



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 8 月 23 日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511080005

guanbin@cicc.com.cn

中国 LNG 下游产业正在加速发展

投资提示：

由于价格和环保优势，中国 LNG(液化天然气)下游分销产业即将进入加速发展阶段。随着 LNG 客车和重卡生产规模的扩大、技术的成熟，低温储运设备国产化率的提高，以及分销商在 LNG 加气站建设和运营方面经验的增加，预计未来 2-3 年，LNG 客车和重卡市场前景乐观，增长机会比较确定。在分销商中，我们重点关注昆仑能源(135.HK，推荐)、广汇股份(600256.CH，未评级)、新奥能源(2688.HK，审慎推荐)等上市公司；而在设备领域，我们关注相关低温储运设备、LNG 加气站设备、车辆供气系统以及天然气液化橇装成套设备的生产公司，包括：富瑞特装(300228.CH，未评级)、中集安瑞科(3899.HK，未评级)等。昆仑能源有望成为中国最大的 LNG 分销商，我们重申“推荐”的投资评级和 16 港币的目标价格。

理由：

价格和环保双重优势吸引物流企业进行燃料置换，地方政府支持发展 LNG 公交。不同于其他天然气销售模式，LNG 实行市场化定价，分销企业目前大都参照等热值汽柴油价格的 60-70%制定 LNG 价格。使用 LNG，相同功率的发动机，可以节省燃料费用达 30%-40%，最少 1 年左右的时间就可以收回额外投资成本。随着 LNG 汽车制造规模的扩大，物流企业改装或额外投资的成本也将逐渐降低，LNG 燃料汽车的经济优势日趋显现。此外，使用 LNG 汽车，每年还可以节省约 2000 元的润滑油和火花塞费用。环保方面和石油相比，使用 LNG 可以减少二氧化碳排放约 25%，减少氮氧化物排放 90%，减少二氧化硫和烟尘颗粒物排放达 100%，对地方政府推行节能减排工程的吸引力非常大。

LNG 车辆、发动机、低温储运设备、供气系统等设备的生产技术已经成熟。近年来，我国汽车和发动机生产企业、低温设备公司等都在致力于 LNG 技术、设备的研发和应用，目前相关的技术和设备已经成熟。2010 年底，中国 LNG 汽车保有量约 6000 辆，预计 2013 年将超过 6 万辆，年均复合增长率接近 115%。

国家能源局已经批准《LNG 汽车加气站技术规范》，主要分销商均计划在“十二五”期间大力建设 LNG 加气站。2010 年底，全国约有 100 座 LNG 加气站，主要分销商，包括：广汇股份、昆仑能源、中海油总公司、新奥能源、以及绿能控股集团等。掌握上游 LNG 资源的分销商，均计划在“十二五”期间大力建设 LNG 加气站，发展分销网络。其中，昆仑能源计划在今年新建 LNG 加气站 200-300 座，“十二五”期间计划共新建 1000-2000 座；中海油总公司也计划在“十二五”期间投资 100 亿元，建设 1000 座 LNG 加气站；广汇股份计划 3-5 年之内，LNG 加气站达到 300 座，是目前运营数量 6 倍左右。

LNG 资源供应得到保障，其发展可能不再受冬季“气荒”制约。随着中国海上 LNG 进口量的不断增加，以及陆上 LNG 液化工厂的建设，国内 LNG 资源供应得到保障。未来两年，国内天然气储气库的建设和管网调配能力将显著增强，冬季“气荒”发生的可能性将可望减小，有利于缓解 LNG 下游应用行业的后顾之忧。

风险提示：

LNG 下游业务推广慢于预期；行业竞争加剧，毛利率下滑；采购成本上升；来自其他新型动力源的竞争，包括：混合动力车、纯电动车、氢燃料电池车、太阳能汽车等售价大幅下降，电池及电机技术实现重大突破，充电时间大幅下降，电池功率大幅提高等。

¹ 报告贡献人：何帅 heshuai@cicc.com.cn

LNG 供应瓶颈不断消除，销售增长可望加速

海上 LNG 进口量逐年增加，2015 年有望达到 4000 万吨，年均复合增长率超过 30%。2010 年，中国液化天然气的进口量为 935 万吨，主要来自中海油总公司的广东大鹏、福建莆田和上海中西门堂 LNG 接收站的贡献。2011 年 7 月，中石油昆仑能源的江苏如东 LNG 接收站已经投产，开始接收 LNG 现货；今年下半年，中石油昆仑能源大连 LNG 接收站也将投产。三大石油公司在“十二五”期间还将投产 9 个 LNG 接收站。

