

## 买入

## 毛差稳定优势明显，未来业绩稳健增长

**昆仑能源 (0135.HK)**

2021-09-15 星期三

### 投资要点

目标价: **11 港元**  
 现价: 8.86 港元  
 预计升幅: 24%

#### ➤ 2021 年上半年核心利润 25.96 亿元人民币，同比增长 2.5 倍：

2021 年上半年，公司实现营业收入 647.39 亿元，同比增长 38.59%；公司股东应占溢利为 204.61 亿元，同比增长 765.89%，其中持续经营业务归属股东净利润为 25.96 亿元，同比增长 2.5 倍；基本每股盈利为人民币 2.36 元，其中持续经营业务基本每股盈利 0.30 元，同比增长 249.8%；公司业绩增长主要是受益于国内疫情管控成效显著，经济稳固复苏，燃气板块量价提升推动天然气销售收入大幅增长所致。

### 重要数据

日期	2021-09-14
收盘价 (港元)	8.86
总股本 (百万股)	8,659
总市值 (百万港元)	76,717
净资产 (百万元)	72,593
总资产 (百万元)	146,463
52 周高低 (港元)	9.0 / 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

#### ➤ 公司全年天然气零售气量增长目标 15%：

2021 年上半年，公司实现天然气销售 210.46 亿立方米，同比增长 30.95%，其中零售气量 120.42 亿立方米，同比增长 20.20%。实现收入 502.73 亿元，同比增长 36.91%。新增用户 39.70 万户，同比增加 37.47%，其中居民用户 38.92 万户，工商业用户 0.78 万户；累计用户达 1,275.5 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 80 万户。

#### ➤ 2021 年上半年销气毛差小幅增长，优于同行：

2021 年上半年，公司天然气销售平均差价为 0.497 元/立方米，同比增长 1.0%。而同行华润燃气和新奥能源上半年销气毛差均下降 0.02 元/立方米，公司毛差稳定优势明显。未来公司通过销气结构的改善和运营效率提升，有望保持气购销差价稳定。

### 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  
 更新报告-20210723

#### ➤ 给予买入评级，目标价 11 港元：

管道业务剥离后，公司聚焦核心天然气终端零售业务，实现天然气与新能源融合发展。随着冬季取暖需求上升，预期下半年天然气需求将保持持续快速增长。我们更新公司目标价至 11 港元，相当于 2021 年和 2022 年 15 倍和 12.5 倍，目标价较现价有 24% 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%
归属净利润(百万元)	2,423	3,580	5,180	6,309	7,531
变动(%)	-47.7%	47.8%	44.7%	21.8%	19.4%
基本每股盈利(元)	0.29	0.41	0.60	0.73	0.87
PE@8.86 HKD	25.2	17.7	12.3	10.1	8.4
每股股息(元)	0.26	2.35	0.18	0.22	0.26
股息率(%)	3.6%	32.0%	2.4%	3.0%	3.6%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 研究部

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

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 2021年上半年核心利润 25.96 亿元人民币，同比增长 2.5 倍：

2021 年上半年，公司实现营业收入 647.39 亿元，同比增长 38.59%；公司股东应占溢利为 204.61 亿元，同比增长 765.89%，其中持续经营业务归属股东净利润为 25.96 亿元，同比增长 2.5 倍；基本每股溢利为人民币 2.36 元，其中持续经营业务基本每股溢利 0.30 元，同比增长 249.8%；已终止持续经营业务基本每股溢利 2.06 元，同比增长 10 倍。收益增加主要是受益于国内疫苗接种率不断提升，疫情管控成效显著，经济稳固复苏，燃气板块量价提升推动天然气销售收入大幅增长所致。

### 公司全年天然气零售气量增长目标 15%：

2021 年上半年，公司实现天然气销售 210.46 亿立方米，同比增长 30.95%，其中零售气量为 120.42 亿立方米，同比增长 20.20%。实现收入 502.73 亿元，同比增长 36.91%。新增用户 39.70 万户，同比增加 37.47%，其中居民用户 38.92 万户，工商业用户 0.78 万户；累计用户达 1,275.5 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 80 万户。上半年，公司收购、新设、增资扩股控股项目 15 个，参股项目 1 个，集团燃气项目达到 232 个。

2021H1，公司实现 LPG 销售量为 301.59 万吨，同比增长 28.17%，实现收入 108.61 亿元，同比增长 55.82%；公司 LNG 加工与储运业务实现 LNG 气化装车量 86.93 亿立方米，同比增长 23.60%，实现收入 44.62 亿元，同比增长 18.01%；国际油价震荡攀升，公司平均原油销售价格从去年 40.31 美元/桶上升至 51.65 美元/桶，销售原油 609 万桶，同比减少 0.65%，实现收入 8.69 亿元，同比增长 44.83%；

表 1：公司分部销售收入

(人民币百万元)	1H 2021	1H 2020	变动
收入	64,738.8	46,713.7	38.6%
燃气销售	49,600.0	36,220.3	36.9%
天然气销售	<b>47,154.5</b>	<b>34,398.0</b>	<b>37.1%</b>
天然气接驳	1,853.8	1,420.0	36.7%
增值服务	591.7	466.1	27.0%
液化石油 (LPG)	10,833.8	6,955.2	55.8%
LNG 加工与储运	3,436.3	2,938.3	16.9%
LNG 接收站	2,284.8	1,792.5	27.5%
LNG 工厂	1,151.5	1,145.8	0.5%
勘探与生产	868.7	599.9	44.8%

