

香港股市 | 公用事业 | 天然气

## 天伦燃气（1600 HK）

## 燃气销量稳健增长，顺价机制加快完善

## 运营发展健康

近日我们调研天伦燃气后，认为公司运营发展健康：(一)新增城市燃气居民用户数目持续增长；(二)燃气销量稳健上升；(三)燃气顺价机制加快完善。

## 预计今年新增城燃居民用户数目达公司年初预期

我们预计 2023 年全年新增城市燃气居民用户数目可达 28-30 万户公司目标，与 2022 年的 28.3 万户实际增长数目持平，因为公司项目主要位于三四线城市，多受刚需支持。今年上半年新增城燃居民用户数目实际同比上升 4.4%至 13.8 万户。

## 燃气销量年内料同比增 6-8%

我们相信 2023 年首三季零售燃气销量稳健增长，主因居民及商业用户用气需求明显恢复，全年至少可达公司年中定下的 6%-8%同比增长目标，皆分别优于 2022 年全年及 2023 年上半年零售燃气销量的 4.8%及 4.5%实际同比升幅。

## 2023 年销气价差可达公司目标

今年地方政府纷纷上调住宅用户零售气价，完善顺价机制。截至今年上半年底，按燃气销量计，约 46%居民用户已完成顺价工作。目前为止约 90%居民用户已经完成顺价工作，略超我们预期。我们预计 2023 年销气价差可达公司目标 0.48-0.50 元(人民币，下同)，高出 2022 年的 0.42 元价差。今年上半年销气价差实际同比上升 13.9%至 0.41 元。

## 重申“买入”评级

今年经营现金流保持正值并增长，但我们不排除净现金流因融资现金流下跌而收缩的可能。我们维持盈利预测及 6.12 港元目标价，对应 7.0 倍 2024 年目标市盈率及 61.1%上升空间。重申“买入”评级。

**风险提示：**(一)项目延误、(二)天然气供应紧张、(三)接驳费下降或被取消。

## 主要财务数据（人民币百万元）（更新于 2023 年 11 月 21 日）

年结:12月31日	2021年 实际(重列)	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
收入	7,650	7,543	8,060	8,867	9,640
增长率(%)	18.8	(1.4)	6.9	10.0	8.7
股东净利润	1,001	445	658	790	946
增长率(%)	(4.1)	(55.6)	48.0	20.0	19.8
每股盈利(人民币)	1.00	0.45	0.66	0.80	0.96
市盈率(倍)	3.5	7.7	5.3	4.3	3.6
每股股息(人民币)	0.28	0.18	0.20	0.24	0.29
股息率(%)	8.0	5.2	5.7	6.9	8.3
每股净资产(人民币)	5.20	5.45	6.27	7.08	8.05
市净率(倍)	0.67	0.64	0.56	0.49	0.43

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

目标价：6.12 港元

股票数据（更新至 2023 年 11 月 21 日）

现价	3.80 港元
总市值	3,731.16 百万 港元
流通股比例	15.81%
已发行总股本	981.89 百万
52 周价格区间	3.10-6.18 港元
3 个月日均成交额	3.44 百万 港元
主要股东	张瀛岑（占 57.20%）

来源：彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

20230831 - 天伦燃气（1600 HK）更新报告：燃气顺价机制正在完善，推动未来毛利率上升

20230519 - 天伦燃气（1600 HK）更新报告：经营环境改善，今年盈利将强势反弹

## 分析师

周健锋（Patrick Chow）

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：公司项目分布图 (截至 2023 年 6 月 30 日)



来源：公司资料

图表 2：天然气销售量

年结: 12 月 31 日 (万立方米)	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	2022-2025 年 复合年增长率 (%)
<b>零售量</b>						
住宅用户	44,776	52,411	56,131	60,198	63,525	6.6
- 同比增长 (%)	19.3	17.1	7.1	7.2	5.5	
工商业用户	105,016	106,318	114,361	125,425	136,600	8.7
- 同比增长 (%)	37.4	1.2	7.6	9.7	8.9	
交通	9,159	7,908	7,987	8,227	8,638	3.0
- 同比增长 (%)	17.1	(13.7)	1.0	3.0	5.0	
<b>合计</b>	<b>158,951</b>	<b>166,637</b>	<b>178,479</b>	<b>193,850</b>	<b>208,763</b>	<b>7.8</b>
- 同比增长 (%)	30.5	4.8	7.1	8.6	7.7	
<b>批发量</b>	<b>35,287</b>	<b>24,543</b>	<b>35,587</b>	<b>38,434</b>	<b>41,125</b>	<b>18.8</b>
- 同比增长 (%)	18.9	(30.4)	45.0	8.0	7.0	
<b>总销量 (零售 + 批发)</b>	<b>194,238</b>	<b>191,180</b>	<b>214,066</b>	<b>232,284</b>	<b>249,887</b>	<b>9.3</b>
- 同比增长 (%)	28.2	(1.6)	12.0	8.5	7.6	
<b>零售占比 (%)</b>	<b>81.8</b>	<b>87.2</b>	<b>83.4</b>	<b>83.5</b>	<b>83.5</b>	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：零售销气量分布