陆上 LNG 液化工厂蓬勃发展。随着中国页岩气的逐步勘探和开发，以及煤制天然气的快速发展，中国天然气气源将得到较好的补充。对于一些小型常规气田、煤层气田、焦炉气，选择长输管道输送天然气不经济，而天然气经过液化以后，压缩 620 倍，可以有效地回避天然气管网建设不足的困境，加快推广应用。此外，LNG 实行市场价定价，可以实现更高的价格和毛利水平。

图表 1：中国目前运营、在建的 LNG 接收站

LNG终端	省份	经营者	状态	投产时间	产能（百万吨/年）			
					首期	2010	2015E	2020E
大鹏	广东	中海油	已运行	2006	3.70	6.80	9.00	9.00
莆田	福建	中海油	已运行	2009	2.60	2.60	6.40	6.40
中西门堂	上海	中海油	已运行	2009	3.00	3.00	3.00	10.00
宁波	浙江	中海油	在建	2012	3.00		6.00	6.00
珠海	广东	中海油	在建	2013	3.50		3.50	12.00
揭阳	广东	中海油	在建	2014	2.00		2.00	2.00
海南	海南	中海油	在建	2014	2.00		2.00	3.00
如东	江苏	中石油	已运行	2011	3.50		3.50	6.50
大连	辽宁	中石油	在建	2011	3.00		3.00	6.00
曹妃甸	唐山	中石油	在建	2013	3.50		3.50	6.50
深圳	广东	中石油	在建	2014	3.00		3.00	6.00
澳门	澳门	中石化	在建	2015	5.00		5.00	5.00
青岛	山东	中石化	在建	2014	3.00		3.00	5.00
北海	广东	中石化	在建	2014	3.70		3.70	6.00
合计					44.50	12.40	56.60	89.40

资料来源：行业数据、中金公司研究部

图表 2：中国目前已签署的 LNG 贸易长期协议

买方	出口商	出口国	条款	开始年	结束年	(百万吨)	
						开始年	结束年
1 中海油总公司	Australia NWS	澳大利亚	FOB	2006	2031	3.70	
2 中海油总公司	Tangguh LNG	印度尼西亚	FOB	2007	2032	2.60	
3 中海油总公司	MLNG Tiga	马来西亚	DES (Xship or CIF)	2009	2034	3.03	
4 中海油总公司	Qatargas	卡塔尔	DES	2009	2034	2.00	
5 中海油总公司	Total Portfolio	灵活	DES	2010	2025	1.00	
6 中海油总公司	Yemen LNG	也门	NA	2010	2012	0.50	
7 中石油股份	Qatargas	卡塔尔	DES	2012	2037	3.00	
8 中海油总公司	Qatargas	卡塔尔	TBD	2013	2038	5.00	
9 中海油总公司	GDF Suez Portfolio	未指定	DES	2013	2016	0.65	
10 中海油总公司	Unspecified	未指定	DES	2013	2017	0.66	
11 中石油股份	Qatargas	卡塔尔	TBD	2013	2038	2.00	
12 中电控股	BG Portfolio	灵活	DES	2013	2033	1.00	
13 中海油总公司	Curtis LNG	澳大利亚	DES	2014	2034	3.60	
14 中石油股份	Gorgon	澳大利亚	FOB	2014	2034	2.00	
15 中石油股份	Gorgon	澳大利亚	TBD	2014	2034	2.25	
16 中石油股份	Browse	澳大利亚	TBD	2015	2035	3.00	
17 中石化股份	APLNG	澳大利亚	TBD	2015	2035	4.30	
18 中石化股份	PNG LNG	巴布亚新几内亚	DES	2015	2035	2.00	
合计						42.29	

