

香港股市 | 公用事业 | 天然气

天伦燃气 (1600 HK)

FY23 盈利转跌为升，但现价已反映合理估值

零售销气量低于预期，财务费用增长较快

FY23 盈利转跌为升，股东净利润同比上升 7.9% 至 4.8 亿元(人民币，下同)，但仍低于我们预测 6.6 亿元 27.1%，主因 (一)零售销气量同比增长率为 4.5%，皆分别低于公司指引及我们预测的 6%-8% 及 7.1%；(二)批发销气量同比上升 40.2%，低于我们预测增长 45.0%；(三)由于美元及港币借贷利率上升，财务费用同比增长 20.4% 至 3.9 亿元，高于我们预测 3.1 亿元 26.3%。截至去年 12 月底，外币借贷占总借款的 43.3%(美元 34.1%；港币 8.2%)。

去年公司给出的指引，部份运营表现基本符合，例如(一)销气毛差 0.48 元/方(指引：0.48-0.50 元/方)；(二)新增城燃居民 28.5 万户(指引：28 万-30 万户)。

公司 FY24 指引谨慎

公司公布谨慎的 FY24 指引，包括(一)零售销气量同比增长 5%-6%；(二)销气毛差 0.48-0.50 元/方；(三)新增城燃居民 28 万-30 万户。但考虑到 FY23 公司达标表现不理想，叠加内地房地产市场风险影响燃气业务扩展，我较保守预计 FY24 零售销气量同比上升 4.4%，新增城燃居民 22.2 万户。

降低盈利预测

因应 FY23 业绩及公司 FY24 指引，我们分别降低 FY24-25 股东净利润预测 32.1% 及 36.2% 至 5.4 亿及 6.0 亿元，同比上升 11.9% 及 12.6%。

调整评级至“中性”，但不排除重估的可能性

我们相应将目标价由 6.12 港元降低至 5.05 港元，对应 8.5 倍 FY24 市盈率及 0.1% 上升空间。近三个月公司股价上涨 28.2%，远优于同业及港股大盘。现价已大致反映公司的合理估值。我们将评级由“买入”下调至“中性”。我们会及时跟进公司运营进展并进一步调整估值。

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 2024 年 3 月 28 日)

年结:12 月 31 日	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
	实际	实际	实际	预测	预测
收入	7,650	7,543	7,725	7,938	8,538
增长率 (%)	18.8	(1.4)	2.4	2.8	7.6
股东净利润	1,001	445	480	536	604
增长率 (%)	(4.1)	(55.6)	7.9	11.9	12.6
每股盈利 (人民币)	1.00	0.45	0.49	0.55	0.61
市盈率 (倍)	4.6	10.3	9.4	8.5	7.5
每股股息 (人民币)	0.28	0.18	0.18	0.19	0.22
股息率 (%)	6.0	4.0	3.8	4.1	4.7
每股净资产 (人民币)	5.20	5.45	5.91	6.50	7.15
市净率 (倍)	0.89	0.85	0.79	0.71	0.65

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

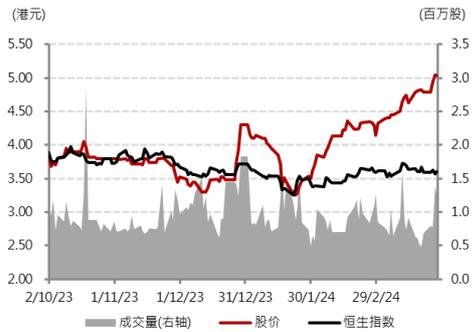
目标价：5.05 港元

股票数据 (更新至 2024 年 3 月 28 日)

现价	5.04 港元
总市值	4,948/70 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	3.08-6.18 港元
3 个月日均成交额	3.84 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

