



联合研究 | 港股公司深度 | 昆仑能源 (0135.HK)

燃气红马，自在昆仑

报告要点

在当前利率中枢下滑、国改推进注重分红的大环境下，油气价格下降有助于成本端改善，作为股息红利资产的昆仑能源也将得到重新审视和二次定价。相较于同业公司，昆仑具备天然气销售价差稳定，中西部地区的布局领先，承接高耗能企业的产业转移，以及相对强于同业公司的分红提升能力等多个特征。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



王岭峰

SAC: S0490521080001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

昆仑能源 (0135.HK)

2025-01-26

联合研究 | 港股公司深度

投资评级 买入 | 首次

燃气红马，自在昆仑

复盘：周期性削弱，公用事业属性凸显

作为五大燃气公司之一，昆仑能源的市场表现与其他燃气公司相比长期偏弱，究其原因在于公司前期业绩受原油价格波动影响较大，周期属性突出。公司早期立足上游勘探与生产业务，市场表现与原油价格联动性极强，而与燃气行业表现相关性较弱。经过了一系列上游勘探与生产业务剥离后，昆仑能源顺周期的属性有所减弱，同时随着顺价机制的持续推进，公用事业属性得到增强。作为中石油唯一的天然气终端利用管理平台，公司的气源成本优势以及产业协同效应的发挥进一步增强公司盈利稳定性和确定性，有望驱动公司估值进一步向上修复。

深耕产业，战略转型，打造城燃巨头

依托大股东上游主导地位，公司几乎打通天然气全产业链，形成了以终端天然气销售为主，LPG 销售、LNG 加工与储运、勘探与生产协同发展的业务格局，是中国国内销售规模最大的天然气终端利用企业和液化石油气销售企业之一。近年来公司天然气销售业务版图持续扩张，驱动公司天然气销售主业稳步扩张，且得益于集团内部协同效益，LNG 接收站负荷率高于行业水平。

背靠稳定气源，战略布局领先

量的方面：宏观经济稳中向好，叠加“双碳”战略推进，共同拉动国内天然气消费量保持中高增速；公司深耕中西部天然气消费市场，形成了新疆、云南、甘肃、湖北等代表性的优势销售区域，未来随着中西部承接高耗能企业的产业转移，将进一步放大公司城燃项目布局的区位优势，带动公司销售量保持高增速，不断提升公司在天然气终端销售市场的市场占有率。

价的方面：受益于中国石油强大的气源保障能力，公司天然气销售价差稳定优势突出，夯实公司天然气销售业绩压舱石作用，增强公司主业稳定性和可预期性，彰显公用事业属性。

机制方面：2023 年以来，天然气上下游价格联动机制逐步落实。随着下游顺价机制有序落地，城燃企业气价倒挂问题有所改善，购销价差得到一定保障。

乘国改东风，显红利价值

对比几大港股城燃公司，昆仑能源的历史分红比例并不占优，但得益于自身较低的估值水平，昆仑能源的股息率多数时候处于上游水平。当前，公司资本开支规模收缩、资产结构良好，账面资金积累进一步提升，且横向对比来看昆仑能源的潜在分红能力具备相对同业公司的优势，在部委政策要求的加码下，公司提升分红的主观意愿也将得到一定程度上的提升。

投资建议与估值

在利率中枢下滑、国改推进注重分红的大环境下，油气价格下降有助于成本端改善，作为股息红利资产的昆仑能源也将得到重新审视和二次定价。预计公司 2024 年-2026 年业绩分别为 59.47 亿元、62.93 亿元和 66.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.73 元和 0.76 元，按照 2025 年 1 月 24 日股价对应 PE 分别为 10.05 倍、9.50 倍和 9.04 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

- 1、天然气需求表现不佳风险；
- 2、天然气价格上涨风险；
- 3、分红表现不及预期风险；
- 4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 7.33