资料来源：彭博资讯、行业数据、中金公司研究部

图表 3: 中国目前运营、在建和规划的 LNG 液化工厂

	经营者	地点	状态	投产日期	产能	
					(万立方米/天)	(万吨/年)
1	上海浦东五号沟	上海浦东	已运行	2000年2月	10	2.7
2	河南中原绿能高科	濮阳油田	已运行	2001年11月	15	4.0
3	新疆广汇	鄯善吐哈油田	已运行	2005年8月	150	40.3
4	中石油西南分公司	四川犍为县	已运行	2005年11月	4	1.1
5	新奥燃气	广西北海涠洲岛	已运行	2006年3月	15	4.0
6	海南海燃	海口福山油田	已运行	2006年3月	25	6.7
7	江阴天力燃气	江苏江阴	已运行	2006年10月	5	1.3
8	合江凯添能源公司	四川泸州	已运行	2007年3月	5	1.3
9	苏州华峰	江苏苏州	已运行	2007年11月	7	1.9
10	大庆LNG试验装置	黑龙江大庆	已运行	2007年12月	2	0.5
11	中油中泰有限公司西宁一期	青海西宁	已运行	2008年1月	6	1.6
12	泰安深燃	山东泰安	已运行	2008年3月	15	4.0
13	成都永龙	成都龙泉驿	已运行	2008年8月	10	2.7
14	中油中泰有限公司西宁二期	青海西宁	已运行	2008年8月	20	5.4
15	中海油总公司	珠海横琴岛	已运行	2008年10月	60	16.1
16	山西港华煤层气	山西晋城	已运行	2008年11月	25	6.7
17	鄂尔多斯星星能源	鄂尔多斯	已运行	2008年11月	100	26.8
18	重庆民生黄水	重庆黄水	已运行	2008年12月	12	3.2
19	内蒙古时泰天然气经营有限责任公司	内蒙古鄂尔多斯	已运行	2009年4月	60	16.1
20	新奥燃气	山西沁水	已运行	2009年4月	30	8.1
21	新奥燃气	宁夏银川	已运行	2009年5月	60	16.1
22	合肥燃气集团	安徽合肥	已运行	2009年5月	8	2.1
23	中国联盛投资集团顺泰一期	山西晋城	已运行	2009年6月	50	13.4
24	宁夏清洁能源	宁夏银川	已运行	2009年6月	30	8.1
25	中国联盛投资集团顺泰二期	山西晋城	已运行	2010年6月	50	13.4
26	达州汇鑫能源	四川达州	已运行	2010年7月	100	26.8
27	鄂尔多斯市新圣	内蒙古鄂尔多斯	已运行	2011年	15	4.0
28	世益新能源	内蒙古包头	已运行	2011年	10	2.7
29	中石油昆仑燃气	甘肃兰州	已运行	2011年	30	8.1
30	华油天然气	内蒙古	已运行	2011年	30	8.1
31	河南安彩高科	河南安阳	在建	2011年	10	2.7
32	天德能源	吉林前郭	在建	2011年	20	5.4
33	山西易高	山西晋城	在建	2011年	65	17.4
34	昆仑能源	山东淄博	在建	2011年	150	40.3
35	昆仑能源	新疆和田	在建	2011年	25	6.7
36	昆仑能源	内蒙古磴口	在建	2011年	30	8.1
37	昆仑能源	陕西安塞	在建	2011年	200	53.7
38	昆仑能源	四川广安	在建	2011年	100	26.8
39	昆仑能源	四川广元	在建	2011年	100	26.8
40	昆仑能源	内蒙古乌海	在建	2011年	100	26.8
41	新疆广汇	吉木乃	在建	2011年	150	40.3
42	包头市寰达新能源有限责任公司	内蒙古包头	在建	2011年	30	8.1
43	新疆广汇	哈密煤制天然气	在建	2012年	134	36.0
44	陕西西蓝(集团)靖边一期	陕西靖边	在建	2012年	50	13.4
45	昆仑能源	青海格尔木一期	在建	2012年	35	9.4
46	昆仑能源	河北霸州	在建	2012年	100	26.8
47	润禾能源投资有限公司	内蒙古鄂尔多斯	规划	2013年	100	26.8
48	绿能融创濮阳LNG工厂	河南濮阳	规划	2013年	50	13.4
49	昆仑能源	浙江上虞	规划	2013年	30	8.1
50	中油恒燃沁水煤层气液化项目	山西沁水	规划	2013年	100	26.8
51	庆源天然气公司	内蒙古鄂托克前旗	规划	2013年	100	26.8
52	昆仑能源	内蒙古阿拉善	规划	2014年	100	26.8
53	昆仑能源	内蒙古巴彦淖尔市	规划	2014年	100	26.8
54	昆仑能源	青海格尔木二期	规划	2015年	65	17.4
55	昆仑能源	其他地区	规划	2015年	400	107.4
已运行					959	257
在建					1,299	349
规划					1,045	280
总计					3,303	887

