

燃气	收盘价 港元 7.86	目标价 港元 9.35个	潜在涨幅 +19.0%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年8月27日

昆仑能源 (135 HK)

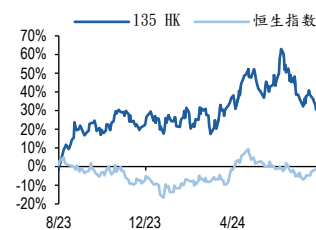
资源整合初见成果，全年派息比率同比应有增长

- 2024 上半年盈利温和增长，加气站资源整合拉动 LNG 分部盈利增长。上半年盈利增 2.6% 至 33 亿元（人民币，下同），与我们预期一致。期内，工商用气同比增长 16.8%，抵销了加气站气量因资源整合同比降 35% 的影响，上半年天然气销售量同比仍达 10.2% 的增长，因加气站气量转至批发气出售，批发气量同比上升 11%。唯整体毛差在加气站销售量减少下同比下降每立方 0.045 元，不计及加气站租赁约 0.8 亿元的收入，天然气销售板块税前利润同比上升 2.4%。LNG 分部方面，加工厂同比扭亏至 0.35 亿元税前利润（去年同期亏损 0.55 亿元），接收站亦得益于加气站资源整合，装车量同比大升 54%，使平均利用率同比上升 3.6 个百分点至 85.4%。此外，因加气站资源整合，公司的销售及管理费率由去年同期的 1.6% 减少至今年的 1.3%。另外，公司亦兑现承诺首次宣派中期股息每股 0.164 元，派息比率为 43%。
- LNG/LPG 分部在短期仍有明确的增长趋势。由于去年下半年售气量基数仍高，我们估计今年下半年的零售气量同比增长约 7%，2024 全年零售气量同比增长 8%。由于加气站售气量减少，我们认为零售气毛差在 2025 年仍有小幅下行空间。由于上半年 LNG 加工量已有 62% 的同比增长，预计 2024 年 LNG 加工量同比增长 16%。至于 LPG 分部，上半年公司取得较好的经营效率提升，吨毛利率同比改善了 1.4 个百分点至 9.5%。我们估计 2024 年的 LPG 吨毛利率同比上升 1.1 个百分点至 9.0%，分部税前利润同比上升 57%。综上，我们估计公司 2024 年上游业务在税前利润的占比只有 2.4%，LNG/LPG 分部的经营效率提升下全年盈利仍保持明确的增长趋势。
- 全年派息比率同比上升 3 个百分点，股息率仍吸引。我们上调公司 2024/25 年每股盈利 1.0%/0.2%，以反映公司在加气站资源整合后的影响，以及 2025 年 LPG 贸易量的增长，预计公司 2023-26 年的盈利复合增长率为 10%。公司管理层表示，全年派息目标与中期的派息比率一致在 43%，2025 年按目标进一步提升至 45%，预计公司 2024/25 年的股息率为 4.7%/5.4%。估值方面，我们把基准移至 2025 年，估值维持 10 倍市盈率，目标价上调至 9.35 港元（前为 8.52 港元），维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	9.06
52周低位 (港元)	5.53
市值 (百万港元)	68,058.17
日均成交量 (百万)	25.82
年初至今变化 (%)	11.65
200天平均价 (港元)	7.64

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	171,944	177,354	188,344	202,339	216,022
同比增长 (%)	24.1	3.1	6.2	7.4	6.8
净利润 (百万人民币)	5,228	5,682	6,834	7,431	8,181
每股盈利 (人民币)	0.73	0.71	0.79	0.86	0.94
同比增长 (%)	25.2	-2.2	11.2	8.7	10.1
前EPS预测值 (人民币)			0.78	0.86	0.94
调整幅度 (%)			1.0	0.2	0.4
市盈率 (倍)	9.9	10.1	9.1	8.4	7.6
每股账面净值 (人民币)	6.92	7.33	7.83	8.35	8.91
市账率 (倍)	1.04	0.98	0.92	0.86	0.81
股息率 (%)	3.5	4.0	4.7	5.4	5.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2024年8月27日

昆仑能源 (135 HK)

