

买入

大股东增持彰显信心，预期全年核心利润增长 15%

天伦燃气 (1600.HK)

2021-05-18 星期二

投资要点

目标价: **9.89 港元**
 现价: 7.85 港元
 预计升幅: 26%

➤ 控股股东增持彰显信心:

近日公司公告，根据购买协议，公司控股股东张瀛岑先生将以初始价每股股份 7.50 港元向 IFC 及 IFC Fund 收购合共 1.41 亿股普通股，占公司于公告日期已发行总股本约 14.05%，完成本次收购后，张瀛岑先生在公司的总权益将由约 53.87% 增至约 67.92%。通过此次交易，控股股东增持与 IFC 股份减持实现了较好的对接。控股股东的增持，一方面彰显对公司价值和未来发展的信心，而同时 IFC 减持的风险也得到了释放。

重要数据

日期	2021-05-17
收盘价 (港元)	7.85
总股本 (百万股)	1,004
总市值 (百万港元)	7,881
净资产 (百万元)	4,699
总资产 (百万元)	12,918
52 周高低 (港元)	8.25 / 5.13
每股净资产 (元)	4.68

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 河南“气化乡村”工程回款良好，发展空间广阔:

公司联合中原豫资开展河南气化乡村项目，从 2018 年下半年至 2020 年底，累计完成接驳用户 153 万户，累计回款 33.7 亿元人民币，整体项目累计回款比例达 70%。2021 年河南省政府工作报告提出加快实施“气化乡村”工程，新增农村天然气用户 200 万户。目前河南省城镇化率仅约 51.71%，乡镇气化率不足 5%，未来实现气化河南具有广阔的发展空间。

➤ 坚持“选择性”外延并购，预期 2021 年全年零售气量增长 25%:

2020 年公司总销气量 15.15 亿立方米，其中零售销气量 12.18 亿立方米，同比增长 7.9%；累计住宅用户超过 417 万户，同比增长 29.5%。预期公司 2021 年 Q1 销气量增长超过 30%，2021 年全年零售气量增长 25%，累计用户超过 500 万户，销气毛差维持稳定，全年核心利润增长 15%。2020 年底，公司收购的甘肃靖远、青海大通及互助城市燃气项目已经在今年 3 月并表，靖远和大通&互助合计销气规模达到 1.9 亿立方米，将成为 2021 年销气量增长的重要部分。

➤ 维持买入评级，目标价 9.89 港元:

我们更新公司盈利预测，给予公司目标价 9.89 港元，相当于 2021 年/2022 年 7.5 倍和 6.8 倍 PE，目标价较现价有 26% 上升空间，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	6,549	6,440	7,802	8,910	10,182
同比增长(%)	28%	-2%	21%	14%	14%
净利润	789	1,044	1,089	1,205	1,337
同比增长(%)	39%	32%	4%	11%	11%
每股盈利 (港元)	0.80	1.04	1.09	1.21	1.34
PE@7.85HKD	8.12	6.25	5.97	5.39	4.86
每股股息 (港元)	20.00	25.00	30.00	35.00	36.00
股息率	3%	3%	4%	4%	5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

天伦集团有限公司 (46.95%)
 金辉发展有限公司 (18.10%)
 捷嘉发展有限公司 (6.35%)
 IFC Fund, LP (8.86%)
 古润金 (6.90%)

相关报告

更新报告-20200427
 更新报告-20190823
 更新报告-20190410
 更新报告-20200827

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gzyq.com.hk

报告正文

控股股东增持彰显信心：

近日公司公告，根据购买协议，公司控股股东张瀛岑先生将以初始价每股股份 7.50 港元向 IFC 及 IFC Fund 收购合共 1.41 亿股普通股，占公司于公告日期已发行总股本约 14.05%，完成本次收购后，张瀛岑先生在公司的总权益将由约 53.87% 增至约 67.92%。通过此次交易，控股股东增持与 IFC 股份减持实现了较好的对接。控股股东的增持，一方面彰显对公司价值和未来发展的信心，而同时 IFC 减持的风险也得到了释放。

