

燃气	收盘价 港元 7.77	目标价 港元 9.08↓	潜在涨幅 +16.9%
----	----------------	-----------------	----------------

2025年1月9日

昆仑能源 (135 HK)

暖冬轻微影响零售气销售，下调盈利预测

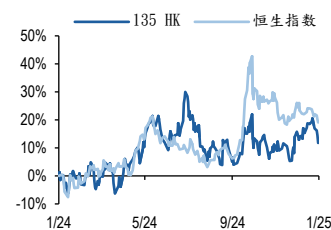
我们调整了昆仑能源 (135 HK) 的盈利预测及估值。我们认为内地天然气需求受暖冬影响，对公司零售气销售的同比增长有所影响，同时 LNG 接收站利用率亦受 2024 年 4 季度进口量转弱所影响，我们亦上调了管理费用预测。因此，我们分别下调公司 2024-26 年核心营利 5.4%/2.9%/3.6%，目标价下调至 9.08 港元，维持买入评级。

- 由于 2024 年 4 季度开始的冬季较往年暖和，内地天然气需求在 2024 年 11 月出现同比下跌，我们亦调低了公司工商业及居民用气量。公司加气站业务在 2024 年开始与母公司资源重组，我们估计公司仍在 2024 年下半年转让经营权，因此在期内仍有约 5 亿方来自加气站的销售。总结，我们估计公司在 2024 年全年零售气销售同比增长 8.6%。
- 因 2024 年 11 月开始内地天然气进口量同比下跌约 1%，我们亦调低了公司 LNG 接收站 2024 年的利用率预测 1 个百分点至 89%。LNG 加工厂方面，我们仍维持公司 2024 年 LNG 加工量同比增长 16% 的预期。
- 同时我们审视公司过去上下半年费用的分布，调高了 2024 下半年的管理费用预测。综上，我们分别下调了公司 2024-26 年核心营利 5.4%/2.9%/3.6%，同时下调公司目标价至 9.08 港元（基于 10 倍 2025 年预测市盈率不变），维持买入评级。
- 派息政策方面，公司管理层在去年表示，2024 年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%，2024/25 年股息率为 4.4%/5.1%，仍有一定吸引力。

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)	6.53
市值 (百万港元)	67,278.88
日均成交量 (百万)	10.79
年初至今变化 (%)	(7.50)
200天平均价 (港元)	7.85

资料来源: FactSet

郑民康

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

盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	188,386	188,344	0.00%	202,300	202,339	0.00%	215,037	216,022	-0.50%
毛利润	16,172	16,344	-1.10%	17,721	17,805	-0.50%	19,346	19,598	-1.30%
毛利率	8.6	8.7	-0.1ppts	8.8	8.8	-0.0ppt	9.0	9.1	-0.1ppts
净利润	6,466	6,834	-5.40%	7,216	7,431	-2.90%	7,883	8,181	-3.60%
归母净利率	3.4	3.6	-0.2ppts	3.6	3.7	-0.1ppts	3.7	3.8	-0.1ppts

资料来源: FactSet, 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>

图表 1: 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	32.9	35.9	38.8
增长(%)	8.0	9.2	8.6	9.0	8.1
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	16.2	16.4	16.4
使用率(%)	87.9	90.6	89.0	90.0	90.0
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	65.0	65.0	65.0

