

2024年12月31日

昆仑能源 (135.HK)

公司深度分析

证券研究报告

优质燃气分销商，业绩稳健

昆仑能源是中国石油唯一从事天然气终端销售和综合利用的平台企业，目前拥有284个城镇城燃项目，遍布30个省市，主要布局山东、江苏、云南、新疆、河北等。天然气年销售规模500亿立方米，主要为工商业客户，充分受益于中西部地区承接产业转移趋势。天然气销气量逐年增长，增速行业领先。公司还拥有河北唐山和江苏如东两个LNG接收站，接卸能力分别为650万吨/年，主要用于接卸中国石油已锁定的长期进口天然气合同量，为公司贡献较为稳定的收益。另外福建LNG接收站也在建设中，预计接卸能力300万吨/年。公司负债率低，在手现金充足，财务稳健。公司此前公布三年分红计划，派息率逐年提升。我们预计公司未来三年每股盈利为0.70/0.75/0.80元/股，结合公司在行业中地位和行业估值，给予2025年12倍P/E，对应目标价9.61元，首予“买入”评级。

报告摘要

天然气销售收入占比80%，工商业客户为主。公司的主要收入和利润来自天然气销售，目前拥有284个城镇城燃项目，遍布30个省市，项目主要布局山东、江苏、云南、新疆、河北等。公司天然气年销售规模500亿立方米。公司的收入主要分为四大板块，分别是天然气销售，LPG销售，勘探与生产以及LNG加工与储运。从收入端来看，天然气销售板块占总体收入的近80%，第二是LPG板块占收入的15%，LNG加工与储运占比5%；板块业绩来看，天然气销售占比超过65%，其次是LNG加工与储运，占比超过30%。可以说天然气销售在公司的主业地位突出，且每年稳定增长。公司的销气结构主要以工商业为主，占比80%。从顺价角度，工商业用户顺价相比居民用户更为顺畅，所以公司历年毛差较为平稳。今年上半年由于加气站业务的调整毛差有所下降，预计未来将会慢慢恢复。

优质的LNG码头接收站资源，LNG工厂实现税前盈利。公司目前拥有河北唐山和江苏如东两个LNG接收站，接收能力皆为650万吨/年，在我国已投运LNG接收站中接收能力排名靠前。福建LNG接收站正在建设中。公司的接收站主要处理中国石油已锁定的长期进口天然气合同量，公司历年接收站负荷率较高。截至2023年底，公司拥有15座LNG工厂，主要分布在新疆、河北、四川、山东等省。LNG工厂实现税前盈利，今年上半年LNG工厂实现税前盈利34.8百万元，上半年的平均负荷率也有所增加。

中石油为控股股东，实力雄厚。公司在中国石油“走出去”战略下应运而生。90年代初，中国石油提出“稳定东部、发展西部，跨国经营及多元化经营”的三大战略，通过香港资本市场筹集资金，支持海内外业务发展。1993年，中国石油通过收购、重组等，昆仑能源成为其第一家红筹上市公司。目前中国石油集团持有56.05%；中国石化化工持有1.48%。公司从初期发展海外勘探开发业务到转战内地实施“以气代油”战略，目前已经成为中国石油唯一从事天然气终端销售和综合利用的平台企业。

负债率低，现金状况良好，分红提升，首予“买入”评级。公司历年财务稳健，负债率逐年下降趋势，在手现金充足。2021年公司向国家管网集团出售所持有的北京管道公司60%股权和大连LNG公司75%股权，对价408.86亿，公司在手现金增加较多。当年公司发布特别股息回馈股东，每股特别股息人民币2.13元。公司发布2023-2025年三年计划，指引分红比例逐年上升，到2025年分红比例达到45%。我们预测公司2024/2025/2026年的净利润分别为6060/6484/6927百万人民币，对应EPS0.70/0.75/0.80，结合公司在行业中地位和行业估值，给予2025年12倍P/E，对应目标价9.61元。

风险提示：天然气用量不及预期；LNG码头负荷率不及预期；成本大幅上涨；

(转下页...)

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

燃气

投资评级： 买入

6个月目标价 9.61 港元

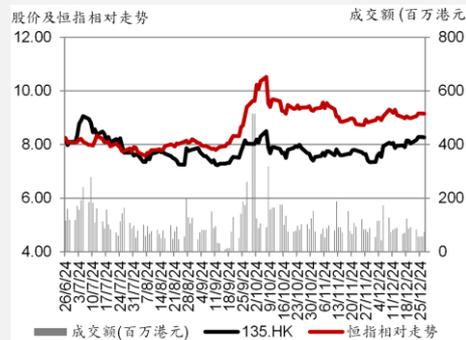
股价 2024-12-30 8.32 港元

总市值(亿港元)	72041.23
H股市值(亿港元)	72041.23
总股本(百万股)	8658.80
H股股本(亿股)	8658.80
12个月低/高(港元)	6.46/9.23
平均成交(百万港元)	111.92

