

昆仑能源 (00135.HK)

中石油之子风鹏正举，随战略产业转移腾飞
【勘误版】

买入 (维持)

2024年06月01日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

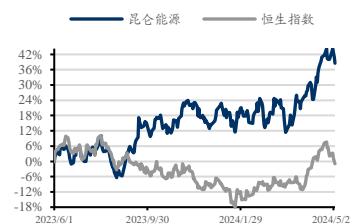
研究助理 谷玥

执业证书: S0600122090068

guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	172289	177726	190778	199725	211016
同比(%)	24.04	3.16	7.34	4.69	5.65
归母净利润 (百万元)	5228	5682	6106	6560	7060
同比(%)	(77.29)	8.68	7.46	7.43	7.63
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.60	0.66	0.71	0.76	0.82
P/E (现价&最新摊薄)	12.24	11.26	10.48	9.75	9.06

股价走势



投资要点

- **战略转型打造城燃龙头，中石油股东背景保障公司稳健发展。**公司在2008年前主要从事境内外油气勘探开发；2009年实施战略转型，将国内天然气终端销售与综合利用作为新发展方向；2012年起，对中国石油天然气下游业务进行持续重组；2021年出售部分中游资产，专注下游。公司业务分布于中国31个省、自治区、直辖市，是国内销售规模最大的天然气终端利用和LPG销售企业之一。国资委为公司实际控制人，截至2023年底，中国石油香港有限公司（中国石油全资附属公司）持有公司54.38%股份，**股东背景保障公司稳健发展，发挥资源调配优势。**
- **期待公司流动资产投向优质资产，ROE（摊薄）有望提升5.3pct。**2023年公司的流动资产主要由货币资金和定期存款构成，速动比率1.62，显著高于行业龙头均值（0.70）。如果公司加强资金利用效率，速动比率回归行业均值，2023年ROE（摊薄）可由9.0%提升5.3pct至14.3%。
- **中石油控股&布局国家工业转移承接区域，燃气销售主业价稳量增。**1) **气量：**项目主要布局国家工业转移承接区域，工业用气快速增长带动公司整体气量。2018-2023年，公司零售气量五年复增16.0%，远高于全国（7.1%）。分用户类型来看，2018-2023年工业用户销气量五年复增25.98%，带动公司整体销气量快速增长；2023年公司工业/商业/居民用气量占比分别为69.4%/9.7%/12.2%。工业气量的快速增长得益于公司战略布局，按照公司官网的最新披露，西北、东北地区用户合计占比50.8%。2020年起国家鼓励支持中西部和东北地区更大力度承接制造业产业转移，带动公司用气量持续高增。2) **价差：**股东给予良好气源保障，价差维持稳定。2018-2023年，昆仑能源进销价差始终保持在0.5元/方左右的水平。2022年天然气价格高位运行，公司进销价差仍保持稳定。
- **主业协同，LPG&LNG业务高质量发展。**1) **LPG销售：**2023年，公司LPG业务上游资源量的90.1%采购于中石油，气源供应稳定；公司LPG销售目标市场覆盖了全国31个省市，在主导区域东北、西北市场的销售量占比达到57%，**与天然气主导区域一致，业务协同发展。**2) **LNG加工与储运：**公司的唐山和江苏LNG接收站高负荷运转，依托中石油LNG进口地位（截至2022年底，接收能力占全国26%），2021-2023年负荷率90%左右。截至2023年底，合计接收能力1300万吨/年；新建福州LNG接收站项目300万吨/年，计划建成时间为2027年，建成后接收能力增加至1600万吨/年。截至2023年底，公司共有15座LNG工厂在运，主要分布在新疆、四川、河北、山东。公司LNG工厂负荷率稳中有增，2023年达到45.4%，同比提升1.1pct，使得LNG工厂业务扭亏为盈，随负荷率提升，该业务将进一步贡献利润。
- **盈利预测与投资评级：**公司为城燃龙头，燃气销售主要布局于产业转移的东北、西北地区，气量高速增长；背靠中石油气源，价差稳定；龙头地位稳固。我们预计公司2024-2026年归母净利润为61.06/65.60/70.60亿元，同比+7.5%/+7.4%/+7.6%，对应当前PE10.5/9.8/9.1倍（估值日期2024/5/31）。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期，油气价格大幅波动，汇率变动

市场数据

收盘价(港元)	8.12
一年最低/最高价	5.45/8.59
市净率(倍)	1.11
港股流通市值(百万港元)	70,309.47

基础数据

每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	40.23
总股本(百万股)	8,658.80
流通股本(百万股)	8,658.80

相关研究

《昆仑能源(00135.HK): 中石油之子风鹏正举，随战略产业转移腾飞》

2024-05-31

内容目录

1. 战略转型打造城燃龙头，中石油股东背景保障公司稳健发展	4
1.1. 并购重组拓展业务方向，油气销售业务协同发展.....	4
1.2. 中石油股东背景保障公司稳健发展，发挥资源优势.....	8
2. 背靠优质气源主业价稳量增，LPG&LNG 业务高质量发展	9
2.1. 天然气销售：背靠稳定气源&布局工业转移区，气量高增、价差稳定	9
2.2. LPG 销售：气源供应稳定充足，LPG 业务稳健发展	12
2.3. LNG 加工与储运：LNG 接收站高负荷运转，工厂扭亏为盈	13
2.4. 勘探与生产：气田退出持续推进，专注终端销售	15
3. 盈利预测与投资评级	16
3.1. 盈利预测.....	16
3.2. 投资建议.....	17
4. 风险提示	18

图表目录

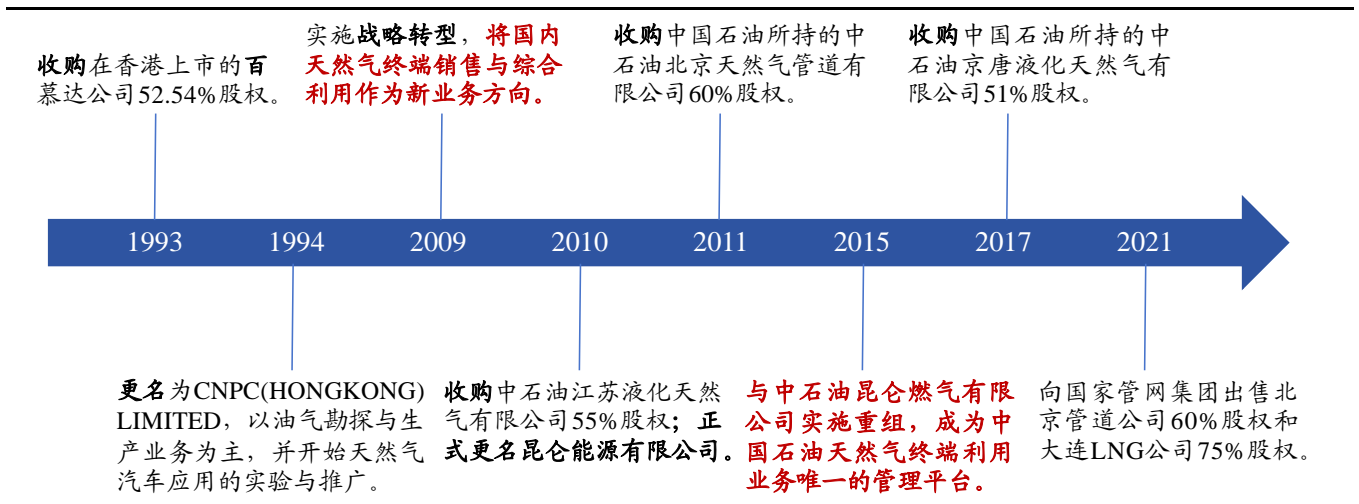
图 1:	昆仑能源发展历史.....	4
图 2:	2013-2023 年公司营业收入及归母净利润	5
图 3:	2013-2023 年公司资产减值、汇兑损益情况	5
图 4:	2019-2023 年公司营收构成	5
图 5:	2019-2023 年公司各业务税前利润占比	5
图 6:	2019-2023 年公司各业务税前利润率	6
图 7:	2013-2023 年公司杜邦分析	6
图 8:	2018-2023 年公司流动资产构成 (亿元)	7
图 9:	昆仑能源速动比率显著高于龙头平均.....	7
图 10:	若速动比率回归龙头均值公司 ROE 可提升 5.3%	7
图 11:	2018-2023 年公司资本开支情况 (亿元)	8
图 12:	2018-2023 年公司现金流情况 (亿元)	8
图 13:	2018-2023 年公司在手现金情况 (亿元)	8
图 14:	2018-2025E 公司股利支付率 (%)	8
图 15:	昆仑能源股权结构 (截至 2023 年 12 月)	9
图 16:	2018-2023 年公司天然气销售量及结构 (按销售方式)	10
图 17:	2018-2023 年公司零售气量&全国用气量及增速	10
图 18:	2018-2023 年公司分销与贸易气量及增速	10
图 19:	2018-2023 年零售气各类用户用气量及增速	10
图 20:	2018-2023 年零售气用户用气量结构 (%)	11
图 21:	五大龙头城燃项目地区分布对比.....	11
图 22:	2019-2023 年新增用户数量	11
图 23:	2018-2023 年公司价差情况 (元/方)	12
图 24:	2018-2023 年五大城燃龙头价差对比 (元/方)	12
图 25:	2018-2023 年 LPG 销量结构 (万吨)	13
图 26:	2023 年 LPG 上游资源量构成	13
图 27:	2023 年按地区划分 LPG 销售量	13
图 28:	公司 LNG 接收站处理能力 (万吨/年)	14
图 29:	2018-2023 年 LNG 气化量&装车量 (亿方)	14
图 30:	2018-2023 年 LNG 接收站处理单价&负荷率	14
图 31:	LNG 设计接转能力操作主体分布(万吨/年, 截至 2022 年底).....	14
图 32:	2018-2023 年 LNG 工厂加工量&负荷率	15
图 33:	2023 年 LNG 工厂分布 (个)	15
图 34:	2023 年公司原油勘探及生产业务分布图.....	15
图 35:	2018-2023 年原油权益销售量&平均售价	15
图 36:	2018-2023 年布伦特原油价格 (美元/桶)	16
图 37:	2018-2023 年布伦特原油年均价 (美元/桶)	16
表 1:	制造业产业转移政策梳理.....	11
表 2:	昆仑能源业务预测.....	17
表 3:	昆仑能源及其可比公司对比 (估值日期: 2024/5/31)	18

