

买入

公司 2021 年上半年经营数据表现良好

昆仑能源 (0135.HK)

2021-07-23 星期五

投资要点

目标价: **9.2 港元**
 现价: 6.75 港元
 预计升幅: 36%

➤ 预期公司 2021 年上半年零售气量增长约 20%，高于年度指引：

2021 年上半年公司生产经营保持良好增长态势，总体实现或超出年度指引。我们初步预期公司天然气零售量同比增长约 20%（年度指引增长 15%）；液化石油气（LPG）同比增长约为 25%；接收站 LNG 处理量同比增长约 25%；LNG 加工厂加工量基本持平；原油销售量有小幅上涨，原油价格同比上涨超过 50%。基于公司良好的经营数据，我们预期 2021 年上半年业绩整体表现良好。

重要数据

日期	2021-07-22
收盘价 (港元)	6.75
总股本 (百万股)	8,659
总市值 (百万港元)	58,448
净资产 (百万元)	84,527
总资产 (百万元)	154,988
52 周高低 (港元)	7.40 / 3.29
每股净资产 (元)	6.19

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 预期 2021 年上游原油业务税前利润约为人民币 6.5 亿元：

随着全球经济逐渐复苏，2021 年原油价格强势反弹，公司上游原油开采量逐渐恢复，预计全年原油权益销售量较去年(1,219 万桶)同比增长约 2.54%。公司假设全年平均油价为 60 美元/桶，若公司实现年度指引，原油销售量达到 1,250 万桶，预计 2021 年上游板块将实现税前利润约人民币 6.5 亿元。

➤ 聚焦天然气终端零售业务，实现天然气与新能源融合发展：

公司聚焦于天然气终端零售业务，基于公司上游资源稳定供应优势，以及销售网络优势（分布在全国 31 个省市，完整的上中下游产业链）；加上优秀的安全管理及业务管理，积极并购高质量城燃项目，对目标收购项目，公司要求项目的内部收益率不低于 8%。同时，在双碳目标及能源转型背景下，公司充分利用自身资源优势，进行天然气调峰，积极布局优质风光项目，通过资本运作获得风光资源，实现天然气与新能源融合发展。

➤ 给予买入评级，目标价 9.2 港元：

我们更新公司目标价至 9.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 13 倍和 12 倍 PE，目标价较现价有 36% 上升空间，给予买入评级。

持续经营 (人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入(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	5,003	5,583	6,214
变动(%)	-47.7%	47.8%	39.7%	11.6%	11.3%
基本每股盈利(元)	0.29	0.41	0.58	0.64	0.72
PE@6.75 HKD	19.3	13.6	9.7	8.7	7.8
每股股息(元)	0.26	2.35	0.17	0.19	0.22
股息率(%)	4.7%	41.8%	3.1%	3.4%	3.8%

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

更新报告-20210415

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

预期公司 2021 年上半年零售气量增长约 20%，高于年度指引：

管道资产剥离后，公司更加聚焦于终端零售核心业务的全面推进和升级，将市场开发融入地方发展规划，大力提升城燃项目渗透率，积极开拓天然气利用新领域。截至 2021 年 5 月 31 日，公司生产经营保持良好增长态势，实现或超出年度指引。

我们初步预测：

2021 年 1-6 月，公司天然气零售量同比增长约 20%，高于同期全国表观消费量增长；

2021 年 1-6 月，公司液化石油气(LPG)销售量优于预期，同比增长约为 25%；

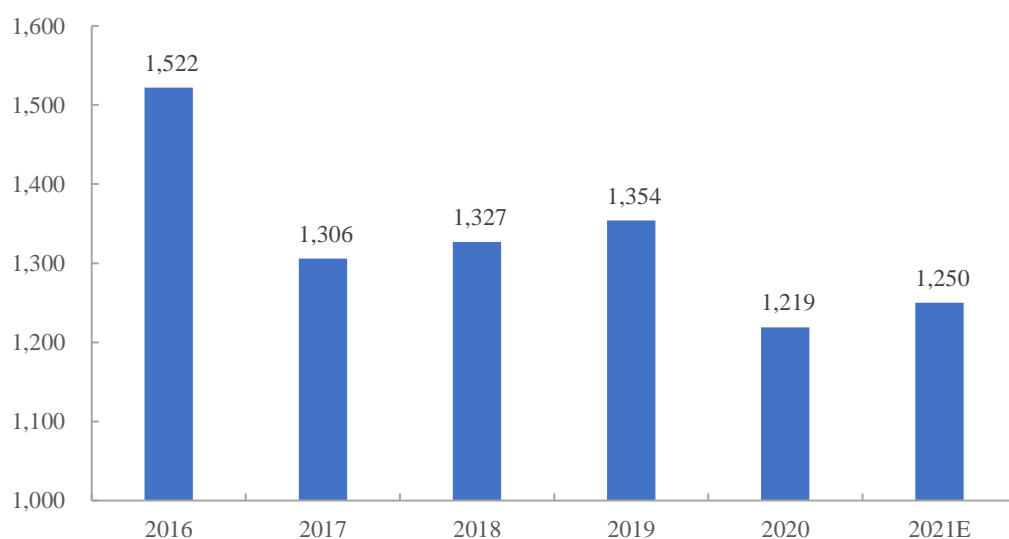
2021 年 1-6 月，公司接收站 LNG 装车量同比增长超过 25%；LNG 加工厂加工量基本持平；

