

买入

盈利分红稳步提升，中长期投资价值显现

昆仑能源 (0135.HK)

2024-12-24 星期二

投资要点

目标价: **10.6 港元**
现价: 8.17 港元
预计升幅: 30%

重要数据

日期	2024-12-23
收盘价 (港元)	8.17
总股本 (亿股)	86.59
总市值 (亿港元)	707
净资产 (百万港元)	86,697
总资产 (百万港元)	142,327
52 周高低 (港元)	9.01/6.07
每股净资产 (港元)	7.97

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

中国石油天然气股份有限公司
(57.58%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 核心燃气销售业务保持稳定增长:

1993 年, 中国石油通过收购重组, 昆仑能源成为其第一家红筹上市公司。经过多次业务并购重组, 公司最终转型并定位于中国石油天然气终端零售业务运营管理平台。目前公司主要有 4 大经营板块: 天然气销售、LPG 销售、LNG 加工与储运、勘探与生产。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司拥有城市燃气项目 284 个业务覆盖中国 31 个省、自治区、直辖市, 用户规模超 1600 万户。2024H1 公司实现天然气销量 264.38 亿立方米, 同比增长 10.55%, 其中零售气量 163.02 亿立方米, 同比增长 10.25%。

➤ LNG 加工与储运业务盈利趋势向好:

2024H1, 公司 LNG 加工与储运业务实现收入人民币 56.62 亿元, 同比增长 9.14%; 除所得税前溢利人民币 16.48 亿元, 同比增长 22.89%。其中 LNG 工厂税前盈利 0.35 亿元, 实现历史性扭亏。上半年公司 14 座持续运行工厂平均生产负荷率为 58.4%, 同比提升 19.5 个百分点。实现自产自销 4.66 亿立方米, 实现委托加工量 13.07 亿立方米, 同比分别增长 11.48% 及 92.49%。公司目标全年 LNG 接收站负荷率达到 90%, 预期 LNG 产业链整体盈利趋势向好。

➤ 盈利分红稳步提升, 中长期投资价值显现:

公司公布 2023-2025 年的三年股息分派计划, 年度派息比例将逐步提升至 45%; 2024H1 公司首次派发中期股息 16.41 分, 派息比例为 43%。公司盈利稳定增长, 未来派息具备较大提升空间, 中长期投资价值显现。

➤ 更新公司目标价至 10.6 港元, 给予买入评级:

我们更新公司目标价 10.6 港元, 相当于 2024 年和 2025 年 13.5 倍和 12 倍 PE, 目标价较现价有 30% 上升空间, 给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	171,944	177,354	189,769	201,155	213,224
同比增长(%)	-	3.1%	7.0%	6.0%	6.0%
净利润	5,228	5,682	6,302	7,073	7,449
同比增长(%)	-	8.7%	10.9%	12.2%	5.3%
每股盈利 (RMB 分)	60.38	65.62	72.78	81.68	86.03
PE@8.17HKD	12.5	11.5	10.4	9.2	8.8
每股股息 (RMB 分)	25.39	28.38	32.75	36.76	38.71
股息率	3.4%	3.8%	4.3%	4.9%	5.1%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

核心燃气销售业务保持稳定增长：

1993年，中国石油通过收购重组，昆仑能源成为其第一家红筹上市公司。经过多次业务并购重组，公司最终转型并定位于中国石油天然气终端零售业务运营管理平台。目前公司主要有4大经营板块：天然气销售、LPG销售、LNG加工与储运、勘探与生产。截至2024630，公司拥有城市燃气项目284个业务覆盖中国31个省、自治区、直辖市，用户规模超1600万户。2024H1公司实现天然气销量264.38亿立方米，同比增长10.55%，其中零售气量163.02亿立方米，同比增长10.25%。

LNG加工与储运业务盈利趋势向好：

2024H1，公司LNG加工与储运业务实现收入人民币56.62亿元，同比增长9.14%；除所得税前溢利人民币16.48亿元，同比增长22.89%。其中LNG工厂税前盈利0.35亿元，实现历史性扭亏。上半年公司14座持续运行工厂平均生产负荷率为58.4%，同比提升19.5个百分点。实现自产自销4.66亿立方米，实现委托加工量13.07亿立方米，同比分别增长11.48%及92.49%。公司目标全年LNG接收站负荷率达到90%，预期LNG产业链整体盈利趋势向好。

盈利分红稳步提升，中长期投资价值显现：

公司公布2023-2025年的三年股息分派计划，年度派息比例将逐步提升至45%；2024H1公司首次派发中期股息16.41分，派息比例为43%。公司盈利稳定增长，未来派息具备较大提升空间，中长期投资价值显现。

更新公司目标价至10.6港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价10.6港元，相当于2024年和2025年13.5倍和12倍PE，目标价较现价有30%上升空间，给予买入评级。

