

# 买入

# 出售资产增值超出预期，聚焦天然气销售业务

**昆仑能源 (0135.HK)**

2021-01-14 星期四

## 投资要点

目标价: **9.36 港元**  
 现价: 7.29 港元  
 预计升幅: 28%

### ➤ 向国家管网出售资产增值率超出预期:

公司宣布与国家管网集团订立股权转让协议，拟出售持有的北京管道及大连 LNG 权益，基础交易对价约 408.86 亿元。北京管道公司、大连 LNG 公司 2019 年归属昆仑能源的净利润 30.23 亿元，增长 12.6%；2020 年首 9 个月归属昆仑能源净利润 19.79 亿元。昆仑能源应占出售资产的净资产账面值为 214.18 亿元，此项交易增值 194.68 亿元，增值率约为 91%，对应 2019 年市净率约为 1.9 倍。

## 重要数据

日期	2021-01-13
收盘价 (港元)	7.29
总股本 (百万股)	8,659
总市值 (百万港元)	6,312
净资产 (百万元)	50,054
总资产 (百万元)	151,480
52 周高低 (港元)	7.77 / 2.73
每股净资产 (港元)	6.33

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### ➤ 聚焦核心天然气销售业务，迎来价值重估:

公司预计将获得 370 亿元现金，约 50% 将用于派发股利；约 40% 将用于开拓天然气终端销售业务，做强做大；其余约 10% 将用于偿还现有债务及一般营运用途。我们认为，资产出售增值收益超出预期，资产剥离后，公司将聚集核心天然气终端销售业务，集中发展城市燃气、交通领域 LNG 利用等业务，该核心业务的增长将带来公司长期价值的重估。

### ➤ 冷冬保供将提升公司 LNG 加工与储运板块盈利:

公司保留了江苏 LNG 和京唐 LNG 接收站。近期受寒潮影响，自 2020 年 11 月 15 日以来，江苏 LNG 接收站累计接船量 16 船，天然气单气日化外输量持续保持 2500 万立方米以上，单日最大气液外输量达 4000 万立方米；唐山 LNG 接收站于 2020 年 12 月 30 日管道外输量提升 4200 万立方米/日，2020 年进入冬供季以来累计接船量达 19 船，平均日装车量达到 240 车，月供应天然气约 1.8 亿立方米，实现翻番增长。

### ➤ 维持买入评级，提高目标价至 9.36 港元:

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 9.36 港元，相当于 2021 年和 2022 年 12 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	105,470	113,313	117,509	126,666	136,696
同比增长 (%)	18.9%	7.4%	3.7%	7.8%	7.9%
净利润	4,634	5,551	5,595	5,606	6,027
同比增长 (%)	-3%	19.8%	0.8%	0.2%	7.5%
每股盈利 (元)	0.57	0.67	0.65	0.65	0.70
PE@7.29HKD	10.6	9.1	9.4	9.4	8.7
每股股息 (元)	0.23	0.26	0.25	2.39	0.27
股息率	3.8%	4.3%	4.2%	39.4%	4.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

中石油香港有限公司 (54.38%)

## 相关报告

深度报告-20191120

更新报告-20200908

## 研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 出售资产增值率超出预期：

公司宣布与国家管网集团订立股权转让协议，拟出售持有的北京管道及大连 LNG 权益，基础交易对价约 408.86 亿元。

北京管道公司主要负责陕甘宁至北京输气管道工程的建设、管理，股东权益价值约 556.56 亿元，昆仑能源持有该公司 60%。大连 LNG 公司主要负责国外采购 LNG 在大连地区的接卸工作，并根据调度指令对 LNG 进行气化、外输和装车工作，股东权益价值约 99.9 亿元，昆仑能源持有该公司 75% 权益。

北京管道公司、大连 LNG 公司 2019 年归属昆仑能源的净利润 30.23 亿元，增长 12.6%；今年首 9 个月归属昆仑能源净利润 19.79 亿元。

昆仑能源应占出售资产的净资产账面值为 214.18 亿元，相比出售予国家管网集团的权益估值 408.86 亿元，增值 194.68 亿元，增值率约为 91%，市净率约为 1.9 倍。

