

01600.HK 天伦燃气

未评级

销气量快速增长，并购增厚业绩

2016年04月20日

市场数据

报告日期	2016.04.20
收盘价(港元)	5.75
总股本(亿股)	10.1
总市值(亿港元)	58
净资产(亿元)	27.8
总资产(亿元)	66.8
每股净资产(元)	2.33
数据来源: Wind	

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	717	912	1,344	2,256
同比增长(%)	58.9	27.3	47.3	67.8
净利润(百万元)	135	169	220	284
同比增长(%)	63.3	25.1	30.3	29.1
毛利率(%)	35.1	36.5	34.3	27.0
净利润率(%)	20.8	20.4	18.7	14.1
净资产收益率(%)	19.8	20.2	21.3	16.3
每股收益(元)	0.16	0.20	0.27	0.30

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

投资要点

- **2015年销气量大增，业绩出色。**2015年全年公司销气量约6.21亿立方米，同比增长141%（2014: 2.58亿立方米），带动公司业绩大幅增长，其中实现收入22.52亿元人民币（2014: 13.44亿），同比增长67.56%；毛利6.09亿元（2014: 4.61亿元），同比增长32.1%；归属股东净利2.84亿元（2014: 2.2亿元），同比增长29.1%。
- **并购增厚业绩，燃气销售收入增加，收入结构得到优化。**连续的收购使得公司的工商业销气收入和交通燃气销气收入均快速增长，其中工商业销气量从1.1亿立方米增加至3.1亿立方米，汽车天然气销量从7,792万立方米增加至11,307万立方米。销气量的快速增加带动公司的销气收入从7.48亿元人民币增加至16.5亿元，同比增长121%。公司2015年销气收入占比达到73%，已经达到同行业收入结构的平均水平，收入结构得到优化。
- **成立融资租赁公司助力业务发展。**公司2016年2月与郑州银行合资成立河南九鼎金融租赁公司，可与公司紧密合作，未来借助公司相关政策，协助潜在客户解决“煤改气”的资金问题，从而扩大公司的客户基础，带动燃气业务快速增长。
- **我们的观点：**公司是中国大型的燃气公司之一，近年来公司积极通过并购、自建、合作等方式加大业务规模，销气量和销售收入快速增长，同时公司注重管控成本，效益亦有所提升。根据Wind预期，公司2016-2017年预测EPS分别为0.38元和0.44元人民币，对于目前价格P/E分别为12.7倍和11倍，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**收购、自建、合作项目进展不及预期，宏观经济下行导致燃气需求下降，燃气价格继续下调导致收入减少。

海外新能源研究

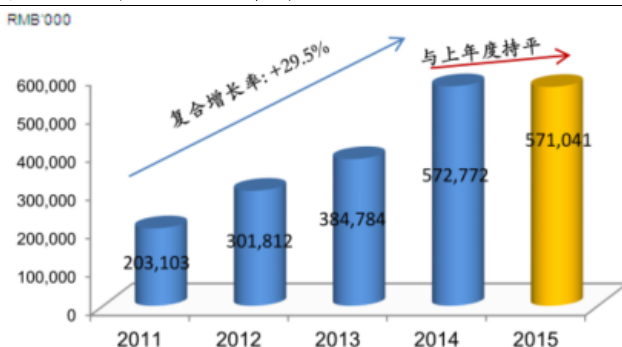
分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

