

2025年6月30日
天伦燃气(1600.HK)

SDICS

公司深度分析

证券研究报告

燃气

投资评级:

未有

6个月目标价

未有

股价 2025-06-27

3.15 港元

总市值(亿港元)	3,092.94
流通市值(亿港元)	3,092.94
总股本(亿股)	981.89
流通股本(亿股)	981.89
12个月低/高(港元)	2.21/4.2
平均成交(百万港元)	3.60

股东结构

张瀛岑	57.20%
珠海港	12.22%
其他	30.58%

总共

100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.07	15.96	-57.38
绝对收益	13.03	20.68	-20.74

数据来源: 彭博、港交所、公司

工商业用户具区位优势, 甘肃等地表现较佳

事件: 我们对天伦燃气在甘肃白银以及靖远的优质工商业用户进行实地调研, 包括刘化化工、科隆环保、东方钛业、甘肃稀土新材料等。这些工业大客户主要利用天然气为加热燃料产生蒸汽或者直接利用天然气为化工原料, 天然气相比于煤炭更加环保, 能有效的节能减排。白银、靖远等地近年来因为承接东部转移到中西部的工业企业等, 工商业用气量增速发展较快, 未来几年公司在甘肃的售气量也有望快速增长。

甘肃白银、靖远等销气量增长潜力大, 上游气源充足。公司的城市燃气项目主要分布在河南、吉林、云南、山东、甘肃等地, 公司的工商业客户具区位优势, 受国际贸易摩擦导致的关税波动影响较小。甘肃省拥有丰富的煤炭、石油、天然气和可再生能源资源, 是中国重要的能源生产基地之一。根据国家统计局, 1-4月份全国规模以上工业增加值同比增长6.4%; 根据白银市政府, 白银市规模以上工业增加值同比增长15.5%, 煤炭、化工、有色、电力等四大主导行业完成高速增长。未来随着中西部承接东部转移工业的趋势, 未来白银公司售气量有望快速增长。白银靖远售气规模2024年占公司总售气量的3.5%, 未来随着售气量的增长占比有望进一步增长。另外, 白银地处中国西北部, 上游资源充足, 工商业占比大, 而工商业通常能比较好的顺价, 所以白银公司的毛差也比较可观。预计未来甘肃公司有望成为公司售气业务的一大增长极。

预计公司一季度销气量增长符合预期, 毛差小幅恢复, 接驳受到一定影响。公司全年指引零售销气量4%-5%的增长, 销气毛差小幅恢复至0.48-0.50元/方, 增值业务收入10-15%的增长, 新增城镇居民用户数20-22万户。1-5月全国天然气表观消费量为1758.9亿立方米, 同比下降1.3%。在行业增速不佳的背景下, 预计公司一季度销气量增速在行业当中表现亮眼。去年南玻停产影响一部分供气, 料今年4月份南玻一条产线已经恢复供气。在气源较为充裕的背景下, 今年毛差预计也有小幅恢复。唯接驳可能受到房地产行业下行的影响有所不及预期。

负债结构不断优化。截至2024年底, 公司拥有总负债96.48亿人民币, 资产负债率60.6%, 平均融资成本为5.5%。近日公司获取亚开行一笔1.25亿美元绿色信贷, 利率约为3.8%。从2024年下半年开始, 集团进一步优化负债结构, 有助于进一步降低利息支出。

分红率不断提升, 股息率较为吸引。2024年公司分派股息每股14.58分, 占核心利润派息率33%。公司目标今年全年核心派息率进一步提升至35%。目前公司股息率为5%左右, 较为吸引。

点评: 公司前几年在高气价以及房地产下行的背景下, 利润有所影响。今年在去年低基的情况下, 如接驳业务没有受影响太多, 有望有所企稳恢复。公司的燃气项目在中西部居多, 料受到贸易战影响较小, 售气量增速有望实现指引。毛差小幅恢复态势, 唯接驳业务可能还是会受到房地产下行影响。公司指引核心派息率有所上升, 负债结构不断优化, 利息支出有望减少。

