

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

昆仑能源 (135 HK)

20财年业绩稳健; 迈向更美好的前景

- 20财年核心利润同比下跌5%，销气业务表现亮眼，部分抵消了石油勘探和生产表现逊色
- 天然气：并购继续成为主要发展计划
- 维持买入，调高目标价至12.0港元；派发特别股息，股息收益率32%

天然气销售业务表现亮眼推动业绩稳健增长

昆仑能源20财年收入同比增长7.3%至1,090亿元人民币，核心利润同比下降5%至29亿元人民币。稳健业绩主要受以下方面推动：1)天然气销售业务快速增长(天然气整体销量/零售销量同比分别+35%/+20%)，推动销气收入同比增长20%；2)液化天然气工厂和接收站的液化天然气处理量增长(即液化天然气工厂：同比+17%；液化天然气接收站：同比+2%)部分抵消其石油勘探和生产分部下跌带来的负面影响。公司宣布派发末期股息和出售资产产生的特别股息合计为每股2.35元人民币，对应按前一日收盘价计算的股息收益率为32%。

转变成多元化能源供应商

管理层对其天然气销售业务的未来前景持乐观态度，并指引天然气零售销量同比增长15%，天然气业务21财年预测资本支出为59亿元人民币(不包括并购预算)。考虑到其资产出售的净收益为昆仑通过并购扩张提供充足资金，而昆仑于并购战略中一直有不错的表现(即在19/20财年收购53/51个城市燃气项目)。管理层还表示，此类并购并不局限于单个项目以及大型天然气运营商。此外，管理层也在寻找天然气和可再生能源更深层次的整合机遇，例如调峰设施、分布式能源系统和下游太阳能和风能项目。

维持买入评级，上调目标价至12.0港元

我们调整21/22财年预测核心利润-9%/+2%，经计及出售管道业务的全面影响并上调销气业务增长预测。我们调升目标价，由9.4港元调至12.0港元，反映我们对其天然气销售业务正前景的看法。

盈利预测及估值

12月31日年结 (人民币百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额	101,794	109,251	135,398	156,079	175,226
毛利	14,897	14,557	17,890	21,014	23,840
报告净利润	2,423	3,580	21,329	5,510	6,010
核心净利润	3,117	2,959	5,049	5,510	6,010
经常性的每股收益(人民币)	-46.4	-5.1	70.6	9.1	9.1
核心市盈率(x)	0.36	0.34	0.58	0.64	0.69
市净率(x)	20.4	21.6	12.6	11.6	10.6
股息率(%)	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	3.6	31.9	2.5	2.8	3.0
净负债/权益比率(%)	20.8	14.3	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2021年3月24日

王騰杰 +852 3189 6634 tommywong@cmschina.com.hk
蕭俊榮 +852 3189 6395 ericsiu@cmschina.com.hk

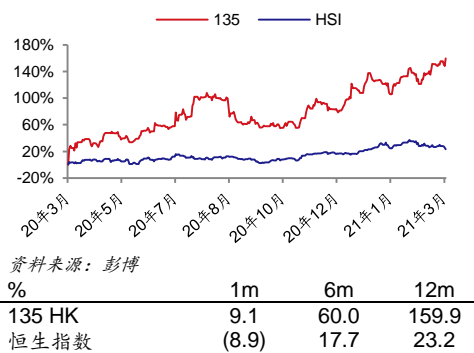
最新变动

20财年业绩；预测及目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	8.37港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	12.0港元 (+43.4%)
前次目标价	9.4港元

股价表现



行业：天然气

恒生指数	27,918
国企指数	10,848
重要数据	
52周股价区间(港元)	3.34-8.56
港股市值(百万港元)	72,474
日均成交量(百万股)	19.03
每股净资产(人民币)(2020)	6.19
主要股东	
中国石油天然气集团	57.6%
总股数(百万股)	8,659
自由流通股	42.4%