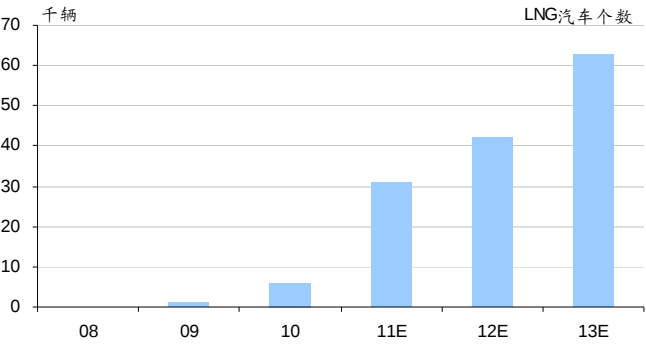
资料来源：行业数据、中金公司研究部

中国 LNG 车用市场进入爆发式增长阶段

LNG 汽车将呈现爆发式的增长。由于 LNG 汽车的经济、环保优势，09 年以来，新疆、山西和内蒙古等地不断推广 LNG 重卡；四川、重庆、乌鲁木齐、江苏、浙江等地也大力推广 LNG 客车。由于技术已经成熟，许多汽车制造企业和发动机生产企业都相继进入 LNG 整车和相关设备的生产领域。截止 2010 年底，全国的 LNG 汽车不足 6000 辆，预计 2011-13 年，LNG 汽车将逐步增加到 6 万辆。

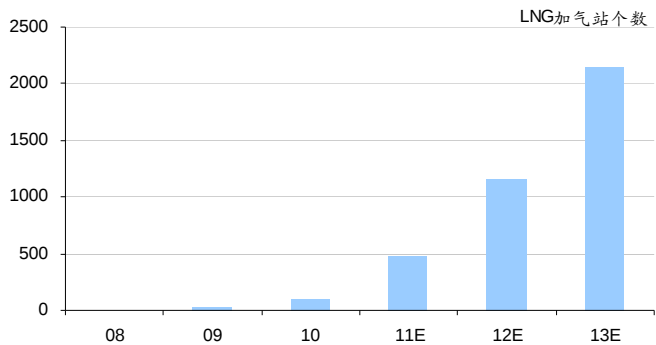
LNG 加气站行业标准正式公布，与 LNG 汽车相配套的加气站建设也逐步推进。国家能源局在 8 月份已经批准了《液化天然气(LNG)汽车加气站技术规范》行业标准，正式实施时间为 2011 年 11 月 1 日。截止 2010 年底，全国大部分 LNG 加气站主要分布在新疆，由广汇股份建设和运营。2011 年，昆仑能源、广汇股份、中海油总公司均加大了 LNG 加气站建设力度，其中昆仑能源计划在今年新建 LNG 加气站 200-300 座，“十二五”期间共计划新建 1000-2000 座。中海油总公司也计划在“十二五”期间投资 100 亿元，建设 1000 座 LNG 加气站。

