

持有

天然气销售业务高增长，驱动公司估值持续提升

昆仑能源 (0135.HK)

2021-04-15 星期四

投资要点

目标价: **9.9 港元**
 现价: 8.73 港元
 预计升幅: 13%

➤ **2020 年业绩稳定增长，派发特别股息：**

按持续经营业务口径，2020 年公司收入为人民币 1,092.51 亿元，同比增长 7.33%；股东应占溢利 35.8 亿元，同比增长 47.58%，基本每股盈利为 41.34 分。派末期息及特别息分别为人民币 21.01 分及人民币 213.66 分，合计人民币 234.67 分。

重要数据

日期	2021-04-14
收盘价 (港元)	8.73
总股本 (百万股)	8,659
总市值 (百万港元)	75,593
净资产 (百万元)	53,584
总资产 (百万元)	154,988
52 周高低 (港元)	8.75 / 4.07
每股净资产 (港元)	7.35

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **拟透过股权投资基金购四川华盛 51% 净资产或产权：**

近日公司公告，其全资子公司海南中油就成立合伙企业以创立基金与国联基金、中垦投资以及四川华盛订立合伙企业协议，合伙企业的规模为 50.2 亿元人民币，分别由海南中油 (45%)、国联基金 (0.1%)、中垦投资 (51%) 及四川华盛 (3.9%) 注资。合伙企业旨在通过在产权交易所摘牌方式购买四川华盛 51% 净资产或产权。四川华盛主营业务为终端燃气，其市场范围覆盖川渝及周边地区。透过股权投资基金，除获得基金投资回报外，更有利于公司天然气终端业务拓展。

➤ **天然气销售业务高增长，驱动公司估值持续提升：**

管道资产剥离后，公司突出天然气终端业务发展。目前公司天然气业务覆盖 31 个省、自治区、直辖市运营 414 个燃气项目，天然气用户总数达 12,358.1 千户。2020 年公司在 20 个省、自治区、直辖市共取得 51 个燃气新项目。公司 2021 年目标零售天然气量增长约 15%，新增接驳居民用户 80 万户。公司聚集核心天然气终端销售业务，集中发展城市燃气、交通领域 LNG 利用等业务，天然气销售业务的高增长将驱动公司长期价值的持续提升。

➤ **给予持有评级，提高目标价至 9.9 港元：**

我们提高公司目标价至 9.9 港元，相当于 2021 年和 2022 年 16 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 13% 上升空间，给予持有评级。

持续经营 (人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额 (百万元)	101,794	109,251	131,329	153,927	180,921
同比增长 (%)	-3.5%	7.3%	20.2%	17.2%	17.5%
净利润 (百万元)	2,423	3,580	4,412	5,184	6,087
同比增长 (%)	-47.7%	47.8%	23.2%	17.5%	17.4%
每股盈利 (元)	0.29	0.41	0.51	0.60	0.70
PE@8.73HKD	12.5	10.5	14.4	12.3	10.4
每股股息 (元)	0.26	2.35	0.15	0.18	0.21
股息率	3.6%	32.0%	2.1%	2.4%	2.9%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

中石油香港有限公司 (54.38%)

相关报告

深度报告-20191120

更新报告-20200908

更新报告-20210114

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2020 年股东应占溢利为人民币 60.63 亿元，同比增长 9.22%，每股派息 234.67 分：

截至 2020 年 12 月 31 日止年度，公司持续经营业务收入为人民币 1,092.51 亿元，同比增长 7.33%；公司股东应占溢利为人民币 60.63 亿元，同比增长 9.22%；其中持续经营业务股东应占溢利 35.8 亿元，同比增长 47.58%，基本每股盈利为人民币 70.02 分，其中持续经营业务基本每股盈利为 41.34 分，拟派末期息及特别息分别为人民币 21.01 分及人民币 213.66 分，合计人民币 234.67 分。

2020 年，公司天然气销量 377.63 亿立方米，同比增加 34.73%，其中，实现零售气量 216.94 亿立方米，同比增长 20.45%；新增用户 108.11 万户，其中新增居民用户 107.67 万户，新增工商业用户 0.44 万户，累计用户已达 1,235.81 万户，同比增长 9.59%。天然气销售业务实现收入人民币 879.95 亿元，同比增长 20.33%；除所得税前溢利人民币 50.19 亿元，同比增长 28.10%。

2020 年度，实现 LPG 销量 521.17 万吨，同比减少 14.20%；实现收入人民币 147.75 亿元，同比减少 30.72%；除所得税前溢利人民币 5.50 亿元，同比减少 3.34%。

2020 年度，LNG 加工与储运业务实现收入人民币 86.49 亿元，同比增加 10.71%；除所得税前溢利人民币 25.96 亿元，同比增加 14.56%。

2020 年度，国际油价同比大幅回落，公司平均实现原油销售价格从去年 54.54 美元/桶下降至 38.71 美元/桶。2020 年度，公司销售原油 1,219 万桶，较去年 1,354 万桶减少 135 万桶或 9.97%。原油销售收入人民币 12.66 亿元，同比减少 36.83%；除所得税前亏损人民币 2.44 亿元，同比减少利润 122.39%。