注：股价为 2025 年 1 月 24 日收盘价

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

复盘：周期性削弱，公用事业属性凸显	6
深耕产业，战略转型，打造城燃巨头	8
全产业链布局，剥离管道，聚焦分销	8
版图扩张销量高增长，产业协同赋能 LNG	9
主业担当业绩贡献主力，LNG 业务盈利能力强劲	11
背靠稳定气源，战略布局领先	13
行业需求向好，受益产业转移	13
享有优质气源，销气价差稳定	15
顺价机制推进，毛差修复增厚业绩	17
乘国改东风，显红利价值	20
报表条件优越，具备较强分红能力	20
最具提升潜力，国改加码主体意愿	21
投资建议与估值	23
风险提示	24

图表目录

图 1：昆仑能源、原油价格与燃气行业表现复盘（单位：美元/桶）	6
图 2：主要燃气公司复盘	7
图 3：中石油集团为公司实际控股股东，间接持股 48.04%	8
图 4：2021 年起聚焦终端天然气销售业务	8
图 5：公司天然气业务布局	9
图 6：2019-2024H 公司控股城燃项目逐步增长（单位：个）	9
图 7：天然气销售量保持高速增长（单位：亿立方米，右轴同比）	9
图 8：LNG 接收站负荷维持高水平（单位：亿立方米，右轴负荷率）	10
图 9：LNG 加工负荷率呈提升态势（单位：亿立方米，右轴负荷率）	10
图 10：LPG 销售量保持相对平稳（单位：万吨，右轴同比）	11
图 11：原油销售业务逐步退出（右轴销售价格）	11
图 12：天然气销售业务扩张推动营业收入稳步提升（单位：亿元）	11
图 13：天然气销售贡献 60% 以上的税前利润（单位：亿元）	11
图 14：2018~2024H 公司归母净利润情况（单位：亿元，%）	12
图 15：国内天然气需求复苏，增速高于同期 GDP 增速（单位：亿立方米）	13
图 16：2020 年和 2022 年各省天然气消费情况（单位：亿立方米）	14
图 17：2023 年不同主体城燃项目区域布局（单位：%）	15
图 18：2023 年工商业气量占比居可比公司首位（单位：%）	15
图 19：2011 年以来多数年份工业气量增速高于居民用气（单位：%）	15
图 20：2018 年以来多数年份公司零售气量增速长期领先可比公司	15
图 21：中国石油贡献 58% 以上的国内天然气产量（单位：亿立方米）	16

图 22: 2023 年国内天然气供给结构	16
图 23: “三桶油” 天然气探明储量 (单位: 亿立方米)	16
图 24: 2023 年中国石油已探明天然气储量占 “三桶油” 之和的 81%	16
图 25: 公司平均购气成本具有相对优势 (单位: 元/立方米)	17
图 26: 2018~2024H 公司天然气进销价差 (单位: 元/立方米)	17
图 27: 公司销气价差稳定性强 (单位: 元/立方米, 除税)	17
图 28: 公司分红比例呈上升趋势 (单位: 亿元, 剔除特别派息)	20
图 29: 公司净现比长期保持在 150% 以上 (单位: 亿元)	20
图 30: 经营性净现金流可以满足业务扩张与分红需要 (单位: 亿元)	20
图 31: 公司在手现金充沛, 分红潜力强劲 (单位: 亿元)	20
图 32: 港股城燃公司分红能力的多维度对比	21
图 33: 央国企改革持续深入推进	22
表 1: 公司 LNG 接收站建设稳步推进	10
表 2: 产业转移主要政策梳理	13
表 3: 东部地区天然气消费量显著放缓	14
表 4: 中国石油重点 LNG 长协项目	16
表 5: 主要城市居民气顺价调整情况 (单位: 元/立方米)	18
表 6: 顺价业绩弹性测算	18
表 7: 顺价业绩弹性敏感性分析 (单位: 亿元)	19
表 8: 港股城市燃气公司分红比例和股息率对比	21
表 9: 公司收入业绩敏感性测试 (单位: 亿元)	24