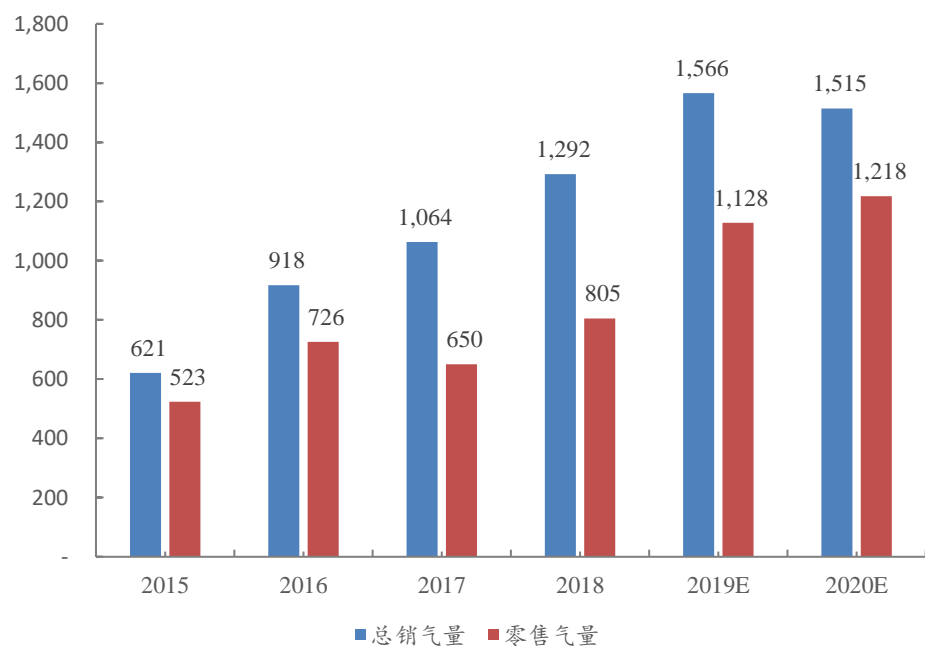
坚持“选择性”外延并购，预期 2021 年全年零售气量增长 25%：

2020 年公司总销气量 15.15 亿立方米，其中零售销气量 12.18 亿立方米，同比增长 7.9%；累计住宅用户超过 417 万户，同比增长 29.5%。

公司 2021 年一季度气量增长超过 30%，预期 2021 年全年零售气量增长 25%，累计用户超过 500 万户，全年核心利润增长 15%。

2020 年，公司新并表河南沈丘项目和陕西子洲项目，2020 年底收购的甘肃靖远、青海大通及互助城市燃气项目已经在今年 3 月并表，靖远和大通&互助合计销气规模达到 1.9 亿立方米，将成为 2021 年销气量增长的重要部分。

图 1：公司总销气量和零售气量（百万立方米）

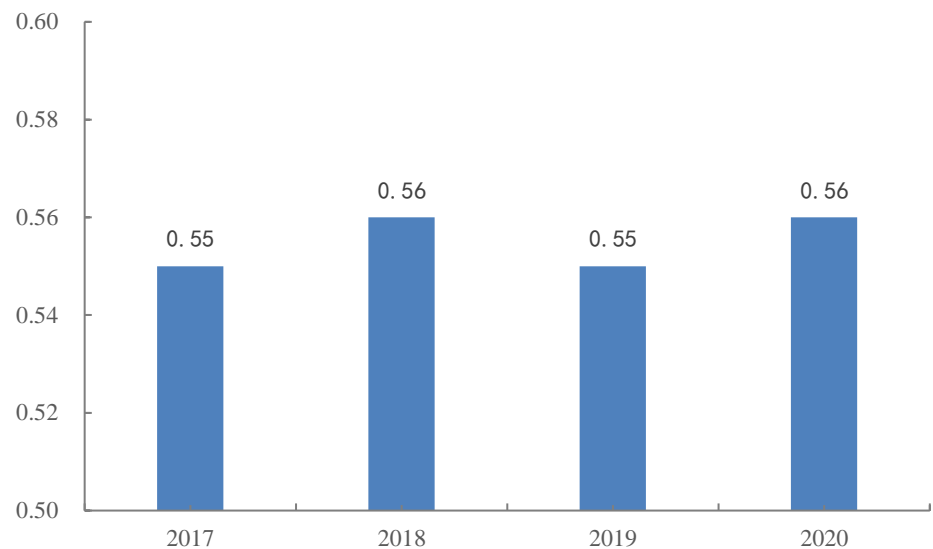


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

预期公司 2021 全年销气毛差保持稳定：

2020 年，受疫情影响，上游管网购气成本下降后，公司对终端用户进行了价格传导，平均销气价格下降至 2.51 元/立方米（2019 年为 2.64 元/立方米）。通过气源结构优化，2020 年公司销气毛差同比提升 0.01 元至 0.56 元/立方米。管理层预期公司 2021 全年销气毛差保持稳定。

图 2：公司城燃项目销气毛差（不含税，元/立方米）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

河南“气化乡村”工程回款良好，发展空间广阔：

公司联合中原豫资开展河南气化乡村项目，从 2018 年下半年至 2020 年底，累计完成接驳用户 153 万户，累计回款 33.7 亿元人民币，整体项目累计回款比例达 70%。2021 年河南省政府工作报告提出加快实施“气化乡村”工程，新增农村天然气用户 200 万户。目前河南省城镇化率仅约 51.71%，乡镇气化率不足 5%，未来实现气化河南具有广阔的发展空间。

维持买入评级，目标价 9.89 港元：

我们更新公司盈利预测，给予公司目标价 9.89 港元，相当于 2021 年/2022 年 7.5 倍和 6.8 倍 PE，目标价较现价有 26% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降，煤改气进度低于预期。