股东结构

中国石油集团	56.05%
中国石化集团	1.48%
其他	42.47%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.17	8.91	0.62
绝对收益	13.35	3.74	18.18

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 能源行业分析师

Joyceyan@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 000)	FY 2022A	FY 2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售收入	171,944	177,354	189,457	200,022	209,687
增长率 (%)	24.1	3.1	6.8	5.6	4.8
净利润	5,228	5,682	6,060	6,484	6,927
增长率 (%)	1.7	8.7	6.7	7.0	6.8
净利润率 (%)	3.0	3.2	3.2	3.2	3.3
每股盈利 (元)	0.60	0.66	0.70	0.75	0.80
每股净资产 (元)	6.92	7.33	7.96	8.45	9.43
市盈率 (x)	12.9	11.9	11.1	10.4	9.7
市净率 (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
净资产收益率	6.7	6.8	6.8	6.8	6.6
股息收益率 (%)	2.7	3.3	3.4	3.8	4.0

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 公司概况

1.1. 国企实力雄厚

公司目前是中国城市燃气龙头企业之一。公司 1993 年被中国石油天然气总公司收购 52.54% 股权，其后更名为“中国石油（香港）有限公司”，2010 年公司正式更名为“昆仑能源有限公司”。公司于 2008 年实施战略转型，从境内外油气勘探开发业务转为将国内天然气终端销售与综合利用作为新的业务发展方向。在 2020 年，公司旗下的北京管道公司 60% 股权和大连 LNG 公司 75% 股权以 408 亿元现金出售给国家管网公司。公司更加专注于天然气终端业务。目前，公司主要从事城市燃气、天然气管道、LNG 和压缩天然气终端、LNG 加工与储运、LPG 销售等业务。公司的业务分布于中国 30 个省、自治区、直辖市，是中国国内销售规模最大的天然气终端利用企业和 LPG 销售企业之一。

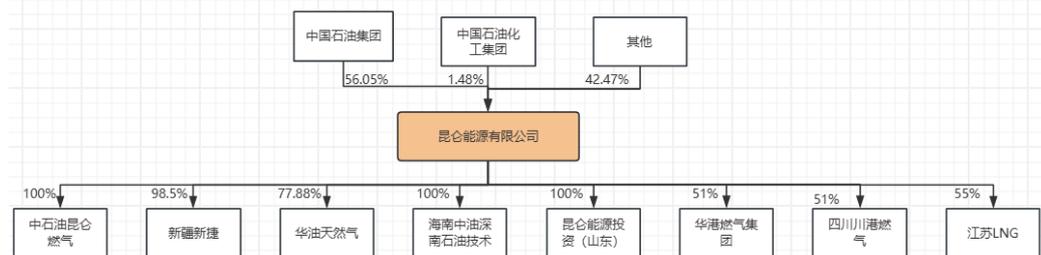
图表 1 公司历史大事



来源：公司官网、国证国际整理

中国石油集团占比 56.05%。中国石油集团为公司的控股股东。今年 12 月，中国石油将由其间接全资附属公司 Fairy King Investments Ltd. 持有的约 1.48% 划转给中国石油化工集团有限公司指定全资附属公司，中石油的持股由原来的 57.53% 变为 56.05%。公司的管理层经验丰富，基本都是来自于中石油。

图表 2 公司股权架构



来源：iFind, 公司年报、国证国际整理

图表 3 公司管理层

姓名	职位	经历
付斌 先生	主席	付先生于 2020 年 11 月 19 日获委任为执行董事，及自 2020 年 11 月 19 日起担任董事会主席职务，现兼任中国石油天然气销售分公司执行董事。付先生为正高级经济师，先后在华东石油学院、中国石油大学（北京）取得工学硕士学位，并在美国休斯顿大学修读完成 EMBA 课程。在中国石油与天然气行业拥有逾三十年的工作经验，1992 年起进入中石油工作。
钱治家 先生	行政总裁	钱先生于 2020 年 11 月 19 日或委任为公司执行董事及行政总裁，现任中国石油天然气销售分公司总经理。钱先生为正高级工程师，先后在西南石油学院取得工学学士和工学博士学位，并在美国休斯顿大学修读完成 EMBA 课程。在中国石油与天然气行业超过三十年的工作经验，自 1989 年起在四川石油管理局和中国石油工作。
周远鸿 先生	执行董事	周先生于 2018 年 1 月 12 日获委任为公司执行董事。周先生为高级会计师，先后获得西安石油大学的学士学位及澳大利亚新南威尔士大学的硕士学位。现任中国石油天然气集团公司财务资产部副总经及中国石油集团资本股份有限公司董事，在石油与天然气行业累计逾三十年的工作经验。
高向众 先生	财务总监	高先生于 2022 年 4 月 22 日获委任为公司财务总监，于 2022 年 7 月 8 日获委任为执行董事。高先生为高级会计师，分别在北京大学和北京科技大学取得文学和工商管理硕士学位。高先生在石油与天然气行业拥有逾 30 年的工作经验，自 1978 年期在中国石化、中国石油审计中心任职。