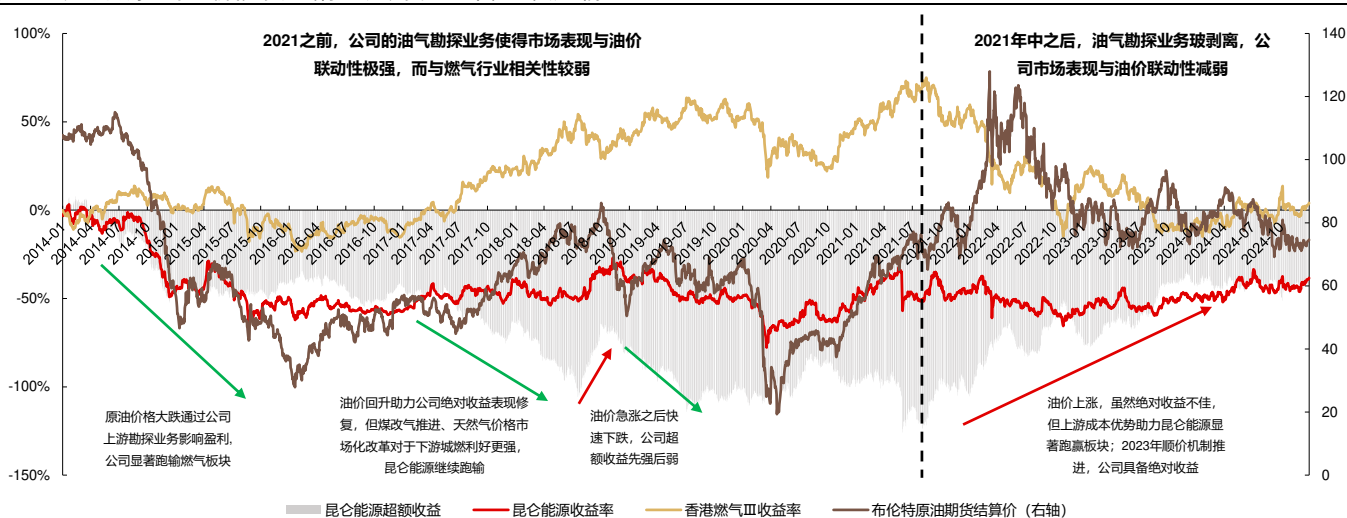
复盘：周期性削弱，公用事业属性凸显

作为五大燃气公司之一，昆仑能源的市场表现与其他燃气公司相比长期偏弱，究其根本原因在于公司前期业绩受原油价格波动影响较大，周期属性突出。公司早期立足上游勘探与生产业务，市场表现与原油价格联动性极强，而与燃气行业表现相关性较弱：

2014 年原油价格大跌压制公司市场表现。2016 年油价逐步回升，公司基本面与市场表现均有所修复；但受省间管输费下调影响，公司天然气管道业务盈利下调，市场表现整体处于偏弱区间，且煤改气推进、天然气价格市场化改革对于下游城燃利好更强，也不利于公司的相对收益表现。2018 年四季度开始油价再次大跌，公司市场表现趋弱，2020 年随油价上涨公司上游勘探与生产业务修复，市场表现有所上行。

2022 年油价进一步大幅上行，国内天然气采购成本上升，而终端居民用气顺价机制滞后，制约天然气行业盈利空间。但公司随着天然气销售业务的不断扩张，上游勘探生产业务对公司业绩影响逐步降低，因此公司市场表现并未随油价上涨而有进一步抬升。但这一阶段，得益于上游气源成本的优势，公司表现显著优于同业公司。2022 年 6 月原油价格逐步回调，加之 2023 年逐步推进的顺价机制，公司市场表现有所修复，并且开始具备绝对收益。

