

买入

天然气销售业务表现良好，静待管道资产剥离

昆仑能源 (135.HK)

2020-09-08 星期二

投资要点

目标价: **7.60 港元**
 现价: 5.28 港元
 预计升幅: 44%

➤ 2020 年上半年核心利润 26.25 亿元人民币，同比下降 18.53%:

截至 2020 年 6 月 30 日止 6 个月，公司实现收入 522.54 亿元人民币，同比下降 2.41%；公司股东应占溢利 23.63 亿元人民币，同比下降 24.82%；若扣除应收账款减值亏损及汇兑亏损，公司股东应占核心溢利 26.25 亿元人民币，同比下降 18.53%；基本每股盈利 27.29 分。公司业绩下降主要受新冠肺炎疫情和国际油价下跌影响，预期下半年公司各板块特别是上游勘探与生产以及 LNG 加工与储运板块将明显改善。

重要数据

日期	2020-09-07
收盘价 (港元)	5.28
总股本 (百万股)	8,659
总市值 (百万港元)	4,571
净资产 (百万元)	50,054
总资产 (百万元)	151,480
52 周高低 (港元)	7.33 / 2.73
每股净资产 (港元)	6.33

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 上半年天然气销售总量同比增长 27.61%，领先行业:

上半年，公司实现天然气销售总量 160.72 亿立方米，同比增加 27.61%，其中零售气量 100.18 亿立方米，同比增长 20.30%。期内新增用户 28.88 万户，其中新增居民用户 28.74 万户，新增工商业用户 1,431 户。公司预期全年天然气零售气量增长 15% 以上，新增接驳用户不低于 70 万户。

➤ 管道资产剥离协商中，期待溢价出售:

目前公司与国家管网就可能出售部分管道资产正进行磋商，但尚未与国家管网达成最终一致意见。参照中石油和中石化 7 月 23 日公告的资产划转交易代价来看，中石油各类资产评估增值率 20.56%，而中石化榆济公司资产评估增值率为 42.84%，预期公司旗下管道资产也有望溢价划转，获得的现金将有利于降低公司资产负债率，节约财务成本，并提升公司价值。管道资产出售后，公司将聚焦天然气终端市场开发，基于公司一体化资源协同优势，预期未来天然气销售业务将保持快速增长。

➤ 维持买入评级，目标价 7.60 港元:

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 7.60 港元，相当于 2020 年和 2021 年 10 倍和 8.5 倍 PE，目标价较现价有 44% 上升空间，维持买入评级。

主要股东

天伦集团有限公司 (47.14%)
 捷嘉发展有限公司 (6.38%)
 IFC Fund, LP (8.9%)
 古润金 (6.93%)

相关报告

深度报告-20191120

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	105,470	113,313	117,509	134,893	151,338
同比增长 (%)	18.9%	7.4%	3.7%	14.8%	12.2%
净利润	4,634	5,551	5,768	6,859	7,803
同比增长 (%)	-3%	19.8%	3.9%	18.9%	13.8%
每股盈利 (港元)	0.57	0.67	0.67	0.79	0.90
PE@5.28HKD	8.1	7.0	7.0	5.9	5.2
每股股息 (港元)	0.23	0.26	0.26	0.31	0.36
股息率	4.9%	5.6%	5.6%	6.7%	7.6%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年上半年核心利润 26.25 亿元人民币，同比下降 18.53%：

截至 2020 年 6 月 30 日止 6 个月，公司实现收入 522.54 亿元人民币，同比下降 2.41%；公司股东应占溢利 23.63 亿元人民币，同比下降 24.82%；若扣除应收账款减值亏损及汇兑亏损，公司股东应占核心溢利 26.25 亿元人民币，同比下降 18.53%；基本每股收益盈利 27.29 分。

公司业绩下降主要受新冠肺炎疫情和国际油价下跌影响，预期下半年公司各板块特别是上游勘探与生产以及 LNG 加工与储运板块将明显改善。

上半年天然气销售总量同比增长 27.61%，领先行业：

上半年，公司实现天然气销售总量 160.72 亿立方米，同比增加 27.61%，其中零售气量 100.18 亿立方米，同比增长 20.30%。期内新增用户 28.88 万户，其中新增居民用户 28.74 万户，新增工商业用户 1,431 户，累计用户已达 1,156.57 万户。公司预期全年天然气零售气量增长 15% 以上，新增接驳用户不低于 70 万户。