1. 战略转型打造城燃龙头，中石油股东背景保障公司稳健发展

1.1. 并购重组拓展业务方向，油气销售业务协同发展

并购重组拓展业务方向，油气销售业务协同发展。 昆仑能源有限公司是在（英属）百慕达注册、香港联合交易所主板上市、由中国石油天然气股份有限公司控股的综合性能源公司，公司总部设于香港。2008 年以前，昆仑能源主要从事境内外油气勘探开发业务。公司于 2009 年实施战略转型，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，重点发展液化天然气（LNG）业务，实施“以气代油”战略。2012 年起，对中国石油天然气下游业务进行持续重组。2015 年，昆仑能源收购中国石油所持的中石油昆仑燃气有限公司 100% 股权，成为中国石油天然气业务的融资平台和投资主体、天然气终端利用业务的管理平台。2021 年，公司出售部分管道和接收站资产，专注下游业务发展。昆仑能源主要从事城市燃气、液化天然气（LNG）加工与储运、液化石油气（LPG）销售等业务，业务分布于中国 31 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1：昆仑能源发展历史

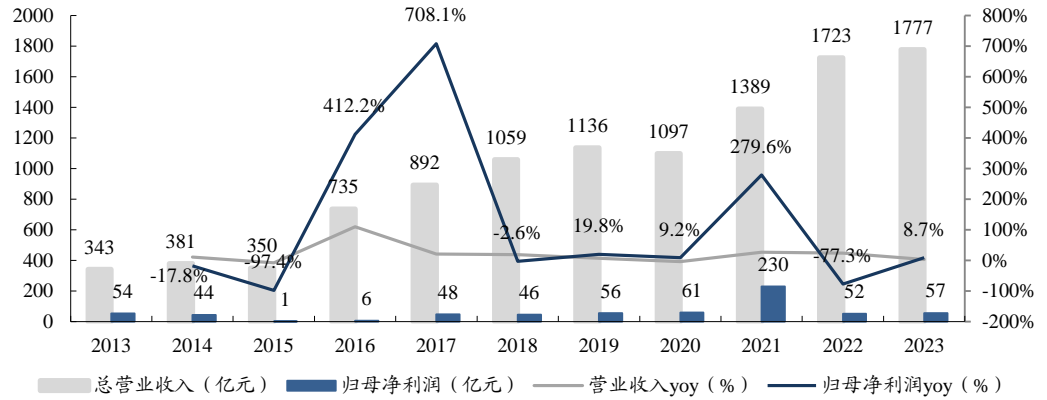


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司积极推动战略转型，天然气销售业务高速发展。 近年来，公司多次实施整合重组，重点发展天然气销售业务。公司 2013 年以来营收稳步增长，2013-2023 年十年营业收入 CAGR 为 17.9%；但十年间利润波动较大，主要受油价变动带来的资产减值、汇兑损益等因素影响；公司计划逐渐退出油田开采业务，资产减值等非经常损益对公司利润的影响将逐渐减弱。2021 年公司归母净利润大幅增长，系公司向国家管网集团出售部分管道和接收站资产，已终止持续经营业务实现处置净收益 169.60 亿元。随公司逐渐退出管道和勘探业务，天然气销售、LPG 销售和 LNG 加工与运输业务占比增加；2023 年三项业务收入&税前利润占比合计均为 99%。天然气销售作为公司主业，2023 年营收/税前利润占比高达 79%/66%。从各业务税前利润率来看，2023 年天然气销售/LPG 销售业务的税前利润率 5.9%/2.1%，2019-2023 年 LNG 加工与储运业务税前利润率保持在 40%

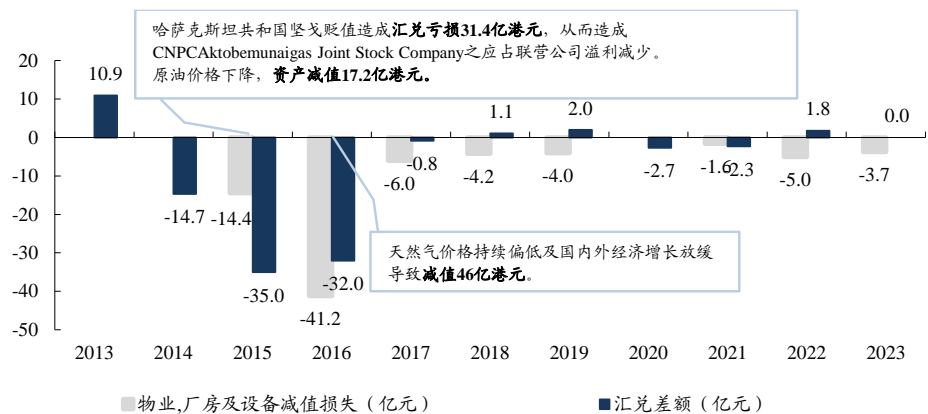
左右，勘探与生产业务税前利润率波动较大，2020年有所亏损，系国际油价同比大幅回落所致。

图2: 2013-2023年公司营业收入及归母净利润



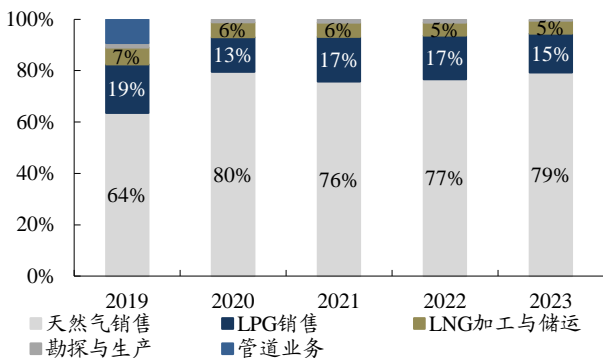
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: 2013-2023年公司资产减值、汇兑损益情况



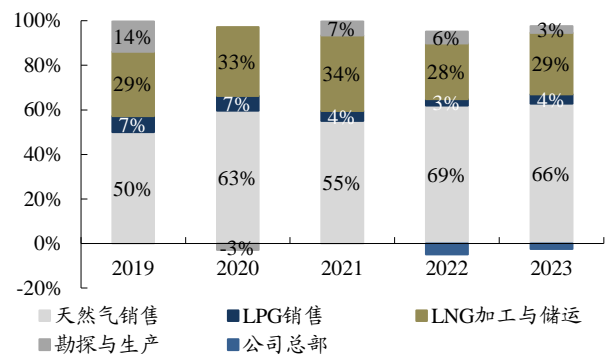
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 2019-2023年公司营收构成



