

燃气	收盘价 港元 7.46	目标价 港元 8.52	潜在涨幅 +14.2%
----	----------------	----------------	----------------

2024年8月21日

昆仑能源 (135 HK)

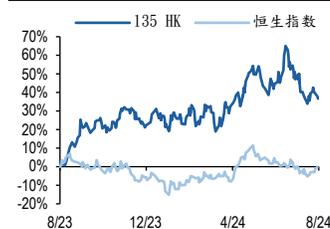
预期上半年盈利同比温和增长

- ⊕ **上半年加气站业务进行重组，天然气销售板块稳定增长。**昆仑的天然气板块在上半年与母公司作了资源整合，公司自有的加气站转为向母公司租出；同时，在昆仑的经营范围内，除原有的加气站，昆仑亦向母公司其它加气站供气（计算在批发气量）。我们预计将有以下的影响：1）零售气量中，上半年加气站的供气将同比大幅减少约11亿方，我们估计在工商业售气同比约11%增长的支持下，公司上半年零售气量同比上升约2%；2）批发气量因加气站的整合，上半年销售量将同比上升30%。综上，我们估计公司上半年天然气销售分部税前盈利同比增长5%。
- ⊕ **LNG分部预期保持平稳，油气开采业务盈利贡献继续减少。**因去年下半年退出经营权，我们预计上半年公司油气开采业务税前利润同比下降76%至0.7亿元。LNG分部方面，预期加工厂分部利润同比仍有改善，LNG码头利用率与去年持平。因此，我们预期昆仑2024年上半年盈利同比上升3%至33亿元（人民币，下同）。值得一提的是，公司已宣布在这次中报首次派发中期股息，按40%的分红比例（等同去年全年派息比率），每股分红约为0.15元。
- ⊕ **现金流及现金水平稳健，目前股息率仍有防守性。**我们目前仍维持公司的盈利预测及目标价，目前2024/25年4.8%/5.6%的股息率仍有一定的吸引力。我们认为昆仑接驳收入占比较同业小，盈利结构在2024年仍较同业优胜，核心盈利亦应保持同比增长。同时，计及限制性现金，公司2023年底拥有约155亿元净现金，加上2024-26年平均自由现金流每年约90亿元，提高派息比率的目标（由2023年40%增至2025年45%）应容易达到。维持**买入**评级。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	9.06
52周低位 (港元)	5.53
市值 (百万港元)	64,594.65
日均成交量 (百万)	10.10
年初至今变化 (%)	5.97
200天平均价 (港元)	7.62

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	171,944	177,354	188,990	200,669	215,977
同比增长 (%)	24.1	3.1	6.6	6.2	7.6
净利润 (百万人民币)	5,228	5,682	6,769	7,414	8,152
每股盈利 (人民币)	0.73	0.71	0.78	0.86	0.94
同比增长 (%)	25.2	-2.2	10.2	9.5	9.9
市盈率 (倍)	9.4	9.6	8.8	8.0	7.3
每股账面净值 (人民币)	6.92	7.33	7.83	8.35	8.91
市账率 (倍)	0.99	0.93	0.87	0.82	0.77
股息率 (%)	3.7	4.1	4.8	5.6	6.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 1H24 年业绩预览

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H23	2H23	1H24E	同比 (%)
收入	87,072	90,282	93,999	8.0
其他净收益	239	664	268	12.0
利息收入	394	476	366	(7.1)
采购、服务和其他	(73,949)	(77,142)	(80,169)	8.4
员工成本	(2,628)	(3,342)	(2,882)	9.7
折旧和摊销	(2,896)	(2,096)	(2,619)	(9.6)
减值亏损	0	(368)	0	NM
管理费用	(1,373)	(2,283)	(1,739)	26.7
其他税项	(222)	(320)	(219)	(1.4)
利息支出	(436)	(524)	(614)	40.8
应占联营/合资公司损益	590	455	596	1.1
税前利润	6,791	5,802	6,986	2.9
税费	(1,750)	(1,588)	(1,800)	2.9
非控股权益	(1,819)	(1,754)	(1,871)	2.9
净利润	3,222	2,460	3,315	2.9