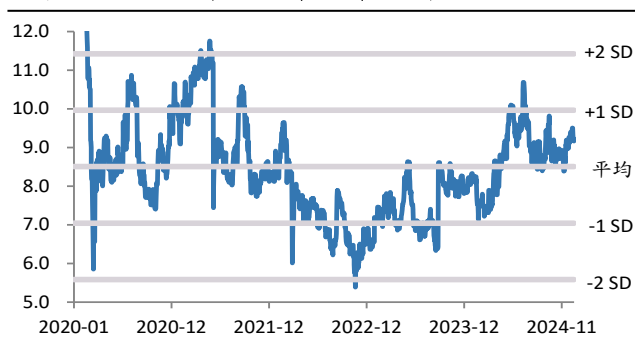
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 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	8,922	9,562	10,849
LPG 销售	360	553	681	844	921
LNG 加工与储运	3,160	3,654	4,005	4,300	4,419
勘探与生产	666	390	261	263	264
公司总部	(620)	(324)	225	510	456
合共	11,392	12,593	14,094	15,478	16,909
增长(%)					
天然气销售	36.0	6.3	7.2	7.2	13.5
LPG 销售	(23.4)	53.6	23.2	23.8	9.2
LNG 加工与储运	(10.8)	15.6	9.6	7.3	2.8
勘探与生产	(4.3)	(41.4)	(33.2)	0.8	0.3
公司总部	NM	(47.7)	NM	126.1	(10.5)
合共	7.7	10.5	11.9	9.8	9.2

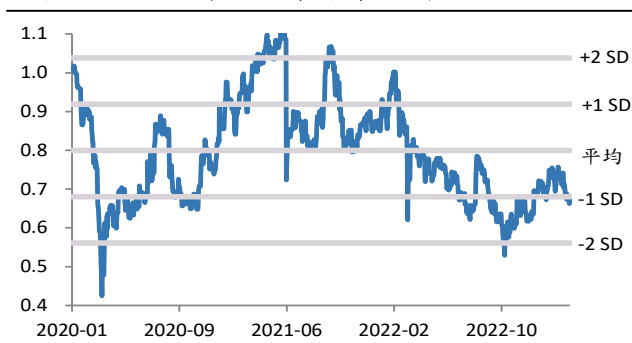
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 过去 5 年预测市盈率区间



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 过去 5 年预测市净率区间

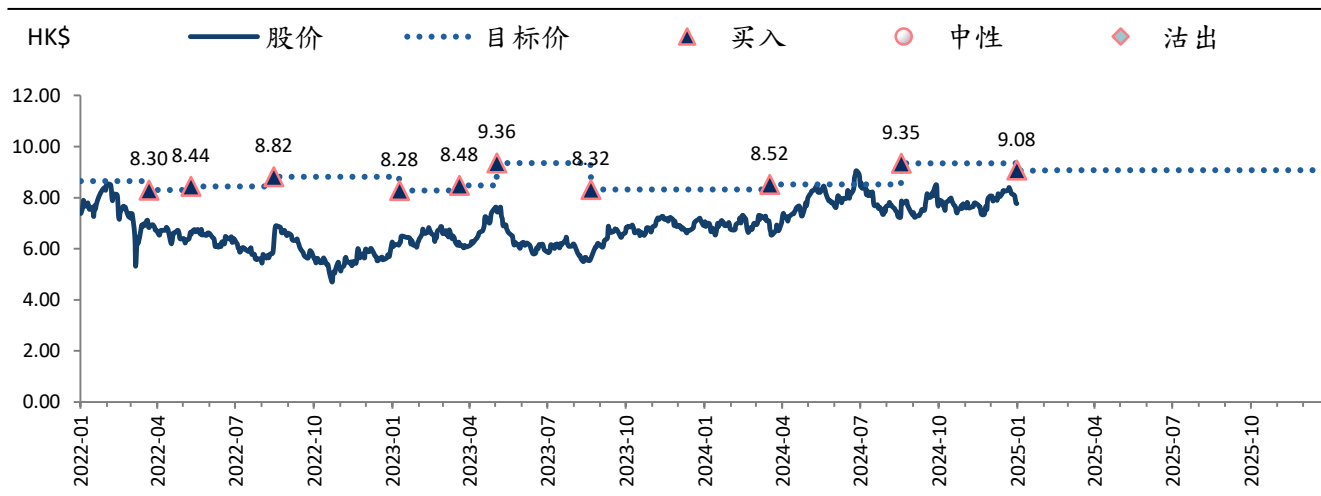


资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 1 月 9 日

昆仑能源 (135 HK)