**表 1：出售资产核心财务数据**

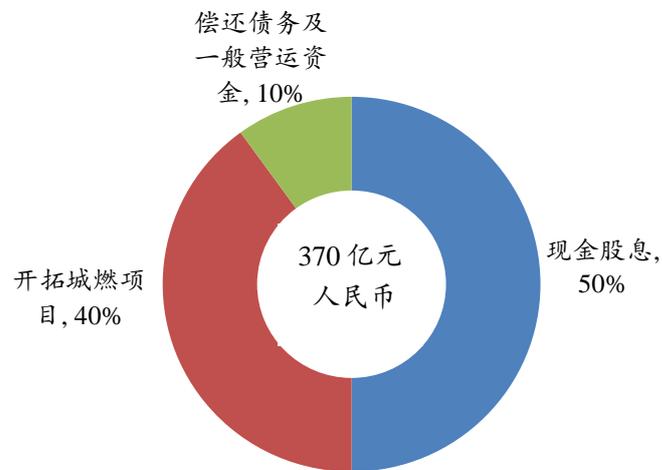
(人民币百万元)	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/30
净资产	32,796	34,817	33,702
归属本公司净资产	20,185	21,418	20,717
收入	10,839	11,519	7,499
税后净利润	4,307	4,860	3,192
归属本公司净利润	2,684	3,023	1,979
交易代价		40,886	
PE		13.52	
PB		1.91	1.97
交易代价扣除：		40,886	
已收取的 2019 年分红		2,679	
相关税费		1,192	
其他费用支出		18	
实际收到的现金		36,997	

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 出售资产所得现金 50% 用于派息：

公司预计将获得 370 亿元现金，具体用途将作以下分配：约 50% 将用于派发股利；约 40% 将用于开拓天然气终端销售业务，做强做大；其余约 10% 将用于偿还现有债务及一般营运用途。

图 1：所得现金用途分配



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 聚焦核心天然气销售业务，迎来价值重估：

我们认为，资产出售增值收益超出预期，资产剥离后，公司将聚集核心天然气终端销售业务，集中发展城市燃气、交通领域 LNG 利用等业务，该核心业务的增长将带来公司长期价值的重估。

### 维持买入评级，提高目标价至 9.36 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价 9.36 港元，相当于 2021 年和 2022 年 12 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

天然气需求增长不及预期，销气毛差下降。

表 2：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.34	2,015	28.9	29.5	25.5	23.8	3.3	3.3	3.3	3.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.64	108	8.3	7.7	7.1	6.3	0.6	0.5	0.5	0.5
0384.HK	中国燃气	HKD	31.30	1,631	17.8	14.9	13.0	11.4	3.7	3.6	3.0	2.7
2688.HK	新奥能源	HKD	124.40	1,404	22.2	19.5	16.5	14.2	4.8	3.7	3.2	2.7
1193.HK	华润燃气	HKD	42.80	990	19.6	19.7	17.1	15.2	3.2	3.0	2.7	2.4
0392.HK	北京控股	HKD	26.05	329	4.1	4.2	3.9	3.6	0.4	0.4	0.4	0.3
1600.HK	天伦燃气	HKD	7.16	72	8.2	6.8	5.9	5.2	1.6	1.3	1.1	0.9
<b>平均</b>					<b>15.6</b>	<b>14.6</b>	<b>12.7</b>	<b>11.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>
0135.HK	昆仑能源	HKD	7.29	631	10.2	9.4	9.4	8.7	1.2	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	105,470	113,313	117,509	126,666	136,696
采购、服务及其他	(78,249)	(85,116)	(86,428)	(93,378)	(101,155)
税金及附加	(468)	(472)	(491)	(511)	(531)
雇员成本	(4,845)	(5,134)	(5,300)	(5,713)	(6,165)
财务开支	(1,130)	(988)	(1,162)	(600)	(600)
应占联营公司利润	858	951	750	850	935
其他收益	(259)	364	0	0	0
销售费用	(3,389)	(3,112)	(3,525)	(3,800)	(4,101)
所得税	(3,772)	(4,074)	(4,219)	(5,284)	(5,681)
税前利润	11,985	13,645	14,129	17,699	19,028
少数股东应占利润	3,579	4,020	4,316	6,808	7,319
<b>净利润</b>	4,634	5,551	5,595	5,606	6,027
折旧及摊销	(6,189)	(6,350)	(7,122)	(6,018)	(6,338)
<b>增长</b>					
总收入 (%)	19%	7%	4%	8%	8%
净利润 (%)	-3%	20%	1%	0%	8%

