

香港股市 | 公用事业 | 天然气

天伦燃气 (1600 HK)

走出困局，重回增长

预计 FY25 起再现盈利增长，上调评级至“增持”

我们近期对天伦燃气进行调研后，预期公司可走出近年盈利波动的困局，FY25 起将再现盈利增长，FY24-27 股东净利润 CAGR(复合年增长率)达到 12.0%，主因(一)公司加强注重二三线城市的工商业用户，照顾当地基础及战略性产业对天然气的刚性需求，减少依赖受房地产市场波动影响的居民用户接驳业务；(二)顺价机制有效运作，销气价差平稳；(三)专业管理人为主的领导层，确保高效管治延续。我们定下 3.68 港元目标价，对应 10.5 倍 FY25 市盈率及 11.5% 上升空间。FY25 股息率为 5.0% 吸引水平。我们上调评级至“增持”。

加强服务基础及战略性产业

公司立足河南，并加强注重二三线地市地区，包括陕西、甘肃、青海、四川、云南、吉林等(见图表 1)，照顾当地基础及战略性产业例如稀土、化工、金属、建材对天然气的刚性需求。一些去年限产的用户例如南玻(000012 CH)，今年上半年也已部分复产，支持用气需求。此外公司减少对于居民用户接驳业务的依赖，降低房地产市场波动对盈利的影响。我们预计，天然气零售收入将由 FY24 的 50.4 亿元(人民币，下同)上升至 FY27 的 63.4 亿元，期内 CAGR 为 7.9%，同期安装收入由 7.8 亿元下降至 3.8 亿元(见图表 2、3)。

毛利率料渐上升

顺价机制(指销售价格与采购成本的及时联动)逐渐有效运行，例如 FY24 综合销气价差为 0.47 元/方，与 FY23 的 0.48 元/方相若。即使接驳业务收入下跌仍将影响毛利率，但是顺价机制有效运行，叠加上述工业供气的扩展，我们预计毛利将由 FY24 的 17.2% 下跌至 FY25 的 16.9%，但其后回升至 FY27 的 17.2%。

专业管理人确保高效管治

今年 1 月，公司创办人及主要股东张瀛岑先生因个人健康原因辞任主席及执行董事，在公司任职 20 年以上的洗振源先生继任主席(注：早已兼任行政总裁、总经理、执行董事)。张先生的女儿张百萱女士则担任执行董事。目前董事会的其余两位执行董事由专业管理人出任。我们相信专业管理人为主的领导层可确保高效管治延续。

积极发展增值业务

此外，公司把握城市更新机会，积极发展增值业务，例如智慧厨房改造、燃气具销售、及相关保险。虽然 FY24 增值业务收入仅为 4.2 亿元，公司整体收入贡献不大，可是相关收入同比快速增长 14.3%，而毛利率更高达约 49%，高于公司总毛率 17.2%。

推动高分红政策

公司推动高分红政策。全年核心利润分红比率由 FY23 的 30.0% 上升至 FY24 的 33.0%。公司目标 FY25 可提升至 35.0%。

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。

更新报告

评级：增持

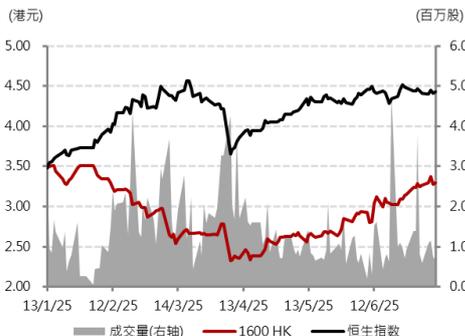
目标价：3.68 港元

股票数据 (更新至 2025 年 7 月 10 日)

现价	3.30 港元
总市值	3,240.22 百万 港元
流通股比例	23.14%
已发行总股本	981.89 百万
52 周价格区间	2.21-4.20 港元
3 个月日均成交额	3.35 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