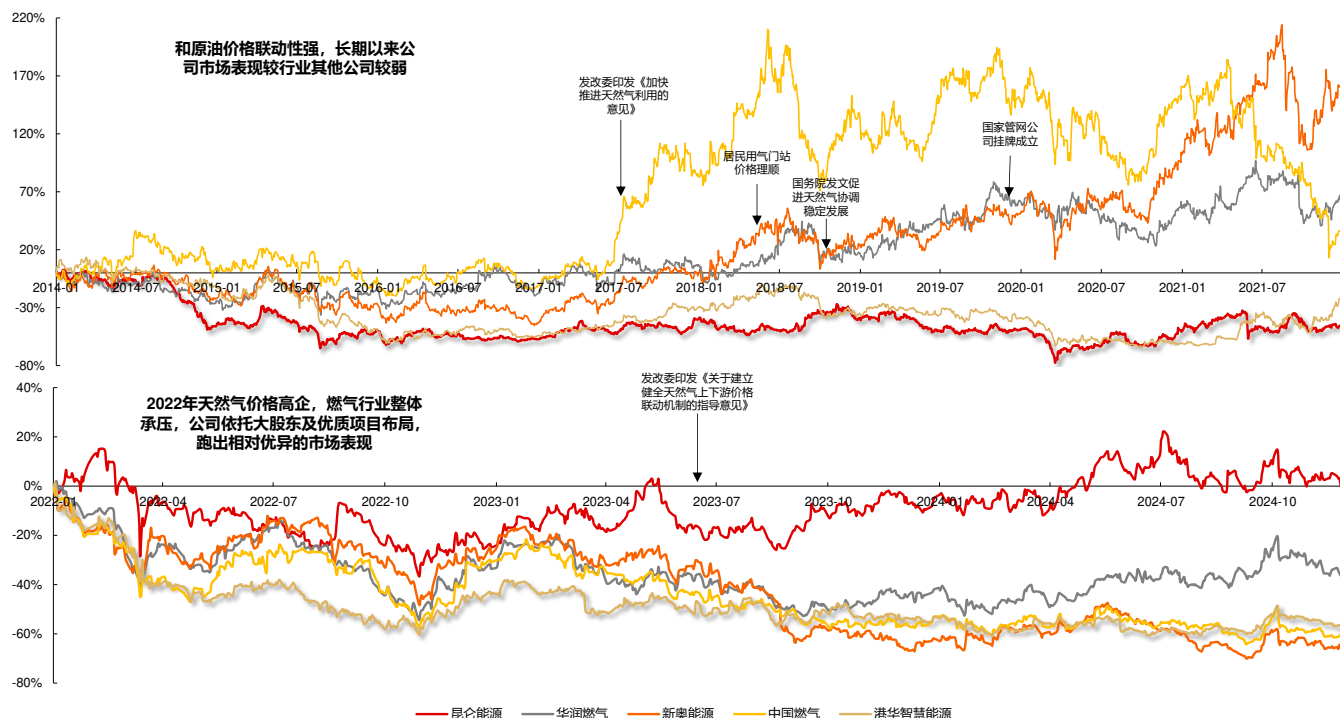
图 1：昆仑能源、原油价格与燃气行业表现复盘（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

从横向对比来看，前期受原油价格影响，长期以来公司市场表现相对其他城燃公司较弱，特别是在 2017、2018 年等节点，天然气需求快速增长预期驱动其他燃气公司走强，公司的市场表现也并没有显著改善。2021-2022 年，国际天然气价格高企，挤压终端销售盈利空间，燃气行业整体承压，而公司依托大股东在上游气源的主导地位，跑出相对优异的市场表现。

