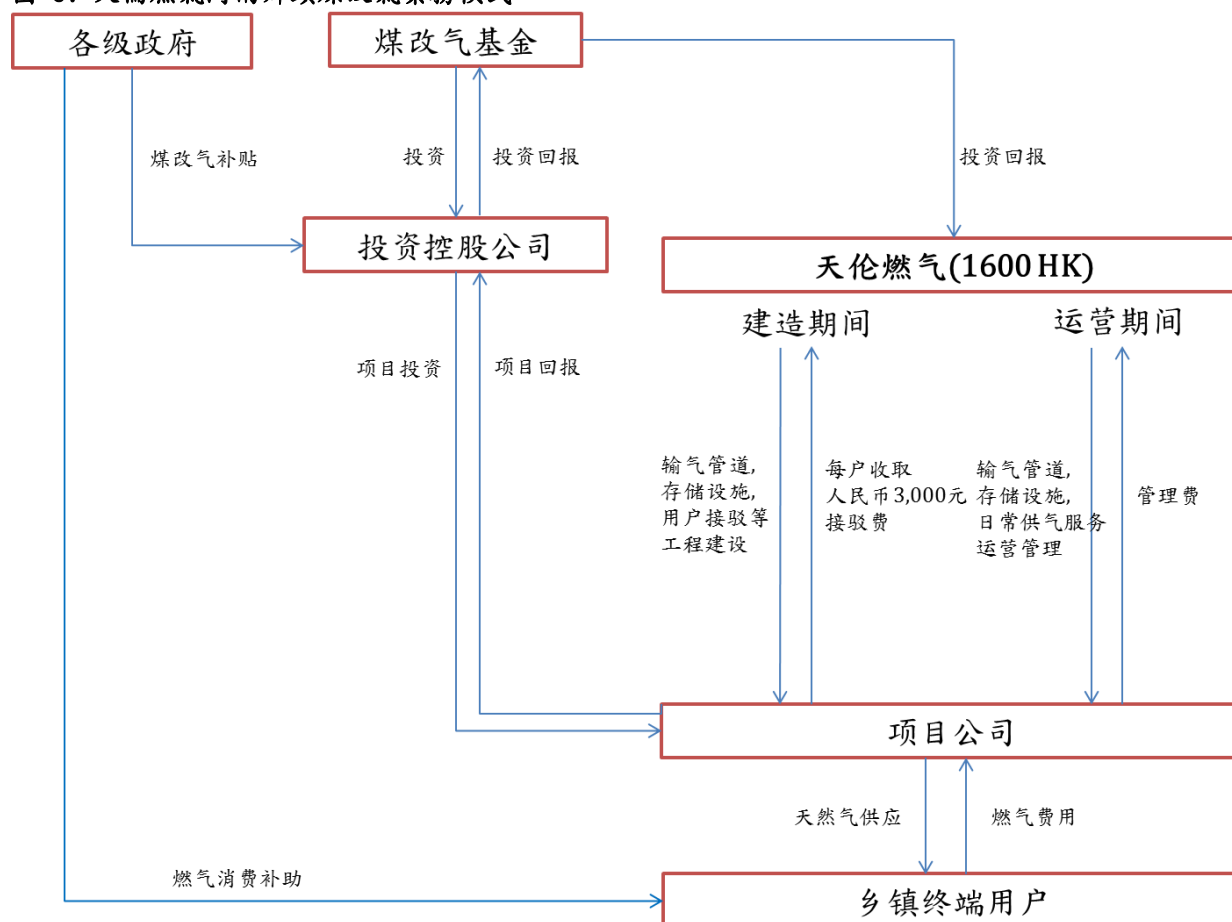
資料來源：公司，招銀國際證券

圖 2：截止2017年末，豫資控股總資產規模達2500億元



資料來源：公司

圖 3：天倫燃氣河南鄉鎮煤改氣業務模式



資料來源：招銀國際證券

盈利及現金流分析

我們認為天倫燃氣針對河南煤改氣市場所設計精巧的業務基金佈局很好的解決了市場對於煤改氣業務所關注的幾個問題，包括 1) 煤改氣業務是否有穩定的收入來源，2) 因潛在補貼回收拖欠所帶來的資本支出和現金流不匹配，3) 業務資金來源，以及 4) 負債規模是否會隨著項目規模明顯擴張。通過輕資產業務運營模式，我們預計河南煤改氣業務將對公司的收入，盈利和現金流量將產生積極影響。

