

公共事业 | 公司研究

2024年3月26日

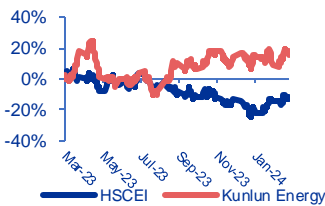
买入

维持评级

市场数据：2024年3月26日

收盘价(港币)	6.79
恒生中国企业指数	5825.42
52周最高/最低价(港币)	5.54/7.47
H股市值(亿港元)	587.93
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

工业气量保持高增，毛差仍具修复空间

昆仑能源 (00135:HK)

昆仑能源发布2023年业绩报告，2023年公司实现营业收入1773.54亿元，同比增长3.1%；归属于上市公司股东的净利润为56.82亿元，同比增加8.68%；归母核心利润61.44亿元，同比下跌2.18%。公司2023年分红率为40%，每股派息0.2838元/股，根据3月26日收盘价计算股息率为4.55%。公司业绩表现略低于我们的预期，主要受下半年公司受员工激励、资产减值、原油销售价格下降及零售气顺价进度慢于预期等因素叠加所致。

工业气表现强劲引领天然气销量稳健增长，顺价进度较缓拖累下半年业绩。2023年全年公司天然气总销售量492.85亿m³，同比增加9.6%，零售气量303.11亿m³，同比增加9.2%。其中占零售气量比重达69%的工业气表现强劲，同比高增15.5%至210.45亿m³。公司经营区域有显著的经济后发优势，销气增速超出2023年全国天然气表观消费量7.6%的增速。公司持续推动天然气优质项目落地，全年新增12个城燃控股项目。截至2023年年末，公司累计用户数达1560.4万户，同比增长6.1%。

购销价差同比微降，仍待顺价工作推进打开毛差空间。2023年公司天然气销售毛差为0.501元/m³，同比下调0.001元/m³。2023年4月起居民气成本进一步上涨，在2H23居民气顺价在全国工作大范围启动的背景下，公司至年末有48%的项目实现居民气顺价，整体进度慢于行业平均。2023年下半年，公司天然气销售税前利润34.32亿元，环比上半年48.88亿元环比减少14.56亿元。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，2024年起公司综合毛差有望提振，带动天然气销售主业盈利能力提升。

加工与储运业务表现强劲，在建LNG接收站有望长期增厚业绩。2023年公司如东、唐山两座LNG接收站平均负荷率达90.6%，高于90%的业绩指引目标。同时，公司15座LNG工厂平均负荷率为45.4%，LNG加工量为28.27亿m³，实现业绩转正。2023年全年，公司LNG加工与储运业务税前利润高增15.6%至36.54亿元。2023年公司LNG加工与储运业务大幅改善加强，主要系在于下半年进口气经济性持续恢复叠加东部沿海地区对于LNG的需求有所回暖。2023年公司新建福建LNG接收站，周转规模300万吨/年。考虑到公司目前两座LNG接收站负荷率提升空间有限，新接收站建成后将打开LNG加工与储运业务的业绩天花板。

原油价格下跌，勘探与生产业务业绩下滑。受2023年下半年国际原油价格下降因素影响，公司原油销售量与价格双降。2023年公司原油销售价格为66.9美元/桶，同比下降13.7%，公司勘探与生产收入下滑60.2%至9.1亿元，税前利润下滑41.4%至3.9亿元。

维持“买入”评级。基于公司逐步退出原油勘探业务，顺价工作慢于预期等因素影响，我们下调2024-2025年归母净利润为69.86、74.90亿元(下调前为78.96、88.14亿元)，新增2026年归母净利润为80.17亿元；对应的EPS分别为0.81、0.87、0.93元/股。当前股价对应2024-2026年PE分别为7.8、7.2、6.8倍。考虑到公司天然气零售业务增速高于全国平均，并计划在2025年分红率逐步由2023年的40%提升至45%，高分红提高公司投资价值，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	171,944	177,354	195,839	206,049	219,680
同比增长率(%)	24.11	3.15	10.42	5.21	6.62
净利润(百万元)	5,228	5,682	6,986	7,490	8,017
同比增长率(%)	1.69	8.68	22.96	7.21	7.04
每股收益(元)	0.60	0.66	0.81	0.87	0.93
净资产收益率(%)	9.00	9.21	10.66	10.73	10.81
市盈率(倍)	10.4	9.5	7.8	7.2	6.8
市净率(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	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

Company financials

Table 1: 公司利润表预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	171,944	177,354	195,839	206,049	219,680
营业成本	-151,826	-157,061	-172,613	-181,145	-193,128
营业利润	20,118	20,293	23,227	24,905	26,552
其他收入	62	903	700	1,000	1,233
行政管理费用	-3,770	-3,656	-3,917	-4,121	-4,394
其他税费	-583	-542	-598	-630	-671
EBITDA	15,827	16,998	19,411	21,154	22,720
资产减值准备	-500	-368	0	0	0
折旧及摊销费用	-4,887	-4,992	-5,641	-6,478	-7,467
EBIT	10,440	11,638	13,770	14,676	15,254
合联营公司业绩	992	1,045	1,066	1,218	1,747
财务费用	-40	-90	-50	-42	-33
税前利润	11,392	12,593	14,786	15,852	16,968
所得税	-3,189	-3,338	-3,696	-3,963	-4,242
少数股东损益	-2,975	-3,573	-4,103	-4,399	-4,709
归母净利润	5,228	5,682	6,986	7,490	8,017

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 索取有关披露资料或登录 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”）在中华人民共和国境内（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。