来源：公司年报、国证国际整理

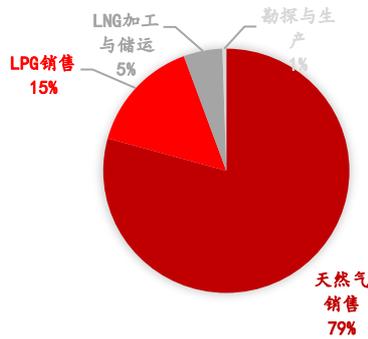
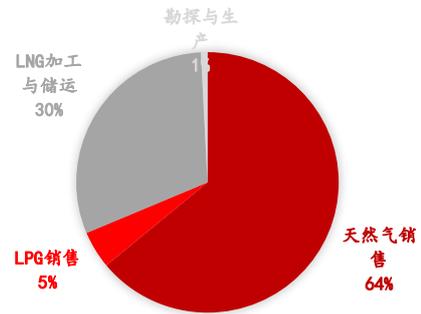
1.2. 主营业务突出，天然气销售业务占比 80%

公司的收入主要分为四大板块，分别是天然气销售，LPG 销售，勘探与生产以及 LNG 加工与储运。从收入端来看，天然气销售板块占总体收入的近 80%，第二是 LPG 板块占收入的 15%，LNG 加工与储运占比 5%；板块业绩来看，天然气销售在 2023 年占了业绩的 66%，其次是 LNG 加工与储运，占比超过 30%。可以说天然气销售在公司的主业地位突出，且每年稳定增长。

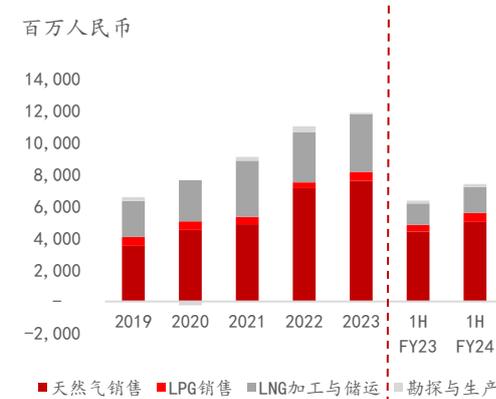
图表 4 公司主要业务

板块	内容	发展
天然气销售	不同天然气产品的零售与贸易	截至 2024 年 6 月 30 日，284 个城镇城燃项目，遍布 30 个省市，年零售气量超 300 亿方
LPG 销售	LPG 产品的批发与零售	LPG 年销售量超过 576 万吨
LNG 加工与储运	LNG 加工、卸载、储存、气化及装车	拥有唐山、如东两个 LNG 接收站，年接卸能力合计达 1300 万吨/年，以及 15 座在运营的 LNG 工厂，福建 LNG 接收站在建。
勘探与生产	原油及天然气之勘探、开发、生产和销售	在哈萨克斯坦、阿曼、泰国拥有项目，预计之后将逐步退出原油业务