基於每年 50% 的項目完工率假設，我們預計公司煤改氣業務將在 2018/2019/2020 年分別貢獻收入人民幣 9.0/27.0/40.0 億元，我們同時預期經營現金流也將自 2017 年 4.42 億元實現大幅增長。我們測算 2018/2019/2020 年經營現金流將增長至人民幣 8.81/14.77/21.16 億元。基於我們的假設調整和對於煤改氣業務的理解和判斷，我們將 2018/2019/2020 年盈利預測自人民幣 4.76/5.55/6.57 億分別上調 38.6/134.2/177.4% 至人民幣 6.60/13.0/18.22 億元。

估值

我們採用分部估值加總法來考慮天倫燃氣的河南煤改氣業務價值貢獻。我們認為公司煤改氣業務偏向項目工程服務與公司原有的燃氣分銷業務具有不同的業務屬性，我們以建造工程服務企業估值水準作為同業參考。基於我們的 2019 年盈利預測，我們對公司原燃氣分銷業務採用 10.4 倍前瞻市盈率（維持對燃氣分銷行業平均計入 20% 估值折扣）估值，對河南煤改氣工程服務採用 4.65 倍前瞻市盈率估值。我們的對公司新目標價位為每股 10.76 港元，對應目前股價上漲空間為 43.9%。我們的目標價對應 2018E / 2019E / 2020E 預測市盈率分別為 13.9 / 7.0 / 5.0 倍。**重申買入評級。**

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	2,693	3,109	4,602	7,209	9,478
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
销售成本	(2,001)	(2,341)	(3,320)	(4,862)	(6,265)
毛利	692	768	1,282	2,347	3,213
营运支出	(85)	(131)	(218)	(355)	(473)
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
息税前收益	608	637	1,063	1,992	2,740
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	-	-	-	-	-
税前利润	445	576	938	1,850	2,592
所得税	(110)	(147)	(236)	(468)	(654)
减:非控制股东权益	21	25	42	82	116
净利润	313	404	660	1,300	1,822

資料來源:公司資料,招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	5,820	6,758	7,828	8,585	9,767
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
流动资产	1,814	1,714	1,900	3,051	4,152
应收账款及票据	603	667	1,003	1,559	2,058
公允值计价金融资产	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
流动负债	1,633	1,898	2,257	2,747	3,214
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
非流动负债	3,248	3,456	3,772	4,099	4,444
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
少数股东权益	321	339	382	464	580
净资产总额	2,431	2,778	3,318	4,326	5,681
股东权益	2,431	2,778	3,318	4,326	5,681

資料來源:公司資料,招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20A
稅前利潤	445	576	938	1,850	2,592
折旧和摊销	173	188	238	270	304
运营资金变动	277	39	(130)	(234)	(191)
稅費	(43)	(71)	(182)	(409)	(589)
其它	(417)	(290)	18	-	-
经营活动所得现金流	434	442	881	1,477	2,116
资本开支	(1,156)	(1,059)	(1,315)	(968)	(1,433)
其它	505	231	-	-	-
投资活动所得现金净额	(651)	(828)	(1,315)	(968)	(1,433)
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	-	-	-
融资活动所得现金净额	326	325	240	84	(74)
現金增加淨額	110	(62)	(193)	592	609
年初現金及現金等价物	609	755	678	485	1,078
汇兑	36	(15)	-	-	-
年末現金及現金等价物	755	678	485	1,078	1,686
资产负债表現金	755	678	485	1,078	1,686

資料來源：公司資料，招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
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
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	22.6	20.5	23.1	27.6	28.9
稅前利率	16.5	18.5	20.4	25.7	27.3
淨利潤率	11.6	13.0	14.3	18.0	19.2
有效稅率	24.8	25.5	25.1	25.3	25.2
资产负债比率					
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
現金比率 (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
債務 / 股本比率 (%)	130.4	124.0	114.3	96.1	79.8
淨負債/股東權益比率 (%)	99.8	103.2	101.8	73.0	51.9
回報率 (%)					
資本回報率	12.7	14.5	19.9	30.0	32.1
資產回報率	4.1	4.8	6.8	11.2	13.1
每股数据(人民币)					
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
每股賬面价值 (人民币)	2.46	2.81	3.35	4.37	5.74

資料來源：公司資料，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。