天然气业务覆盖 31 个省、自治区、直辖市运营 373 个城市燃气项目进入 20 个地级以上城市。天然气用户总数达 11,565.7 千户，支线及城市燃气管网长度覆盖 76,902 公里与天然气终端市场开发形成一体运作、一体推进格局。

上半年，公司在 20 个省、自治区、直辖市共取得 31 个新项目，其中 25 个并购/新设的控股项目，5 个参股项目，1 个武汉高压管网增资控股项目。此外，公司规划三年内将在四川全省建设 100 座集加油和加气于一体的油气合建站。

表 1：公司分部销售收入

(人民币百万元)	1H 2020	1H 2019	变动
收入	52,254.2	53,543.3	-2.4%
燃气销售	42,838.0	43,420.4	-1.3%
天然气销售	34,533.8	30,768.2	12.2%
天然气接驳	1,356.0	1,420.0	-4.5%
LPG 销售	6,948.2	11,232.2	-38.1%
LNG 加工与储运	3,501.6	3,926.2	-10.8%
LNG 接收站	2,355.8	2,770.9	-15.0%
LNG 工厂	1,145.8	1,155.3	-0.8%
天然气管道	5,314.7	5,190.0	2.4%
勘探与生产	599.9	1,006.7	-40.4%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

天然气销售平均价差 0.492 元/立方米，同比下降 5.4%：

期内天然气销售业务实现收入 433.38 亿元，同比减少 1.66%；除所得税前溢利 23.64 亿元，同比减少 0.63%。主要因为疫情影响下，天然气终端气价下调带来销气毛差下降所致，期内公司天然气销售平均价差 0.492 元/立方米，同比下降 5.4%。

表 2：公司分部税前利润

人民币百万元	1H 2020	1H 2019	变动
燃气销售	2,364.4	2,379.0	-0.6%
LNG 加工与储运	1,371.6	1,821.5	-24.7%
天然气管道	3,003.8	3,186.3	-5.7%
勘探与生产	-175.2	656.4	-126.7%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

管道资产剥离协商中，期待溢价出售：

目前公司与国家管网就可能出售部分管道资产正进行磋商，相关细节尚未落实，尚未与国家管网达成最终一致意见。

参照中石油和中石化 7 月 23 日公告的资产划转交易代价来看，中石油各类资产评估增值率 20.56%，而中石化榆济公司资产评估增值率为 42.84%，预期公司旗下管道资产也有望溢价划转，获得的现金将有利于降低公司资产负债率，节约财务成本，并提升公司价值。

管道资产出售后，公司将聚焦天然气终端市场开发，基于公司一体化资源协同优势，预期未来天然气销售业务将保持快速增长。

维持买入评级，目标价 7.60 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 7.60 港元，相当于 2020 年和 2021 年 10 倍和 8.5 倍 PE，目标价较现价有 44% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降，管道资产剥离交易对价低于预期。

表 3: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB MRQ	
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E		2021E
城市燃气														
0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.06	1,966	390.7	406.3	4.0%	93.1	69.7	-25.2%	28.2	24.3	22.7	3.2
1083.HK	港华燃气	HKD	3.40	101	117.9	129.2	9.6%	12.2	13.1	6.9%	7.7	7.2	6.6	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	22.40	1,169	595.4	596.7	0.2%	82.2	91.9	11.7%	12.7	10.7	9.2	3.0
1193.HK	华润燃气	HKD	36.05	834	516.4	568.9	10.2%	44.5	50.4	13.3%	16.5	15.8	14.1	2.7
2688.HK	新奥能源	HKD	87.40	984	695.5	786.8	13.1%	32.2	63.3	96.8%	15.6	14.7	12.5	3.4
0392.HK	北京控股	HKD	24.45	309	683.3	684.1	0.1%	75.8	80.5	6.3%	3.8	3.7	3.5	0.4
1600.HK	天伦燃气	HKD	5.59	56	58.4	73.1	25.3%	6.5	8.8	35.6%	6.4	5.4	4.6	1.2
0956.HK	新天绿色能源	HKD	1.92	240	114.3	133.9	17.2%	14.5	15.8	9.1%	4.7	4.3	4.0	0.5
行业平均											12.0	10.8	9.6	1.9
0135.HK	昆仑能源	HKD	5.28	457	1,208.9	1,268.3	4.9%	52.9	62.0	17.2%	7.4	6.9	6.1	0.8

