

01600.HK 天伦燃气

未评级

首次派息，工业用户高速增长

2016年09月02日

市场数据

报告日期	2016.09.02
收盘价(港元)	7.0
总股本(百万股)	990
总市值(百万元)	6,930
净资产(百万元)	2,763
总资产(百万元)	8,198
每股净资产(元)	2.79

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015A	2016H1
营业收入(百万元)	912	1,344	2,256	1307
同比增长(%)	27.3	47.3	67.8	30.8
净利润(百万元)	169	220	284	151
同比增长(%)	25.1	30.3	29.1	10.3
毛利率(%)	36.5	34.3	27.0	25.4
净利润率(%)	20.4	18.7	14.1	12.8
净资产收益率(%)	20.2	21.3	16.3	6.3
每股收益(元)	0.20	0.27	0.30	0.15

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

业绩点评_20160420

海外新能源研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

投资要点

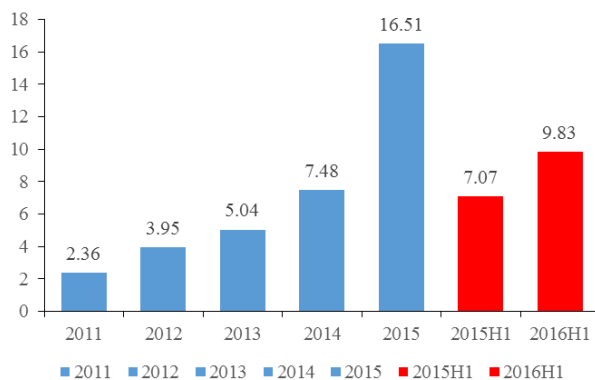
- **销气量大幅增长，上半年业绩出色。**公司上半年实现营业收入约人民币 12.9 亿元，同比增长 30.2%；实现毛利约 3.3 亿元，同比增长 20.2%；归属股东净利润为 1.51 亿元，同比增长 10.3%。若扣除汇兑损益影响，上半年股东净利润为 1.7 亿元，同比增长达到 28.6%。上半年 EPS 为人民币 0.15 元，公司派发中期股息 8.3 港仙。公司上半年收入和利润实现较大幅度增长主要是因为公司的燃气项目增多使得公司的销气量同比增长 78% 至 4.41 亿立方米（2015 年上半年：2.48 亿立方米）。
- **工业和住宅用户销气收入大幅提升。**公司的工业用户气量消费出现跃进式发展。上半年公司的工商业同比大增 95.3% 至 2.25 亿立方米（2015 年上半年：1.15 亿立方米），工商业销气收入则同比增长 47% 至 5.2 亿元。公司上半年新开发了众多规模以上工业用户，总设计开口气量高达 43 万立方米/日，预计全年以及明年上半年工业用户销气量将持续高速增长。与此同时，公司的民用销气收入亦快速增长，同比增长 60.5% 至 1.56 亿元，占比提升 2.1 个百分点至 15.9%。
- **上市以来首次派息，未来将建立稳定派息机制。**公司宣布 2016 年中期发放中期股息每股 8.3 港仙，派息比例为 24.7%，是公司上市以来首次派息。公司目前股本留存收益达到人民币 10 亿元，具备持续派息能力。公司未来将建立稳定的派息机制。
- **我们的观点：**天伦燃气（1600.HK）是国内一家快速发展的城市燃气项目运营商，公司目前共有城市燃气项目 52 个，加气站 44 座，在建 LNG 加工厂 2 座以及长输管线 3 条，主要分布在河南吉林四川等地。受益于持续的收购以及对于工业用户的有效开发，公司的工商业用户销气收入迅速增长，占比提升。根据 Wind 一致预期，公司 2016-2017 年预测 EPS 分别为 0.38 元和 0.45 元，对应目前股价 P/E 分别为 15.8 倍和 13.4 倍，估值与可比公司相比处于中间较高位置，建议投资者关注公司的收购进度和销气增长情况。
- **风险提示：**收购进度不及预期，区域性天然气消费下降风险，政策风险。