2021 年 1-6 月，公司上游勘探与生产板块原油销量较去年同期有小幅增长，原油价格同比上涨超过 50%。

预计 2021 年上游原油勘探与生产业务税前利润约为人民币 6.5 亿元：

随着全球经济逐渐复苏，2021 年原油价格强势反弹，公司上游原油开采量逐渐恢复，预计全年原油权益销售量较去年(1,219 万桶)同比增长约 2.54%。公司假设全年平均油价为 60 美元/桶，若公司实现年度指引，原油销售量达到 1,250 万桶，预计 2021 年上游板块将实现税前利润约人民币 6.5 亿元。

图 1：公司原油权益销售量预计（单位：万桶）



资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

聚焦天然气终端零售业务，实现天然气与新能源融合发展：

公司聚焦于天然气终端零售业务，基于公司上游资源稳定供应优势，以及销售网络优势（分布在全国 31 个省市，完整的上中下游产业链）；加上优秀的安全管理及业务管理，积极并购高质量城燃项目，对目标收购项目，公司要求项目的内部收益率不低于 8%。同时，在双碳目标及能源转型背景下，公司充分利用自身资源优势，进行天然气调峰，积极布局优质风光项目，通过资本运作获得风光资源，实现天然气与新能源融合发展。

给予买入评级，目标价 9.2 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 9.2 港元，相当于 2021 年和 2022 年 13 倍和 12 倍 PE，目标价较现价有 36% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降。

表 2：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	12.64	2,359	39.3	31.7	29.7	27.5	3.5	3.3	3.3	3.4
1083.HK	港华燃气	HKD	5.37	163	11.3	9.4	8.6	7.2	0.8	0.7	0.5	0.5
0384.HK	中国燃气	HKD	24.25	1,354	0.0	11.0	9.5	8.6	2.6	2.1	1.8	1.4
2688.HK	新奥能源	HKD	165.20	1,866	25.0	21.2	18.6	16.3	5.1	4.3	3.7	3.2
1193.HK	华润燃气	HKD	48.00	1,111	21.6	18.0	16.0	14.3	3.1	2.6	2.3	2.0
0392.HK	北京控股	HKD	25.35	320	6.1	4.2	3.7	3.7	0.4	0.4	0.3	0.3
1600.HK	天伦燃气	HKD	8.21	82	6.6	6.5	5.7	5.2	1.5	1.2	1.1	0.9
平均					15.7	14.6	13.1	11.8	2.4	2.1	1.9	1.7
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.75	584	8.1	14.4	12.3	8.2	0.9	2.2	1.8	1.5

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)	(101,123)	(120,063)	(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	600	600	600
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)	(4,040)	(4,509)	(5,018)
税前利润	7,014	8,107	14,161	15,804	17,589
少数股东应占利润	2,186	2,214	5,118	5,712	6,357
净利润	2,423	3,580	5,003	5,583	6,214
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%	40%	12%	11%

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	15,424	14,463	15,356
应收账款	2,792	4,085	3,062	3,589	4,218
存货	1,398	925	2,410	2,862	3,407
其他流动资产	6,820	52,560	8,316	8,482	8,652
流动资产	29,650	73,843	29,212	29,396	31,632
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	112,964	121,442	132,799
应付账款	29,300	28,093	29,566	35,104	41,789
短期银行贷款	8,772	5,182	4,664	4,197	3,778
其他短期负债	1,225	11,318	853	891	931
流动负债	39,297	44,593	35,083	40,192	46,498
长期银行贷款	25,727	22,491	20,692	19,036	17,513
其他负债	3,688	3,377	3,661	3,969	4,304
非流动负债	29,415	25,868	24,353	23,005	21,817
总负债	68,712	70,461	59,435	63,198	68,315
少数股东权益	29,197	30,943	31,252	31,565	31,881
股东权益	49,988	53,584	22,276	26,680	32,603
负债及权益总额	147,897	154,988	112,964	121,442	132,799
每股账面值(人民币元)	5.77	6.19	2.57	3.08	3.77
营运资金	(9,647)	29,250	(5,871)	(10,796)	(14,865)

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
净利率(%)	2%	3%	4%	4%	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%	22%	21%	19%
ROA(%)	2%	2%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2
收入/总资产	0.69	0.70	1.16	1.27	1.36
总资产/股本	2.96	2.89	5.07	4.55	4.07
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	(19,846)	53,695	28,493	30,236
营运资金变化	(1,163)	38,897	(35,121)	(4,925)	(4,069)
所得税	(2,405)	(2,313)	(4,040)	(4,509)	(5,018)
营运现金流	16,085	16,738	14,534	19,058	21,149
资本开支	(9,932)	(6,802)	(11,500)	(8,000)	(7,999)
其他投资活动	(345)	(2,031)	16,431	(1,648)	(1,556)
投资活动现金流	(10,277)	(8,833)	4,931	(9,648)	(9,555)
负债变化	(1,781)	1,749	(11,026)	3,762	5,117
股本变化	586	0	0	0	0
股息	2,277	20,320	20,001	1,675	1,864
其他融资活动	(8,888)	(31,877)	(29,707)	(15,808)	(17,683)
融资活动现金流	(7,805)	(9,808)	(20,732)	(10,371)	(10,702)
现金变化	(1,997)	(1,903)	(1,266)	(960)	892
期初持有现金	20,474	18,640	16,690	15,424	14,463
汇率变动	163	(47)	0	0	0
期末持有现金	18,640	16,690	15,424	14,463	15,356

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>