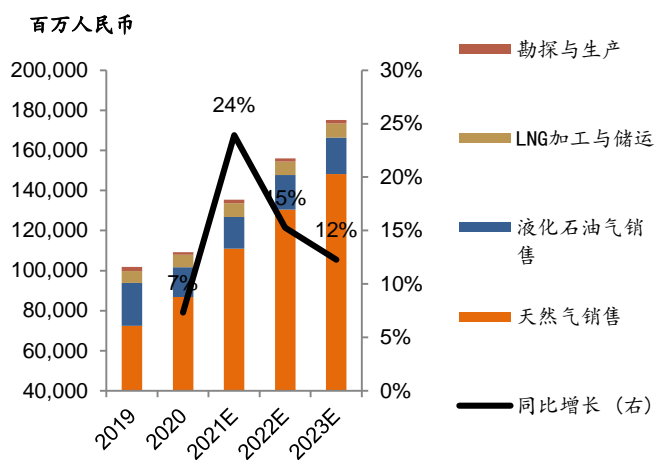
资料来源：彭博

相关报告

1. 昆仑能源 (135 HK) - 销气量增长蓄势待发(2021/1/26)
2. 昆仑能源 (135 HK) - 出售资产估值优于预期(2020/12/23)
3. 昆仑能源 (135 HK) - 业务已步入复苏正轨(2020/11/05)
4. 昆仑能源 (135 HK) - 上半年业绩并非最理想，复苏处于正轨，前景向好(2020/08/26)
5. 昆仑能源 (135 HK) - 中石化冠德管道资产交易使昆仑管道资产估值更明朗化(2020/07/22)
6. 昆仑能源 (135 HK) - 销气前景乐观(2020/06/16)
7. 昆仑能源 (135 HK) - 增长前景稳定(2020/05/22)
8. 昆仑能源 (135 HK) - 2021年增长前景尚未在股价中反应(2020/04/21)

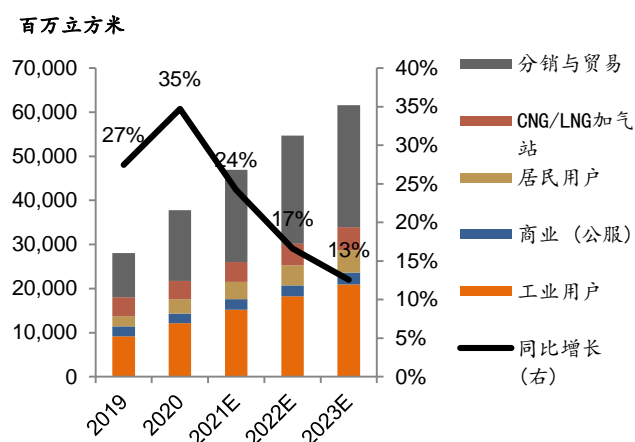
重点图表：昆仑能源 (135 HK)

图1：营收趋势



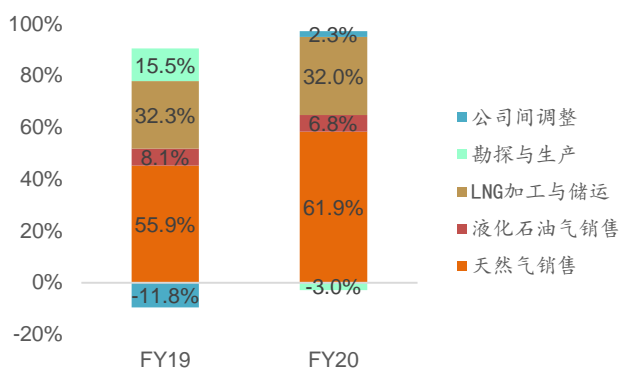
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图2：天然气销售趋势



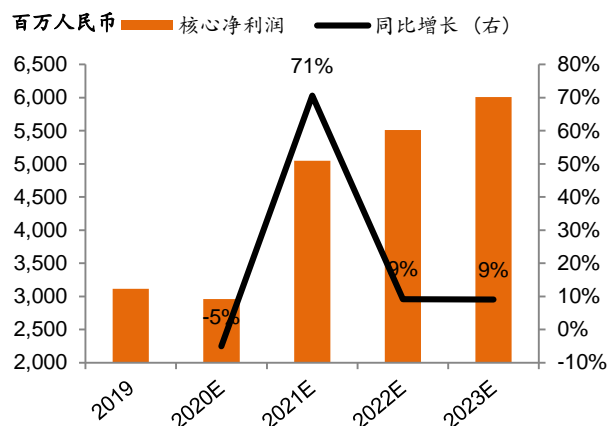
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图3：20财年对比19财年税前利润构成