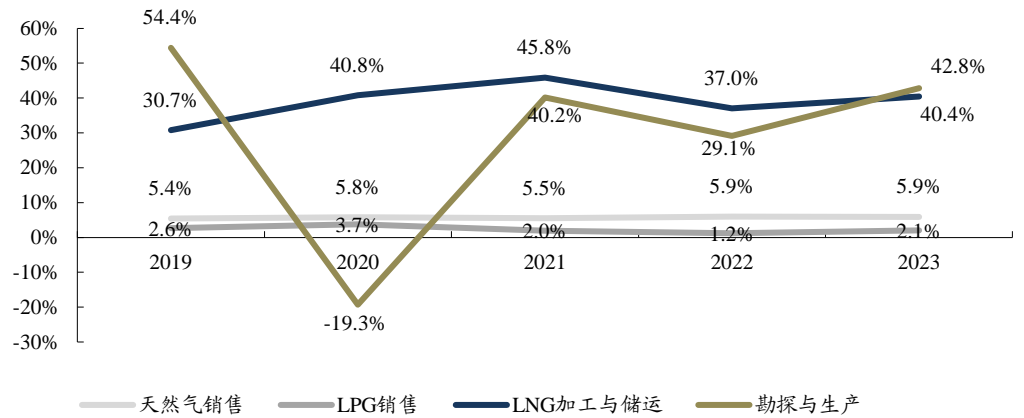
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 2019-2023年公司各业务税前利润占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

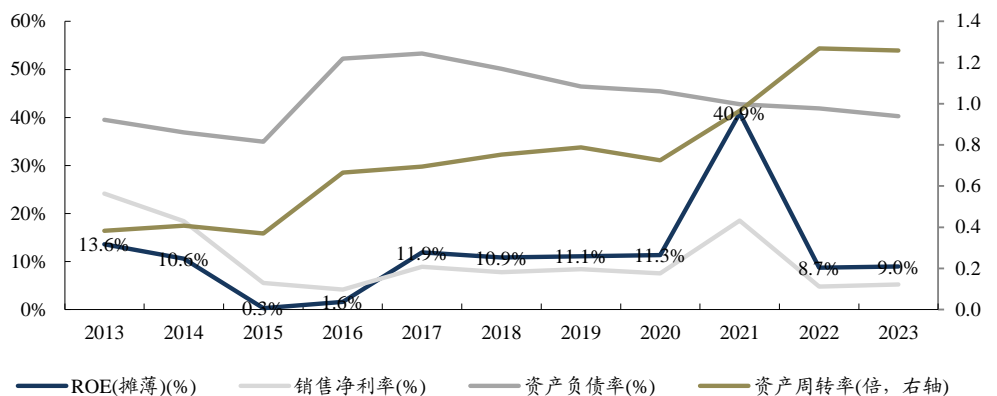
图6: 2019-2023 年公司各业务税前利润率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

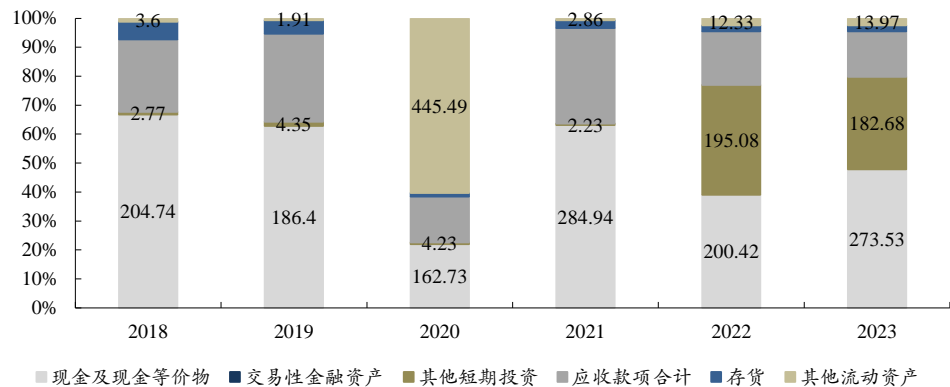
若公司速动比率回归龙头均值, ROE 可提至 14%。2013-2023 年公司 ROE (摊薄) 在 10%上下波动, 整体保持稳定。2013-2023 年随公司逐渐退出油田开采高利润率业务, 整体净利率呈下行趋势, 2023 年销售净利率为 5.2%; 公司资产负债率基本稳定在 40-50%范围; 2020-2021 年公司逐步剥离部分管道和接收站资产, 整体周转率提升。2023 年公司的流动资产主要由现金及现金等价物 (货币资金) 和其他短期投资 (定期存款) 构成, 速动比率达到 1.62, 显著高于行业龙头均值 (0.70)。如果公司加强资金利用效率, 将速动比率回归行业均值, 2023 年 ROE 可提至 14.3%, 提升幅度 5.3pct。期待公司流动资产投向优质资产, 带来整体资产收益率提升。

图7: 2013-2023 年公司杜邦分析



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

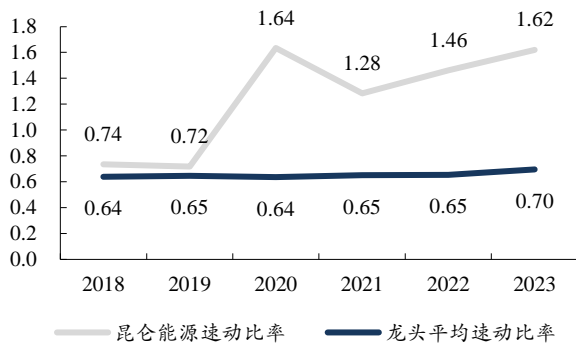
图8: 2018-2023 年公司流动资产构成 (亿元)



注: 2020 年公司计划出售管道&接收站资产, 将 444 亿元计入持有待售资产。

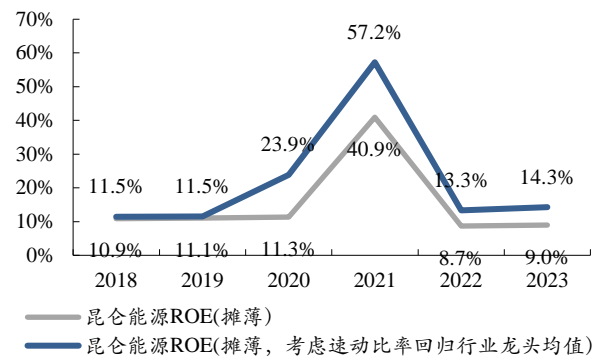
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 昆仑能源速动比率显著高于龙头平均



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

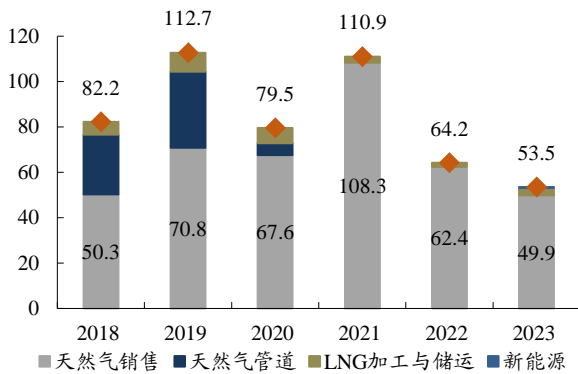
图10: 若速动比率回归龙头均值公司 ROE 可提升 5.3%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

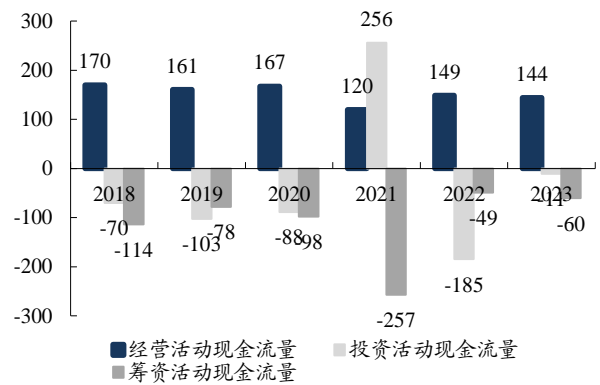
现金流良好匹配资本开支&在手现金充沛, 保障公司稳健发展、分红能力提升。随公司剥离部分管道和接收站资产, 天然气管道资本开支下降, 2018-2023 年资本开支整体呈下降趋势, 2023 年下降至 53.5 亿元。2018-2022 年公司经营活动现金流稳定保持在 150 亿元上下, 现金流良好匹配资本开支。2021 年, 公司投资活动现金流出现较大波动, 系公司向国家管网集团出售其持有的北京管道公司 60% 股权和大连 LNG 公司 75% 股权, 对价 408.86 亿元; 交易完成后公司现金进一步增加, 保障公司稳健发展。未来公司将更加专注于天然气终端业务, 集中发展城市燃气、交通领域 LNG 利用等业务, 不断提升市场规模和经营效益。公司计划 2025 年股利支付率达到 45%, 持续提升股东回报。