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	105,470	113,313	117,509	134,893	151,338
采购、服务及其他	(78,249)	(85,116)	(86,428)	(99,443)	(111,990)
税金及附加	(468)	(472)	(491)	(511)	(531)
雇员成本	(4,845)	(5,134)	(5,300)	(6,084)	(6,825)
财务开支	(1,130)	(988)	(1,162)	(1,217)	(1,275)
应占联营公司利润	858	951	856	941	1,036
其他收益	(259)	364	0	0	0
销售费用	(3,389)	(3,112)	(3,525)	(4,047)	(4,540)
所得税	(3,772)	(4,074)	(4,350)	(5,172)	(5,884)
税前利润	11,985	13,645	14,568	17,323	19,708
少数股东应占利润	3,579	4,020	4,450	5,292	6,020
净利润	4,634	5,551	5,768	6,859	7,803
折旧及摊销	(6,189)	(6,350)	(7,122)	(7,522)	(7,922)
增长					
总收入 (%)	19%	7%	4%	15%	12%
净利润 (%)	-3%	20%	4%	19%	14%

资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	20,474	18,640	15,301	14,557	15,793
应收账款	2,459	2,792	2,740	3,145	3,528
存货	1,865	1,398	2,060	2,370	2,669
其他流动资产	5,859	6,820	6,684	6,550	6,419
流动资产	30,657	29,650	26,785	26,623	28,410
固定资产	95,933	105,776	102,259	104,287	105,914
无形资产	1,889	2,190	2,409	2,650	2,915
其他固定资产	12,108	10,281	11,227	12,265	13,402
非流动资产	109,930	118,247	115,895	119,201	122,232
总资产	140,587	147,897	142,679	145,824	150,641
应付账款	27,355	29,300	25,270	29,075	32,744
短期银行贷款	7,072	8,772	9,211	9,579	9,962
其他短期负债	4,714	1,225	1,274	1,325	1,379
流动负债	39,141	39,297	35,754	39,979	44,084
长期银行贷款	28,163	25,727	27,013	28,364	29,782
其他负债	3,189	3,688	4,046	4,447	4,886
非流动负债	31,352	29,415	31,059	32,811	34,668
总负债	70,493	68,712	66,813	72,790	78,752
少数股东权益	27,390	29,197	30,197	30,297	30,397
股东权益	42,704	49,988	45,669	42,736	41,492
负债及权益总额	140,587	147,897	142,679	145,824	150,641
每股账面值(人民币元)	5.29	5.77	5.27	4.94	4.79
营运资金	(8,484)	(9,647)	(8,970)	(13,357)	(15,675)

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
净利率 (%)	4%	5%	5%	5%	5%
营运表现					
实际税率 (%)	31%	30%	30%	30%	30%
股息支付率 (%)	40%	39%	39%	39%	39%
存货周转天数	9	9	9	9	9
应付账款周转天数	107	107	107	107	107
应收账款周转天数	9	9	9	9	9
ROE (%)	11%	11%	13%	16%	19%
ROA (%)	3%	4%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
收入/总资产	0.75	0.77	0.82	0.93	1.00
总资产/股本	3.29	2.96	3.12	3.41	3.63
收入对利息倍数	93.3	114.7	101.2	110.9	118.7

现金流量表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
融资成本	22,718	21,322	20,996	30,120	31,498
营运资金变化	(1,928)	(1,163)	677	(4,387)	(2,318)
所得税	(3,772)	(4,074)	(4,350)	(5,172)	(5,884)
营运现金流	17,018	16,085	17,324	20,561	23,296
资本开支	(8,458)	(9,932)	(12,000)	(11,500)	(11,499)
其他投资活动	1,458	(345)	(2,753)	(3,478)	(3,557)
投资活动现金流	(7,000)	(10,277)	(14,753)	(14,978)	(15,056)
负债变化	(4,440)	(1,781)	(1,899)	5,977	5,962
股本变化	0	586	0	0	0
股息	1,857	2,277	2,274	2,704	3,076
其他融资活动	(8,772)	(8,888)	(6,285)	(15,008)	(16,043)
融资活动现金流	(11,355)	(7,805)	(5,910)	(6,327)	(7,005)
现金变化	(1,337)	(1,997)	(3,339)	(744)	1,236
期初持有现金	21,850	20,474	18,640	15,301	14,557
汇率变动	(39)	163	0	0	0
期末持有现金	20,474	18,640	15,301	14,557	15,793

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>