风险提示：

天然气消费需求增长不及预期；

居民顺价机制推进不及预期；

天然气采购成本大幅上涨；

天然气安全经营风险。

表 1: 行业估值

代码	公司名称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.12	1,142	18.8	18.4	17.2	16.1	2.0	1.9	1.9	1.9
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.51	256	6.1	5.7	4.4	4.0	0.6	0.6	0.6	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	6.60	359	8.4	0.0	8.9	8.0	0.6	0.6	0.6	0.6
0392.HK	北京控股	HKD	26.00	327	5.4	5.1	4.6	3.9	0.4	0.4	0.3	0.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.12	109	6.9	7.0	6.5	6.1	0.5	0.4	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	56.05	634	8.4	8.5	7.8	7.1	1.4	1.3	1.2	1.1
1193.HK	华润燃气	HKD	30.15	698	13.4	12.3	11.2	10.2	1.7	1.5	1.4	1.3
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.64	36	6.8	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
平均					9.3	8.2	8.7	7.9	1.0	0.9	0.9	0.8
0135.HK	昆仑能源	HKD	8.17	707	11.5	10.4	9.2	8.8	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	171,944	177,354	189,769	201,155	213,224
经营成本	(146,077)	(151,091)	(160,912)	(169,762)	(179,948)
销售费用	(3,770)	(3,656)	(3,619)	(3,692)	(3,876)
行政费用	(5,749)	(5,970)	(6,269)	(6,582)	(6,911)
财务开支	(899)	(960)	(989)	(1,018)	(1,049)
应占合营公司溢利	467	579	521	532	400
应占联营公司溢利	525	367	386	406	427
税前盈利	11,392	12,593	13,968	15,676	16,510
所得税	(3,189)	(3,338)	(3,702)	(4,155)	(4,376)
少数股东应占利润	2,975	3,573	3,963	4,448	4,684
归属股东净利润	5,228	5,682	6,302	7,073	7,449
折旧及摊销	4,887	4,992	5,242	5,504	5,779
EBITDA	10,707	11,638	12,813	14,351	15,256
增长					
总收入 (%)	-	3%	7%	6%	6%
EBITDA (%)	-	9%	10%	12%	6%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	20,042	27,353	34,934	34,939	34,944
应收账款	2,887	1,977	2,017	2,057	2,098
存货	1,081	1,155	1,178	1,202	1,226
其他流动资产	27,329	26,713	27,247	27,792	28,348
流动资产	51,339	57,198	65,376	65,990	66,616
固定资产	69,534	68,032	69,393	70,780	74,320
其他固定资产	18,019	18,289	16,117	21,387	20,112
非流动资产	87,553	86,321	85,510	92,168	94,431
总资产	138,892	143,519	150,885	158,158	161,047
流动负债	34,384	34,583	35,275	35,980	36,700
应付帐款	27,720	27,800	28,356	28,923	26,031
短期银行贷款	5,287	5,464	5,573	5,685	5,798
其他短期负债	1,377	1,319	1,345	1,372	4,871
非流动负债	23,806	23,153	24,187	24,671	20,447
长期银行贷款	19,794	19,027	19,978	20,378	16,302
其他负债	4,012	4,126	4,209	4,293	4,145
总负债	58,190	57,736	59,462	60,651	57,147
少数股东权益	20,794	22,334	24,316	26,539	28,882
股东权益	59,908	63,449	67,108	70,968	75,018
每股账面值(港元)	16.99	17.62	18.87	20.23	21.71
营运资金	16,955	22,615	30,101	30,010	29,916

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	6%	7%	7%	7%	7%
净利率 (%)	3%	3%	3%	4%	3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	28%	27%	27%	27%	27%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
库存周转	3	3	3	3	2
应付账款天数	69	67	64	62	53
应收账款天数	60	90	94	98	102
ROE (%)	9%	9%	9%	10%	10%
ROA (%)	-	4%	4%	5%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
收入/总资产	1.24	1.24	1.26	1.27	1.32
总资产/股本	2.32	2.26	2.25	2.23	2.15
收入对利息倍数	(191.3)	(184.7)	(191.9)	(197.5)	(203.3)

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	10,707	11,638	12,813	14,351	15,256
融资成本	899	960	1,008	1,058	1,111
营运资金变化	-	5,660	7,486	(92)	(94)
所得税	(3,011)	(3,306)	(3,533)	(3,897)	(3,452)
营运现金流	14,870	14,408	15,399	16,985	15,046
资本开支	(5,719)	(5,179)	(5,438)	(5,710)	(5,995)
其他投资活动	(12,733)	4,118	4,324	4,540	4,767
投资活动现金流	(18,452)	(1,061)	(1,114)	(1,170)	(1,228)
负债变化	-	(770)	(564)	(630)	(703)
股本变化	-	0	0	0	0
股息	(2,881)	(2,382)	(2,501)	(2,626)	(2,757)
其他融资活动	-	(2,887)	(3,645)	(3,588)	(3,520)
融资活动现金流	(4,920)	(6,039)	(6,709)	(6,844)	(6,980)
现金变化	(8,502)	7,308	7,576	7,727	7,882
期初持有现金	28,494	20,422	27,353	34,934	34,939
汇率变动	50	3	5	5	5
期末持有现金	20,422	27,353	34,934	34,939	34,944

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。