图11: 2018-2023 年公司资本开支情况 (亿元)



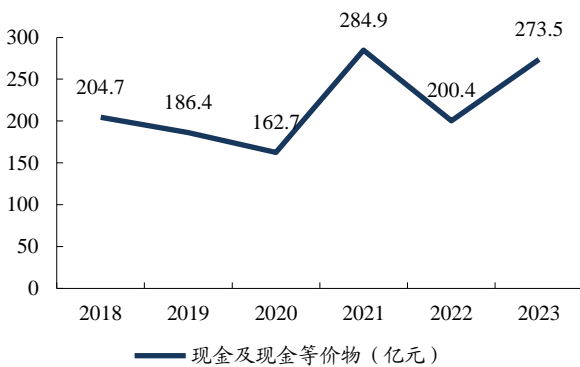
注: 公司在官网的业绩演示材料中对资本开支投向进行了重新列示, 资本开支总数与三表略有不同。
 数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

图12: 2018-2023 年公司现金流情况 (亿元)



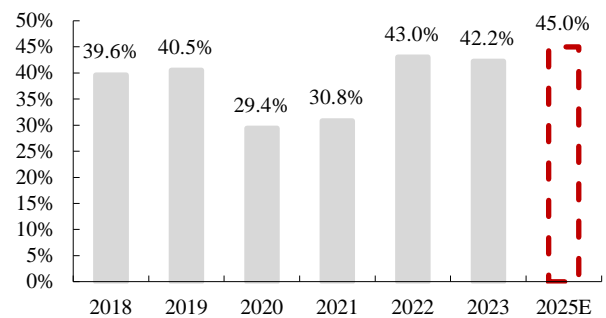
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 2018-2023 年公司在手现金情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2018-2025E 公司股利支付率 (%)

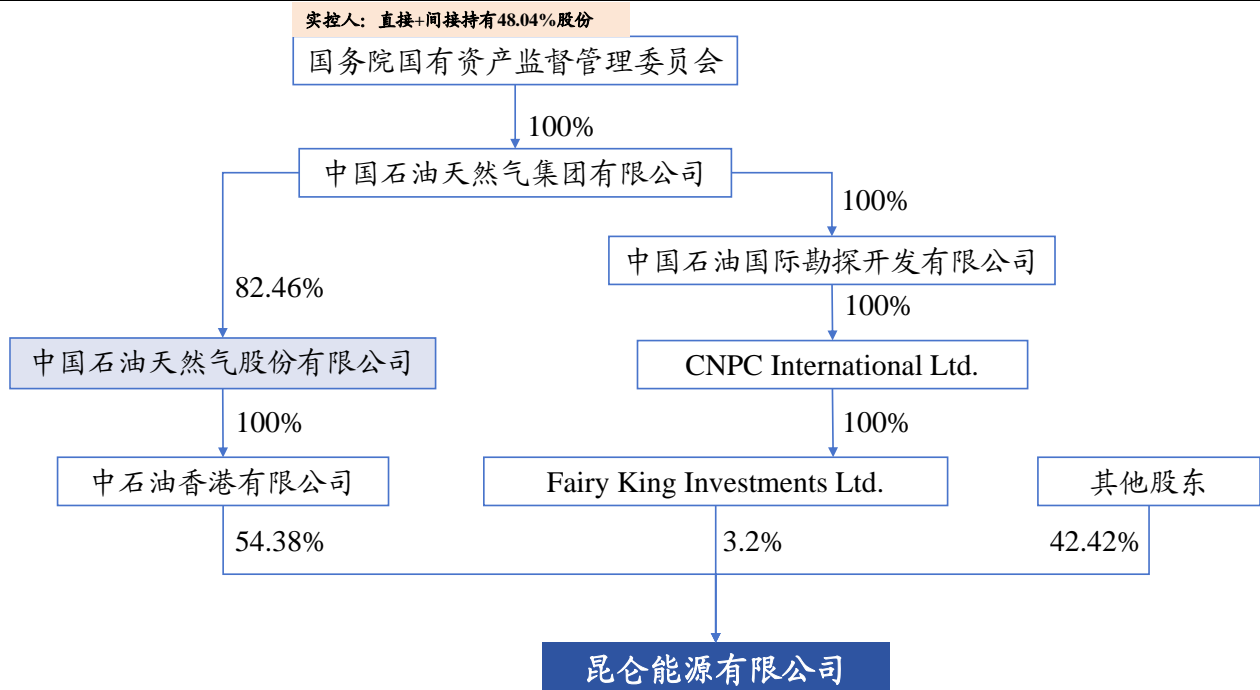


注: 公司 2020 年进行了特别派息、2021 年录得资产处置净收益, 计算股利支付率时已剔除上述因素影响。
 数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 中石油股东背景保障公司稳健发展, 发挥资源优势

中石油股东背景保障公司稳健发展, 发挥资源优势。截至 2023 年 12 月, 第一大股东中国石油香港有限公司持有公司 54.38% 的股份, 中石油香港乃中国石油的全资附属公司, 而中国石油则由中国石油集团拥有 82.46% 股权。同时, Fairy King Investments Ltd. 持有公司 3.2% 的股份, 为中国石油集团境外全资附属公司。中国石油天然气集团为国资委全资子公司, 国资委为公司实际控制人, 通过直接+间接的形式合计持有公司 48.04% 的股份。中石油股东背景保障公司稳健发展, 发挥资源调配优势。

图15: 昆仑能源股权结构 (截至 2023 年 12 月)



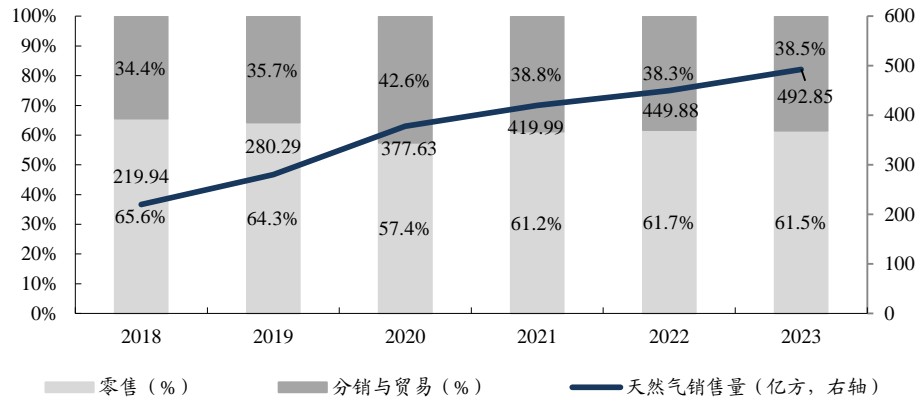
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 背靠优质气源主业价稳量增, LPG&LNG 业务高质量发展

2.1. 天然气销售: 背靠稳定气源&布局工业转移区, 气量高增、价差稳定

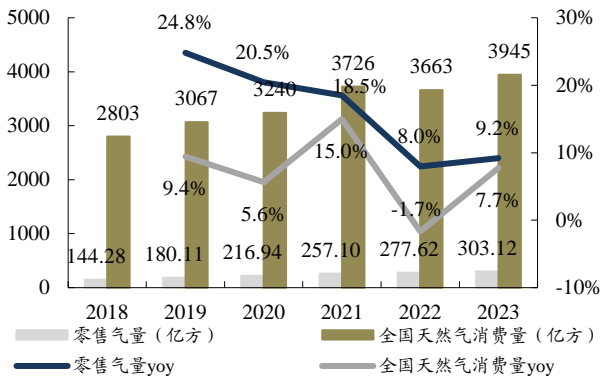
项目主要布局于工业转移地区, 工业用气快速增长, 带动公司气量高速增长。公司天然气总销售量稳步提升, 2023 年达到 492.85 亿方, 其中零售气量达到 303.12 亿方, 占比 61.5%; 分销与贸易气量达到 189.73 亿方, 占比 38.5%。2018-2023 年, 公司零售气量增速始终超过全国天然气表观消费量增速, 增长势头持续; 公司零售气量五年复增 16.0%, 远高于全国用气量 7.1% 的五年复增。零售气分用户类型来看, 2018-2023 年公司工业用户销气量增长迅速, 每年同比增速均超过 10%, CAGR 达到 25.98%, 带动公司整体销气量快速增长; 同时, 公司的工业用气量占比稳定提升, 2023 年工业用气占比达到 69.4%, 居民用气占比 12.2%, 商业用气占比 9.7%。工业气量的快速增长得益于公司的战略布局。公司城燃项目主要分布在西北和东北地区, 按照公司官网的最新披露, 公司西北、东北地区用户合计占比为 50.8%, 远高于其他城市燃气龙头。2020 年起国家鼓励支持中西部和东北地区更大力度承接制造业产业转移, 带动公司用气量持续高增。截至 2023 年底, 公司新增用户 89.1 万, 累积用户 1560.4 万。公司拥有稳定的用户基础, 为业务开展提供保障。