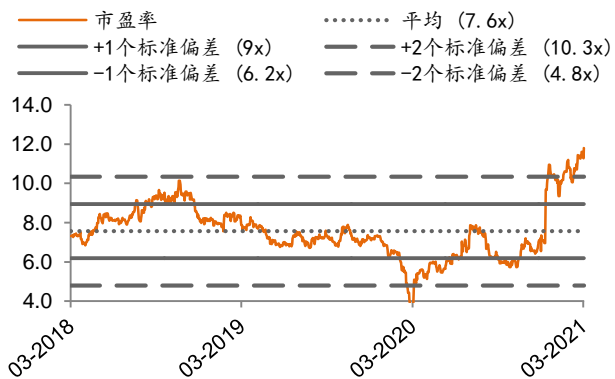
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图4：核心净利润趋势



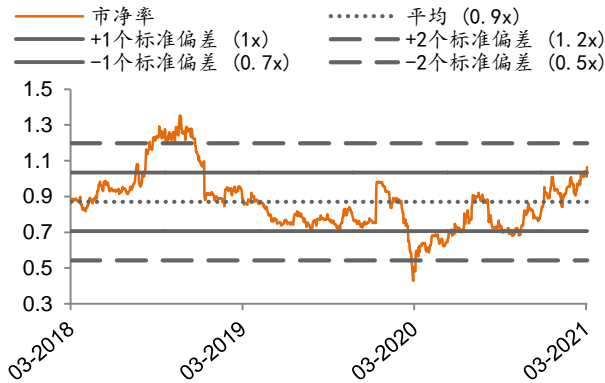
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：市盈率趋势



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图6：市净率趋势



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图7: 昆仑能源 - 20财年业绩概要

百万人民币	FY19	FY20	同比变化
收入	101,794	109,251	7.3%
采购、服务及其他	(82,922)	(90,292)	8.9%
折旧、损耗及摊销	(3,975)	(4,402)	10.7%
毛利	14,897	14,557	-2.3%
毛利率	14.6%	13.3%	-1.3ppt
雇员酬金成本	(4,743)	(4,700)	-0.9%
销售、一般性和管理费用	(3,031)	(2,689)	-11.3%
营业利润	7,123	7,168	0.6%
营业利润率	7.0%	6.6%	-0.4ppt
应占联营公司、合资企业溢利	1,270	523	-58.8%
利息支出	(899)	(708)	-21.2%
利息收入	265	330	24.5%
除所得税以外之税项	(385)	(347)	-9.9%
物业、厂房及设备减值亏损	(404)	0	-100.0%
其他收益/(亏损), 净额	44	1,141	2493.2%
税前利润	7,014	8,107	15.6%
所得税开支	(2,405)	(2,313)	-3.8%
税后利润	4,609	5,794	25.7%
减:非控股权益	(2,186)	(2,214)	1.3%
净利润	2,423	3,580	47.8%
净利润率	2.4%	3.3%	0.9ppt
核心净利润	3,117	2,959	-5.1%
核心净利润率	3.1%	2.7%	-0.4ppt
基本每股盈利(人民币)	0.2912	0.4134	42.0%
摊薄每股盈利(人民币)	0.2828	0.4134	46.2%
核心摊薄每股盈利(人民币)	0.3613	0.3417	-5.4%
中期每股股息(人民币)	0	0	n.a.
末期每股股息(人民币)	0.263	0.21	-19.4%
特别每股股息(人民币)	0	2.14	n.a.
总计每股股息(人民币)	0.26	2.35	793.0%
派息比率	72.8%	568.1%	495.3ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图 8: 昆仑能源 - 20 财年主要经营数据