20240402 - 天伦燃气 (1600 HK) 更新报告：FY23 盈利转跌为升，但现价已反映合理估值

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

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

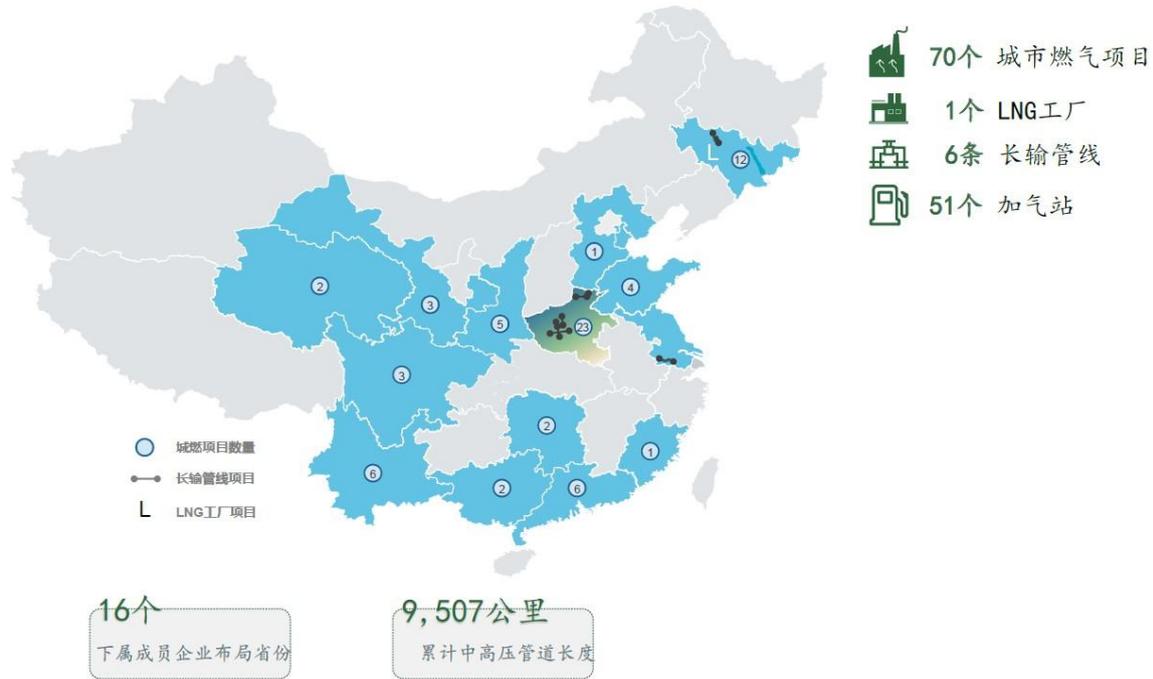
kf.chow@ztsc.com.hk

主要财务数据（人民币百万元）（更新于 2025 年 7 月 10 日）

年结:12 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	7,725	7,781	7,738	8,197	8,731
增长率 (%)	2.4	0.7	(0.6)	5.9	6.5
股东净利润	480	301	316	368	423
增长率 (%)	7.9	(37.2)	5.1	16.2	15.0
每股盈利 (人民币)	0.49	0.31	0.32	0.37	0.43
市盈率 (倍)	6.1	9.8	9.4	8.1	7.1
每股股息 (人民币)	0.18	0.15	0.15	0.18	0.20
股息率 (%)	5.8	4.8	5.0	5.8	6.7
每股净资产 (人民币)	5.91	6.05	6.19	6.37	6.60
市净率 (倍)	0.51	0.50	0.49	0.48	0.46

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1：业务地区分布



注：截至 2024 年 12 月 31 日
 来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：天然气销售量预测

年结: 12 月 31 日 (万立方米)	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2025 年 预测	2025 年 预测	2024-2027 年 复合年增长率 (%)
零售						
住宅用户(含乡镇)	55,316	55,692	57,337	58,782	59,972	2.5
- 同比增长 (%)	5.5	0.7	3.0	2.5	2.0	
工商业用户	109,528	107,943	113,275	121,080	129,953	6.4
- 同比增长 (%)	3.0	(1.4)	4.9	6.9	7.3	
交通	9,282	8,285	7,854	7,823	7,846	(1.8)
- 同比增长 (%)	17.4	(10.7)	(5.2)	(0.4)	0.3	
零售量合计	174,126	171,919	178,466	187,685	197,771	4.8
- 同比增长 (%)	4.5	(1.3)	3.8	5.2	5.4	
零售销气量分布 (%)						
住宅用户	31.8	32.4	32.1	31.3	30.3	
工商业用户	62.9	62.8	63.5	64.5	65.7	
交通	5.3	4.8	4.4	4.2	4.0	
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
批发						
批发量	34,402	51,582	56,740	61,279	64,343	7.6
- 同比增长 (%)	40.2	49.9	10.0	8.0	5.0	
总销气量	208,528	223,501	235,207	248,964	262,115	5.5
- 同比增长 (%)	9.1	7.2	5.2	5.8	5.3	
零售占比 (%)	83.5	76.9	75.9	75.4	75.5	

