

中國天倫燃氣控股有限公司(1600.HK)

建議：認購**短評：**

天倫燃氣主要於河南省從事燃氣管道連接業務及管道燃氣輸送及銷售業務。集團的燃氣管道連接業務，主要向物業發展商及工商業用戶提供鋪設及安裝服務。集團向新用戶運輸及配送天然氣或煤氣前，新用戶會聘用集團提供的燃氣管道連接服務。集團主要於河南省三大城市(鶴壁市、許昌市及鄭州市上街區)運輸、配送及銷售天然氣或煤氣，特許經營權為期30年或以上。集團與服務城市的地方政府訂立特許經營協議，集團獲授權在服務城市獨家提供管道燃氣輸送及配送。集團亦透過於兩個服務城市營運的壓縮天然氣加氣站配送及銷售作為汽車燃料的壓縮天然氣。

我們認為投資者可考慮認購。在中央提倡環保的前提下，燃氣因屬較環保能源，相信燃氣日後會成為重要的能源，而且隨著人民生活質素改善，民眾會陸續轉用較清潔的能源。目前天倫燃氣的服務城市仍有約80%用戶未能接上集團的輸氣網絡，因此集團已積極拓展，發展潛力巨大，加上集團已取得獨家協議，經營權長達30年，集團的客戶穩定。另外，中國目前正推動西氣東輸，而河南省位處西氣東輸必經之路，就長遠而言天倫燃氣亦可受惠，加上公司市值僅16億，股價容易被炒上，因此我們建議認購。

發售資料	
股份編號	1600
總發行股份	798,000,000 股 (未計超額配股權發行股份)
發售股份	199,500,000 股新股
國際配售股份	179,550,000 股新股(90%)
香港公開發售	19,950,000 股新股(10%)
招股價範圍	HKD 1.52 – 2.05
集資額	HKD 3.03 – 4.09 億
每手股數	1,500
每手入場費	HKD 3,105.99
保薦人	建銀國際
主要股東	張瀛岑先生及其配偶 孫燕熙女士 (69.98%)

招股時間表	
開始招股日期	2010年10月27日
截止招股日期	2010年11月1日 中午12時
定價日期	2010年11月2日
公佈招股結果	2010年11月9日
上市日期	2010年11月10日

回撥機制	
若公開發售部分超額	公開發售回撥
15 倍至 50 倍以下	30%
50 倍至 100 倍以下	40%
100 倍或以上	50%

公司盈利預測及估值	
市值	HKD 12.13 – 16.359 億
每股有形資產淨值	HKD 0.46 – 0.58
NAV	HKD 0.55 – 0.68
至 2010 年 12 月 31 日年度止溢利預測	不少於 RMB 6,610 萬
每股溢利預測	不少於 RMB 0.0828
FY2010 年市盈率	15.82 – 21.34 倍

RMB 百萬	至 12 月 31 日止年度			至 6 月 30 日止 6 個月	
	2007	2008	2009	2009	2010
收益	66	128	179	82	115
毛利率	43.56%	39.19%	43.98%	43.37%	45.21%
溢利	8	26	48	21	33
溢利率	12.58%	20.02%	26.53%	25.38%	28.58%
資產	244	249	271	N/A	282
負債	216	186	160	N/A	164
權益	28	63	111	N/A	118
權益回報率(ROE)	30.12%	56.41%	54.76%	N/A	N/A
資產回報率(ROA)	3.40%	10.36%	18.27%	N/A	N/A
流動比率(Current Ratio)	0.57	0.60	0.83	N/A	0.85
速動比率(Quick Ratio)	0.40	0.45	69%	N/A	0.76
資產負債比率	0.81	0.55	0.35	N/A	0.04

*註：資產負債比率是負債淨額除以總資本計算，而負債淨額按借貸總額減現金及現金等價物，總資本按總權益加負債淨額計算。

集資用途

17.6%	在集團服務城市建設燃氣加工站、燃氣管道網絡及其他燃氣輸送設施，擴大集團覆蓋區域及增加燃氣管道連接
50.5%	收購或開發新的城市燃氣項目。集團已挑選三個位於河南省的燃氣項目為潛在收購目標，目前與該等公司進行磋商，並未訂立任何書面協議或諒解備忘錄；
6.0%	投資新建加氣站
15.9%	投資液化天然氣及生物燃料的商機
10%	用作營運資金及一般公司開支