图16: 2018-2023 年公司天然气销售量及结构 (按销售方式)



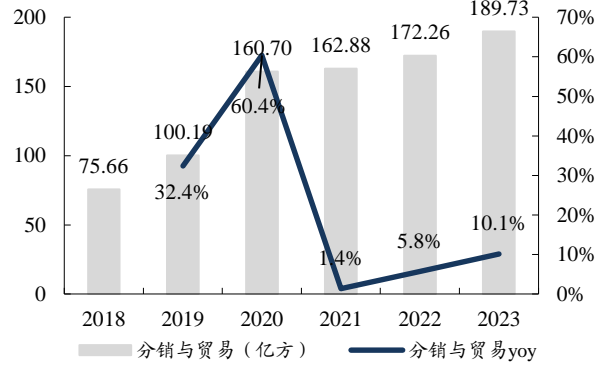
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2018-2023 年公司零售气量 & 全国用气量及增速



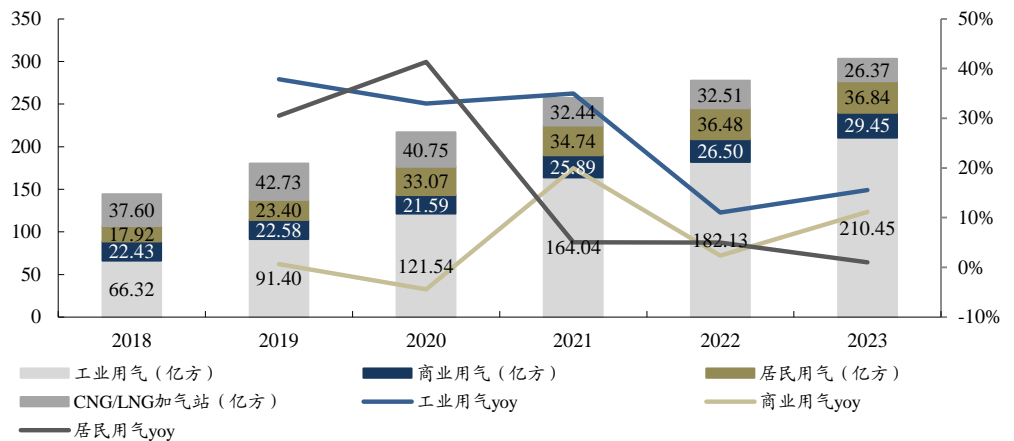
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 2018-2023 年公司分销与贸易气量及增速



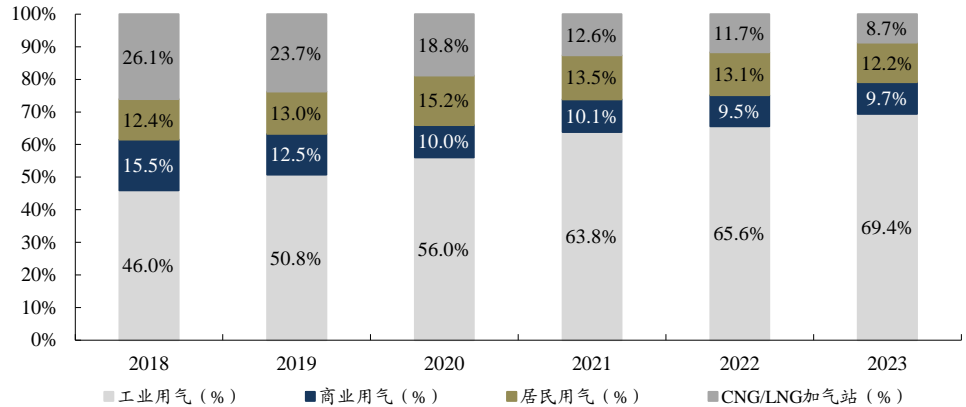
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 2018-2023 年零售气各类用户用气量及增速



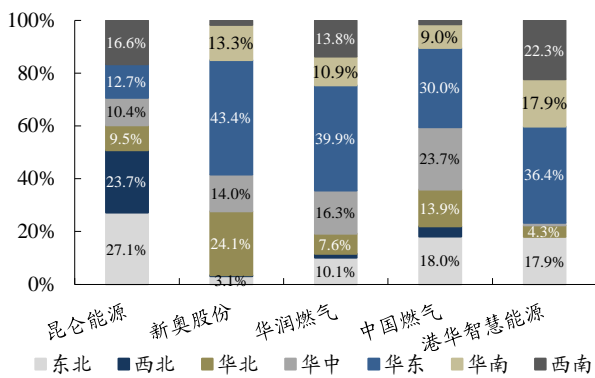
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 2018-2023年零售气用户用气量结构(%)



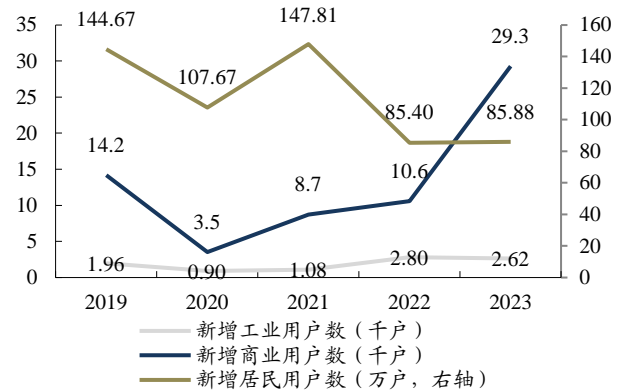
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 五大龙头城燃项目地区分布对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 2019-2023年新增用户数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

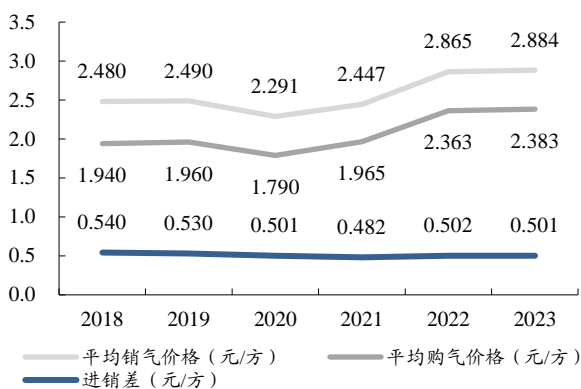
表1: 制造业产业转移政策梳理

时间	发布单位	政策	内容
2020	国家发改委	《中西部和东北重点地区承接产业转移平台建设中央预算内投资专项管理暂行办法》	促进中西部和东北地区积极有序承接国内外产业转移, 加强重点地区承接产业转移平台建设中央预算内投资专项管理。
	国务院	《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	继续完善产业转移引导政策, 建立东中西部开放平台对接机制, 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。
2022	工信部、国家发改委等十部门	《关于促进制造业有序转移的指导意见》	明确引导产业合理有序转移, 促进形成区域合理分工、联动发展的制造业发展格局。到2026年, 中西部、东北地区承接产业转移能力显著提升, 制造业布局进一步优化、区域协同显著增强。
2023	商务部等十部门	《关于提升加工贸易发展水平的意见》	持续引导加工贸易向中西部和东北地区转移。
2024	国务院	《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》	支持中西部和东北地区承接产业转移。鼓励中西部和东北地区发挥地方比较优势, 在中西部和东北地区规划整合重点开发区, 与东部地区结对开展外商投资产业转移合作。