20231122 - 天伦燃气 (1600 HK) 更新报告：燃气销量稳健增长，顺价机制加快完善

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2023 年业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2022 年 实际	2023 年 实际	增长 (同比%)	2023 年 中泰国际预测	实际与预计之差 (%)	中泰国际评论
收入	7,543	7,725	2.4	8,060	(4.1)	
- 天然气零售	4,905	5,120	4.4	5,282	(3.1)	零售销气量同比增长 4.5%，低于公司指引 6-8% 增长
- 天然气批发	826	1,029	24.5	1,257	(18.2)	批发销气量同比上升 40.2% 至 3.4 亿立方米，低于预期 3.6 亿立方米
- 工程安装及服务	1,409	1,045	(25.8)	1,056	(1.1)	新增城燃居民用户数 28 万，符合公司指引 28-30 万户
- 其他	403	532	32.0	463	14.8	
销售成本	(6,150)	(6,273)	2.0	(6,536)	(4.0)	
毛利	1,393	1,453	4.3	1,523	(4.6)	
分销成本	(77)	(88)	13.8	(85)	3.8	
行政费用	(234)	(238)	1.8	(234)	1.8	
资产减值	(64)	(67)	4.8	(44)	53.7	减值多于预期
其他收益	23	21	(8.4)	16	33.0	
其他利得 - 净额	(104)	(44)	(58.3)	24	不适用	FY23 汇兑损失净额达 7,670 万元
经营利润	937	1,038	10.8	1,201	(13.6)	
财务收入	12	9	(18.3)	13	(29.6)	
财务费用	(325)	(391)	20.4	(310)	26.3	美元及港币借贷利率上升。截至 FY23 底，境外外币借贷占总借款的 43.3%
应占联营和合营公司利润	47	60	28.7	51	17.0	
税前利润	670	716	6.8	956	(25.1)	
所得税	(201)	(210)	4.4	(272)	(22.7)	实质税率由 32.2% 轻微下跌至 32.0%
税后利润	469	506	7.9	685	(26.1)	
少数股东权益	(25)	(27)	8.3	(27)	(0.6)	
股东净利润	445	480	7.9	658	(27.1)	
每股盈利 (人民币)	0.45	0.49	9.4	0.66	(25.1)	
每股股息 (人民币)	0.18	0.18	(3.9)	0.20	(11.8)	分红比率由 40.8% 下跌至 36.0%
利润率 (%)			变动 (百分点)		实际与预计之差 (百分点)	
毛利率	0.3	18.8	18.5	18.9	(0.1)	销气价差 0.48 元/方，符合公司指引 0.48-0.50 元/方
经营利润率	12.4	13.4	1.0	14.9	(1.5)	
股东净利润率	5.9	6.2	0.3	8.2	(2.0)	
运营表现			增长 (同比%)		实际与预计之差 (%)	
零售销气量 (百万立方米)	1,666	1,741	4.5	1,785	(2.5)	少于预期

来源：公司资料、中泰国际研究部

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 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2022-2025 年 复合年增长率 (%)
零售销气量	158,951	166,637	174,126	181,797	190,484	4.6
- 同比增长 (%)	30.5	4.8	4.5	4.4	4.8	
期中: 住宅用户	44,776	52,411	55,316	57,465	59,296	4.2
- 同比增长 (%)	19.3	17.1	5.5	3.9	3.2	
工商业用户	105,016	106,318	109,528	113,937	120,169	4.2
- 同比增长 (%)	37.4	1.2	3.0	4.0	5.5	
交通	9,159	7,908	9,282	10,396	11,020	11.7
- 同比增长 (%)	17.1	(13.7)	17.4	12.0	6.0	
批发销气量	35,287	24,543	34,402	40,938	47,079	24.3
- 同比增长 (%)	18.9	(30.4)	40.2	19.0	15.0	
总销气量 (零售 + 批发)	194,238	191,180	208,528	222,736	237,564	7.5
- 同比增长 (%)	28.2	(1.6)	9.1	6.8	6.7	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