图 2：主要燃气公司复盘



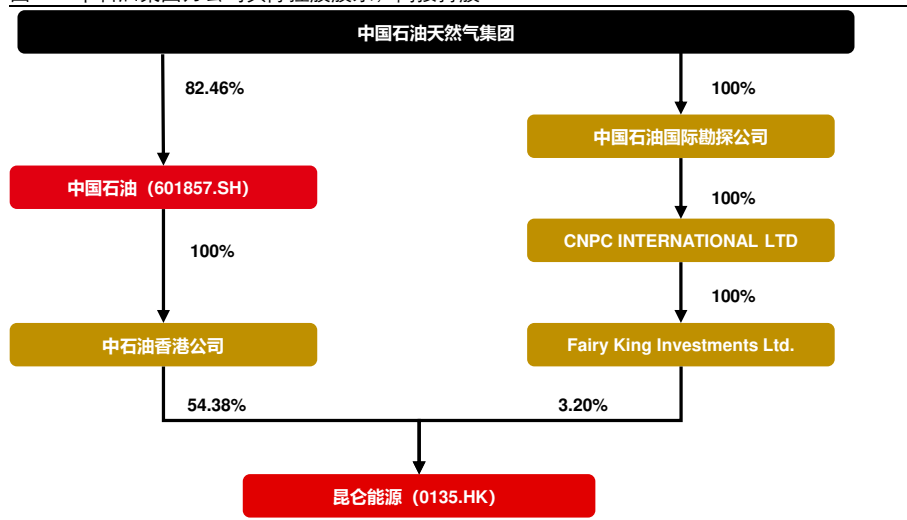
资料来源：Wind，长江证券研究所

整体来看，公司前期市场表现持续偏弱在于公司业绩的不确定性。早期公司上游勘探与生产业务占比较大，而原油价格受供给、国际政治形势等因素波动剧烈，导致公司业绩表现较弱且波动性强，压制公司估值水平。近年来公司有意逐步剥离上游勘探与生产业务，2021 年出售阿塞拜疆油田权益，2023 年辽河、秘鲁油田合同到期退出，同时公司加速业务转型，聚焦天然气终端销售，原油价格波动对公司业绩表现的影响减弱，公司强周期性标签属性逐步减弱。同时随着顺价机制的持续推进，燃气行业逐步回归公用事业本质。作为中石油唯一的天然气终端利用管理平台，公司的气源成本优势以及产业协同效应的发挥进一步增强公司盈利稳定性和确定性，有望驱动公司估值进一步向上修复。

深耕产业，战略转型，打造城燃巨头

昆仑能源有限公司是在（英属）百慕大群岛注册、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。截至 2024 年 6 月，中国石油通过其全资子公司中石油香港公司持有昆仑能源 54.38% 股权，中国石油天然气集团作为中国石油的控股股东，间接持有昆仑能源 48.04% 股权。作为中石油唯一的天然气终端利用管理平台，公司致力于发展成为中国最大的从事天然气终端销售业务的企业。

图 3：中石油集团为公司实际控股股东，间接持股 48.04%

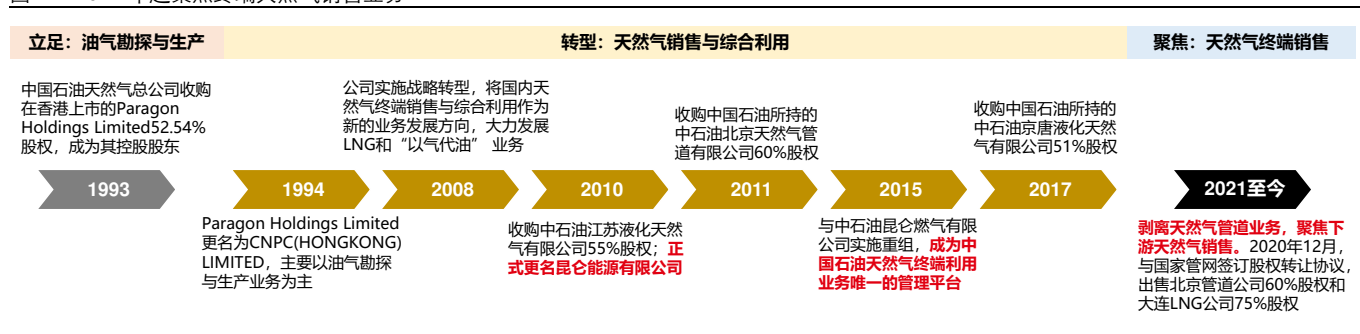


资料来源：Wind，长江证券研究所

全产业链布局，剥离管道，聚焦分销

公司自 1993 年以油气勘探开发与生产业务为起始，2008 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并购重组。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，剥离天然气管道业务，重点聚焦下游更具潜力的天然气分销主业。