资料来源: 各政府网站, 东吴证券研究所

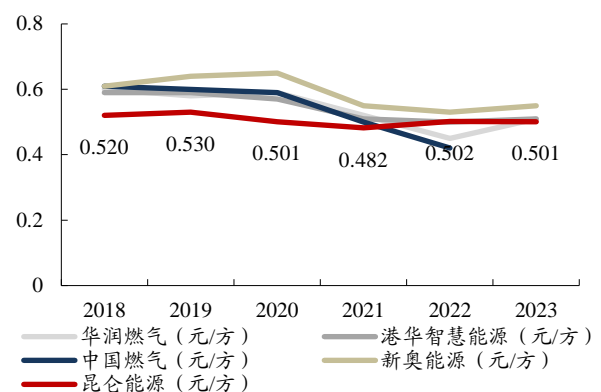
股东给予良好气源保障，价差维持稳定。截至 2023 年 12 月，国资委为公司实际控制人，第一大股东中国石油香港有限公司持有公司 54.38% 的股份，中石油香港乃中国石油的全资附属公司，而中国石油则由中国石油集团拥有 82.46% 股权。背靠中石油，保障公司气源可靠稳定。将国内五大城燃公司进行横向对比，我们发现 2018-2023 年，昆仑能源进销价差始终保持在 0.5 元/方左右的水平，比其他行业龙头更为稳定。在 2022 年天然气价格高位运行的情况下，公司进销价差仍保持稳定。

图23: 2018-2023 年公司价差情况 (元/方)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24: 2018-2023 年五大城燃龙头价差对比 (元/方)

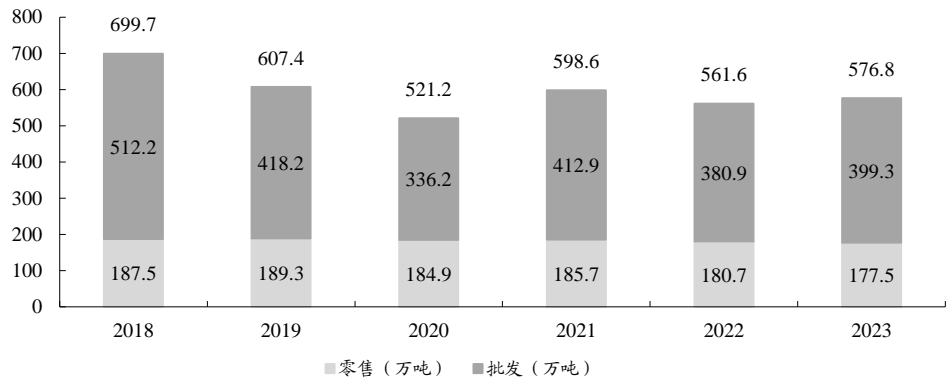


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. LPG 销售：气源供应稳定充足，LPG 业务稳健发展

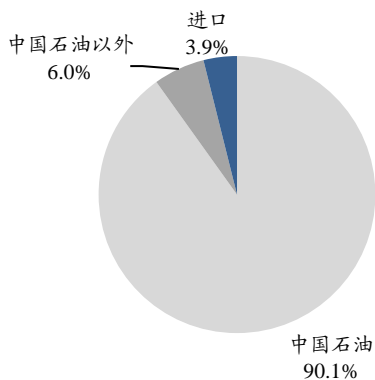
受益中石油稳定气源，LPG 业务稳健发展。公司 LPG 销售板块从事不同 LPG 产品的批发与零售。2020 年，LPG 销售量为 521.2 万吨，同比减少 14.2%，主要系新冠疫情制约工商业活动；2021 年以来公司的 LPG 销量维持在 550 万吨以上。2023 年，公司抓住经济复苏、需求增加的有利时机，新增广东石化、大港油田等企业的 LPG 资源购销，实现 LPG 销量 576.8 万吨，同比增长 2.7%。其中，LPG 零售的销售量为 177.50 万吨，占比 30.8%；LPG 批发的销售量为 399.27 万吨，占比 69.2%。**2023 年，公司 LPG 业务上游资源量的 90.1% 采购于中石油，气源供应稳定。**2023 年公司 LPG 销售目标市场覆盖了全国 31 个省市，在主导区域东北、西北市场的销售量占比达到 57%，与天然气主导区域一致，业务协同发展。2024 年 LPG 销量的运营目标为销售量 550 万吨，LPG 业务稳健发展。

图25: 2018-2023 年 LPG 销量结构 (万吨)



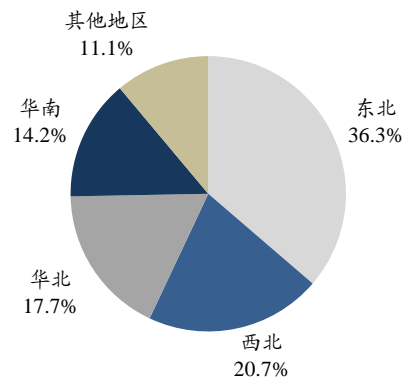
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 2023 年 LPG 上游资源量构成



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图27: 2023 年按地区划分 LPG 销售量

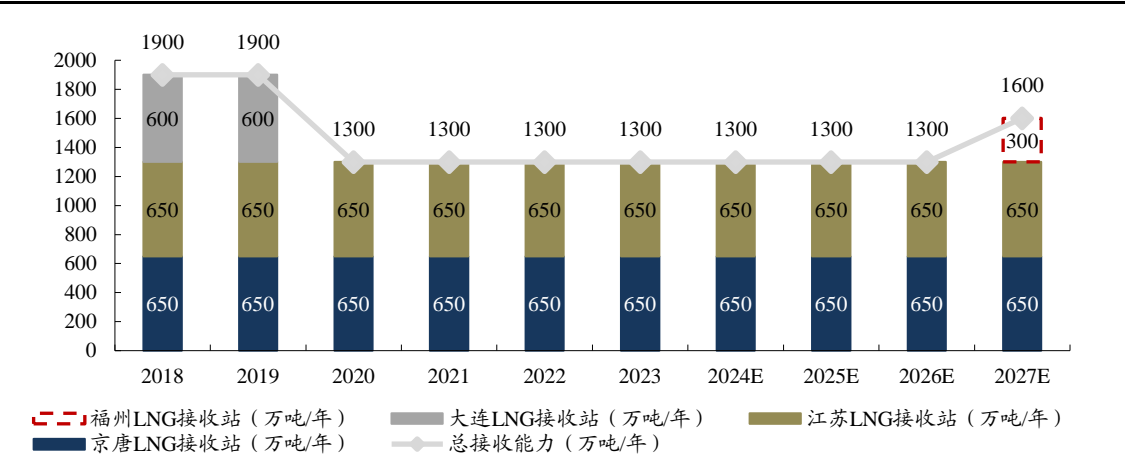


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.3. LNG 加工与储运: LNG 接收站高负荷运转, 工厂扭亏为盈

唐山和江苏 LNG 接收站高负荷运转。截至 2023 年底, 公司运营唐山和江苏两个 LNG 接收站, 接收能力均为 650 万吨/年, 新建福州 LNG 接收站项目规模为 300 万吨/年, 计划建成时间为 2027 年, 期待福州项目建成后接收能力进一步增加至 1600 万吨/年。2019-2023 年公司的如东、唐山两座 LNG 接收站保持高负荷运转, 负荷率稳步提升, 2023 年超过 90%, 气化和装车处理总量稳定增长; 处理单价受到政府管控 (按照“准许成本加合理收益”的方法定价、准许收益率原则上不超过 8%、成本每三年监审校核一次), 整体处理单价保持平稳。公司借助股东中石油在 LNG 进口领域的地位 (截至 2022 年底, LNG 进口接收能力占全国 26%), 提升在运营的如东、唐山接收站负荷率, 保持高效运转。

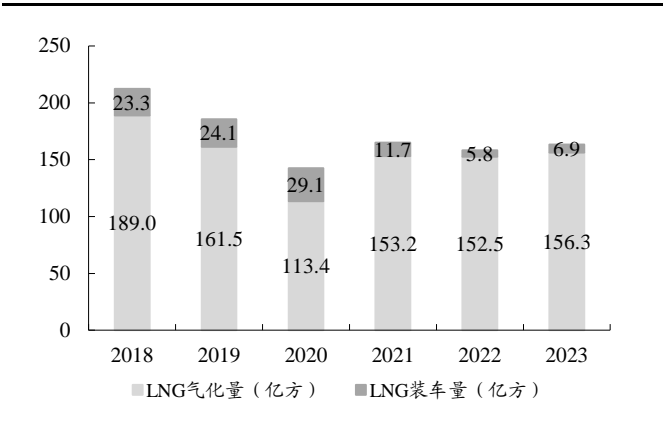
图28: 公司 LNG 接收站处理能力 (万吨/年)