来源：公司资料、国证国际整理

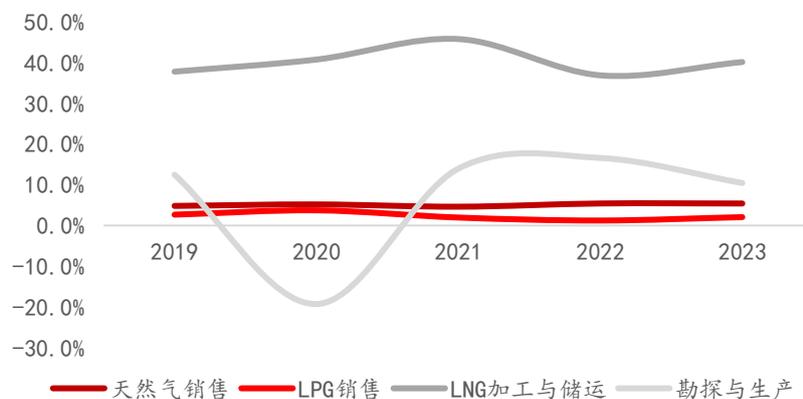
图表 5 收入以天然气销售为主

图表 6 板块业绩以天然气销售为主


来源：公司资料、国证国际整理

图表 7 公司历年收入组成

图表 8 公司历年板块业绩组成

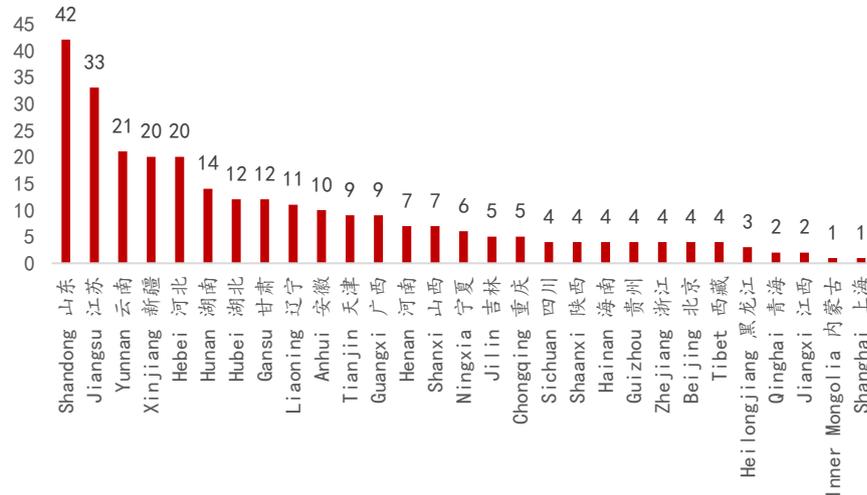

来源：公司资料、国证国际整理

从板块利润率来看，LNG 加工与储运的利润率最高且较为稳定；勘探与生产的利润率与油价相关较为波动；天然气销售板块的利润率较为稳定。

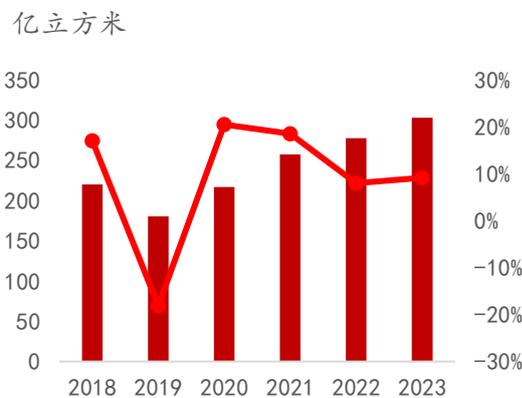
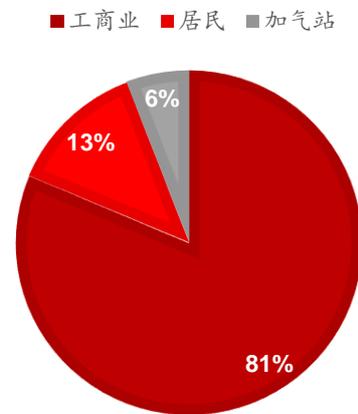
图表 9 板块历年利润率


来源：公司资料、国证国际整理

工业用户为主，销气量增速行业领先。公司为全国最大的天然气分销商之一，年天然气零售销售量已经超过 300 亿立方米，三年 CAGR 达 12%，领先同行。在项目收购方面，公司去年新增 12 个燃气项目。在公司的销气占比中，工商业用户占了公司 80% 的气量，公司积极拓展新终端用户，特别是工业用户。公司的项目主要在山东、江苏、云南、新疆、河北等工业发达地区布局较多。今年上半年，公司调整加气站业务的经营模式，部分加气站业务由自营模式改为租赁给母公司经营，公司获取租赁收入。