图表 1: 1H24 业绩亮点

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H23	2H23	1H24	1H24E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
收入	87,072	90,282	92,922	93,999	6.7	(1.1)
其他净收益	239	664	746	268	212.1	178.7
利息收入	394	476	499	366	26.6	36.3
采购、服务和其他	(73,949)	(77,142)	(79,752)	(80,169)	7.8	(0.5)
员工成本	(2,628)	(3,342)	(3,169)	(2,882)	20.6	10.0
折旧和摊销	(2,896)	(2,096)	(2,754)	(2,619)	(4.9)	5.1
减值亏损	0	(368)	0	0	NM	NM
管理费用	(1,373)	(2,283)	(1,230)	(1,739)	(10.4)	(29.3)
其他税项	(222)	(320)	(239)	(219)	7.7	9.1
利息支出	(436)	(524)	(411)	(614)	(5.7)	(33.1)
应占联营/合资公司损益	590	455	637	596	8.0	6.8
税前利润	6,791	5,802	7,249	6,986	6.7	3.8
税费	(1,750)	(1,588)	(1,929)	(1,800)	10.2	7.1
非控股权益	(1,819)	(1,754)	(2,015)	(1,871)	10.8	7.7
净利润	3,222	2,460	3,305	3,315	2.6	(0.3)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 1H24 分部业务分析

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H23	2H23	1H24	1H24E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
收入						
天然气销售	68,896	77,104	75,506	79,200	9.6	(4.7)
LPG 销售	13,804	12,997	12,887	13,647	(6.6)	(5.6)
LNG 加工与储运	3,764	5,278	4,441	4,208	18.0	5.5
勘探与生产	608	303	88	309	(85.5)	(71.5)
合共	87,072	90,282	92,922	97,364	6.7	(4.6)
税前利润						
天然气销售	4,887	3,433	5,005	5,133	2.4	(2.5)
LPG 销售	423	130	561	284	32.6	97.5
LNG 加工与储运	1,341	2,313	1,648	1,481	22.9	11.3
勘探与生产	289	101	174	71	(39.8)	146.4
公司总部	(149)	(175)	(139)	18	(6.7)	(886.2)
合共	6,791	5,802	7,249	6,986	6.7	3.8

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 主要运营数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
售气量(十亿立方)	27.8	30.3	32.7	35.7	39.0
增长(%)	8.0	9.2	8.0	9.2	9.0
售气毛差(人民币/立方)	0.502	0.501	0.450	0.440	0.440
LNG 工厂加工量(十亿立方)	2.78	2.83	3.27	3.52	3.64
使用率(%)	44.3	45.4	52.0	56.0	58.0
气化及装车(十亿立方)	15.8	16.3	16.5	16.5	16.5
使用率(%)	87.9	90.6	90.6	90.6	90.6
上游原油销售(百万桶)	11.1	9.0	8.0	8.0	8.0
销售均价(美元/桶)	77.5	66.9	68.0	68.0	68.0

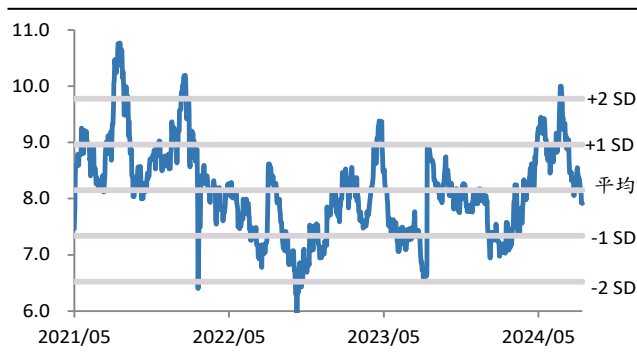
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 主要分部税前利润预测

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润					
天然气销售	7,826	8,320	9,877	10,293	11,821
LPG 销售	360	553	868	968	1,023
LNG 加工与储运	3,160	3,654	4,103	4,257	4,364
勘探与生产	666	390	355	356	357
公司总部	(620)	(324)	(309)	322	267
合共	11,392	12,593	14,895	16,196	17,832
增长(%)					
天然气销售	36.0	6.3	18.7	4.2	14.8
LPG 销售	(23.4)	53.6	57.0	11.5	5.7
LNG 加工与储运	(10.8)	15.6	12.3	3.7	2.5
勘探与生产	(4.3)	(41.4)	(8.9)	0.2	0.2
公司总部	NM	(47.7)	(4.5)	NM	(17.1)
合共	7.7	10.5	18.3	8.7	10.1