主要股東

張瀛岑先生及其配偶孫燕熙女士	69.98%
冼振源先生及其配偶喬瑜女士	5.02%

背景資料

天倫燃氣主要於河南省從事燃氣管道連接業務及管道燃氣輸送及銷售業務。集團的燃氣管道連接業務，主要向物業發展商及工商業用戶提供鋪設及安裝服務。集團向新用戶運輸及配送天然氣或煤氣前，新用戶會聘用集團提供的燃氣管道連接服務。集團主要於河南省三大城市(鶴壁市、許昌市及鄭州市上街區)運輸、配送及銷售天然氣或煤氣，特許經營權為期30年或以上。集團與服務城市的地方政府訂立特許經營協議，集團獲授權在服務城市獨家提供管道燃氣輸送及配送。集團亦透過於兩個服務城市營運的壓縮天然氣加氣站配送及銷售作為汽車燃料的壓縮天然氣。

集團主要靠燃氣管道連接業務產生大額收入及毛利，於2010年首6個月該業務收入及毛利分別佔集團總收入及總毛利的51.1%和80.7%。集團於2007年度、2008年度及2009年度分別成功連接約17,000戶、22,000戶及42,000戶新用戶，複合年增長率約為55.8%。集團燃氣管道連接點總數由2007年1月初的28,000戶用戶增至2010年6月底的137,000戶用戶。

2010年首6個月，集團的管道燃氣輸送及銷售業務收入佔集團同期總收入約44.0%。集團透過安裝管道約837公里長的廣泛管道系統連接136,645名用戶，包括一眾住宅、商業、工業及包括公共服務等其他用戶。此外，集團於2008年4月開始配送及銷售壓縮天然氣，而集團所售的壓縮天然氣均是集團設施將供應商所供應的管道天然氣壓縮而成。集團目前共擁有及營運3個壓縮天然氣加氣站。

集團積極拓展業務，包括開拓及加強現有的城市分支管道網絡，透過興建 71.6 公里的新城市分支管道網絡延伸至服務尚未覆蓋的城市及近郊地區。集團亦會於鶴壁市增建一座產能為每小時 20,000 立方米的燃氣加工設備。此外，集團亦會透過集資所得開發及開拓 LNG 及生物燃料的商機，包括於陝西省興建一座 LNG(液化天然氣)加工廠，每日加工產能為 100,000 立方米，亦會購買可將玉米秸稈加工成生物燃料的設備及機器，2011 年 1 月開始實驗性發展。集團已物色 3 個於河南省的燃氣項目作為集團的潛在收購目標，惟目前並未訂立任何書面協議或諒解備忘錄。該目標公司須已有穩定的管道燃氣供應或位於集團城市分支管道網絡 30 公里範圍內，且能夠取得未來 3 年的燃氣供應，及客戶數目最少 100,000 名住宅用戶或工商業用戶。

行業概覽

中國為二零零七年全球最大主要能源生產國，佔全球主要能源年度總產量約**14.9%**。於二零零九年，主要能源總產量達**28**億噸標準煤，較去年增長**5.8%**。中國亦為全球第二大主要能源消耗國（僅次於美國），佔全球主要能源年度總消耗量約**19.5%**。中國能源需求不斷快速上升，預計未來將加速增長。

由於天然氣的主要成份為甲烷，因此為最潔淨的燃料。天然氣燃燒時主要生成二氧化碳及水蒸汽，與人體呼吸時呼出的化合物相同。相比之下，煤與石油的分子組成更為複雜，其碳含量較高，且氮及硫含量更高，因此燃燒時會排放的有害物質較多，包括排放更多的碳、氮氧化物及二氧化硫。相反，天然氣透過產甲烷生物於濕地、沼澤及堆填區產生，廣泛用作燃料及肥料原材料。

天然氣過去於中國並非主要燃料。然而，鑑於二零零九年度中國國內的已探明天然氣儲備為**2.5**萬億立方米，且使用天然氣對環境有利，中國已開始大力擴充天然氣基建。二零零九年中國天然氣消耗量位居世界第五，並較二零零八年增長**9.4%**，於一九九九年至二零零九年十年間保持逾**15%**的複合年增長率。