图 1：持续经营业务收入结构

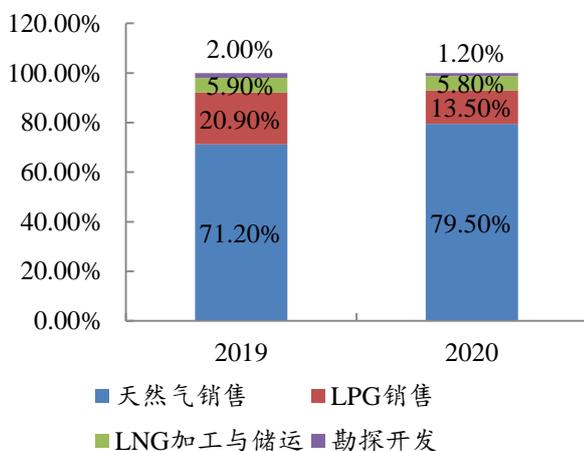
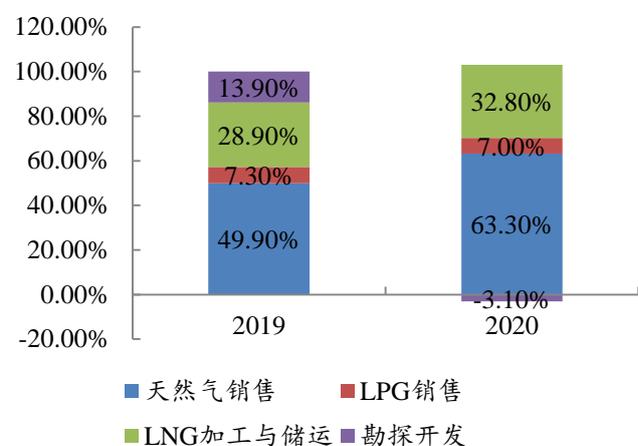


图 2：持续经营业务税前利润结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

拟透过股权投资基金购四川华盛 51%净资产或产权：

近日公司公告，其全资子公司海南中油深南石油技术开发有限公司就成立合伙企业以创立基金与国联基金（作为普通合伙人）、中垦投资（作为有限合伙人）以及四川华盛（作为有限合伙人）订立合伙企业协议，合伙企业的规模总量为 50.2 亿元(人民币,下同)，当中 22.59 亿元、502 万元、25.602 亿元及 1.9578 亿元分别由海南中油、国联基金、中垦投资及四川华盛注资。合伙企业旨在通过在产权交易所摘牌方式购买四川华盛 51%净资产或产权。

四川华盛前身为四川华盛石油工贸实业开发总公司，由四川石油管理局工会于 1993 年开办。四川华盛及其子公司目前是以燃气销售为主的综合性能源服务公司，主营业务分为终端燃气，其市场范围覆盖川渝及周边地区。通过订立合伙协议，公司可动用各订约方的资源及国联基金的投资经验，透过基金投资于主营业务为天然气终端等能源产业的四川华盛，拓展公司于行内的业务。同时，公司亦能受惠于该等投资方公司所产生的协同效应，以及其从基金收入贡献所获得的潜在增长及财务回报。

表 1：所得现金用途分配

性质	名称	出资方式	认缴出资额 (人民币百万元)	认缴出资比例
普通合伙人、基金管理人、执行事务合伙人	国联基金	现金	5.02	0.10%
有限合伙人	海南中油	现金	2259	45%
有限合伙人	中垦投资	现金	2560.2	51%
有限合伙人	四川华盛	现金	195.78	3.90%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

天然气销售业务高增长，驱动公司估值持续提升：

管道资产剥离后，公司突出天然气终端业务发展。目前公司天然气业务覆盖 31 个省、自治区、直辖市运营 414 个燃气项目，天然气用户总数达 12,358.1 千户。2020 年公司在 20 个省、自治区、直辖市共取得 51 个燃气新项目。公司 2021 年目标零售天然气量增长约 15%，新增接驳居民用户 80 万户。

公司聚集核心天然气终端销售业务，集中发展城市燃气、交通领域 LNG 利用等业务，该核心业务的高增长将驱动公司长期价值的持续提升。

给予持有评级，提高目标价至 9.9 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，提高公司目标价至 9.9 港元，

相当于 2021 年和 2022 年 16 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 13% 上升空间，给予持有评级。