资料来源：公司推介材料、国元证券经纪（香港）整理

**2021 年上半年销气毛差小幅增长，优于同行：**

2021 年上半年，公司天然气销售平均差价为 0.497 元/立方米，同比增长 1.0%。而同行华润燃气和新奥能源上半年销气毛差均下降 0.02 元/立方米，公司毛差稳定优势明显。未来公司通过销气结构的改善和运营效率提升，有望保持气购销差价稳定。

**表 2：公司气销差**

人民币元/立方米	1H 2020	1H 2019	变动
平均销气价格	2.37	2.27	4.4%
平均购气价格	1.87	1.78	5.0%
加权平均进销价差	0.497	0.492	1%

数据来源：公司 2021 年中期推介资料、国元证券经济（香港）整理

**给予买入评级，目标价 11 港元：**

管道业务剥离后，公司将继续聚焦天然气终端零售业务，实现天然气与新能源融合发展。随着冬季取暖需求上升，预期下半年天然气需求将保持持续快速增长。

我们更新公司目标价至 11 港元，相当于 2021 年和 2022 年 15 倍和 12.5 倍，目标价较现价有 24% 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 3：行业估值**

代码	公司名称	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	12.40	2,314	38.5	29.0	26.8	24.6	3.5	3.4	3.2	3.1
1193.HK	华润燃气	45.90	1,062	20.6	17.0	15.2	13.6	2.9	2.5	2.3	2.0
0384.HK	中国燃气	22.20	1,238	11.8	10.1	8.6	7.6	2.4	1.8	1.6	1.3
0392.HK	北京控股	29.80	376	7.1	4.8	4.3	4.1	0.4	0.4	0.4	0.4
1083.HK	港华燃气	5.05	154	10.6	9.0	8.1	7.1	0.7	0.7	0.7	0.6
2688.HK	新奥能源	143.90	1,626	21.8	18.4	16.1	14.1	4.5	3.7	3.3	2.8
0956.HK	新天绿色能源	5.95	229	12.8	9.9	8.9	7.9	1.5	1.3	1.2	1.1
1600.HK	天伦燃气	7.47	75	6.0	5.9	5.2	4.7	1.3	1.1	1.0	0.8
行业平均				16.2	13.0	11.7	10.5	2.2	1.9	1.7	1.5
0135.HK	昆仑能源	8.86	767	17.7	12.3	10.1	8.4	1.2	1.4	1.3	1.2

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
<b>收入</b>	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)	(5,516)	(6,142)	(6,839)
财务开支	(899)	(708)	(600)	(600)	(599)
应占联营公司利润	951	340	400	600	600
其他收益	44	1,141	0	0	200
销售费用	(3,031)	(2,689)	(3,546)	(4,156)	(4,885)
所得税	(2,405)	(2,313)	(4,183)	(5,095)	(6,082)
税前利润	7,014	8,107	14,662	17,858	21,317
少数股东应占利润	2,186	2,214	5,299	6,454	7,704
<b>净利润</b>	2,423	3,580	5,180	6,309	7,531
折旧及摊销	(3,975)	(4,402)	(6,018)	(5,546)	(4,993)
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-3%	7%	20%	17%	18%
净利润 (%)	-48%	48%	45%	22%	19%

**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	15,925	16,174	18,912
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
<b>流动资产</b>	29,650	73,843	29,713	31,106	35,188
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
<b>非流动资产</b>	118,247	81,145	83,752	92,046	101,167
<b>总资产</b>	147,897	154,988	113,465	123,152	136,355
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	1,354	2,601	4,487
<b>流动负债</b>	39,297	44,593	35,584	41,902	50,054
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
<b>非流动负债</b>	29,415	25,868	24,353	23,005	21,817
<b>总负债</b>	68,712	70,461	59,936	64,908	71,871
少数股东权益	29,197	30,943	31,252	31,565	31,881
<b>股东权益</b>	49,988	53,584	22,276	26,680	32,603
<b>负债及权益总额</b>	147,897	154,988	113,465	123,152	136,355
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
<b>盈利能力</b>					
净利率 (%)	2%	3%	4%	4%	4%
<b>营运表现</b>					
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%	23%	24%	23%
ROA (%)	2%	2%	4%	5%	6%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.3	0.2	0.4	0.3	0.1
收入/总资产	0.69	0.70	1.16	1.25	1.33
总资产/股本	2.96	2.89	5.09	4.62	4.18
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)	54,339	30,341	33,364
营运资金变化	(1,163)	38,897	(35,121)	(4,925)	(4,069)
所得税	(2,405)	(2,313)	(4,183)	(5,095)	(6,082)
<b>营运现金流</b>	16,085	16,738	15,035	20,321	23,212
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)
<b>投资活动现金流</b>	(10,277)	(8,833)	4,931	(9,648)	(9,555)
负债变化	(1,781)	1,749	(10,525)	4,971	6,963
股本变化	586	0	0	0	0
股息	2,277	20,320	20,054	1,893	2,259
其他融资活动	(8,888)	(31,877)	(30,261)	(17,288)	(20,142)
<b>融资活动现金流</b>	(7,805)	(9,808)	(20,732)	(10,424)	(10,919)
<b>现金变化</b>	(1,997)	(1,903)	(765)	249	2,738
期初持有现金	20,474	18,640	16,690	15,925	16,174
汇率变动	163	(47)	0	0	0
期末持有现金	18,640	16,690	15,925	16,174	18,912

# 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>