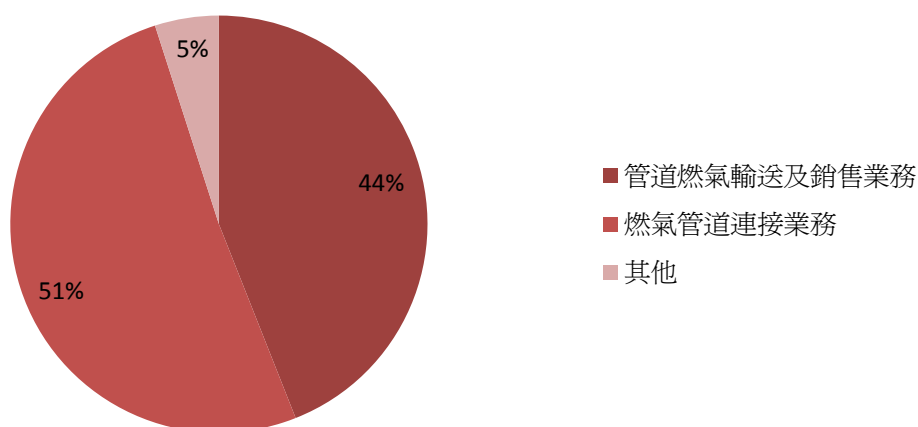
數據顯示二零零九年中國的天然氣表面消耗量為**887**億立方米，年增長率為**9.4%**。估計二零一零年底前，中國國內的天然氣短缺會超過**400**億立方米。天然氣年消耗量錄得雙位數字增長，二零零九年達**887**億立方米，超過二零零零年的三倍。二零零九年中國國內的能源輸出量為**852**億立方米，年增長率為**6.4%**。由於中國的供求相差近**35**億立方米，因此為天然氣淨輸入國。

天然氣用作石化工業的原材料及家居、商業、供熱、製冷以及其他工業用途的燃料。在中國，天然氣供應商（包括本集團）現時按成本加成定價法釐定供應予終端用戶的天然氣價格。因此，向天然氣終端用戶收取的售價主要是官方規定的出廠價及運輸成本之和。中國天然氣儲備絕大部分位於西部地區，而該等地區地形及地質條件複雜，包括產層薄、氣體密度低、氣體儲藏深及地表條件惡劣，大幅增加在中國勘探及開採天然氣的成本。此外，由於中國的天然氣儲備主要位於西部及中部地區，遠離消耗絕大部分天然氣的經濟發達的東部地區，故天然氣供應商投入大量資本及資源建設長距離管道網絡，將天然氣從西部地區輸至東部地區。投資大額資本建設管道，加上營運及維護天然氣管道有關的成本，進一步導致天然氣銷售成本上漲。

河南省的天然氣需求自二零零零年的**720**百萬立方米急升至二零零五年的**15**億立方米，年平均消耗率為**41.5%**。河南省的天然氣需求主要來自工業燃料、石油化工及住宅燃氣及城市燃氣設施。河南省地方政府的十一五規劃（二零零六年至二零一零年）估計天然氣需求於二零一零年將達致**146**億立方米。

財務資料

按品牌劃分收益



資料至 2010 年 6 月 30 日止 6 個月

資料來源：招股文件

風險因素

集團依賴特許經營權經營業務，而該等特許經營權將會屆滿或可能於屆滿前終止。此外，集團亦可能未必按管道天然氣供應商給予的同等價格獲得天然氣，而且集團管道燃氣輸送及銷售業務依賴少數供應商。

免責聲明

本報告由名匯集團所發表。本研究以相信為可靠的資料來源為依據，但本公司並不對其準確性、完整性和正確性作出任何的陳述、保證或擔保。本集團和其附屬公司及其員工並沒有責任更改和更新資料，因此本集團對報告內的意見如有更改，恕不作另行通知。任何於本報告內所作的建議及分析並沒有特定的投資目的、財務立場及任何特定收件者之特定需要。本報告只供收件者參閱，並不構成有關收件者作出投資判斷的替代，收件者應尋求獨立的法律、稅務或財務意見以執行他們的投資計劃。任何因使用本報告所引起之直接或間接的損失，本集團及其聯營公司概不負責。本報告不能視為提出有關任何證券認購的邀約或有關招攬。本報告在沒有獲得本集團的同意之前，不得以任何方式複製、分發或發表。本集團及其聯營公司、其董事及/或其僱員與報告所提及的證券可能持有倉位及可能進行交易，並可能為有關報告中所提及的公司提供或尋求提供經紀、銀行及其它服務。直至報告完成的一天，本集團並無持有或間接持有所推介股份超過 1% 的股票股本權益。

風險披露聲明

證券價格可能非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值，認購首次公開發售證券並不保證能夠賺取利潤，反而可能會招致部分或全部損失。投資創業板股份涉及很高的投資風險，尤其是該等公司可在無需具備盈利往績及無需預測未來盈利走勢的情況下在創業板上市。創業板股份價格可能會非常波動，並缺乏流動性。投資者應在仔細考慮後，才作出有關投資的決定。創業板股份的較高風險性質及其它特點，意味著這個市場較適合專業及其它熟悉投資技巧的投資者。假若投資者對創業板市場的性質及在創業板買賣的股份所涉及的風險有不明白之處，應尋求獨立的專業意見才進行投資。