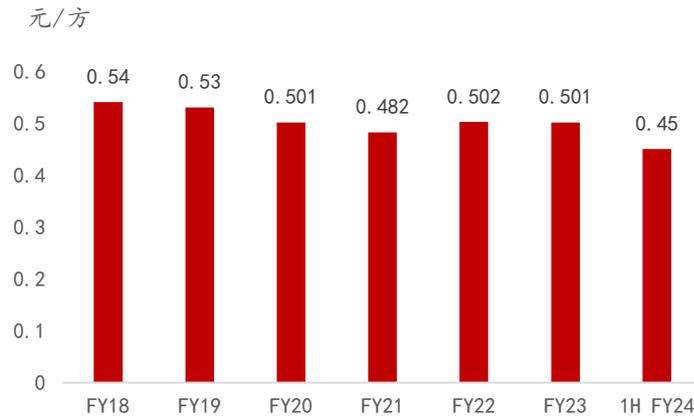
图表 10 项目分布图


来源：公司资料、国证国际整理

图表 11 公司历年天然气销售量及增速

图表 12 2024 年上半年销气结构


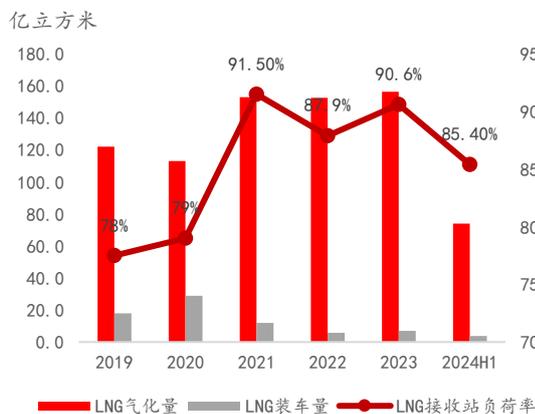
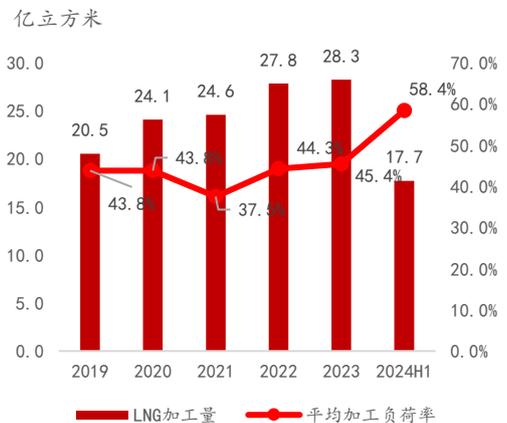
来源：公司资料、国证国际整理

历年毛差较为稳定，上半年毛差有所下降。历年来看，公司的毛差相对比稳定，就算在 2021、2022 年上游气价高企的时候，毛差也没有下降太多。而 24 年上半年毛差料主要受加气站业务出售以及年初保供的影响等有所下降，预计之后缓慢恢复。

图表 13 历年毛差情况


来源：公司资料、国证国际整理

优质的 LNG 码头接收站资源，LNG 工厂实现税前盈利。公司目前拥有河北唐山和江苏如东两个 LNG 接收站，福建 LNG 接收站正在建设中。唐山 LNG 接收站拥有接卸能力 650 万吨/年，如东 LNG 接收站拥有接卸能力 650 万吨/年，在我国已投运 LNG 接收站中接收能力排名靠前。公司的接收站主要处理中国石油已锁定的长期进口天然气合同量，公司历年接收站负荷率较高。截至 2023 年底，公司拥有 15 座 LNG 工厂，主要分布在新疆、河北、四川、山东等省。LNG 工厂实现税前盈利，今年上半年 LNG 工厂实现税前盈利 34.8 百万元，上半年的平均负荷率也有所增加。

图表 14 公司历年 LNG 接收站气化、装车量及负荷率

图表 15 公司历年 LNG 工厂加工量及平均负荷率


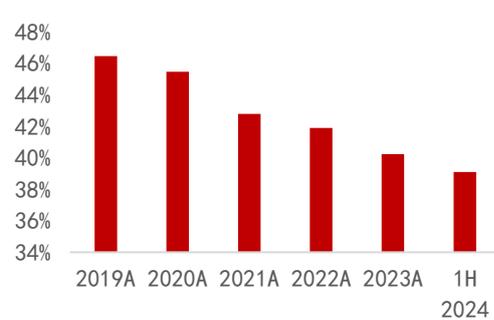
来源：公司资料、国证国际整理

逐步退出石油业务。根据公司的发展战略，公司将逐步退出油气田勘探开发，专注于天然气终端利用业务。目前公司在哈萨克斯坦、阿曼、泰国三个国家拥有项目，近年主要退出辽河冷家堡项目、秘鲁项目等。

1.3. 财务稳健，负债率较低，现金充足，分红率逐步提高

公司历年财务稳健，负债率逐年下降趋势，在手现金充足。2021年公司向国家管网集团出售所持有的北京管道公司60%股权和大连LNG公司75%股权，对价408.86亿，公司在手现金增加较多。当年公司发布特别股息回馈股东，每股特别股息人民币2.13元。公司发布2023-2025年三年计划，指引分红比例逐年上升，到2025年分红比例达到45%。