图 4：2021 年起聚焦终端天然气销售业务

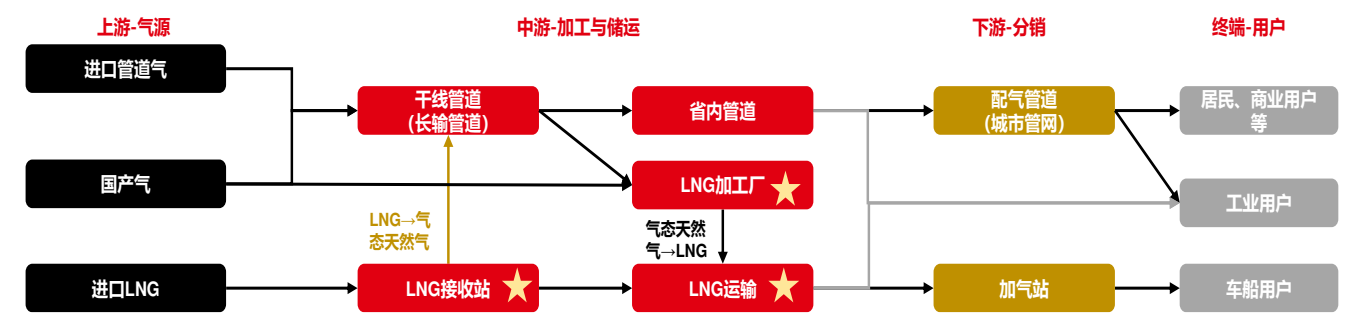


资料来源：公司公告，中国石油官方网站，长江证券研究所

依托大股东上游主导地位，公司几乎打通天然气全产业链。天然气产业链包括上游气源的勘探生产/海外进口，中游的输配，下游的分销和终端消费等环节。上游气源环节形成

“三桶油”为主的竞争格局，其中又以中石油为主导，为公司气源提供有力保障；同时公司自身综合布局中游加工、聚焦下游分销环节，中游 LNG 接收站业务主要服务于中石油，LNG 工厂为公司下游加气站提供气源。公司形成了以终端天然气销售为主，LPG 销售、LNG 加工与储运、勘探与生产协同发展的业务格局，是中国国内销售规模最大的天然气终端利用企业和液化石油气销售企业之一。

图 5：公司天然气业务布局

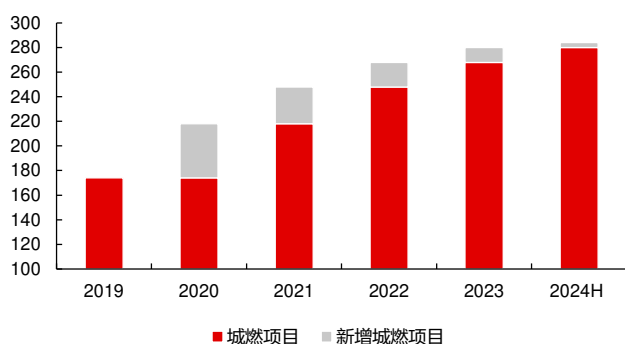


资料来源：长江证券研究所

版图扩张销量高增长，产业协同赋能 LNG

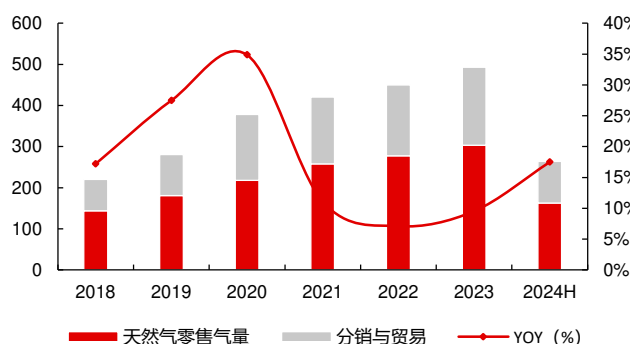
主业版图持续扩张，天然气销量高速增长。公司目前已经形成了以城市燃气为主、CNG 与 LNG 车用为辅的清洁能源供应服务体系，业务覆盖全国 29 个省、直辖市、自治区。近年来公司持续扩张业务版图，2024 年上半年新增多个大型光伏玻璃、气电和石化用户，带动天然气销售量实现 264.38 亿立方米，同比增长 18%。天然气销售量的优异表现，驱动公司天然气销售主业稳步扩张。

图 6：2019-2024H 公司控股城燃项目逐步增长（单位：个）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