年结: 12 月 31 日 (%)	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
住宅用户	28.2	31.5	31.4	31.1	30.4
工商业用户	66.1	63.8	64.1	64.7	65.4
其他	5.8	4.7	4.5	4.2	4.1
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	7,650	7,543	8,060	8,867	9,640	经营活动现金流	406	689	1,004	1,062	1,443
销售成本	(5,871)	(6,150)	(6,536)	(7,120)	(7,664)	净利润	1,001	445	658	790	946
毛利	1,779	1,393	1,523	1,747	1,976	折旧与摊销	328	339	353	378	405
分销成本	(75)	(77)	(85)	(90)	(96)	营运资本变动	(1,161)	(543)	(184)	(217)	(220)
行政费用	(200)	(234)	(234)	(241)	(241)	其它	238	448	176	111	312
金融及合约资产减值净额	(18)	(64)	(44)	(62)	(60)	投资活动现金流	(1,421)	(466)	(409)	(386)	(360)
其他收益	15	23	16	18	19	资本性支出净额	(412)	(376)	(340)	(322)	(300)
其他亏损净额	99	(104)	24	9	10	其它	(1,009)	(90)	(68)	(64)	(60)
经营利润	1,601	937	1,201	1,380	1,608	自由现金流	2,341	1,300	1,191	1,377	1,588
财务收入	8	12	13	5	6	融资活动现金流	395	99	(1,425)	(604)	(1,567)
财务费用	(236)	(325)	(310)	(275)	(274)	股本变动	(201)	(269)	(160)	(160)	(160)
应占联营/合营公司利润	(10)	47	51	52	52	净债务变动	1,209	664	(815)	(4)	(918)
税前利润	1,363	670	956	1,162	1,392	已派股息	(289)	(223)	(178)	(200)	(250)
所得税	(335)	(201)	(272)	(333)	(402)	其它	(325)	(72)	(272)	(240)	(240)
税后利润	1,028	469	685	829	990	净现金流	(621)	323	(830)	71	(485)
少数股东权益	(27)	(25)	(27)	(39)	(44)						
股东净利润	1,001	445	658	790	946						
息税折旧摊销前利润	1,927	1,334	1,619	1,815	2,071						
息税前利润	1,599	995	1,266	1,437	1,666						
每股盈利(人民币)	1.00	0.45	0.66	0.80	0.96						
每股股息(人民币)	0.28	0.18	0.20	0.24	0.29						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 预测	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	15,105	15,959	15,983	17,124	17,499	增长率 (%)					
流动资产	5,215	5,982	5,453	5,994	5,975	收入	18.8	(1.4)	6.9	10.0	8.7
现金及银行存款	1,015	1,340	512	584	100	毛利	(0.4)	(21.7)	9.4	14.7	13.1
受限制存款	177	135	156	145	151	经营利润	(6.0)	(41.5)	28.2	14.9	16.5
应收账款	1,408	1,645	1,773	1,951	2,121	息税折旧摊销前利润	(0.9)	(30.8)	21.4	12.1	14.1
存货	155	129	137	151	164	息税前利润	(4.2)	(37.8)	27.2	13.5	16.0
合约资产	2,415	2,668	2,861	3,148	3,422	股东净利润	(4.1)	(55.6)	48.0	20.0	19.8
其它流动资产	46	66	14	16	17	每股盈利	(3.9)	(54.8)	46.1	21.8	19.8
非流动资产	9,890	9,977	10,530	11,130	11,524	利润率 (%)					
固定资产净额	3,519	3,646	3,781	3,917	4,056	毛利率	23.3	18.5	18.9	19.7	20.5
无形资产	5,097	4,980	5,340	5,747	5,945	经营利润率	20.9	12.4	14.9	15.6	16.7
按权益法入账的投资	774	801	842	879	914	息税折旧摊销前利润	25.2	17.7	20.1	20.5	21.5
其它非流动资产	500	549	567	588	608	息税前利润率	20.9	13.2	15.7	16.2	17.3
总负债	9,576	10,136	9,486	9,792	9,172	股东净利润率	13.1	5.9	8.2	8.9	9.8
流动负债	4,555	5,085	5,917	5,561	5,783	净负债率 (%)	101.4	106.4	95.5	83.4	67.9
短期借款	2,058	2,915	3,604	3,018	3,018	其他 (%)					
应付帐款	1,419	1,162	1,249	1,374	1,494	实际税率	24.4	32.2	30.0	30.0	30.0
合约负债	592	576	601	661	719	派息比率	28.0	40.6	30.3	29.8	30.1
其它流动负债	486	431	462	509	553	已动用资本回报率	9.5	4.1	6.5	6.8	8.1
非流动负债	5,021	5,052	3,569	4,230	3,388	平均净资产收益率	20.2	8.3	11.3	12.1	12.7
长期借款	4,248	4,288	2,783	3,366	2,448	平均资产收益率	7.1	2.9	4.1	4.8	5.5
其它非流动负债	773	764	786	864	940	利息覆盖倍数(倍)	6.8	3.1	4.1	5.2	6.1
权益总额	5,528	5,823	6,498	7,332	8,327						
股东权益	5,218	5,508	6,156	6,951	7,903						
少数股东权益	310	315	342	381	424						
权益及负债总额	15,105	15,959	15,983	17,124	17,499						
净现金/(负债)	(5,291)	(5,863)	(5,876)	(5,800)	(5,366)						

注: 2021 年重列

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

天伦燃气(1600 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2023/5/18	HK\$5.92	买入 (维持)	HK\$7.83
2	2023/8/30	HK\$4.16	买入 (维持)	HK\$6.12
3	2023/11/21	HK\$3.80	买入 (维持)	HK\$6.12

来源: 彭博、中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805