图表 16 公司历年资产负债率



图表 17 公司历年在手现金



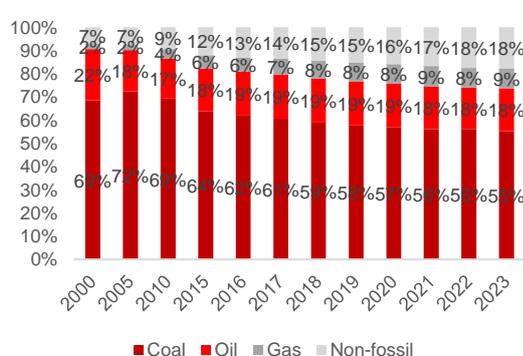
来源：公司资料、国证国际整理

2. 行业情况

2.1. 全国天然气需求未来仍有很大发展空间

天然气需求未来十年仍会不断增长，预计2024年同比增长6.5%-7.7%。天然气是较为清洁的化石能源，跟石油煤炭比可大幅降低碳排放。目前我国天然气占一次能源消费占比仍然较低，2023年只有8.7%，跟世界平均水平仍有较大差距，这也是由我国富煤贫油少气的基本国情决定的。用天然气取代煤炭可有效减少碳排，也可作为新能源发展的伴侣，未来仍有很大发展空间。根据国家发改委数据，2023年我国天然气表观消费量为3945.3亿立方米。预计2035年-2040年达到峰值平台期为6000亿立方米/年。根据国家能源局预测，今年天然气消费量预计达到4200-4250亿立方米，同比增长6.5%-7.7%。

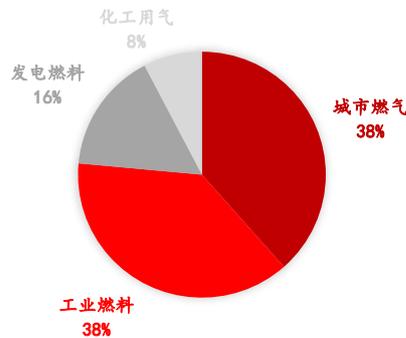
图表 18 天然气占我国一次能源消费比重 图表 19 中国天然气表观消费量
较低



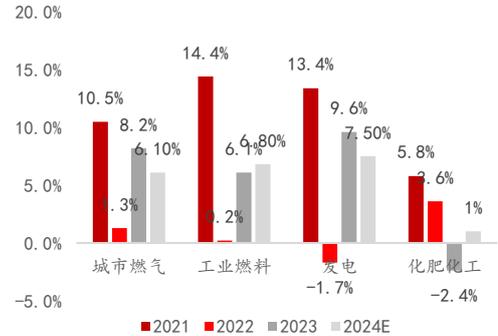
数据来源：《世界能源统计年鉴》，《中国天然气发展报告（2024）》，国家发改委，国证国际整理

预计发电领域、城市燃气以及工业燃料领域为主要增长领域。天然气主要可用于城市燃气、工业用气、发电燃料和化工用气四个用途。城市燃气和工业用气为最主要的使用领域，两者占比超过 75%。从天然气总体增速上各领域有所放缓，但是仍然保持不错增长。受益于全社会用电量增长，调峰电力仍有缺口以及气电装机的平稳增长，预计今年发电领域保持较快增长，城市燃气和工业燃料领域也保持增长。

图表 20 中国天然气消费结构



图表 21 我国天然气各行消费增速



来源：ETRI，重庆石油天然气交易中心，国证国际整理

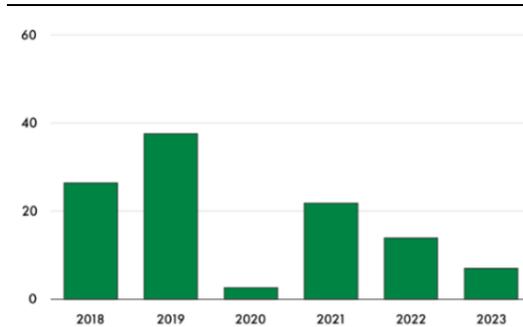
2.2. 制造业向中西部转移

2021 年 12 月，工信部、国家发展改革委等十部门制定实施《关于促进制造业有序转移的指导意见》，明确指出要引导西部地区有序承接东部地区产业转移，建设国家重要的能源化工、资源精深加工、新材料、轻工产品等劳动密集型产业、绿色食品基地，以及区域性高技术产业和先进制造业基地。2024 年 8 月，中共中央政治局召开会议，审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，明确提出要建立东中西部协作对接机制，共建项目孵化、人才培养、市场拓展等服务平台，在西部地区打造若干产业转移示范区。制造业总体向中西部地区转移，实践来看，劳动密集型产业主要从具有成本、区位优势湖北、河南等中部地区转移，与此同时也加快培育新型产业，在工程机械、智能语音、光电子信息、新材料等领域形成了一批先进制造业集群。如今年安徽省的天然气 1-11 月份消费量首次突破百亿大关，达 102 亿立方米，同比增长 17.6%。