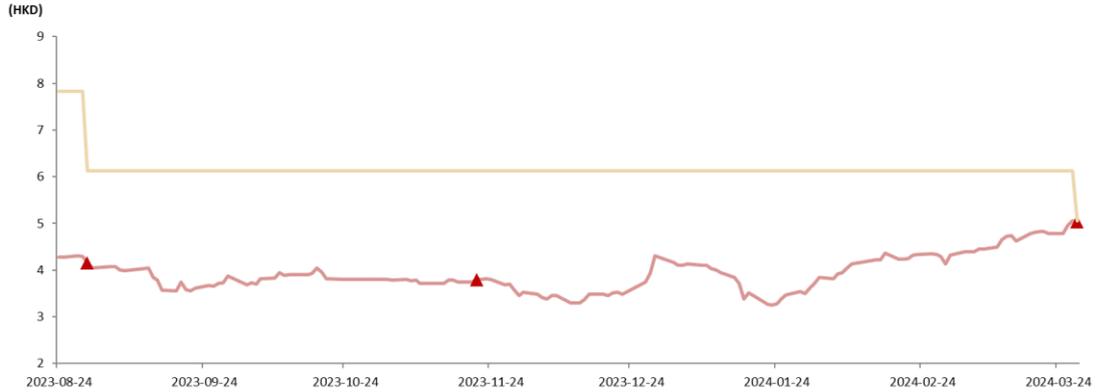
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	现金流量表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 估计	2024 年 预测	2025 年 预测
收入	7,650	7,543	7,725	7,938	8,538	经营活动现金流	406	689	1,030	239	1,088
销售成本	(5,871)	(6,150)	(6,273)	(6,430)	(6,907)	净利润	1,001	445	480	536	604
毛利	1,779	1,393	1,453	1,508	1,631	折旧与摊销	328	339	353	378	405
分销成本	(75)	(77)	(88)	(87)	(92)	营运资本变动	(1,161)	(543)	(134)	(119)	(187)
行政费用	(200)	(234)	(238)	(238)	(248)	其它	238	448	332	(556)	267
金融及合约资产减值净额	(18)	(64)	(67)	(56)	(51)	投资活动现金流	(1,421)	(466)	(409)	(386)	(360)
其他收益	15	23	21	21	20	资本性支出净额	(412)	(376)	(340)	(322)	(300)
其他亏损净额	99	(104)	(44)	(24)	(17)	其它	(1,009)	(90)	(68)	(64)	(60)
经营利润	1,601	937	1,038	1,124	1,243	融资活动现金流	395	99	(999)	(281)	(638)
财务收入	8	12	9	8	4	股本变动	(201)	(269)	(73)	(70)	(70)
财务费用	(236)	(325)	(391)	(388)	(398)	净债务变动	1,209	664	(402)	312	(18)
应占联营/合营公司利润	(10)	47	60	61	61	已派股息	(289)	(223)	(178)	(181)	(198)
税前利润	1,363	670	716	805	910	其它	(325)	(72)	(346)	(342)	(352)
所得税	(335)	(201)	(210)	(238)	(272)	净现金流	(621)	323	(377)	(428)	90
税后利润	1,028	469	506	567	638						
少数股东权益	(27)	(25)	(27)	(30)	(35)						
股东净利润	1,001	445	480	536	604						
息税折旧摊销前利润	1,927	1,334	1,460	1,570	1,713						
息税前利润	1,599	995	1,107	1,192	1,308						
每股盈利(人民币)	1.00	0.45	0.49	0.55	0.61						
每股股息(人民币)	0.28	0.18	0.18	0.19	0.22						
资产负债表	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	主要财务指标	2021 年 实际	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测
总资产	15,105	15,959	15,691	16,334	17,178	增长率 (%)					
流动资产	5,215	5,982	5,745	5,283	5,735	收入	18.8	(1.4)	2.4	2.8	7.6
现金及银行存款	1,015	1,340	964	537	628	毛利	(0.4)	(21.7)	4.3	3.8	8.1
受限制存款	177	135	199	167	183	经营利润	(6.0)	(41.5)	10.8	8.3	10.6
应收账款	1,408	1,645	2,084	1,984	2,134	息税折旧摊销前利润	(0.9)	(30.8)	9.5	7.5	9.1
存货	155	129	181	183	196	息税前利润	(4.2)	(37.8)	11.3	7.7	9.7
合约资产	2,415	2,668	2,141	2,381	2,561	股东净利润	(4.1)	(55.6)	7.9	11.9	12.6
其它流动资产	46	66	175	30	32	每股盈利	(3.9)	(54.8)	9.4	10.4	12.6
非流动资产	9,890	9,977	9,946	11,051	11,443	利润率 (%)					
固定资产净额	3,519	3,646	3,757	3,917	4,056	毛利率	23.3	18.5	18.8	19.0	19.1
无形资产	5,097	4,980	4,859	5,747	5,945	经营利润率	20.9	12.4	13.4	14.2	14.6
按权益法入账的投资	774	801	866	879	914	息税折旧摊销前利润	25.2	17.7	18.9	19.8	20.1
其它非流动资产	500	549	464	509	527	息税前利润率	20.9	13.2	14.3	15.0	15.3
总负债	9,576	10,136	9,579	9,613	9,785	股东净利润率	13.1	5.9	6.2	6.8	7.1
流动负债	4,555	5,085	5,704	5,318	5,362	净负债率 (%)	101.4	106.4	100.6	103.1	92.2
短期借款	2,058	2,915	3,688	3,418	3,318	其他 (%)					
应付帐款	1,419	1,162	980	953	1,025	实际税率	24.4	32.2	32.0	32.0	32.0
合约负债	592	576	612	595	640	派息比率	28.0	40.6	35.6	34.8	35.8
其它流动负债	486	431	424	352	379	已动用资本回报率	9.5	4.1	4.8	4.9	5.1
非流动负债	5,021	5,052	3,875	4,295	4,423	平均净资产收益率	20.2	8.3	8.5	8.8	9.0
长期借款	4,248	4,288	3,114	3,696	3,779	平均资产收益率	7.1	2.9	3.0	3.3	3.6
其它非流动负债	773	764	761	599	644	利息覆盖倍数(倍)	6.8	3.1	2.8	3.1	3.3
权益总额	5,528	5,823	6,112	6,721	7,394						
股东权益	5,218	5,508	5,800	6,378	7,017						
少数股东权益	310	315	312	342	377						
权益及负债总额	15,105	15,959	15,691	16,334	17,178						
净现金/(负债)	(5,291)	(5,863)	(5,837)	(6,577)	(6,468)						

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	2023/8/30	HK\$4.16	买入 (维持)	HK\$6.12
2	2023/11/21	HK\$3.80	买入 (维持)	HK\$6.12
3	2024/3/28	HK\$5.04	中性 (下调)	HK\$5.05

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