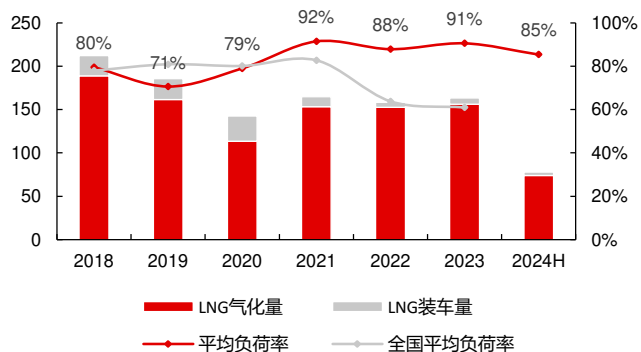
图 7：天然气销售量保持高速增长（单位：亿立方米，右轴同比）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

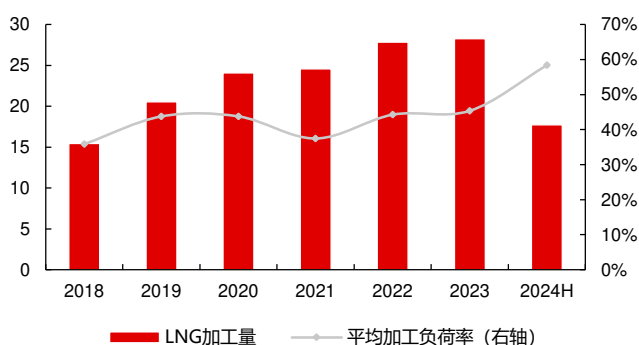
产业链协同效应释放，LNG 业务实现高质量发展。2019-2021 年 LNG 接收站平均负荷率持续提升，2021-2023 年保持较高水平，2023 年平均负荷率达到 91%，LNG 接收站处理量同比增长 3.1%，2024 年上半年 LNG 接收站负荷率持续回升，同比增长 3.6 个百分点。公司紧抓 LNG 重卡爆发式增长机遇，LNG 工厂加工量和负荷率持续提升，2024 年上半年完成加工量 17.7 亿立方米，同比增长 61.7%，其中自产自销和委托加工量分别同比增长 11.5% 和 92.5%。得益于委托加工量的高速增长，2024 年上半年 LNG 加工负荷率达到 58.4%，同比提高 19.5 个百分点，LNG 工厂首次实现中期盈利。

图 8：LNG 接收站负荷维持高水平（单位：亿立方米，右轴负荷率）¹



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 9：LNG 加工负荷率呈提升态势（单位：亿立方米，右轴负荷率）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

福建 LNG 接收站建设稳步推进，LNG 业务将迎加速增长。公司目前拥有两座 LNG 接收站，分别位于河北唐山和江苏如东，总接卸能力达到 1300 万吨/年。同时，福建 LNG 接收站建设有序推进，接卸能力 300 万吨/年，预计将于 2027 年底投产。作为经济大省，福建天然气市场潜力大，但气源相对单一，LNG 接收站是海气登陆的关键环节。目前福建省已投产 LNG 接收站只有隶属于国家管网的漳州 LNG 接收站，区域供需格局偏紧，公司福清 LNG 接收站投产后，将进一步增厚公司盈利。

表 1：公司 LNG 接收站建设稳步推进

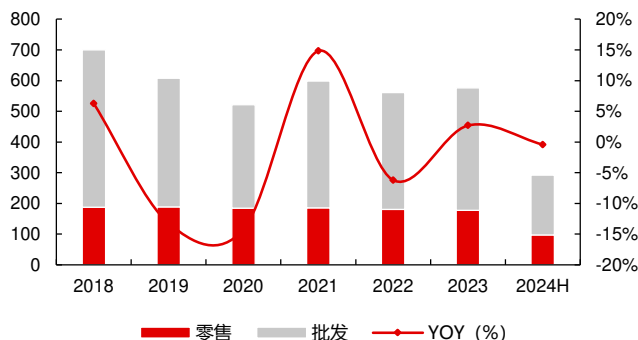
接收站名称	地址	状态	接卸能力（万吨/年）
唐山 LNG 接收站	曹妃甸工业区	投产	650
江苏 LNG 接收站	如东洋口港	投产	650
福建 LNG 接收站	福清市东瀚镇	在建 (预计 2027 年底投产)	300