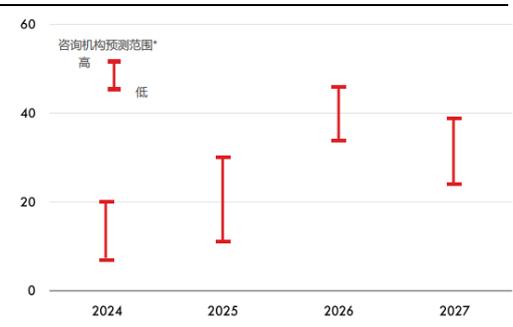
2.3. 成本下行+顺价政策，城燃业务盈利有望进一步改善

未来几年料 LNG 供应增加，城燃企业成本有望下降。目前国际气价在历史上看仍在高位，2021 年之前 JKM 在 4-14 美金/百万英热之间，Henry Hub 在 2-5 美金/百万英热之间，TTF 在 4-10 美金/百万英热之间。目前美国 Henry Hub 价格在 3.9USD/MMBtu，荷兰 TTF 在 14.6USD/MMBtu，普氏日韩 JKM 在 14.29USD/MMBtu。根据 Shell LNG 预测，未来几年 LNG 供应将会显著增加，但项目投产时间存在不确定性。2019-2011 年卡塔尔大型液化装置建设，2017-2019 年澳大利亚和美国第一轮扩张，2025-2027 年卡塔尔和美国将会迎来第二轮扩张。另外，今年 12 月月中俄东线天然气管道全线贯通，年输气能力增至 380 亿立方米。预计随着我国管道气进口的增加和城燃公司更加多元化的气源结构，城燃公司的用气成本在未来有望进一步下降。

图表 22 全球 LNG 供应历史增长情况 单位：百万吨/年



图表 23 全球 LNG 供应增长预测范围 单位：百万吨/年



来源：Shell LNG Outlook 2024, 国证国际整理

3. 估值

经营假设：

采用天然气零售业务、LPG 销售、LNG 加工与储运服务以及销售原油四个经营分部对公司进行经营假设。考虑未来天然气需求增加，我们给予未来三年天然气销量、LNG 工厂加工量一定增速，LPG 销售和 LNG 接收站业务小幅增速，原油销量保持不变。我们预计公司未来三年每股盈利为 0.70/0.75/0.80 元/股，结合公司在行业中地位和行业估值，给予 2025 年 12 倍 P/E，对应目标价 9.61 元。

图表 24 公司经营假设

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
零售气量	亿立方	278	303	327	359	390
YOY		8%	9%	8%	10%	9%
LPG 销量	万吨	561.5	577	560	571	582
YOY		-6%	3%	-3%	2%	2%
LNG 工厂加工量	亿立方米	28	28	30	32	35
YOY		13%	2%	7%	7%	7%
LNG 气化量	亿立方米	153	156	153	156	159
YOY		0%	2%	-2%	2%	2%
LNG 装车量	亿立方米	6	6	6	6	7
YOY		-50%	2%	0%	5%	5%

数据来源：公司资料，国证国际

图表 25 同业估值比较

同业估值比较 - 港股燃气公司

股份名称	代码	市值 百万港元	股价 港元	最近报表 年结, YO	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					YO	Y1f	Y2f	Y3f	YO	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f			
香港中华煤气有限公司	3 HK	115,505	6.19	12/2023	19.0	18.5	17.5	16.6	15.7	3.1	5.7	5.4	5.65	5.65	5.65	75.9	9.5	3.45
华润燃气控股有限公司	1193 HK	69,999	30.3	12/2023	13.2	12.3	11.3	10.4	10.0	7.3	8.5	8.6	4.16	4.28	4.71	31.1	12.6	3.73
新奥能源控股有限公司	2688 HK	63,631	56.3	12/2023	8.7	8.9	8.1	7.4	16.3	-1.7	9.4	9.2	5.26	5.05	5.66	30.3	14.6	5.88
中国燃气控股有限公司	384 HK	36,920	6.79	03/2024	11.5	9.4	8.6	8.0	-26.3	21.9	10.0	7.1	7.36	7.13	7.25	n/a	5.6	2.06
港华智慧能源有限公司	1083 HK	10,999	3.16	12/2023	6.6	6.9	6.4	6.0	58.2	-4.5	8.1	7.3	5.06	5.63	6.27	63.3	5.5	2.22
天伦燃气控股有限公司	1600 HK	3,564	3.63	12/2023	7.0	n/a	n/a	n/a	8.9	n/a	n/a	n/a	4.66	n/a	n/a	101.6	7.4	2.64
昆仑能源有限公司	135 HK	72,041	8.3	12/2023	11.9	10.6	9.8	9.0	8.7	12.5	8.5	8.1	2.16	4.06	4.56	-32.1	9.2	4.11
行业平均					11.1	11.1	10.3	9.6	13.1	6.4	8.4	7.6	4.9	5.3	5.7	45.0	9.2	3.4