报告正文

2016 年中期业绩点评

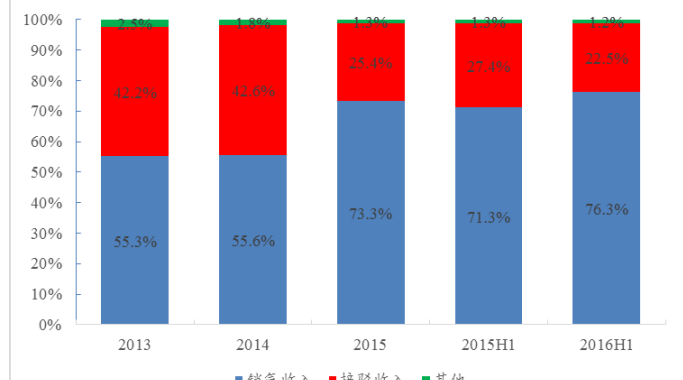
- **销气量大幅增长，上半年业绩出色。**公司上半年实现营业收入约人民币 12.9 亿元，同比增长 30.2%（2015 年上半年：9.9 亿元）；实现毛利约 3.3 亿元，同比增长 20.2%（2015 年上半年：2.7 亿元）；归属股东净利润为 1.51 亿元，同比增长 10.3%（2015 年上半年 1.4 亿元）。若扣除汇兑损益影响，上半年股东净利润为 1.7 亿元，同比增长达到 28.6%。上半年 EPS 为人民币 0.15 元，公司派发中期股息 8.3 港仙。公司上半年收入和利润实现较大幅度增长主要是因为公司的燃气项目增多使得公司的销气量同比增长 78% 至 4.41 亿立方米（2015 年上半年：2.48 亿立方米）。
- **销气收入占比提升，收入结构优化。**公司上半年销气量同比快速增长 78%，带动销气收入同比快速增长 39% 至 9.83 亿元，在总收入占比迅速提升至 76.3%。与此同时，接驳收入维持稳定增长，同比增长 6.7% 至 2.9 亿元，在总收入占比中下降至约 22.5%。销气收入占比提升显示了公司的收入结构逐渐优化，摆脱过去过度依赖接驳收入，逐步发展为城市燃气项目运营商。展望全年，公司预计全年销气量将达到 9 亿立方米，销气收入占比有望进一步提升。

图 1、公司销气收入（亿元）快速增长



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图 2、公司的收入结构持续优化



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- **工业和住宅用户销气收入大幅提升。**得益于公司去年进行的慧基项目收购以及 2015 年新发展的规模以上工业用户气量爆发增长，公司的工业用户气量消费出现跃进式发展。上半年公司的工商业同比大增 95.3% 至 2.25 亿立方米（2015 年上半年：1.15 亿立方米），工商业销气收入则同比增长 47% 至 5.2 亿元；若扣除慧基项目影响，公司内生的工商业销气量同比增长 68%，其中主要的增长来自于工业用户的增长。公司上半年新开发了众多规模以上工业用户，包括昌业化工、东方钛业等，总设计开口气量高达 43 万立方米/日，预计全年以及明年上半年工业用户销气量将持续高速增长。上半年公司工商业用户销气收入占比为 52.9%，同比增加 2.8 个百分点。与此同时，公司的民用销气收入亦快速增长，同比增长 60.5% 至 1.56 亿元，占比提升 2.1 个百分点至 15.9%。

- **上市以来首次派息，未来将建立稳定派息机制。**公司宣布 2016 年中期发放中期股息每股 8.3 港仙，派息比例为 24.7%，是公司上市以来首次派息。公司目前股本留存收益达到人民币 10 亿元，具备持续派息能力。为了回报股东，公司未来将建立稳定的派息机制。
- **我们的观点：**天伦燃气（1600.HK）是国内一家快速发展的城市燃气项目运营商，公司目前共有城市燃气项目 52 个，加气站 44 座，在建 LNG 加工厂 2 座以及长输管线 3 条，主要分布在河南吉林四川等地。受益于持续的收购以及对于工业用户的有效开发，公司的工商业用户销气收入迅速增长，占比提升。根据 Wind 一致预期，公司 2016-2017 年预测 EPS 分别为 0.38 元和 0.45 元，对应目前股价 P/E 分别为 15.8 倍和 13.4 倍，估值与可比公司相比处于中间较高位置，建议投资者关注公司的收购进度和销气增长情况。
- **风险提示：**收购进度不及预期，区域性天然气消费下降风险，政策风险。

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)			点评
	2016H1	2015H1	YoY	
收入	1,289,887	990,840	30.2%	燃气项目增多，慧基集团贡献，销气量同比增长78%
销售成本	(961,741)	(717,804)	34.0%	
毛利	328,146	273,036	20.2%	销气收入占总收入比例提升，但销气业务毛利较接驳低
毛利率	25.4%	27.6%		
分销费用	(10,133)	(8,867)	14.3%	
行政费用	(49,927)	(47,220)	5.7%	
其他利得	16,692	7,928	110.5%	
经营利润	284,778	224,877	26.6%	借款利息费用增加，以及汇兑损失导致 九鼎融资租赁公司上半年产生收益400多万
财务收益	28,256	34,418	-17.9%	
财务费用	(85,045)	(50,968)	66.9%	
应占联营公司业绩	4,241	(63)	-6831.7%	
经营税前利润	232,230	208,264	11.5%	
所得税费用	(64,767)	(56,195)	15.3%	
年内利润	167,463	152,069	10.1%	
本公司拥有人	151,080	136,917	10.3%	
非控股权益	16,383	15,152	8.1%	
EPS (人民币元)				
基本	0.15	0.16	-6.3%	股本数目扩大
摊薄	0.15	0.16	-6.3%	