营业数据	FY19	FY20	同比变化
天然气销售			
天然气销量 (百万立方米)			
工业用户	9,140	12,154	33.0%
商业 (公服)	2,258	2,159	-4.4%
居民用户	2,340	3,307	41.3%
CNG/LNG 加气站	4,273	4,075	-4.6%
总零售销售量	18,011	21,694	20.5%
分销与贸易	10,019	16,070	60.4%
天然气总销售量	28,029	37,764	34.7%
销气毛差 (人民币/立方米)	0.53	0.50	-5.5%
液化石油气销量 (百万吨)			
总零	1.89	1.85	-2.3%
分销	4.18	3.36	-19.6%
总销量	6.07	5.21	-14.2%
LNG 加工与储运			
LNG 接收站:			
LNG 气化量 (百万立方米)	12,154	11,344	-6.7%
LNG 装车量 (百万立方米)	1,831	2,905	58.7%
总计	13,985	14,249	1.9%
平均负荷率	77.5%	79.0%	1.5ppt
LNG 加工厂:			
LNG 加工量 (百万立方米)	2,054	2,410	17.3%
平均生产负荷率	43.8%	43.8%	0ppt
勘探与生产			
原油销售量 (百万桶)	13.54	12.19	-9.9%
原油平均销售价格 (美元/桶)	54.54	38.70	-29.0%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图9: 昆仑能源 - 20财年分部财务数据

	FY19	FY20	同比变化
按业务收入 (百万人民币)			
天然气销售	72,502	86,881	19.8%
液化石油气销售	21,292	14,740	-30.8%
LNG 加工与储运	5,996	6,364	6.1%
勘探与生产	2,004	1,266	-36.8%
总计	101,794	109,251	7.3%
收入占比			
天然气销售	71.2%	79.5%	8.3ppt
液化石油气销售	20.9%	13.5%	-7.4ppt
LNG 加工与储运	5.9%	5.8%	-0.1ppt
勘探与生产	2.0%	1.2%	-0.8ppt
总计	100%	100%	
按业务税前利润 (百万人民币)			
天然气销售	3,918	5,019	28.1%
液化石油气销售	569	550	-3.3%
LNG 加工与储运	2,266	2,596	14.6%
勘探与生产	1,090	(244)	-122.4%
公司间调整	(829)	186	n.a.
总计	7,014	8,107	15.6%
税前利润占比			
天然气销售	55.9%	61.9%	6ppt
液化石油气销售	8.1%	6.8%	-1.3ppt
LNG 加工与储运	32.3%	32.0%	-0.3ppt
勘探与生产	15.5%	-3.0%	-18.5ppt
公司间调整	-11.8%	2.3%	14.1ppt
总计	100%	100%	
税前利润率			
天然气销售	5.4%	5.8%	0.4ppt
液化石油气销售	2.7%	3.7%	1ppt
LNG 加工与储运	37.8%	40.8%	3ppt
勘探与生产	54.4%	-19.3%	-73.7ppt
整体	6.9%	7.4%	0.5ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图 10: 公司 21 财年指引



资料来源: 公司简介

图 11: SOTP 估值概要

分部	估值方法	估值倍数	估值		
			(百万人民币)	(百万港元)	每股价值 (港元/股)
天然气与液化石油气销售	DCF	n.a.	57,540	65,520	7.6
LNG 加工与储运	P/B 倍数	1.3	13,488	15,358	1.8
勘探与生产	P/B 倍数	0.5	1,097	1,249	0.1
资产处置收到的现金	n.a.	n.a.	36,997	42,128	4.9
净负债 (不包括从资产出售中获得的现金)	n.a.	n.a.	(11,400)	(12,981)	(1.5)
非控制性权益	n.a.	n.a.	(6,618)	(7,536)	(0.9)
总计			91,104	103,739	12.0