图表 4：中国 LNG 汽车数量及预测



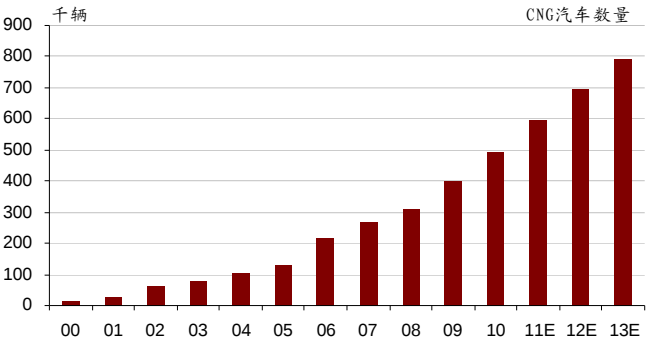
资料来源：天然气工业、行业数据、中金公司研究部

图表 5：中国 LNG 加气站数量及预测



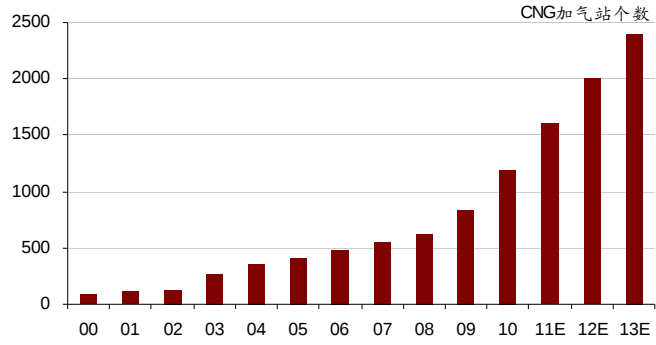
资料来源：天然气工业、行业数据、中金公司研究部

图表 6：中国 CNG 汽车数量及预测



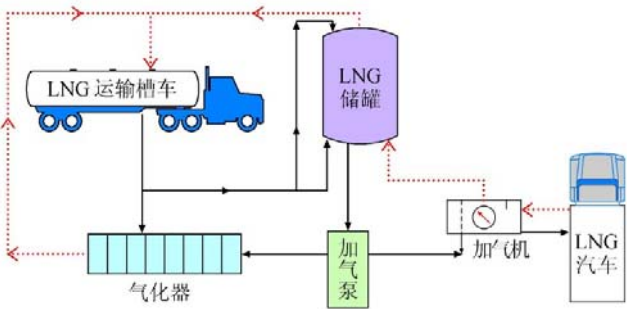
资料来源：汽车工业年鉴、中国汽车协会技术部、中金公司研究部

图表 7：中国 CNG 加气站数量及预测



资料来源：汽车工业年鉴、中国汽车协会技术部、中金公司研究部

图表 8：LNG 加气站示意图



资料来源：行业数据、中金公司研究部

天然气燃料具有经济优势。基于目前的汽柴油价格，使用 LNG，相同功率的发动机，可以节省燃料费用达 30%-40%。相比汽、柴油汽车，LNG 汽车的改装或者新购置成本较高，但我们预计，额外投资成本的回收期最低可小于 1 年。随着 LNG 汽车制造规模的扩大，相关成本还将进一步下降。此外，使用 LNG 汽车，每年还可以节省约 2000 元的润滑油和火花塞费用。在交通运输行业普遍面临成本压力的情况下，目前具备大力推广天然气汽车的市场条件。

图表 9: CNG、LNG、汽油和柴油汽车的综合比较 (假设每年行程均为 10 万公里)

	燃料	燃料价格	油箱/气瓶 容量假设	百公里 消耗燃料量	单次加气/油 行使距离	能否 满足需要	(千元) 每年成本	(千元)天然气车辆 购置或改装增加成本	投资 回收期
出租车	汽油	7.5	35-40L	8L	440-500km	满足	60	不适用	不适用
	CNG	4.5	100-200L	8cm	250-500km	满足	36	3-5	1-3个月
市内公交车	汽油/柴油	7.4-7.5	100-180L	20-40L	250-900km	满足	150-300	不适用	不适用
	CNG	4.5	200-500L	20-40cm	100-500km	满足	90-180	10	1-2个月
	LNG	5.0	200-500L	20-40cm	300-1500km	满足	100-200	40-60	5-15个月
长途客车	柴油	7.4	200-400L	30-40L	500-1300km	满足	220-300	不适用	不适用
	CNG	4.5	200-500L	30-40cm	100-300km	不满足	135-180	10	不适用
	LNG	5.0	200-500L	30-40cm	300-1000km	满足	150-200	40-60	5-10个月
重卡	柴油	7.4	200-400L	40-45L	440-1000km	满足	300-330	不适用	不适用
	CNG	4.5	200-500L	40-45cm	90-250km	不满足	180-200	10	不适用
	LNG	5.0	200-500L	40-45cm	270-750km	满足	200-225	60-100	7-12个月

资料来源：富瑞特装招股说明书、中金公司研究部

冬季“气荒”之忧在不断缓解，对 LNG 供应的干扰可能不断下降

中国大力建设天然气储气库，发展 LNG 储备，致力解决冬季“气荒”，有利于缓解 LNG 下游应用行业的后顾之忧。自 2009 年全国大范围的“气荒”以来，石油公司加快了天然气主干管网的投运进度，管网的连通，增加了天然气的调配能力；大力建设天然气储备库，积极开展天然气储备；加大 LNG 采购，补充国内缺口。随着我国天然气调峰能力的不断增强，冬季“气荒”的严重性和规模可能不断减小，有利于缓解 LNG 下游应用行业的后顾之忧。

图表 10: 中国计划建设的天然气储气库

	地点	十亿立方米		状态	投产时间	运营商	类型
		容量	工作气量				
大港	天津	6.7	3.0	运行	2006	中石油	废弃气穴
华北	河北	1.6	0.8	运行	2010	中石油	废弃气穴
金坛一期	江苏	0.1	0.1	运行	2006	中石油	盐穴
刘庄	江苏	0.5	0.2	在建	2011	中石油	废弃气穴
金坛二期	江苏	2.5	1.6	在建		中石油	盐穴
辽河	辽宁	4.2	1.7	在建		中石油	废弃气穴
新疆呼图壁	新疆	4.0	1.6	在建		中石油	
平顶山	河南	1.8	1.2	已批准		中石油	盐穴
应城	湖北	0.9	0.5	已批准		中石油	盐穴
麻丘	江西	1.8	0.5	已批准		中石油	水穴
如东一期	江苏	4.1	4.1	已批准		中石油	LNG
如东二期	江苏	4.1	4.1	已批准		中石油	LNG
大港二期	天津	2.0	1.0	已批准		中石油	废弃气穴
长庆	陕西	12.0	6.0	计划		中石油	废弃气穴
西南	重庆	na	na	计划		中石油	
石家庄	河北	4.6	1.3	计划		中石油	
中原	河南	0.6	0.3	计划		中石化	废弃气穴
运行		8.4	3.9				
在建		11.1	5.1				
已批准		14.7	11.4				
计划		17.2	7.6				
合计		51.4	28.0				