*公司于2020年出售大连接收站管道资产至国家管网集团。

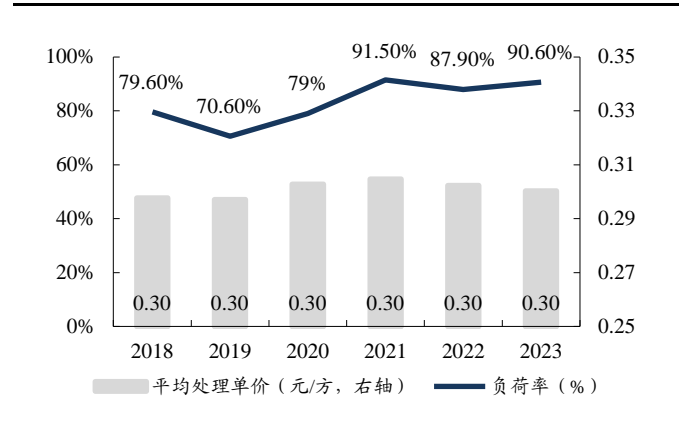
数据来源: 公司公告, 福建省发改委, 东吴证券研究所

图29: 2018-2023年 LNG 气化量&装车量 (亿方)



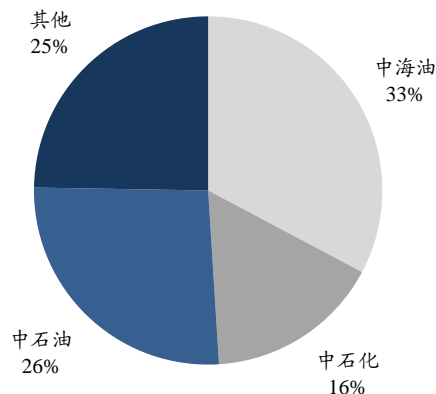
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图30: 2018-2023年 LNG 接收站处理单价&负荷率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

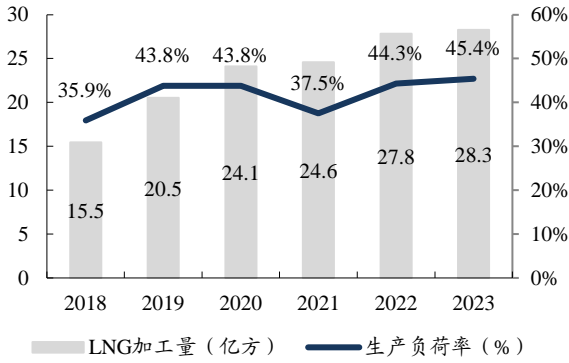
图31: LNG 设计接转能力操作主体分布(万吨/年, 截至2022年底)



数据来源: LNG 行业信息, 东吴证券研究所

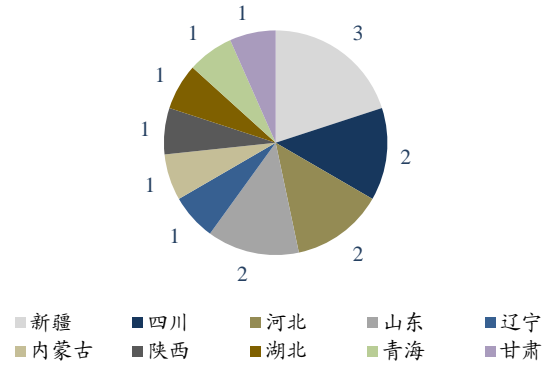
2023 年 LNG 工厂业务扭亏为盈。截至 2023 年底，公司共有 15 座 LNG 工厂在运，主要分布在新疆、四川、河北、山东。公司 LNG 工厂负荷率稳中有增，2023 年达到 45.4%，同比提升 1.1pct，使得 LNG 工厂业务扭亏为盈，首次实现税前盈利 0.2 亿元。2024 年公司目标提升 LNG 工厂加工量 7%，进一步贡献利润。

图32: 2018-2023 年 LNG 工厂加工量&负荷率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33: 2023 年 LNG 工厂分布 (个)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 勘探与生产：气田退出持续推进，专注终端销售

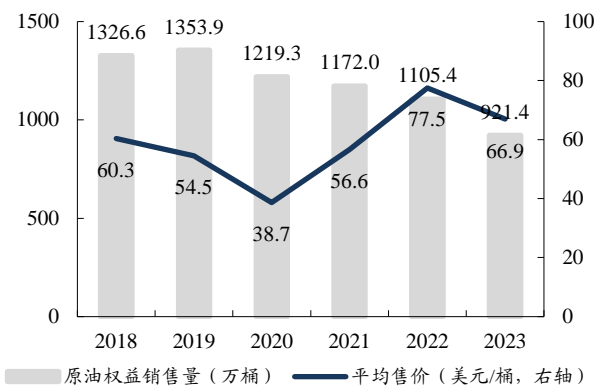
气田退出持续推进，专注终端销售。辽河油田及秘鲁油田勘探合同已分别于 2023 年 2 月及 10 月到期，截至 2023 年底，公司在阿曼、泰国、哈萨克斯坦 3 个国家拥有 4 个油田项目。2018-2023 年，公司实现的原油平均销售价格持续波动，与国际原油价格走势基本保持一致。2023 年整体实现原油权益销售量 921.4 万桶，同比下降 16.6%。在国际原油价格逐步降温以及辽河油田及秘鲁油田勘探合同到期的影响下，2023 年实现原油销售收入 9.11 亿元，同比减少 60.2%。实现税前利润 3.9 亿元，同比下降 2.8 亿元，税前利润占比仅 3.1%。随公司逐渐退出气田资源，该业务板块重要性将进一步减弱，公司将更加专注于终端销售。

图34: 2023 年公司原油勘探及生产业务分布图



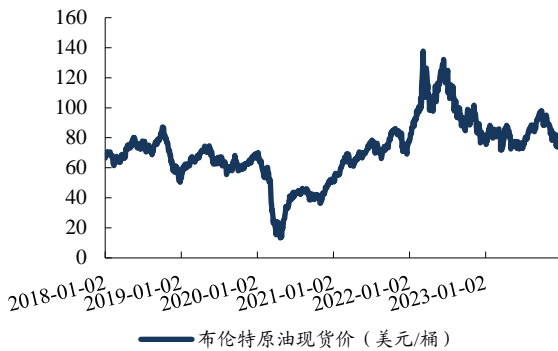
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图35: 2018-2023 年原油权益销售量&平均售价



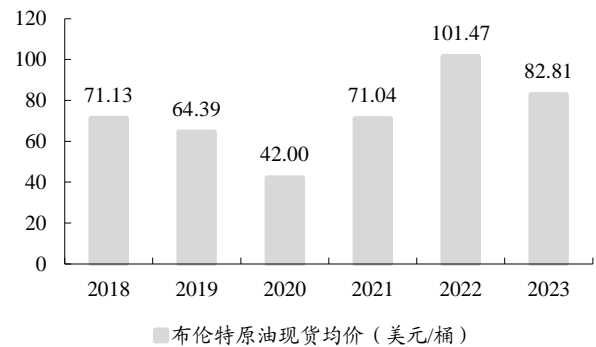
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36: 2018-2023 年布伦特原油价格 (美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 2018-2023 年布伦特原油均价 (美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

3.1. 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司各业务板块总收入为 1904.06/1993.53/2106.44 亿元, 总税前持续经营利润为 132.63/138.96/146.89 亿元, 分业务来看:

- 1、天然气销售:** 公司布局工业转移的西北东北地区, 零售气量高速增长, 2024-2026 年气量增速分别为 10.3%/9.8%/9.2%。2024-2026 年天然气销售业务税前经营利润分别达 83.22/89.11/95.51 亿元, 税前利润率 5.5%/5.5%/5.4%。
- 2、LPG 销售:** 该业务稳定发展, 公司指引 2024 年 LPG 销售量目标 550 万吨, 假设公司 2025-2026 年 LPG 销售量也为 550 万吨。2024-2026 年 LPG 销售业务税前经营利润分别达 4.95/4.40/4.13 亿元, 税前利润率 1.8%/1.7%/1.7%。
- 3、LNG 加工与储运:** 1) **接收站:** 福建接收站预计 2027 年建成, 2024-2026 年公司接收站处理能力分别为 1300/1300/1300 万吨每年, 负荷率为 90%/90%/90%。2) **工厂:** 2023 年该业务扭亏为盈, 生产负荷率将继续提升, 为公司贡献利润, 公司指引 2024 年加工量增速 7%, 2024-2026 年 LNG 加工量分别为 30.25/31.13/32.38 亿方, 负荷率 48.6%/50%/52%。2024-2026 年 LNG 加工与储运业务税前经营利润分别达 39.06/40.04/41.85 亿元, 税前利润率 42.1%/42.7%/43.7%。
- 4、勘探与生产:** 预计 2024-2026 年销售量维持稳定, 保持在 900 万桶的水平, 2024-2026 年勘探与生产业务税前经营利润分别达 5.40/5.40/5.40 亿元, 税前利润率 29.6%/31.7%/34.2%。