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 12: 预测及目标价变动

	FY20	FY21E				FY22E			
		调整前	调整后	调整幅度	调整后的 同比增长	调整前	调整后	调整幅度	调整后的 同比增长
天然气销售									
天然气总销量 (百万立方米)	37,763	42,166	46,907	11.2%	24.2%	47,916	54,701	14.2%	16.6%
零售天然气销量 (百万立方米)	21,694	24,774	26,017	5.0%	19.9%	27,477	30,152	9.7%	15.9%
批发天然气销量 (百万立方米)	16,070	17,392	20,890	20.1%	30.0%	20,438	24,549	20.1%	17.5%
液化石油气销量 (百万吨)	5.2	5.2	5.0	-4.6%	-4.0%	5.4	5.2	-4.6%	3.0%
LNG加工与储运									
LNG接收站									
总处理量 (气化+装车) (百万立方米)	14,249	17,202	14,677	-14.7%	3.0%	14,777	12,607	-14.7%	-14.1%
利用率	79.0%	66.6%	67.4%	0.8ppt	n.a.	83.6%	92.7%	9.1ppt	n.a.
LNG加工厂									
总处理量 (百万立方米)	2,410	2,486	2,701	8.6%	12.1%	2,735	2,971	8.6%	10.0%
勘探与生产									
原油销售量 (百万桶)	12.2	12.5	12.6	0.5%	3.0%	12.5	12.8	2.5%	2.0%
原油平均销售价格 (美元/桶)	39	50	55	10.0%	42.1%	50	55	10.0%	0.0%
收入 (人民币百万元)									
天然气及液化石油气销售	86,882	119,877	126,732	5.7%	45.9%	135,935	147,616	8.6%	16.5%
天然气管道	0	4,585	0	-100.0%	n.a.	716	0	-100.0%	n.a.
LNG加工与储运	6,364	7,669	6,841	-10.8%	7.5%	7,447	6,728	-9.7%	-1.7%
勘探与生产	1,266	1,690	1,825	8.0%	44.2%	1,646	1,735	5.4%	-4.9%
毛利 (人民币百万元)									
毛利率	13.3%	15.7%	13.2%	-2.5ppt	n.a.	15.1%	13.5%	-1.6ppt	n.a.
营业利润 (人民币百万元)									
营业利润率	7.6%	9.0%	7.9%	-1.1ppt	n.a.	7.8%	7.4%	-0.4ppt	n.a.
应占联营公司及合资企业溢利	523	1,343	819	-39.1%	56.5%	1,437	876	-39.1%	7.0%
核心净利润 (人民币百万元)									
核心净利润率	2.7%	4.1%	3.7%	-0.4ppt	n.a.	3.7%	3.5%	-0.2ppt	n.a.

	调整前	调整后	调整幅度
目标价 (港元)	9.4	12.0	27.6%

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

财务预测表
资产负债表

12月31日年结 (人民币百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产	67,877	70,243	72,153	73,616
预付经营租赁费用	6,186	6,283	6,387	6,498
联营公司投资	3,348	3,444	3,546	3,654
其他	3,734	3,895	3,982	3,992
非流动资产总额	81,145	83,865	86,068	87,760
库存	925	1,148	1,319	1,479
应收账款	4,085	5,063	5,836	6,552
预付费用和其他流动资产	8,153	10,104	11,648	13,077
与分类为持作出售之出售组别相关之资产	44,407	0	0	0
现金及现金等价物	16,273	27,798	27,999	31,082
流动资产	73,843	44,113	46,802	52,189
资产总额	154,988	127,977	132,870	139,949
应付账款和应计负债	28,093	30,552	33,766	36,333
与分类为持作出售之出售组别相关之负债	10,344	0	0	0
短期负债	5,182	3,605	2,553	2,343
租赁负债	974	1,112	1,203	1,252
流动负债	44,593	35,269	37,522	39,927
长期负债	22,491	15,246	13,248	12,958
递延税项负债	1,438	1,677	1,837	1,914
租赁负债	506	506	506	506
其他负债	1,433	1,433	1,433	1,433
非流动负债	25,868	18,862	17,024	16,811
负债总额	70,461	54,131	54,547	56,738
净资产总额	84,527	73,846	78,323	83,211
股本	71	71	71	71
其他储备	21,956	21,956	21,956	21,956
滚存盈利	31,557	40,926	44,673	48,759
股东权益	53,584	62,953	66,700	70,786
少数股东权益	30,943	10,893	11,624	12,425
总权益	84,527	73,846	78,323	83,211
总负债	28,337	19,515	16,465	15,965
净现金(负债)	(12,064)	8,283	11,534	15,117
每股净资产(人民币)	6.19	7.27	7.70	8.18