图表 5: 昆仑能源 (135 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 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	7.77	9.08	16.9%	2025 年 01 月 09 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	54.25	65.10	20.0%	2024 年 08 月 26 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.32	5.92	-6.3%	2024 年 12 月 02 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	28.05	28.90	3.0%	2024 年 09 月 02 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.86	8.45	23.2%	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 2025 年 1 月 9 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	188,386	202,300	215,037
主营业务成本	(156,713)	(162,053)	(172,213)	(184,580)	(195,691)
毛利	15,231	15,301	16,172	17,721	19,346
销售及管理费用	(3,770)	(3,656)	(3,768)	(4,009)	(4,263)
其他经营净收入/费用	338	1,231	1,665	1,674	1,668
经营利润	11,799	12,876	14,069	15,386	16,751
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	964	984	1,006
其他非经营净收入/费用	(500)	(368)	0	0	0
税前利润	11,392	12,593	14,094	15,478	16,909
税费	(3,189)	(3,338)	(3,664)	(4,024)	(4,396)
非控股权益	(2,975)	(3,573)	(3,963)	(4,238)	(4,630)
净利润	5,228	5,682	6,466	7,216	7,883
作每股收益计算的净利润	6,281	6,144	6,466	7,216	7,883

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	32,669	37,918	43,339
应收账款及票据	2,887	1,977	2,323	2,494	2,651
存货	1,081	1,155	1,324	1,421	1,507
其他流动资产	27,329	26,713	27,063	27,707	28,282
总流动资产	51,339	57,198	63,378	69,540	75,779
物业、厂房及设备	69,534	68,032	68,152	68,533	69,205
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	15,053	16,037	17,043
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	87,404	88,770	90,448
总资产	138,892	143,519	150,782	158,310	166,227
短期贷款	5,287	5,464	7,772	7,383	7,014
应付账款	27,720	27,800	27,271	26,920	26,270
其他短期负债	1,377	1,319	1,685	2,088	2,527
总流动负债	34,384	34,583	36,728	36,391	35,811
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	57,027	55,882	54,533
股本	71	71	71	71	71
储备及其他资本项目	59,837	63,378	67,387	71,823	76,458
股东权益	59,908	63,449	67,458	71,894	76,529
非控股权益	20,794	22,334	26,297	30,535	35,165
总权益	80,702	85,783	93,756	102,429	111,694

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	14,094	15,478	16,909
合资企业/联营公司收入调整	(992)	(1,045)	(964)	(984)	(1,006)
折旧及摊销	4,887	4,992	4,893	5,115	5,356
营运资本变动	1,543	653	(1,393)	(1,263)	(1,469)
利息调整	40	90	(463)	(471)	(481)
税费	(3,011)	(3,306)	(3,298)	(3,622)	(3,957)
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	12,869	14,252	15,353
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	896	905	914
投资活动现金流	(18,452)	(1,061)	(4,117)	(4,591)	(5,114)
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)	(2,781)	(3,247)
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)	(4,411)	(4,818)
汇率收益/损失	50	3	0	0	0
年初现金	28,494	20,042	27,353	32,669	37,918
年末现金	20,042	27,353	32,669	37,918	43,339

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	0.747	0.833	0.910
全面摊薄每股收益	0.725	0.710	0.747	0.833	0.910
每股股息	0.254	0.284	0.321	0.375	0.410
每股账面值	6.919	7.328	7.791	8.303	8.838
利润率分析(%)					
毛利率	8.9	8.6	8.6	8.8	9.0
EBITDA利润率	9.7	10.1	10.1	10.1	10.3
净利率	3.0	3.2	3.4	3.6	3.7
盈利能力(%)					
ROA	4.5	4.3	4.3	4.6	4.7
ROE	10.5	9.7	9.6	10.0	10.3
ROIC	13.1	15.6	17.7	20.1	22.6
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	2.1
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**

2025年1月9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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。