报告正文

2015 年业绩点评

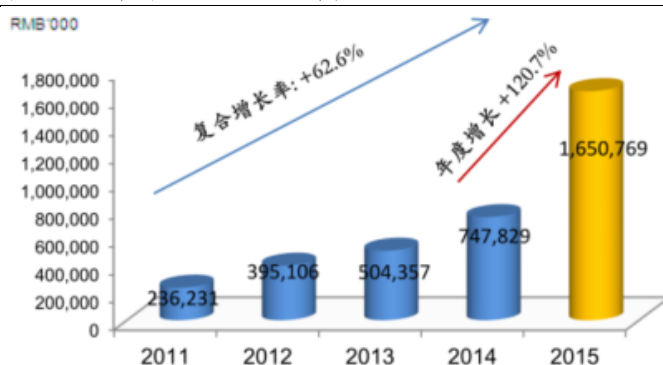
- **2015 年销气量大增，业绩出色。**2015 年全年公司销气量约 6.21 亿立方米，同比增长 141%（2014:2.58 亿立方米），带动公司业绩大幅增长，其中实现收入 22.52 亿元人民币（2014:13.44 亿），同比增长 67.56%；毛利 6.09 亿元（2014:4.61 亿元），同比增长 32.1%；归属股东净利 2.84 亿元（2014:2.2 亿元），同比增长 29.1%。若扣除汇兑损失和收购慧基项目产生的一次性费用影响，则归属股东净利润约 3.22 亿元，同比增长 46.4%。
- **并购增厚业绩，燃气销售收入增加，收入结构得到优化。**公司 2015 年 3 月以 8.6 亿元人民币对价完成收购北京慧基全部股权，从而获得福建三明市的城市燃气项目、江苏吴江以及河南平顶山的两条长输管线、以及平顶山燃气有限责任公司的 19% 股权与部分债权。北京慧基为公司 2015 年全年收入贡献 6.75 亿元，占比 30%。除此之外，公司亦完成收购另外 6 个城市燃气项目包括陕西咸阳乾县、咸阳礼泉县、湖南凤凰县、吉林乾安县、河南淅川县、成都新都区，以及新增 3 条长输管线（平顶山管线、吴江管线、鲁山-汝州线）。2015 年全年收购项目投资金额达到 17.6 亿元人民币。连续的收购使得公司的工商业销气收入和交通燃气销气收入均快速增长，其中工商业销气量从 1.1 亿立方米增加至 3.1 亿立方米，汽车天然气销量从 7,792 万立方米增加至 11,307 万立方米，同时住宅用户天然气销售量也从 6,885 万立方米增长至 10,083 万立方米，而城市燃气公司用户销售量从 0 增加至 9,723 万立方米。销气量的快速增加带动公司的销气收入从 7.48 亿元人民币增加至 16.5 亿元，同比增长 121%。随着销气收入的增加，公司 2015 年销气收入占比达到 73%，已经达到同行业收入结构的平均水平，另外接驳收入占比降至 25%，收入结构得到优化。

图 1、公司接驳收入维持稳定



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

图 2、公司销气收入快速增长



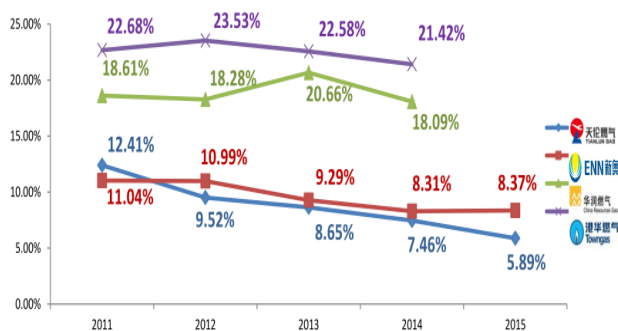
资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

- **三驾马车促力提升项目数量。**公司目前拥有城市燃气项目 51 个，投入运营加气站 41 座，在建 LNG 加工厂 2 座以及长输管线 3 条，主要集中在河南省和吉林省。未来公司将继续通过并购、合作、自建三种方式提升项目数量，选择性并购城市燃气项目，同时加快经营区域管道气源建设，以“自建为主、收购为辅”的模式大力发展长输管线直供项目。公司的目标是未来 3-5 年内