现金流量表

12月31日年结 (人民币百万元)	2020E	2021E	2022E	2023E
税前利润	8,107	27,091	11,822	12,769
折旧和摊销	5,991	5,534	5,832	6,124
营运资金变化	(2,277)	(554)	817	311
其他	(766)	(15,771)	(894)	(1,042)
已付税款	(2,313)	(2,698)	(2,956)	(3,078)
经营活动所得净现金	8,742	13,601	14,621	15,084
资本开支	(7,950)	(7,900)	(7,742)	(7,587)
处置资产收益	0	36,997	0	0
其他	649	916	1,030	1,101
投资活动所得净现金	(7,301)	30,013	(6,712)	(6,486)
支付利息	(708)	(582)	(450)	(404)
支付股息	(4,009)	(22,717)	(4,242)	(4,643)
净债务变化	(5,461)	(8,822)	(3,050)	(500)
其他	62	32	32	32
融资活动所得净现金	(10,116)	(32,089)	(7,709)	(5,514)
现金变更净值	(8,675)	11,525	201	3,083
调整	0	0	0	0
期初余额	24,948	16,273	27,798	27,999
期末余额	16,273	27,798	27,999	31,082

损益表

12月31日年结 (人民币百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	109,251	135,398	156,079	175,226
销售成本	(94,694)	(117,508)	(135,066)	(151,387)
毛利	14,557	17,890	21,014	23,840
员工薪酬成本	(4,700)	(5,399)	(7,134)	(8,599)
销售和行政费用	(2,689)	(3,089)	(4,082)	(4,920)
其他收益	1,141	1,311	1,733	2,088
总运营成本	(6,248)	(7,177)	(9,483)	(11,430)
营业利润	8,309	10,713	11,531	12,409
利息收入	330	291	361	391
利息支出	(708)	(582)	(450)	(404)
应占联营公司利润	340	544	582	617
应占合资公司利润	183	275	294	311
所得税以外税项	(347)	(430)	(496)	(557)
固定资产减值损失	0	0	0	0
资产出售收益	0	16,280	0	0
税前利润	8,107	27,091	11,822	12,769
税项	(2,313)	(2,698)	(2,956)	(3,078)
税后利润	5,794	24,393	8,867	9,690
少数股东权益	(2,214)	(3,064)	(3,357)	(3,681)
净利润	3,580	21,329	5,510	6,010
非核心项目调整	(621)	(16,280)	0	0
核心利润	2,959	5,049	5,510	6,010
税息折旧及摊销前利润	14,300	16,247	17,363	18,533
基本每股盈利(人民币)	0.41	2.46	0.64	0.69
全面摊薄核心每股收益(人民币)	0.34	0.58	0.64	0.69
每股股息(人民币)	2.35	0.19	0.20	0.22

财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率 (%)				
收入	7.3	23.9	15.3	12.3
税息折旧及摊销前利润	5.8	13.6	6.9	6.7
营运利润	15.9	28.9	7.6	7.6
核心利润	(5.1)	70.6	9.1	9.1
摊薄每股核心收益	(5.4)	70.6	9.1	9.1
每股股息	792.3	(92.0)	9.1	9.1
利润率 (%)				
毛利率	13.3	13.2	13.5	13.6
税息折旧及摊销前利率	13.1	12.0	11.1	10.6
息税前利率	7.6	7.9	7.4	7.1
净利率(核心净利润)	2.7	3.7	3.5	3.4
实际税率(%)	28.5	25.0	25.0	24.1
营运费用占收入比率(%)	5.7	5.3	6.1	6.5
利息覆盖率(x)	11.7	18.4	25.6	30.8
股息支付率(%)	686.8	32.0	32.0	32.0
资本净负债比率 (%)	14.3	净现金	净现金	净现金
总资本净负债比率(%)	12.5	净现金	净现金	净现金
流动比率(X)	1.7	1.3	1.2	1.3
回报率 (%)				
资产周转率(x)	0.7	1.0	1.2	1.3
财务杠杆比率(x)	2.9	2.4	2.0	2.0
息税前利率(%)	7.6	7.9	7.4	7.1
利息负担(x)	1.0	2.5	1.0	1.0
税率负担(x)	0.4	0.2	0.5	0.5
股本收益率(%)	n.a.	8.7	8.5	8.7
资本回报率(%)	n.a.	10.4	13.5	14.4

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828