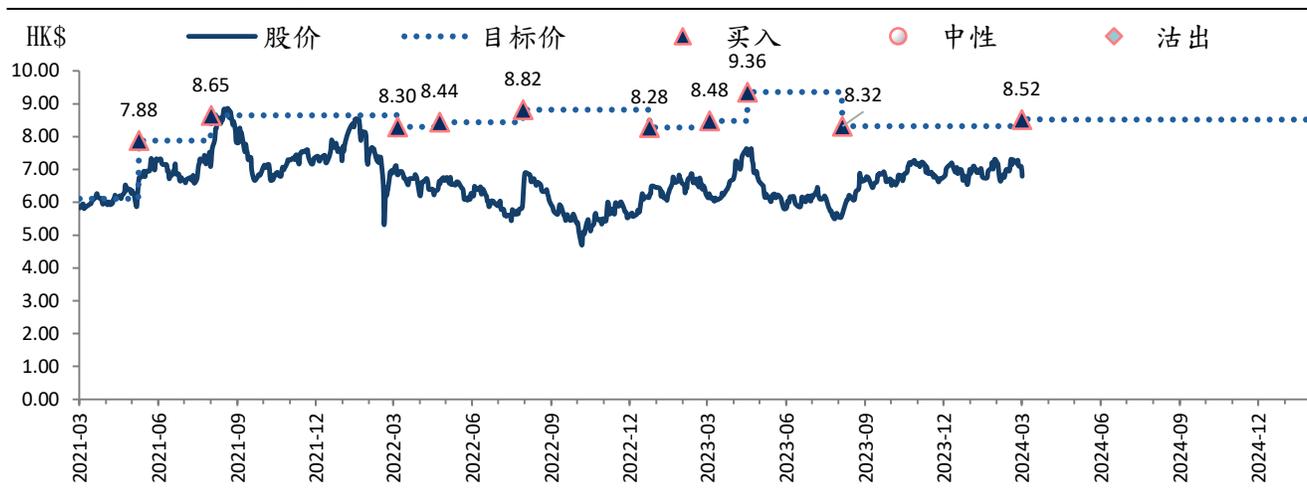
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 主要运营数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
售气量(十亿立方)	27.8	30.3	33.3	36.3	39.6
- 增长 (%)	8.0	9.2	9.7	9.0	9.1
售气毛差(人民币/立方)	0.502	0.501	0.501	0.501	0.501
LNG 工厂加工量(十亿立方)	2.78	2.83	3.08	3.33	3.58
- 使用率 (%)	44.3	45.4	49.0	53.0	57.0
气化及装车(十亿立方)	15.8	16.3	16.2	16.2	16.2
- 使用率 (%)	87.9	90.6	90.0	90.0	90.0
上游原油销售(百万桶)	11.1	9.0	8.0	8.0	8.0
销售均价(美元/桶)	77.5	66.9	68.0	68.0	68.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 昆仑能源目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.46	8.52	14.2%	2024年03月26日	分销商
2688 HK	新奥能源	中性	54.05	64.10	18.6%	2024年08月15日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.06	6.82	-3.4%	2024年06月25日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	27.60	22.90	-17.0%	2024年04月01日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.59	9.04	37.2%	2024年03月27日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	171,944	177,354	188,990	200,669	215,977
主营业务成本	(156,713)	(162,053)	(171,955)	(182,071)	(195,540)
毛利	15,231	15,301	17,035	18,598	20,437
销售及管理费用	(3,770)	(3,656)	(3,893)	(4,134)	(4,449)
其他经营净收入/费用	338	1,231	1,344	1,353	1,361
经营利润	11,799	12,876	14,485	15,817	17,350
财务成本净额	(899)	(960)	(888)	(844)	(802)
应占联营公司利润及亏损	992	1,045	1,056	1,079	1,101
其他非经营净收入/费用	(500)	(368)	0	0	0
税前利润	11,392	12,593	14,654	16,052	17,649
税费	(3,189)	(3,338)	(3,737)	(4,093)	(4,500)
非控股权益	(2,975)	(3,573)	(4,148)	(4,544)	(4,996)
净利润	5,228	5,682	6,769	7,414	8,152
作每股收益计算的净利润	6,281	6,144	6,769	7,414	8,152