注：由于四舍五入，数字总和可能不等于总数
 来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：收入分布预测

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	2024-2027 年 复合年增长率 (%)
金额						
天然气零售	5,120	5,042	5,391	5,840	6,338	7.9
- 同比增长 (%)	4.4	(1.5)	6.9	8.3	8.5	
天然气批发	1,029	1,471	1,457	1,495	1,554	1.8
- 同比增长 (%)	24.5	43.0	(1.0)	2.6	3.9	
工程安装及服务	1,045	784	431	409	380	(21.4)
- 同比增长 (%)	(25.8)	(24.9)	(45.0)	(5.2)	(7.0)	
其他	532	483	459	454	459	(1.7)
- 同比增长 (%)	32.0	(9.2)	(5.0)	(1.0)	1.0	
合计	7,725	7,781	7,738	8,197	8,731	3.9
- 同比增长 (%)	2.4	0.7	(0.6)	5.9	6.5	
分布 (%)						
天然气零售	66.3	64.8	69.7	71.2	72.6	
天然气批发	13.3	18.9	18.8	18.2	17.8	
工程安装及服务	13.5	10.1	5.6	5.0	4.4	
其他	6.9	6.2	5.9	5.5	5.3	
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	

注：由于四舍五入，数字总和可能不等于总数
来源：公司资料、中泰国际研究部预测

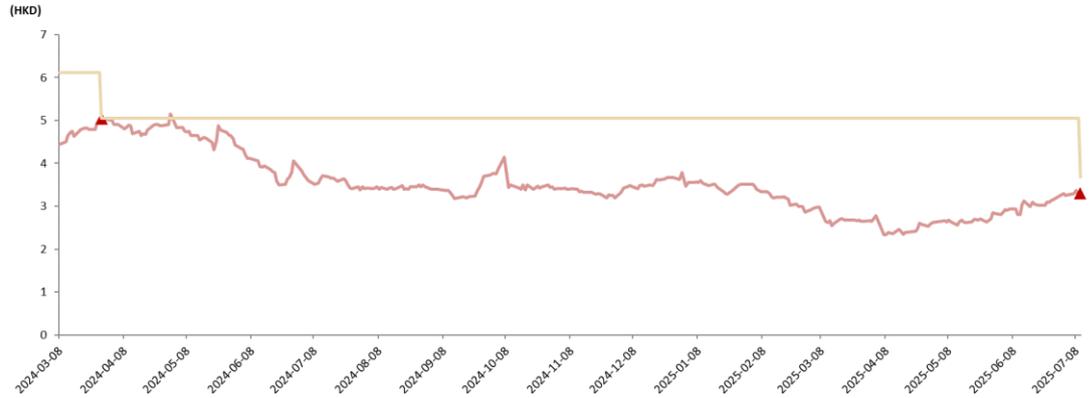
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	7,725	7,781	7,738	8,197	8,731	经营活动现金流	1,020	918	922	773	795
销售成本	(6,273)	(6,446)	(6,430)	(6,796)	(7,229)	净利润	480	301	316	368	423
毛利	1,453	1,335	1,308	1,402	1,502	折旧与摊销	355	369	376	385	389
分销成本	(88)	(83)	(83)	(86)	(91)	营运资本变动	(251)	(268)	28	(398)	(448)
行政费用	(238)	(253)	(251)	(265)	(279)	其它	437	516	202	418	431
金融及合约资产减值净额	(67)	(62)	(62)	(66)	(70)	投资活动现金流	(312)	(368)	(299)	(284)	(284)
商誉减值准备	0	(44)	0	0	0	资本性支出净额	(295)	(256)	(240)	(228)	(217)
其他收益	21	15	12	12	10	其它	(17)	(112)	(59)	(56)	(67)
其他亏损净额	(44)	(34)	(33)	(35)	(37)	融资活动现金流	(1,083)	(410)	(729)	(911)	(510)
经营利润	1,038	874	890	962	1,035	股本变动	(3)	0	0	0	0
财务收入	9	6	6	5	3	净债务变动	(488)	143	(196)	(425)	(20)
财务费用	(391)	(393)	(390)	(374)	(350)	已派股息	(153)	(170)	(145)	(157)	(181)
应占联营/合营公司利润	60	20	22	22	23	其它	(439)	(383)	(388)	(330)	(309)
税前利润	716	507	528	616	710	净现金流	(375)	141	(105)	(423)	1
所得税	(210)	(182)	(187)	(220)	(255)						
税后利润	506	325	341	396	456						
少数股东权益	(27)	(24)	(25)	(29)	(33)						
股东净利润	480	301	316	368	423						
息税折旧摊销前利润	1,462	1,269	1,294	1,375	1,450						