资料来源：行业数据、中金公司研究部

中金实地调研——昆仑能源江苏 LNG 接收站

江苏如东 LNG 接收站介绍：中石油昆仑能源江苏 LNG 项目位于江苏省如东县，一期工程总投资 63.3 亿元，建设规模 350 万吨/年，二期完成后规模增至 650 万吨/年，计划 2013 年 12 月投产；远期接驳能力计划达到 1000 万吨/年。中石油昆仑能源、太平洋油气和江苏省国信集团分别持有该项目 55%、35%和 10%的股权，中石油寰球公司是该工程的 EPC 总承包。

管道外输和槽车外运的能力：江苏 LNG 外输管道工程，设计运行压力 10 兆帕，年输气能力 1000 万吨(135 亿立方米)。目前管道外输气量在 400 万立方米/天，按照中石油的要求，要尽快提高到 600 万立方米/天(常态下)。江苏 LNG 项目 LNG 槽车外运能力目前为 160 万吨/年。20 个槽车臂，每个能力 8 万吨/年，每个臂的投资约 200 多万元。中石油在 2011 年给与昆仑能源 20 万吨左右槽车外运的资源量，2012 年将达到 100 万吨以上，具体槽车外运资源量视昆仑能源 LNG 下游市场的开拓力度。此外，LNG 也可以进行小船转驳。据预测，长三角的 LNG 需求量在 200 万吨左右。

LNG 资源供应：LNG 由中石油负责采购，目前中石油从国际 LNG 现货市场上购买 LNG，2012 年初开始将使用卡塔尔 300 万吨/年的长期协议的 LNG。目前国际 LNG 现货市场价格超过 13 美元/百万英热单位，约合人民币 3 元/立方米。卡塔尔 300 万吨的长期协议 LNG 价格与油价挂钩，在目前的油价水平下，其进口价格也在 3 元/立方米左右。

LNG 码头卸载情况：已卸载 3 船 LNG，目前正在卸载的 LNG 船容 22 万立方米，半载 14.5 万立方米 LNG。全部卸载 24 小时即可完成。全球最大的 LNG 船容 44 万立方米。

江苏 LNG 项目的气化价格、槽车外运价格、收益率：项目立项时的气化价格约 0.281 元/立方米(常态气)，目前正在等待发改委的定价审核，预计将超过 0.3 元/立方米。槽车外运装车费与气化收费差不多。项目设计运营期达 25 年，年实现营业收入 14.8 亿元，税前 IRR 为 11.9%，税后的 IRR 为 10.03%。所得税后投资回收期为 11.92 年，总投资收益率达 9.94%。项目的利用率在 47.28%就可以实现盈亏平衡。

LNG 下游利用：按照目前西气东输的门站价格，即上海门站价 1.9 元/立方米，江苏 LNG 项目气化后进入管道，中石油股份公司承担了很大的亏损。因此，发展下游的高端用户至关重要。昆仑能源华港燃气负责下游 LNG 高端客户的开拓，使 LNG 实现价格与柴油零售价格挂钩，即相当于柴油的 70%(一升柴油相当于 1.05 立方米常态天然气)。目前昆仑能源华港燃气的 LNG 售价在 5 元/立方米左右。7 月份，华港燃气与江苏苏州、无锡、常州和南通四个交通运输公司，联合举行 LNG 战略合作框架协议签约仪式，推广 LNG 客车项目。LNG 下游利用目标包括重卡、城市和城

际公交、内河船舶和钻机。目前配备 380 马力的发动机的 LNG 重卡和普通重卡相比，售价贵 6-8 万元。按照 LNG 与柴油的差价，以及每年节省 2000 元的润滑油费用，预计 6-8 万的额外投资在 1 年左右就可以收回，重卡的正常使用寿命在 3-5 年左右。随着 LNG 重卡产量的不断增加，LNG 重卡和普通重卡的售价差距会越来越小。

LNG 加气站：目前昆仑能源在全国仅有 20 多座加气站在运营，预计年底全国范围内将有 200-300 座加入运营。一座加气能力在 2 万方/天的加气站，设备投资约 230 万元，加上土地成本，预计在 1000 万元。目前昆仑能源的单个加气站的预算为 1000 万元/座(包括土地成本)。275 升的 LNG 公交车瓶，2-3 分钟就可以加满，可以行使 400 公里。重卡一般配 2 个瓶。在如东地区，我们发现目前加气站售气价格达人民币 4.9 元/立方米；另据地方销售人员透露，冬季用气紧张时，价格曾涨至 5 元以上。