表1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	13.20	2,346	39.0	32.8	31.0	28.8	3.5	3.3	3.3	3.3
1083.HK	港华燃气	HKD	4.90	145	10.1	8.5	7.7	6.5	0.7	0.7	0.5	0.5
0384.HK	中国燃气	HKD	26.55	1,488	13.7	11.7	10.2	9.5	3.3	2.5	2.2	2.0
2688.HK	新奥能源	HKD	139.00	1,569	21.0	17.8	15.7	13.7	4.3	3.6	3.1	3.0
1193.HK	华润燃气	HKD	45.75	1,059	20.6	17.4	15.7	14.2	2.9	2.7	2.5	2.4
0392.HK	北京控股	HKD	26.60	336	6.3	4.4	3.9	4.3	0.4	0.4	0.3	0.3
0135.HK	昆仑能源	HKD	8.88	769	10.7	5.3	10.1	9.3	1.2	1.4	1.3	1.3
平均					17.3	14.0	13.5	12.3	2.3	2.1	1.9	1.8
1600.HK	天伦燃气	HKD	7.85	79	6.2	6.0	5.4	4.9	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表					
人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	6,549	6,440	7,802	8,910	10,182
经营成本	(4,845)	(4,654)	(5,753)	(6,663)	(7,713)
其他收入	5	10	10	11	11
行政费用	(196)	(193)	(205)	(223)	(243)
财务开支	(266)	(239)	(249)	(256)	(264)
应占联营公司利润	(42)	(46)	(48)	(50)	(52)
其他开支	(19)	160	77	77	77
税前盈利	1,127	1,418	1,570	1,738	1,928
所得税	(314)	(355)	(424)	(469)	(520)
少数股东应占利润	24	20	57	63	70
净利润	789	1,044	1,089	1,205	1,337
折旧及摊销	236	264	269	275	280
EBITDA	1,195	1,430	1,587	1,759	1,952
增长					
总收入 (%)	28%	-2%	21%	14%	14%
EBITDA (%)	18%	20%	11%	11%	11%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金	1,350	1,640	1,194	1,018	1,083
应收账款	1,548	1,393	1,505	1,580	1,659
存货	205	116	116	122	128
其他流动资产	795	1,213	1,213	1,802	1,931
流动资产	3,898	4,363	4,028	4,522	4,801
固定资产	2,850	3,035	3,581	4,118	4,530
其他固定资产	5,191	5,521	5,797	5,314	5,252
非流动资产	8,041	8,556	9,378	9,432	9,782
总资产	11,939	12,918	13,406	13,954	14,583
流动负债	3,313	4,556	4,329	4,654	5,021
应付账款	1,202	1,364	1,091	1,091	1,091
短期银行贷款	3,880	2,770	3,324	3,291	3,258
其他短期负债	(1,769)	423	(86)	272	673
非流动负债	4,439	3,381	3,872	3,786	3,705
长期银行贷款	1,312	2,295	2,295	2,524	2,776
其他负债	3,126	1,087	1,578	1,262	929
总负债	7,751	7,938	8,201	8,440	8,726
少数股东权益	297	281	295	310	325
股东权益	3,891	4,699	4,910	5,204	5,531
每股账面价值(人民币元)	4.97	5.88	6.15	6.51	6.92
营运资金	585	(194)	(301)	(133)	(221)

财务分析					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	18%	22%	20%	20%	19%
净利率 (%)	12%	16%	14%	14%	13%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	2%
实际税率 (%)	28%	25%	27%	27%	27%
股息支付率 (%)	25%	24%	28%	29%	27%
库存周转	15	9	7	7	6
应付账款天数	91	107	69	60	52
应收账款天数	86	79	70	65	59
ROE (%)	20%	22%	22%	23%	24%
ROA (%)	7%	8%	8%	9%	9%
财务状况					
净负债/股本	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
收入/总资产	0.55	0.50	0.58	0.64	0.70
总资产/股本	3.07	2.75	2.73	2.68	2.64
收入对利息倍数	24.7	26.9	31.4	34.8	38.6

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1,195	1,430	1,587	1,759	1,952
融资成本	(574)	1,001	(207)	(466)	(225)
营运资金变化	521	(779)	(107)	168	(88)
所得税	(170)	(261)	(284)	(339)	(375)
营运现金流	971	1,390	990	1,122	1,263
资本开支	(317)	(281)	(310)	(341)	(375)
其他投资活动	67	(583)	(1,622)	(1,279)	(1,151)
投资活动现金流	(250)	(865)	(1,932)	(1,620)	(1,525)
负债变化	(295)	65	554	196	219
股本变化	90	36	0	0	0
其他融资活动	(245)	(331)	(53)	131	113
融资活动现金流	(451)	(230)	501	327	333
现金变化	271	295	(441)	(171)	70
期初持有现金	1,076	1,350	1,640	1,194	1,018
汇率变动	3	(5)	(5)	(5)	(5)
期末持有现金	1,350	1,640	1,194	1,018	1,083

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>