发展多个年用气量超过 1 亿立方米的工业用户，并争取工业直供销气量达到 15 亿立方米。

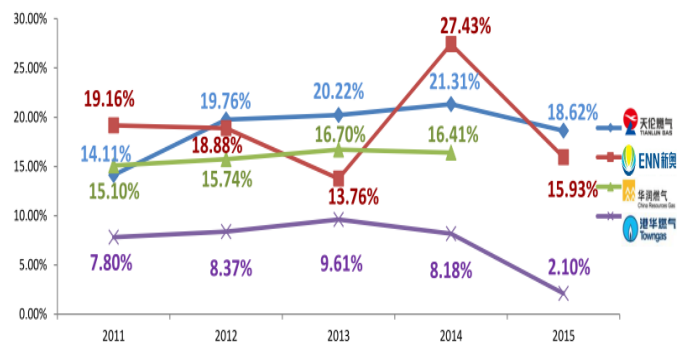
- **成本管控优势凸显。**公司坚持高比例控股城市燃气项目，进而落实公司的管理模式，成本得以有效控制。与港股其他燃气上市公司项目，公司的综合费率显著低于同行。此外，公司的资产负债率稳定在 60% 左右，属于行业中游水平，而 ROE 则维持在 20% 左右，相比同行则明显领先。
- **成立融资租赁公司助力业务发展。**公司 2016 年 2 月与郑州银行合资成立河南九鼎金融租赁公司，注册资本 10 亿元，主要从事金融租赁、标的资产转让等业务。金融租赁公司可与公司紧密合作，未来借助公司相关政策，协助潜在客户解决“煤改气”的资金问题，从而扩大公司的客户基础，带动燃气业务快速增长。

图 3、公司综合费率与同行对比



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

图 4、公司 ROE 与同行对比



资料来源：公司资料、兴业证券研究所预测

- **燃气行业回暖，煤改气带来发展机遇。**2015 年国家发改委对非居民用气门站价格做出了先后两次降价调整，调整使得天然气的价格优势开始体现，从 2015 年 12 月开始，天然气消费量同比连续高速增长接近 20%，显示燃气行业消费开始回暖。同时，各地政府包括郑州、成都、长春等先后出台节能减排政策，加快推进“煤改气”工程，这为公司进一步的业务增长提供了市场空间。
- **我们的观点：**公司是中国大型的燃气公司之一，近年来公司积极通过并购、自建、合作等方式加大业务规模，销气量和销售收入快速增长，同时公司注重管控成本，效益亦有所提升。根据 Wind 预期，公司 2016-2017 年预测 EPS 分别为 0.38 元和 0.44 元人民币，对于目前价格 P/E 分别为 12.7 倍和 11 倍，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**收购、自建、合作项目进展不及预期，宏观经济下行导致燃气需求下降，燃气价格继续下调导致收入减少。

表 1：天伦 2015 年业绩主要财务指标变动情况

		单位(人民币千元)			
		2015	2014	YoY	点评
收入		2,251,970	1,343,936	67.6%	主要是燃气项目增多，销气量增加，销气收入增加
	销售成本	(1,643,200)	(882,440)	86.2%	主要是燃料成本增加
毛利		608,770	461,496	31.9%	
	分销费用	(17,839)	(16,148)	10.5%	
	行政费用	(114,812)	(84,111)	36.5%	员工费用增加
	其他收益	11,531	0		主要是可供出售金融资产股利收入
	其他利得	38,422	9,945	286.3%	收购子公司或有对价公允价值变动
经营利润		526,072	371,182	41.7%	
	财务收益	44,936	40,155	11.9%	
	财务费用	(141,919)	(66,922)	112.1%	借款导致利息费用增多
	应占联营公司业绩	382	(106)	-460.4%	
经营税前利润		429,471	344,309	24.7%	
	所得税费用	(111,489)	(93,370)	19.4%	
年内利润		317,982	250,939	26.7%	
	本公司拥有人	284,242	220,153	29.1%	
	非控股权益	33,740	30,786	9.6%	
EPS (人民币元)					
	基本	0.30	0.27	11.1%	
	摊薄	0.30	0.27	11.1%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。