昆仑能源(135.HK)：推荐

主要财务信息

(百万港币)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6,788	6,164	9,068	19,678	38,254
同比变化	77%	-9%	47%	117%	94%
营业利润	5,825	2,055	4,491	7,873	14,148
同比变化	78%	-65%	119%	75%	80%
净利润	3,385	1,234	2,426	4,842	8,427
同比变化	72%	-64%	97%	100%	74%
每股盈利(港币)	0.68	0.25	0.49	0.68	1.18
同比变化	72%	-64%	97%	38%	74%
摊薄后每股盈利(港币)	0.47	0.17	0.34	0.68	1.18
同比变化	72%	-64%	97%	100%	74%
摊薄后每股股利(港币)	0.09	0.05	0.10	0.19	0.33
股息收益率	0.9%	0.5%	0.9%	1.8%	3.1%
摊薄后市盈率(倍)	23	62	32	16	9
摊薄后市净率(倍)	6	4	4	2	1
EV/EBITDA (x)	11	29	14	6	4
净资产收益率	29%	8%	13%	13%	15%
投入资本回报率	40%	11%	15%	12%	13%

注：预测数据考虑了陕京线资产注入，以及增发22亿股的影响

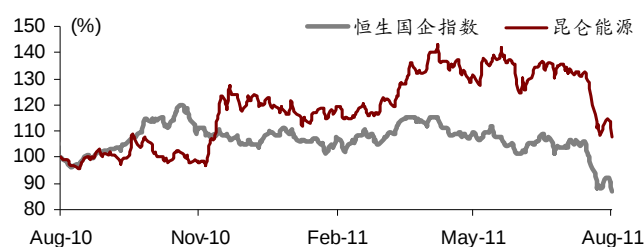
资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

股票信息

	港股(港币)
彭博代码	135 HK
目前股价	10.74
目标价格	16
总市值(百万美元)	6,824
日成交量(百万股)	10.46
52周最高价/最低价	14.5 / 9.48
总股份数(百万)	4,954
流通股数(百万)	2,127
控股股东	中国石油天然气股份有限公司(50.75%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

最近估值走势



资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

投资建议：将成为国内最大的 LNG 生产和分销商 中长期（1~2 年）投资主题

正面：

- 液化天然气(LNG)下游销售量不断增加，特别是在重卡、客车、船舶和油气田钻机四大领域的推广的进展
- 资产注入预期：包括中石油的合管道资产、昆仑燃气和昆仑天然气利用公司、以及母公司旗下的其他天然气下游资产
- 国际原油价格仍维持在高位，海外油气产量保持稳定
- 陕京三线输气量稳步增长，华北天然气需求旺盛，未来中石油可能考虑新建陕京四线

负面：

- 国际原油价格近期大幅下滑，国内成品油价格可能将下调，短期内可能会影响物流运输企业置换 LNG 燃料的积极性
- 勘探和开发业务成本压力较大

短期（3~6 个月）催化剂

- 商务部在下半年可能将批准陕京线资产注入
- 江苏 LNG 项目已经投产，大连 LNG 项目即将投产
- 《液化天然气加气站》技术标准已经获批，11 月 1 日正式实施，昆仑能源正加大 LNG 加气站建设力度
- LNG 市场推广利好不断

股价敏感因素：

- LNG 与成品油价差，天然气成本
- 国际原油价格
- 资产注入传闻
- 财务、经营数据

估值：

考虑到陕京线资产注入和股份定向增发，昆仑能源 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 16 倍和 9 倍，低于港股的燃气公司和国际上游勘探和开发公司的估值，重申昆仑能源推荐的投资评级和 16 港币的目标价格。