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20,042	27,353	32,457	37,410	43,634
应收账款及票据	2,887	1,977	2,330	2,474	2,663
存货	1,081	1,155	1,317	1,398	1,503
其他流动资产	27,329	26,713	27,012	27,558	28,255
总流动资产	51,339	57,198	63,115	68,841	76,054
物业、厂房及设备	69,534	68,032	68,044	68,323	68,898
无形资产	1,849	1,755	1,755	1,755	1,755
合资企业/联营公司投资	13,965	14,089	15,145	16,224	17,325
长期应收收入	0	0	0	NA	NA
其他长期资产	2,205	2,445	2,445	2,445	2,445
总长期资产	87,553	86,321	87,389	88,747	90,423
总资产	138,892	143,519	150,504	157,588	166,477
短期贷款	5,287	5,464	5,464	4,533	4,306
应付账款	27,720	27,800	27,114	26,497	26,200
其他短期负债	1,377	1,319	1,693	2,102	2,552
总流动负债	34,384	34,583	34,271	33,132	33,058
长期贷款	19,794	19,027	17,864	16,971	16,122
其他长期负债	4,012	4,126	4,126	4,126	4,126
总长期负债	23,806	23,153	21,990	21,097	20,248
总负债	58,190	57,736	56,261	54,229	53,307
股本	71	71	71	71	71
储备及其他资本项目	59,837	63,378	67,690	72,261	77,077
股东权益	59,908	63,449	67,761	72,332	77,148
非控股权益	20,794	22,334	26,482	31,027	36,023
总权益	80,702	85,783	94,243	103,359	113,171

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	11,392	12,593	14,654	16,052	17,649
合资企业/联营公司收入调整	(992)	(1,045)	(1,056)	(1,079)	(1,101)
折旧及摊销	4,887	4,992	5,001	5,217	5,454
营运资本变动	1,543	328	(1,499)	(1,389)	(1,288)
利息调整	40	(328)	(441)	(450)	(458)
税费	(3,011)	(3,004)	(3,363)	(3,684)	(4,050)
其他经营活动现金流	1,011	872	0	0	0
经营活动现金流	14,870	14,408	13,295	14,668	16,205
资本开支	(5,719)	(5,348)	(5,013)	(5,496)	(6,028)
投资活动	(20,297)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	7,564	2,991	879	887	896
投资活动现金流	(18,452)	(2,357)	(4,134)	(4,609)	(5,132)
负债净变动	56	(590)	(1,163)	(1,824)	(1,075)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,799)	(2,198)	(2,457)	(2,843)	(3,336)
其他融资活动现金流	(3,177)	(1,952)	(438)	(438)	(438)
融资活动现金流	(4,920)	(4,740)	(4,058)	(5,105)	(4,850)
汇率收益/损失	50	0	0	0	0
年初现金	28,494	20,042	27,353	32,457	37,410
年末现金	20,042	27,353	32,457	37,410	43,634

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.725	0.710	0.782	0.856	0.941
全面摊薄每股收益	0.725	0.710	0.782	0.856	0.941
每股股息	0.254	0.284	0.328	0.385	0.424
每股账面值	6.919	7.328	7.826	8.354	8.910
利润率分析(%)					
毛利率	8.9	8.6	9.0	9.3	9.5
EBITDA利润率	9.7	10.1	10.3	10.5	10.6
净利率	3.0	3.2	3.6	3.7	3.8
盈利能力(%)					
ROA	4.5	4.3	4.5	4.7	4.9
ROE	10.5	9.7	10.0	10.3	10.6
ROIC	13.1	15.6	18.4	20.9	24.0
其他					
净负债权益比(%)	6.2	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.7	1.8	2.1	2.3
派息比率(%)	35.0	40.0	42.0	45.0	45.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月21日

昆仑能源 (135 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。