资产负债表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	20,474	18,640	14,994	24,643	16,072
应收账款	2,459	2,792	2,740	2,953	3,187
存货	1,865	1,398	2,060	2,226	2,411
其他流动资产	5,859	6,820	6,684	6,550	6,419
<b>流动资产</b>	30,657	29,650	26,477	36,371	28,089
固定资产	95,933	105,776	81,807	83,443	91,787
无形资产	1,889	2,190	2,409	2,650	2,915
其他固定资产	12,108	10,281	11,227	12,265	13,402
<b>非流动资产</b>	109,930	118,247	95,443	98,358	108,105
<b>总资产</b>	140,587	147,897	121,920	134,729	136,193
应付账款	27,355	29,300	25,270	27,302	29,576
短期银行贷款	7,072	8,772	9,211	9,579	9,962
其他短期负债	4,714	1,225	1,274	1,325	1,379
<b>流动负债</b>	39,141	39,297	35,754	38,206	40,917
长期银行贷款	28,163	25,727	27,013	28,364	29,782
其他负债	3,189	3,688	4,046	4,447	4,886
<b>非流动负债</b>	31,352	29,415	31,059	32,811	34,668
<b>总负债</b>	70,493	68,712	66,813	71,017	75,585
少数股东权益	27,390	29,197	30,197	30,297	30,397
<b>股东权益</b>	42,704	49,988	24,910	33,415	30,212
<b>负债及权益总额</b>	140,587	147,897	121,920	134,729	136,193
每股账面值(人民币元)	5.29	5.77	2.88	3.86	3.49
营运资金	(8,484)	(9,647)	(9,278)	(1,835)	(12,828)

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>					
净利率 (%)	4%	5%	5%	4%	4%
<b>营运表现</b>					
实际税率 (%)	31%	30%	30%	30%	30%
股息支付率 (%)	40%	39%	39%	369%	39%
存货周转天数	9	9	9	9	9
应付账款周转天数	107	107	107	107	107
应收账款周转天数	9	9	9	9	9
ROE (%)	11%	11%	22%	17%	20%
ROA (%)	3%	4%	4%	4%	4%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.3	0.3	0.9	0.4	0.8
收入/总资产	0.75	0.77	0.96	0.94	1.00
总资产/股本	3.29	2.96	4.89	4.03	4.51
收入对利息倍数	93.3	114.7	101.2	211.1	227.8

现金流量表

百万人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
融资成本	22,718	21,322	20,865	17,227	37,670
营运资金变化	(1,928)	(1,163)	369	7,443	(10,993)
所得税	(3,772)	(4,074)	(4,219)	(5,284)	(5,681)
<b>营运现金流</b>	17,018	16,085	17,016	19,386	20,996
资本开支	(8,458)	(9,932)	(12,000)	(11,500)	(11,499)
其他投资活动	1,458	(345)	(2,753)	26,522	(11,557)
<b>投资活动现金流</b>	(7,000)	(10,277)	(14,753)	15,022	(23,056)
负债变化	(4,440)	(1,781)	(1,899)	4,204	4,568
股本变化	0	586	0	0	0
股息	1,857	2,277	2,206	20,710	2,376
其他融资活动	(8,772)	(8,888)	(6,217)	(49,673)	(13,454)
<b>融资活动现金流</b>	(11,355)	(7,805)	(5,910)	(24,759)	(6,511)
<b>现金变化</b>	(1,337)	(1,997)	(3,646)	9,649	(8,571)
期初持有现金	21,850	20,474	18,640	14,994	24,643
汇率变动	(39)	163	0	0	0
期末持有现金	20,474	18,640	14,994	24,643	16,072

# 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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>