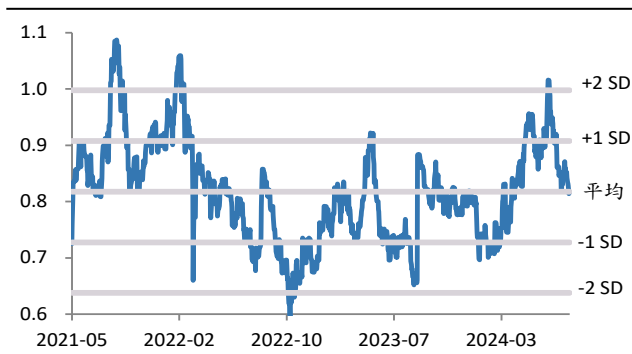
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 2021 年至今预测市盈率



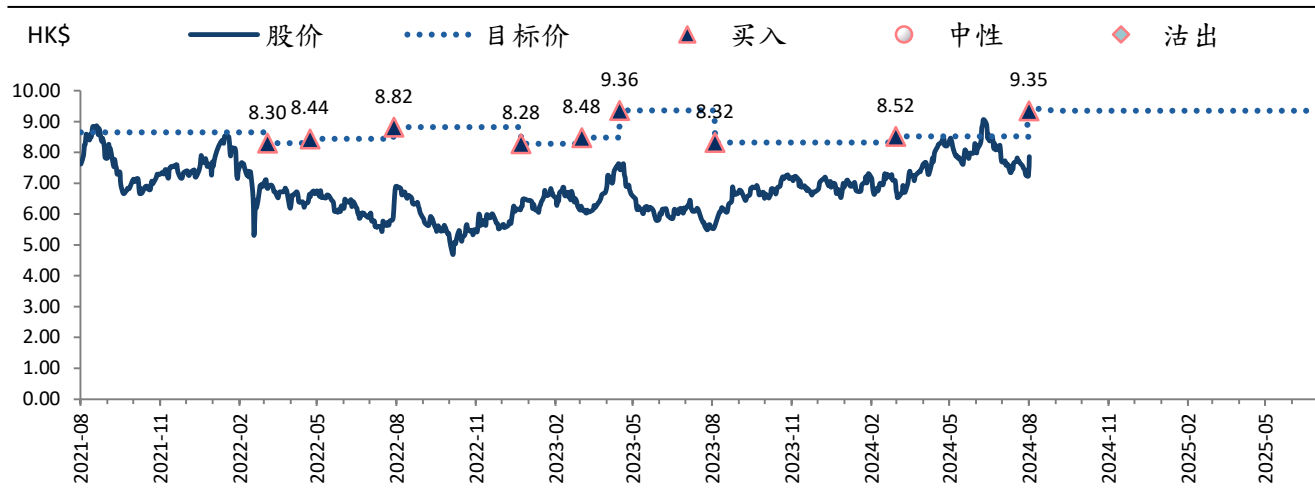
资料来源：Factset，交银国际预测

图表 6: 2021 年至今预测市净率



资料来源：Factset，交银国际预测

图表 7: 昆仑能源目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.86	9.35	19.0%	2024年08月27日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	52.20	65.10	24.7%	2024年08月26日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.66	6.82	2.4%	2024年06月25日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	26.40	22.90	-13.3%	2024年04月01日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.36	8.45	32.9%	2024年08月26日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	171,944	177,354	188,344	202,339	216,022
主营业务成本	(156,713)	(162,053)	(171,999)	(184,533)	(196,425)
毛利	15,231	15,301	16,344	17,805	19,598
销售及管理费用	(3,770)	(3,656)	(3,202)	(3,440)	(3,672)
其他经营净收入/费用	338	1,231	1,680	1,689	1,698
经营利润	11,799	12,876	14,822	16,054	17,624
财务成本净额	(899)	(960)	(939)	(892)	(848)
应占联营公司利润及亏损	992	1,045	1,011	1,034	1,056
其他非经营净收入/费用	(500)	(368)	0	0	0
税前利润	11,392	12,593	14,895	16,196	17,832
税费	(3,189)	(3,338)	(3,873)	(4,211)	(4,636)
非控股权益	(2,975)	(3,573)	(4,188)	(4,554)	(5,014)
净利润	5,228	5,682	6,834	7,431	8,181
作每股收益计算的净利润	6,281	6,144	6,834	7,431	8,181