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

会议现场问答

运营方面

Q1: 公司全年销气量指引？工商业用户售气分业务占比情况？今年和明年工业用户增长指引？

按照行业惯例，上半年和下半年销气量基本持平，45%-55%的比例，因此公司全年销气量 9 亿立方米应该是有保证的。今年我们统计工商业用户的售气量时，将慧基和城燃的数据分开统计了，慧基上半年工商业用户售气同比增长 130%，城燃

上半年工商业用户售气同比增长 70%。上半年公司工业用户增长了 68%，全年增长不会低于这个数。上半年工业用户新增 48 万，较去年 25.8 万增量高，明年工业用户增量可能较今年高。

Q2: 近期黑龙江出台政策，将进一步监管初装费，这对公司在东北的项目有什么影响？销气的内含和外延增长是多少？

黑龙江出台的政策不会对接驳费有太大影响，无非是收费的方式不同，实际是政府替我们向开发商收费。公司目前的平均接驳费为 2,500-2,800 元，个别偏远地方接驳费可能会高点。关于销气内含和外延增长，我建议大家看一下我们的业绩公告，民用气上半年增加了 63.47%，扣除并购的四川明圣项目销气量，公司售气量实际增长 36.54%；工商业用户售气量增长了 95.3%，扣除慧基项目的影响仍增长了 68.07%。

Q3: 随着居民阶梯气价的实行，公司未来会不会改变发展方向，提高民用气的发展？公司如何进行项目投资？门站价格下降最终会传导到终端用户，但过程会有所延迟，这对公司的中期业绩是否有影响？

我们现在有 80% 的民用气量已经落实了气价阶梯政策，但只有 10% 左右的民用气触及到规定的高阶梯气价，所以即使实行了阶梯气价对公司净利润的影响也不大，不到 200 万。按照整个行业的发展趋势，工业用户一定是未来发展的主要方向。公司主要是通过增加负债获得资金来进行项目投资的，公司对发展要求较高，所以我们会不断争取新项目。同时公司通过提升现有项目的控制权来降低少数股东权益，提升项目本身的价值。如果上游门站价格上涨，城市燃气企业一定会受影响。现在门站价格降价调整，如果我们慢点降价慢点就能获得一定的差价收益，但这种趋势是不可持续的。

Q4: 公司有没有细分工商业用户的增长？

工商业用户占比现在还没有数据，但据我所知，增长主要来自工业用户，商业用户的增长并不大。

Q5: 公司燃气项目主要以国内为主，会考虑发展海外项目吗？

我们目前在谈的不少项目都是国内的，但我们也计划拓展海外业务，现在还没有明确结论。IFC 是我们的第二大股东，我们会和他们合作一起开发海外市场，我们比较倾向于在发达国家发展业务。

财务方面:

Q6: 公司现在的资金成本是多少，预计全年财务费用增长多少？

财务费用增加一方面是公司处于快速发展阶段，负债比率有所提升；另一方面是人民币贬值导致外债成本较高，公司 6 月底提了一笔美元贷款后，目前的外债比例为 55%。我们下一步将发行 20 多亿债券，使得公司业务和营收实现进一步增长，以此弥补财务费用增加造成的损失。同时公司还将通过引进战略投资降低财务费

用所占比例。

Q7: 今年上半年工商业用户接驳收费是否上涨, 收费趋势是什么? 公司下半年平均采购气价成本是多少?

今年上半年工商业用户接驳收费要比去年高一些, 从数量上来讲是以商业用户为主, 但从售气量来讲是以工业用户为主, 个别较大的工业用户接驳费会导致平均接驳费较高。目前没有购气成本数据, 但是销气成本一般高于采购成本, 上半年销气成本为 8.58 亿, 售气收入同比增长 39.1%, 销气成本同比增长 37.5%, 公司销气成本的上升幅度小于销气收入上升幅度。

Q8: 公司贷款是不是以外币为主?

公司境外贷款占比为 55%, 和人民币贬值前其他的燃气公司相比, 占比还是比较低的。由于公司仍处于发展阶段, 未来短期内境外贷款金额会有所提高, 但是占比明显提高的可能性不大。但是基于近期的汇率情况, 我们会采取一些避险措施, 比如贷款周期和项目周期相匹配、分散利率等, 以降低汇率风险。

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	zhushd@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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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。