风险：

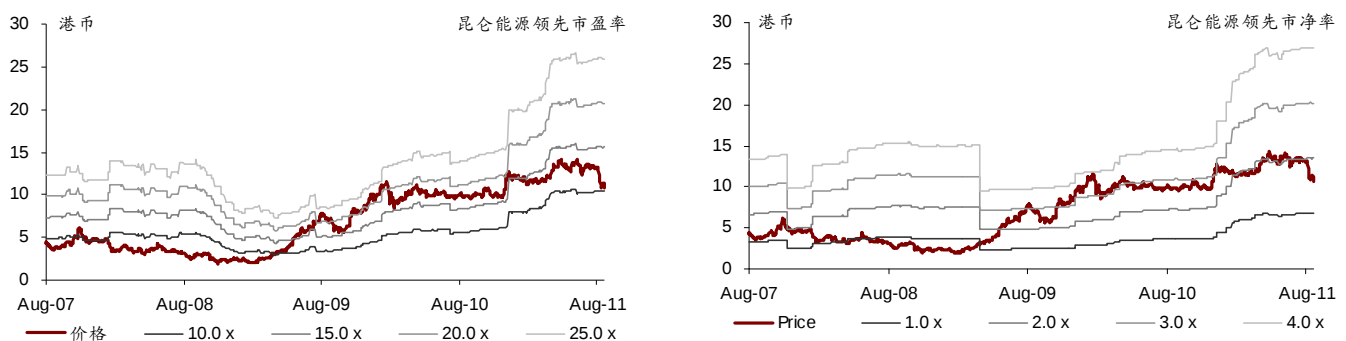
资产注入的估值和时间表；LNG 下游推广可能不利；原油储量和产量可能下滑；国际原油价格波动，成本上升过快。

图表 11: 昆仑能源历史和预测的财务和经营数据

(百万港币)	FY08A	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E
合并利润表					
收入	6,788	6,164	9,068	19,678	38,254
经营成本	-3,564	-4,052	-5,926	-10,178	-21,800
联营和合营企业的投资收益和损失	3,398	508	2,256	2,325	2,685
息税折旧和摊销前利润	6,622	2,620	5,398	11,824	19,139
折旧和摊销	-797	-565	-907	-3,952	-4,991
息税前利润	5,825	2,055	4,491	7,873	14,148
财务费用	-50	-95	-98	-406	-637
税前利润	5,774	1,960	4,393	7,466	13,511
所得税费用	-1,094	-420	-1,015	-1,131	-2,382
少数股东损益	-1,295	-306	-952	-1,493	-2,702
归属本公司股东的利润	3,385	1,234	2,426	4,842	8,427
每股盈利(港币)	0.68	0.25	0.49	0.68	1.18
摊薄后每股盈利(港币)	0.47	0.17	0.34	0.68	1.18
摊薄后每股股利(港币)	0.09	0.05	0.10	0.19	0.33
合并资产负债表					
银行存款及现金	5,228	7,628	8,137	3,044	6,485
应收账款	157	268	467	984	1,913
存货	36	44	50	57	177
其他流动资产	252	534	1,584	1,968	3,825
流动资产合计	5,673	8,473	10,238	6,053	12,399
物业、厂房及设备	4,657	8,691	13,697	46,379	60,607
其他非流动资产	6,952	7,499	8,291	8,284	8,278
非流动资产合计	11,609	16,190	21,988	54,663	68,885
资产合计	17,282	24,663	32,226	60,716	81,285
短期借款	1,248	1,564	4,328	4,328	4,328
应付账款和负债	901	2,675	3,094	4,578	14,142
应缴税金	68	216	258	258	258
流动负债合计	2,217	4,455	7,680	9,164	18,728
长期借款	1,022	1,794	2,478	6,478	6,478
其他非流动负债	852	974	1,030	1,030	1,030
非流动负债合计	1,874	2,768	3,508	7,508	7,508
股本	44	49	50	72	72
留存收益和储备	10,806	14,720	16,135	44,755	53,060
所有者权益合计	10,851	14,769	16,185	44,827	53,131
少数股东权益	2,339	2,670	4,853	6,346	9,048
负债及权益合计	17,282	24,663	32,226	67,846	88,415
合并现金流量表					
经营活动	2,517	2,737	1,703	8,945	20,730
投资活动	714	-4,365	-5,146	-38,837	-15,225
筹资活动	-2,385	4,462	3,967	24,799	-2,064
现金的净变动	846	2,834	524	-5,093	3,441
现金年初余额	3,343	4,751	7,597	8,137	3,044
现金年末余额	4,751	7,597	8,137	3,044	6,485
主要财务比率					
经营利润率	86%	33%	50%	40%	37%
净利率	50%	20%	27%	25%	22%
总资产收益率	39%	10%	16%	17%	20%
净资产收益率	29%	8%	13%	13%	15%
投入资本回报率	40%	11%	15%	12%	13%
净债务资本比率	-22%	-24%	-6%	15%	7%
利息保障倍数	76	12	33	47	29
盈利现金保障倍数	0.7	2.2	0.7	1.8	2.5

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 12: 昆仑能源领先市盈率和市净率



资料来源：公司数据、中金公司研究部 (注：基于市场一致预期盈利)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED