

公共事业 | 公司研究

2023年8月30日

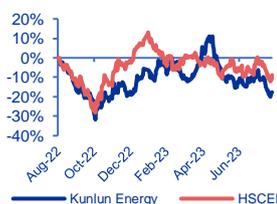
买入

维持评级

市场数据: 2023年8月29日

收盘价 (港币)	5.58
恒生中国企业指数	6386.80
52周最高/最低价 (港币)	4.69/7.63
H股市值 (亿港元)	483.20
流通H股 (百万股)	8,659
汇率 (人民币/港币)	1.08

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王璐

A0230516080007

wanglu@swsresearch.com

研究支持

朱赫

A0230122060007

zhuhe@swsresearch.com

联系人

王璐

wanglu@swsresearch.com

## 工业气量持续高增，区位后发优势强劲

### 昆仑能源 (00135:HK)

昆仑能源发布 2023 年中期业绩。期内公司实现营业收入 870.7 亿元，同比增长 3.8%；归属于上市公司股东的净利润 32.2 亿元，同比增加 4.6%；每股基本盈利 37.21 分，同比增加 4.6%，基本符合我们的预期。

**工业气表现强劲引领天然气销售业绩稳健增长，大超行业平均水平。** 2023 上半年公司天然气总销售量 239.16 亿 m<sup>3</sup>，同比增加 9.0%，其中零售气量 147.87 亿 m<sup>3</sup>，同比高增 9.5%。在上半年全国工业用气恢复缓慢，全国天然气表观消费量增加 5.6% 的背景下，公司工业气表现强劲，同比高增 11.1% 至 96.56 亿 m<sup>3</sup>。我们认为公司零售气表现超预期的主要原因在于公司优势经营区主要集中于我国中西部，在产业转移浪潮背景下，终端需求有望长期保持高景气。上半年新增 5 个城燃控股项目。截至 2023 年年中，公司累计用户数达 1522.0 万户，同比增长 6.8%。受天然气终端销售量与售价进一步提升带动，以及盈利能力较好的工业及商业销气均保持双位数增长影响，2023 年上半年公司天然气销售收入达 688.96 亿元，同比增长 8.5%。天然气销售板块税前利润达 48.88 亿元，同比高增 26.1%。

**购销价差持稳，销气结构优化保障盈利能力长期稳定。** 2023 年上半年公司天然气销售毛差为 0.495 元/m<sup>3</sup>，同比回升 0.001 元/m<sup>3</sup>。在上半年居民气成本上涨的背景下，公司毛差稳中有升，彰显公司气源优势及销气结构优势。公司背靠中石油集团，资源获取能力强且成本波动较小。同时，高毛差工商业占比较高，进一步保障公司盈利稳定性。2023 年上半年，工业销气量占公司零售气量的 65.3%，同比提升 0.9 个百分点。随着销气结构持续优化，叠加全国范围内价格联动机制逐渐完善，公司天然气销售主业盈利能力有望持续提升。

**LNG 加工与储运业务表现不及预期。** 公司拥有如东及唐山两座 LNG 接收站，总接收能力达 1300 万吨/年，主要负责中石油进口 LNG 资源的接卸与储运。公司上半年 LNG 接收站平均负荷率达 81.8%。15 座 LNG 液化厂平均负荷率为 38.9%，同比降低 6 个百分点。我们认为经营数据下滑的主要原因在于全国天然气消费复苏整体偏缓，尤其是 LNG 需求较高的东部沿海地区消费不及预期，导致国内及进口 LNG 整体需求较为疲弱。2023 年上半年，公司 LNG 加工与储运业务税前利润下滑 19.9% 至 13.41 亿元。考虑进口气经济性持续恢复的背景下，下半年公司 LNG 接收量或将回升，带动 LNG 加工及储运业务回暖。

**原油价格回落，勘探与生产业务业绩下滑。** 2022 年布伦特原油均价为高位的 100.94 美元/桶。受今年原油价格回落影响，公司原油销售量与价格双降，导致勘探与生产收入下滑 48.6% 至 6.08 亿元，税前利润下滑 47.2% 至 2.89 亿元。

**维持“买入”评级。** 我们认为公司天然气主营销售业务经营稳定性在 2023 年上半年再次得到验证，经营区位优势长期将持续释放。LNG 接收站运营保持高效，可有效平滑盈利能力稳定性。考虑到销气业务超预期增长部分抵消其他业务下滑影响，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 71.70、78.96、88.14 亿元；对应的 EPS 分别为 0.83、0.91、1.02 元/股。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 6.2、5.7、5.1 倍。维持“买入”评级。

**风险提示:** 天然气采购成本上涨；原油价格高波动。

### 财务数据及盈利预测

人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	138,547	171,944	197,101	211,864	226,361
同比增长率 (%)	26.82	24.11	14.63	7.49	6.84
净利润 (百万元)	5,141	5,228	7,170	7,896	8,814
同比增长率 (%)	43.60	1.69	37.14	10.13	11.63
每股收益 (元)	2.66	0.60	0.83	0.91	1.02
净资产收益率 (%)	9.36	9.00	11.50	11.65	12.13
市盈率 (倍)	9.2	9.1	6.2	5.7	5.1
市净率 (倍)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## Investment highlight:

Kunlun Energy reported 1H23 revenue of Rmb87.07bn (+3.8% YoY) and net profit attributable to shareholders Rmb3.22bn (+4.6% YoY), basic EPS of Rmb37.21 cents (+4.6% YoY), basically in line with our expectations.