表2: 昆仑能源业务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、天然气销售					
收入 (亿元)	1318.92	1406.00	1517.95	1629.66	1758.47
税前持续经营利润 (亿元)	78.26	83.20	83.22	89.11	95.51
税前利润率 (%)	5.9%	5.9%	5.5%	5.5%	5.4%
零售气量 (亿方)	277.62	303.12	334.31	366.92	400.56
yoy	8.0%	9.2%	10.3%	9.8%	9.2%
分销与贸易气量 (亿方)	172.26	189.73	208.70	222.89	236.71
yoy	5.8%	10.1%	10.0%	6.8%	6.2%
二、LPG销售					
收入 (亿元)	292.24	268.01	275.00	253.00	236.50
税前持续经营利润 (亿元)	3.60	5.53	4.95	4.40	4.13
税前利润率 (%)	1.2%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%
LPG销售量 (万吨)	561.55	576.77	550.00	550.00	550.00
yoy	-6.2%	2.7%	-4.6%	0.0%	0.0%
三、LNG加工与储运					
收入 (亿元)	85.42	90.42	92.87	93.85	95.66
税前持续经营利润 (亿元)	31.60	36.54	39.06	40.04	41.85
税前利润率 (%)	37.0%	40.4%	42.1%	42.7%	43.7%
接收站					
总处理量 (亿方)	158.33	163.26	162.18	162.18	162.18
接收能力 (万吨)	1300	1300	1300	1300	1300
负荷率 (%)	87.9%	90.6%	90.0%	90.0%	90.0%
工厂					
LNG加工量 (亿方)	27.83	28.27	30.25	31.13	32.38
生产负荷率 (%)	44.3%	45.4%	48.6%	50.0%	52.0%
四、勘探与生产					
收入 (亿元)	22.86	9.11	18.24	17.03	15.81
税前持续经营利润 (亿元)	6.66	3.90	5.40	5.40	5.40
税前利润率 (%)	29.1%	42.8%	29.6%	31.7%	34.2%
原油权益销售量 (万桶)	1105.40	921.37	900.00	900.00	900.00
合计					
收入 (亿元)	1719.44	1773.54	1904.06	1993.53	2106.44
税前持续经营利润 (亿元)	120.12	129.17	132.63	138.96	146.89

注: 仅列示营业收入, 未列示其他收入, 因此收入数据与三表略有差异。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 投资建议

公司为燃气行业龙头, 天然气销售主业主要布局于产业转移的东北和西北地区, 气量维持高速增长; 背靠中石油获取优质气源, 价差维持稳定; 龙头地位日渐稳固。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 61.06/65.60/70.60 亿元, 同比+7.5%/+7.4%/+7.6%, 对应当前 PE10.5/9.8/9.1 倍 (估值日期 2024/5/31)。我们选取同为燃气行业龙头且市值较高的华润燃气、新奥能源作为可比公司, 昆仑能源具备中石油稳定气源, 经营稳健性更强, 在可比公司中估值中等。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表3: 昆仑能源及其可比公司对比 (估值日期: 2024/5/31)

公司简称	股票代码	股价 (港元/股)	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元/亿港元)					2023-2026年 归母净利润 CAGR(%)	P/E			
				2022	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
华润燃气	1193.HK	27.15	628	47.33	52.24	56.45	61.94	68.21	9.3%	12.0	11.1	10.1	9.2
新奥能源	2688.HK	71.70	811	58.65	68.16	71.08	77.71	84.77	7.5%	11.9	10.4	9.5	8.7
合计值/平均值			1,439	111.79	127.14	134.56	147.33	161.36	8.3%	11.3	10.7	9.8	8.9
昆仑能源	0135.HK	8.12	703	52.28	56.82	61.06	65.60	70.60	7.5%	11.3	10.5	9.8	9.1

注: 新奥能源和昆仑能源的归母净利润币种为人民币, 华润燃气为港元。昆仑能源盈利预测来自东吴证券研究所, 华润燃气、新奥能源盈利预测来自 Wind 一致预期。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

制造业转移政策推进不及预期: 制造业向东北和西北地区转移, 带来公司用气量增加; 如果政策实施进度缓慢将影响公司用户开拓, 进而使得公司用气量增速不及预期。

油气价格大幅波动: 目前公司在阿曼、泰国、哈萨克斯坦 3 个国家拥有 4 个油田项目, 油价大幅波动将影响公司石油销售业务利润; 此外油气价格大幅波动可能造成资产减值, 影响公司整体利润。

汇率变动: 公司在海外进行油田开采业务, 汇率波动会对公司利润造成一定影响。

昆仑能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57,198.00	65,405.31	70,334.80	78,224.50	营业总收入	177,726.0	190,778.4	199,725.5	211,016.0
现金及现金等价物	27,353.00	25,637.54	23,687.84	26,388.02	营业成本	165,709.0	178,403.8	186,217.9	196,459.9
应收账款及票据	1,977.00	2,644.53	2,768.80	2,733.10	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1,155.00	1,288.47	1,422.50	1,418.88	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	26,713.00	35,834.77	42,455.66	47,684.50	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	86,321.00	89,460.90	91,476.69	93,318.17	其他费用	542.00	618.82	697.74	653.00
固定资产	63,567.00	65,263.65	66,485.47	67,548.69	经营利润	11,475.00	11,755.77	12,809.79	13,903.07
商誉及无形资产	1,755.00	1,667.25	1,583.89	1,504.69	利息收入	870.00	410.30	384.56	355.32
长期投资	14,089.00	15,620.00	16,497.33	17,354.78	利息支出	960.00	893.21	871.51	857.70
其他长期投资	360.00	360.00	360.00	360.00	其他收益	1,208.00	1,819.07	1,875.31	1,951.78
其他非流动资产	6,550.00	6,550.00	6,550.00	6,550.00	利润总额	12,593.00	13,091.93	14,198.15	15,352.47
资产总计	143,519.0	154,866.2	161,811.4	171,542.6	所得税	3,338.00	3,470.25	3,763.47	4,069.45
流动负债	34,583.00	39,431.14	39,190.53	41,153.92	净利润	9,255.00	9,621.68	10,434.67	11,283.03
短期借款	5,464.00	5,264.00	5,114.00	5,034.00	少数股东损益	3,573.00	3,515.62	3,875.16	4,222.94
应付账款及票据	2,790.00	3,627.32	3,510.85	3,668.71	归属母公司净利润	5,682.00	6,106.05	6,559.52	7,060.09
其他	26,329.00	30,539.82	30,565.68	32,451.21	EBIT	12,683.00	13,574.84	14,685.10	15,854.86
非流动负债	23,153.00	22,653.00	22,353.00	22,153.00	EBITDA	17,675.00	16,965.94	18,146.64	19,370.82
长期借款	19,027.00	18,527.00	18,227.00	18,027.00	Non-GAAP				
其他	4,126.00	4,126.00	4,126.00	4,126.00					
负债合计	57,736.00	62,084.14	61,543.53	63,306.92	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	71.00	71.00	71.00	71.00	每股收益(元)	0.66	0.71	0.76	0.82
少数股东权益	22,334.00	25,849.62	29,724.78	33,947.72	每股净资产(元)	9.91	10.72	11.58	12.50
归属母公司股东权益	63,449.00	66,932.45	70,543.19	74,288.03	发行在外股份(百万股)	8,658.80	8,658.80	8,658.80	8,658.80
负债和股东权益	143,519.0	154,866.2	161,811.4	171,542.6	ROIC(%)	8.63	8.80	8.99	9.14
	0	1	9	7	ROE(%)	8.96	9.12	9.30	9.50
					毛利率(%)	6.78	6.30	6.59	6.73
					销售净利率(%)	3.20	3.21	3.29	3.35
					资产负债率(%)	40.23	40.09	38.03	36.90
					收入增长率(%)	3.16	7.34	4.69	5.65
					净利润增长率(%)	8.68	7.46	7.43	7.63
					P/E	11.26	10.48	9.75	9.06
					P/B	0.75	0.69	0.64	0.59
					EV/EBITDA	2.98	3.66	3.51	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年5月29日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>