 注：*净负债比率为负数代表净现金
 数据来源：彭博

数据来源：彭博，国证国际

附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						资产负债表					
主营业务收入	171,944	177,354	189,457	200,022	209,687	现金	20,042	27,353	34,285	40,871	50,819
其他收入	62	903	708	571	587	应收账款	2,887	1,977	3,286	2,270	3,554
利息收入	859	870	1,000	1,200	1,400	存货	1,081	1,155	1,231	1,300	1,363
采购、服务及其他	-146,077	-151,091	-162,933	-172,019	-180,331	其他流动资产	0	0	0	0	0
雇员佣金成本	-5,749	-5,970	-6,442	-6,801	-7,129	流动资产合计	51,339	57,198	64,731	70,370	81,665
折旧、损耗及摊销	-4,887	-4,992	-4,762	-4,849	-4,964	固定资产	69,534	68,032	69,270	70,921	72,456
减值亏损	-500	-368	0	0	0	无形资产	1,849	1,755	1,673	1,596	1,521
其他销售、一般性和管理费用	-3,770	-3,656	-3,221	-3,400	-3,565	长期投资	13,965	14,089	14,230	14,372	14,516
除所得税以外之税项	-583	-542	-542	-542	-542	递延税项资产	1,115	1,054	2,084	2,200	2,307
利息支出	-899	-960	-906	-906	-906	非流动资产合计	87,553	86,321	88,648	90,480	92,191
应占联合管公司溢利	992	1,045	1,066	1,087	1,109	总资产合计	138,892	143,519	153,379	160,850	173,856
税前利润	11,392	12,593	13,425	14,363	15,345	应付账款	27,720	27,800	30,313	32,003	33,550
yoY growth	0	0	0	0	0	短期借款	5,287	143,519	153,379	160,850	173,856
所得税	-3,189	-3,338	-3,491	-3,734	-3,990	其他流动负债	1,377	0	0	0	0
税后利润	8,203	9,255	9,935	10,629	11,355	流动负债合计	34,384	34,583	37,096	38,786	40,333
少数股东权益	2,975	3,573	3,875	4,145	4,429	长期借款	19,794	19,027	19,027	19,027	19,027
已终止持续经营溢利	0	0	0	0	0	递延税及递延收入	1,858	1,870	1,870	1,870	1,870
归母净利润	5,228	5,682	6,060	6,484	6,927	非流动负债合计	23,806	23,153	23,153	23,153	23,153
同比 (%)						负债合计	58,190	57,736	60,249	61,939	63,486
营业收入	24%	3%	7%	6%	5%	股本	71	71	71	71	71
税前利润	8%	11%	7%	7%	7%	储备	59,837	63,378	68,845	73,123	81,603
归母净利润	2%	9%	7%	7%	7%	少数股东权益	20,794	22,334	24,214	25,717	28,696
现金流量表						所有者权益合计	80,702	85,783	93,130	98,911	110,370
利润	8,203	12,593	13,425	14,363	15,345	负债及所有者权益合计	138,892	143,519	153,379	160,850	173,856
折旧和摊销	4,887	4,992	4,844	4,927	5,039	主要财务比率					
营运资本变动	-5,239	-328	-1,128	-2,637	-200	P/E (x)	13.0	12.0	11.2	10.5	9.8
其他	7,019	-2,849	0	0	0	P/B (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
经营性现金净流量	14,870	14,408	17,141	16,653	20,184	Dividend yield (%)	2.6	3.2	3.3	3.7	4.0
资本开支	-5,719	-5,179	-6,000	-6,500	-6,500	Pre-tax profit margin (%)	6.6	7.1	7.1	7.2	7.3
其他	-12,733	4,118	-1,030	-116	-106	Net margin (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性现金净流量	-18,452	-1,061	-7,030	-6,616	-6,606	SG&A/sales (%)	-85.0	-85.2	-86.0	-86.0	-86.0
新发股份	0	0	0	0	0	Effective tax rate (%)	-28.0	-26.5	-26.0	-26.0	-26.0
支付股息	-1,799	-2,198	-2,273	-2,545	-2,723	ROE (%)	6.7	6.8	6.8	6.8	6.6
新增债务	616	-590	0	0	0	ROA (%)	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1
利息支出	-899	-960	-906	-906	-906	Current ratio (x)	1.5	1.7	1.7	1.8	2.0
其他	-2,838	-2,291	0	0	0	A/R turnover days (s)	5.9	4.9	5.0	5.0	5.0
融资性现金净流量	-4,920	-6,039	-3,179	-3,451	-3,629	Net debt/ (cash) to equity (%)	6.2	-3.3	-10.5	-16.6	-23.9
净现金流	-8,502	7,308	6,932	6,585	9,948	Total asset to equity ratio (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
汇兑损益	50	3	0	0	0	Dividend payout ratio (%)	35%	42%	40%	42%	42%
期初现金余额	28,494	20,042	27,353	34,285	40,871						
期末现金余额	20,042	27,353	34,285	40,871	50,819						

资料来源：公司资料、iFind、国证国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010