风险提示：

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降。

表 2：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	12.30	2,186	31.4	36.4	32.1	31.0	3.4	3.3	3.3	3.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.84	114	8.7	7.9	6.9	6.4	0.6	0.6	0.5	0.5
0384.HK	中国燃气	HKD	33.20	1,731	18.8	15.9	13.6	12.0	3.9	3.9	3.1	2.7
2688.HK	新奥能源	HKD	127.10	1,434	22.7	19.2	16.6	14.6	5.0	4.0	3.3	2.9
1193.HK	华润燃气	HKD	41.60	963	19.1	18.7	16.8	15.4	2.7	2.7	2.6	2.3
0392.HK	北京控股	HKD	26.00	328	4.1	6.2	4.3	3.8	0.4	0.4	0.4	0.3
1600.HK	天伦燃气	HKD	8.05	81	9.2	6.5	6.6	5.7	1.4	1.4	1.3	1.1
平均					16.3	15.8	13.8	12.7	2.5	2.3	2.1	1.9
0135.HK	昆仑能源	HKD	8.73	756	12.2	10.5	14.4	12.3	1.3	1.2	3.7	3.5

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	101,794	109,251	131,329	153,927	180,921
采购、服务及其他	(82,922)	(90,292)	(102,436)	(120,833)	(142,928)
税金及附加	(385)	(347)	(361)	(375)	(390)
雇员成本	(4,743)	(4,700)	(5,923)	(6,942)	(8,160)
财务开支	(899)	(708)	(600)	(600)	(599)
应占联营公司利润	951	340	340	340	340
其他收益	44	1,141	0	0	0
销售费用	(3,031)	(2,689)	(3,940)	(4,618)	(5,428)
所得税	(2,405)	(2,313)	(3,563)	(4,187)	(4,916)
税前利润	7,014	8,107	12,487	14,674	17,229
少数股东应占利润	2,186	2,214	4,513	5,304	6,227
净利润	2,423	3,580	4,412	5,184	6,087
折旧及摊销	(3,975)	(4,402)	(6,018)	(6,338)	(6,658)
增长					
总收入 (%)	-3%	7%	20%	17%	18%
净利润 (%)	-48%	48%	23%	18%	17%

资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	18,640	16,273	14,412	13,477	14,988
应收账款	2,792	4,085	3,062	3,589	4,218
存货	1,398	925	2,441	2,880	3,407
其他流动资产	6,820	52,560	7,990	7,830	7,674
流动资产	29,650	73,843	27,905	27,776	30,286
固定资产	105,776	67,877	69,235	76,158	83,774
无形资产	2,190	2,440	2,684	2,952	3,248
其他固定资产	10,281	10,828	11,833	12,936	14,145
非流动资产	118,247	81,145	83,752	92,046	101,167
总资产	147,897	154,988	111,657	119,822	131,453
应付账款	29,300	28,093	29,950	35,329	41,789
短期银行贷款	8,772	5,182	5,389	5,605	5,829
其他短期负债	1,225	11,318	853	891	931
流动负债	39,297	44,593	36,192	41,825	48,549
长期银行贷款	25,727	22,491	23,616	24,796	26,036
其他负债	3,688	3,377	3,704	4,061	4,451
非流动负债	29,415	25,868	27,320	28,857	30,487
总负债	68,712	70,461	63,512	70,682	79,036
少数股东权益	29,197	30,943	31,043	31,143	31,243
股东权益	49,988	53,584	17,102	17,997	21,174
负债及权益总额	147,897	154,988	111,657	119,822	131,453
每股账面值(人民币元)	5.77	6.19	1.98	2.08	2.45
营运资金	(9,647)	29,250	(8,287)	(14,049)	(18,263)

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
净利率 (%)	2%	3%	3%	3%	3%
营运表现					
实际税率 (%)	34%	29%	29%	29%	29%
股息支付率 (%)	39%	335%	30%	30%	30%
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 (%)	5%	7%	26%	29%	29%
ROA (%)	2%	2%	3%	4%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.2	0.9	0.9	0.8
收入/总资产	0.69	0.70	1.18	1.28	1.38
总资产/股本	2.96	2.89	6.53	6.66	6.21
收入对利息倍数	113.2	154.3	218.9	256.5	302.0

现金流量表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
融资成本	19,653	(23,420)	52,655	26,600	28,631
营运资金变化	(1,163)	38,897	(37,537)	(5,762)	(4,215)
所得税	(2,405)	(2,313)	(3,563)	(4,187)	(4,916)
营运现金流	16,085	13,164	11,555	16,651	19,501
资本开支	(9,932)	(12,000)	(11,500)	(8,000)	(7,999)
其他投资活动	(345)	9,696	14,522	(3,557)	(3,465)
投资活动现金流	(10,277)	(2,304)	3,022	(11,557)	(11,464)
负债变化	(1,781)	1,749	(6,949)	7,170	8,354
股本变化	586	0	0	0	0
股息	2,277	20,320	19,823	1,555	1,826
其他融资活动	(8,888)	(35,296)	(29,313)	(14,754)	(16,706)
融资活动现金流	(7,805)	(13,227)	(16,439)	(6,029)	(6,526)
现金变化	(1,997)	(2,367)	(1,861)	(935)	1,510
期初持有现金	20,474	18,640	16,273	14,412	13,477
汇率变动	163	0	0	0	0
期末持有现金	18,640	16,273	14,412	13,477	14,988

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>