息税前利润	1,107	900	918	990	1,061						
每股盈利(人民币)	0.49	0.31	0.32	0.37	0.43						
每股股息(人民币)	0.18	0.15	0.15	0.18	0.20						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	15,691	15,910	15,838	15,708	16,050	增长率 (%)					
流动资产	5,745	5,998	5,951	5,891	6,321	收入	2.4	0.7	(0.6)	5.9	6.5
现金及银行存款	964	1,103	997	572	572	毛利	4.3	(8.1)	(2.1)	7.2	7.1
受限制存款	199	215	207	211	209	经营利润	10.8	(15.8)	1.9	8.1	7.6
应收账款	2,084	2,336	2,321	2,459	2,619	息税折旧摊销前利润	9.6	(13.2)	2.0	6.2	5.4
存货	181	229	228	242	258	息税前利润	11.3	(18.7)	2.0	7.8	7.2
合约资产	2,141	1,849	1,842	1,951	2,078	股东净利润	7.9	(37.2)	5.1	16.2	15.0
其它流动资产	175	265	356	456	585	每股盈利	9.4	(37.2)	3.7	16.2	15.0
非流动资产	9,946	9,913	9,887	9,817	9,729	利润率 (%)					
固定资产净额	3,757	3,831	3,881	3,911	3,927	毛利率	18.8	17.2	16.9	17.1	17.2
无形资产	4,859	4,706	4,606	4,481	4,354	经营利润率	13.4	11.2	11.5	11.7	11.9
按权益法入账的投资	866	886	903	925	946	息税折旧摊销前利润	18.9	16.3	16.7	16.8	16.6
其它非流动资产	464	490	497	501	503	息税前利润率	14.3	11.6	11.9	12.1	12.2
总负债	9,579	9,648	9,422	9,085	9,164	股东净利润率	6.2	3.9	4.1	4.5	4.8
流动负债	5,704	4,495	4,604	4,159	4,130	净负债率 (%)	100.6	99.1	95.5	92.8	89.2
短期借款	3,688	2,596	2,725	2,220	2,120	其他 (%)					
应付帐款	980	908	890	902	917	实际税率	32.0	37.5	37.0	37.0	37.0
合约负债	612	568	571	605	644	派息比率	35.6	46.9	47.0	47.0	47.0
其它流动负债	424	423	418	433	449	已动用资本回报率	4.8	2.6	2.8	3.2	3.5
非流动负债	3,875	5,153	4,818	4,926	5,034	平均净资产收益率	8.5	5.1	5.3	6.0	6.6
长期借款	3,114	4,396	4,071	4,151	4,231	平均资产收益率	3.0	1.9	2.0	2.3	2.7
其它非流动负债	761	756	746	774	803	利息覆盖倍数(倍)	2.8	2.3	2.4	2.6	3.0
权益总额	6,112	6,262	6,416	6,623	6,886						
股东权益	5,800	5,944	6,073	6,251	6,481						
少数股东权益	312	318	343	372	405						
权益及负债总额	15,691	15,910	15,838	15,708	16,050						
净现金/(负债)	(5,837)	(5,889)	(5,800)	(5,799)	(5,779)						

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	2024/3/28	HK\$5.04	中性(下调)	HK\$5.05
2	2025/7/10	HK\$3.30	增持(上调)	HK\$3.68

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