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20,042	27,353	33,139	38,808	44,840
应收账款及票据	2,887	1,977	2,322	2,495	2,663
存货	1,081	1,155	1,317	1,419	1,511
其他流动资产	27,329	26,713	27,013	27,695	28,309
总流动资产	51,339	57,198	63,791	70,417	77,323
物业、厂房及设备	69,534	68,032	68,152	68,531	69,200
无形资产	1,849	1,755	1,755	1,755	1,755
合资企业/联营公司投资	13,965	14,089	15,100	16,134	17,190
长期应收收入	0	0	0	NA	NA
其他长期资产	2,205	2,445	2,445	2,445	2,445
总长期资产	87,553	86,321	87,452	88,865	90,590
总资产	138,892	143,519	151,243	159,283	167,913
短期贷款	5,287	5,464	7,772	7,383	7,014
应付账款	27,720	27,800	27,118	26,888	26,340
其他短期负债	1,377	1,319	1,706	2,127	2,591
总流动负债	34,384	34,583	36,596	36,398	35,945
长期贷款	19,794	19,027	16,173	15,364	14,596
其他长期负债	4,012	4,126	4,126	4,126	4,126
总长期负债	23,806	23,153	20,299	19,490	18,722
总负债	58,190	57,736	56,895	55,888	54,667
股本	71	71	71	71	71
储备及其他资本项目	59,837	63,378	67,755	72,247	77,084
股东权益	59,908	63,449	67,826	72,318	77,155
非控股权益	20,794	22,334	26,522	31,077	36,091
总权益	80,702	85,783	94,348	103,395	113,246

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	11,392	12,593	14,895	16,196	17,832
合资企业/联营公司收入调整	(992)	(1,045)	(1,011)	(1,034)	(1,056)
折旧及摊销	4,887	4,992	4,893	5,117	5,360
营运资本变动	1,543	653	(1,489)	(1,188)	(1,422)
利息调整	40	90	(480)	(489)	(498)
税费	(3,011)	(3,306)	(3,485)	(3,790)	(4,173)
其他经营活动现金流	1,011	431	0	0	0
经营活动现金流	14,870	14,408	13,323	14,812	16,043
资本开支	(5,719)	(5,179)	(5,013)	(5,496)	(6,028)
投资活动	(20,297)	(71)	0	0	0
其他投资活动现金流	7,564	4,189	914	923	932
投资活动现金流	(18,452)	(1,061)	(4,099)	(4,574)	(5,097)
负债净变动	56	(714)	(547)	(1,197)	(1,137)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,799)	(2,198)	(2,457)	(2,939)	(3,344)
其他融资活动现金流	(3,177)	(3,127)	(434)	(434)	(434)
融资活动现金流	(4,920)	(6,039)	(3,437)	(4,569)	(4,915)
汇率收益/损失	50	3	0	0	0
年初现金	28,494	20,042	27,353	33,139	38,808
年末现金	20,042	27,353	33,139	38,808	44,840

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.725	0.710	0.789	0.858	0.945
全面摊薄每股收益	0.725	0.710	0.789	0.858	0.945
每股股息	0.254	0.284	0.339	0.386	0.425
每股账面值	6.919	7.328	7.833	8.352	8.911
利润率分析(%)					
毛利率	8.9	8.6	8.7	8.8	9.1
EBITDA利润率	9.7	10.1	10.5	10.5	10.6
净利率	3.0	3.2	3.6	3.7	3.8
盈利能力(%)					
ROA	4.5	4.3	4.5	4.7	4.9
ROE	10.5	9.7	10.1	10.3	10.6
ROIC	13.1	15.6	18.7	21.1	24.2
其他					
净负债权益比(%)	6.2	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.7	1.7	1.9	2.2
派息比率(%)	35.0	40.0	43.0	45.0	45.0

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月27日

昆仑能源 (135 HK)**分析员披露**

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。