**The natural gas sales business grew steadily.** In 1H23, the company's natural gas sales volume reached 23.92bn m<sup>3</sup> (+9.0% YoY), of which retail gas volume reached 14.79bn m<sup>3</sup> (+9.5% YoY). The company's industrial gas sales raised to 9.66bn m<sup>3</sup> (+11.1% YoY). The main reason for the exceeded expectations was accounted for advantageous operating areas concentrated in the central and western parts of China. Under the trend of industrial transfer, the opportunities for customer acquisition will be enhanced, and the terminal demand is expected to remain high. The company continued to promote the implementation of high-quality natural gas holding projects and added 5 in 1H23. By the end of 1H23, the company had accumulated users of 15.22m (+6.8% YoY). Driven by the steady increase in gas sales volume & price and the high growth in industrial & commercial gas sales, the company's natural gas sales revenue reached Rmb68.90bn (+8.5% YoY), and the pre-tax reached Rmb4.89bn (+26.1% YoY).

**Dollar margin kept stable and structural optimization boosted profitability.** In 1H23, the company's natural gas sales dollar margin increased to Rmb0.495/m<sup>3</sup>(+Rmb0.001/m<sup>3</sup>). Against the backdrop of rising residential gas costs in 1H23, the company's dollar margin rose steadily, demonstrating its advantages in gas sources and operations. The company is backed by CNPC, so the ability of resource acquisition is strong, and the cost fluctuation is relatively low. In 1H23, industrial gas sales accounted for 65.3% of the company's retail gas volume (+0.9pct YoY). With the price-through capability and the optimization of the gas sales structure, the profitability of the main business is expected to grow continuously.

**The LNG processing, storage and transportation business performed weaker than expected.** The company has two LNG terminals with a total annual turnover capacity of 13mt per year, which are mainly responsible for the receiving, unloading, and transportation of LNG imported. The average utilisation rate of LNG terminals reached 81.8% in 1H23, which was lower than the guided goal of 90%. Meanwhile, 15 LNG plants were operating on an average utilisation rate of 38.9% (-6pcts YoY). The main reason for the decline in performance is the slow recovery in national natural gas consumption, especially in the eastern coastal region with higher LNG demand, which is less than expected, leading to weaker overall demand for domestic and imported LNG. The company's pre-tax profit from LNG processing and storage in 1H23 declined to Rmb1.34bn (-19.9% YoY). Considering the imported LNG price is more economical than domestic price, the company's LNG receiving volume may pick up in 2H23, driving this section to rebound.

**Revenue of crude oil exploration and production business declined.** According to the U.S. Energy Information Administration, crude oil prices reached a stage peak in 2022, with the average price of Brent crude oil at \$100.94 per barrel. Affected by the falling price of crude oil in 2023, the company's crude oil sales volume and prices fell, leading to a decline in this business to Rmb608m (-48.6% YoY), and pre-tax profit to Rmb289m (-47.2% YoY).

**Maintain BUY.** We believe that the operating stability of the natural gas sales business has been fully verified in 1H23. The efficient operation of LNG terminals can effectively guarantee profitability. Considering the downturn in other businesses was partially offset by the growth in the gas sales, we maintain our net profit forecast of 7.170bn in 23E, Rmb7.896bn in 24E and Rmb8.814bn in 25E, with diluted EPS forecast of Rmb0.83 in 23E, Rmb0.91 in 24E and Rmb1.02 in 25E. The stock is trading at 6.2x 23E PE, 5.7x 24E PE, 5.1x 25E PE. Maintain BUY.

**Risks:** Sharp rise of gas purchase price; Strong fluctuations of crude oil prices

## Company financials

Table 1: 公司利润表预测 (单位: 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	138,547	171,944	197,101	211,864	226,361
营业成本	-121,378	-151,826	-174,123	-187,215	-200,075
营业利润	17,169	20,118	22,977	24,648	26,285
其他收入	934	62	500	700	1,000
行政管理费用	-3,400	-3,770	-3,843	-4,237	-4,301
其他税费	-447	-583	-788	-847	-905
资产减值准备	-159	-500	0	0	0
折旧及摊销费用	-4,623	-4,887	-5,377	-6,139	-7,018
息税前利润	9,474	10,440	13,469	14,125	15,061
应占合营/联营公司损益	1,356	992	1,525	2,329	3,246
财务费用	-254	-40	-286	-257	-226
除税前溢利	10,576	11,392	14,707	16,197	18,081
所得税	-2,698	-3,198	-3,677	-4,049	-4,520
少数股东损益	-2,737	-2,975	-3,861	-4,252	-4,746
归母净利润	5,141	5,228	7,170	7,896	8,814

Source: Wind, SWS Research

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。