风险提示: 需求不及预期; 房地产行业继续下行; 原材料价格快速上升

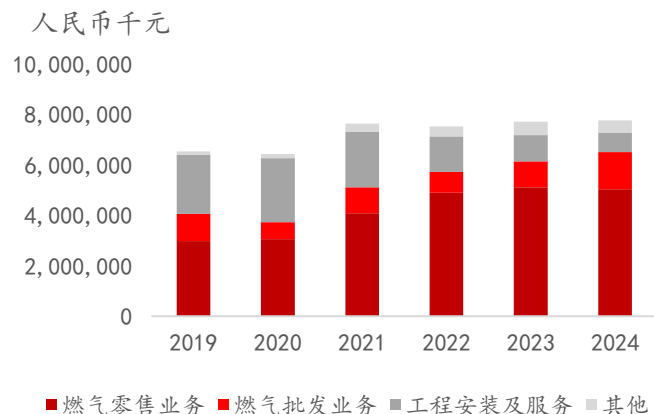
颜晨 行业分析师

+852-22131403

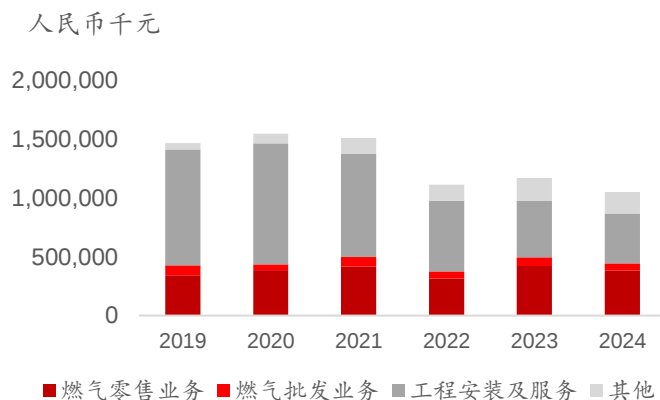
joyceyan@sdicsi.com.hk

附表：公司财务营运数据及同业估值表

图表：公司历年收入构成



图表：公司历年经营溢利构成



图表：同业估值

股份名稱	代碼	市值		股價	最近報表	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增長 (%) --				股息率 (%)			淨負債 比率% *	ROE %	ROA %
		百萬港元	港元			年結, Y0	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f			
香港中華煤氣有限公司	3 HK	123,155	6.65	12/2024	21.7	19.8	18.8	18.1	-5.8	9.8	5.4	4.0	5.30	5.26	5.26	87.2	9.7	3.57	
華潤燃氣控股有限公司	1193 HK	46,512	20.5	12/2024	11.4	10.4	9.5	9.0	-21.7	9.3	8.9	6.3	4.73	5.19	5.73	37.5	10.0	3.02	
新奧能源控股有限公司	2688 HK	71,154	62.7	12/2024	10.7	9.1	8.4	7.8	-11.6	17.0	9.0	6.9	4.77	5.17	5.79	28.2	13.6	5.80	
中國燃氣控股有限公司	384 HK	39,445	7.35	03/2025	12.3	10.2	9.5	9.4	1.7	20.3	6.8	0.9	6.91	6.75	6.86	n/a	5.6	2.06	
港華智慧能源有限公司	1083 HK	13,331	4	12/2024	8.5	8.2	7.6	7.1	-1.3	3.6	7.4	7.1	4.96	4.90	5.25	62.9	6.9	3.02	
昆仑能源有限公司	135 HK	65,893	7.67	12/2024	11.0	9.2	8.7	8.1	-5.1	19.3	6.6	6.3	2.17	4.87	5.30	-31.9	9.2	4.14	
天倫燃氣控股有限公司	1600 HK	3,152	3.2	12/2024	9.3	n/a	n/a	n/a	-36.7	n/a	n/a	n/a	4.95	n/a	n/a	94.9	5.1	1.90	
行業平均					12.1	11.2	10.4	9.9	-11.5	13.2	7.3	5.2	4.8	5.4	5.7	46.5	8.6	3.4	

注：*淨負債比率為負數代表淨現金

数据来源：Bloomberg, 国证国际整理

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010