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

LPG 销售业务稳健发展，勘探业务退出持续推进。2021 年以来，公司 LPG 销售量保持基本平稳，2024 年上半年公司完成 LPG 销量 292.58 万吨，同比基本持平。公司 LPG 业务气源供应稳定，2024 年 LPG 上游资源量 90% 采购于中石油。原油销售量逐年降低，2023 年 2 月与 10 月辽河油田项目和秘鲁油田项目先后到期退出，2024 年上半年实现原油权益销售量 404.26 万桶，同比降低 16.5%。随着气田资源的逐步退出，勘探与生产业务板块的重要性将进一步减弱，更加专注于天然气终端销售业务。

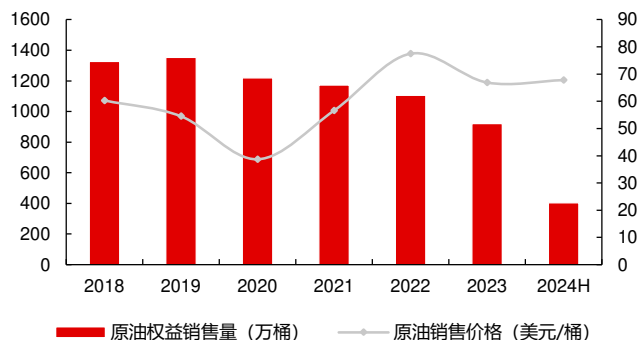
¹ 2024 年平均负荷率数据暂未披露。

图 10: LPG 销售量保持相对平稳 (单位: 万吨, 右轴同比)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 11: 原油销售业务逐步退出 (右轴销售价格)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

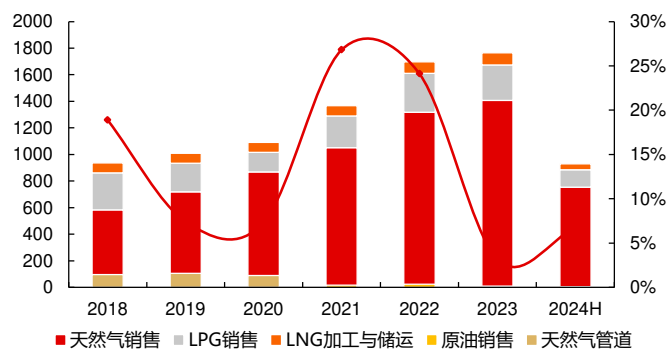
主业担当业绩贡献主力, LNG 业务盈利能力强劲

天然气销售业务作为公司主业, 2022 年以来贡献 60% 以上的营业收入及税前利润。公司天然气销售量持续高增, 推动公司营业收入和税前利润规模不断扩张, 2018-2023 年公司营业收入复合增长率达到 10.95%, 其中天然气销售收入复合增长率 19.21%, 占整体营收比重由 2018 年的 55.38% 提升至 2023 年的 79.28%, 天然气终端销售业务的快速扩张, 拉动公司整体营收规模稳健增长。

LNG 加工与储运业务盈利能力强劲, 2024 年上半年以 4.8% 的营业收入贡献了 22.7% 的税前利润, 税前利润率长期保持在 35% 以上。

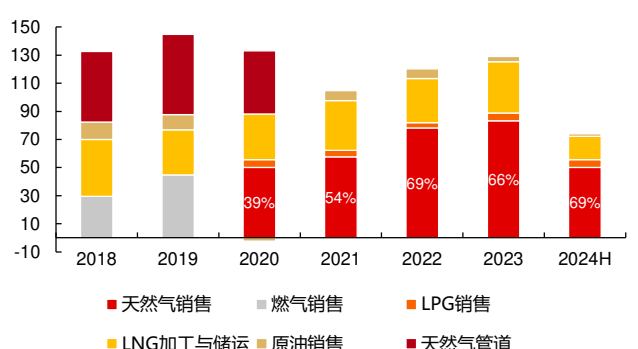
天然气销售业务的持续扩张以及高盈利 LNG 业务的稳健发展, 为公司整体业绩的稳健表现构筑牢固基础。

图 12: 天然气销售业务扩张推动营业收入稳步提升 (单位: 亿元)



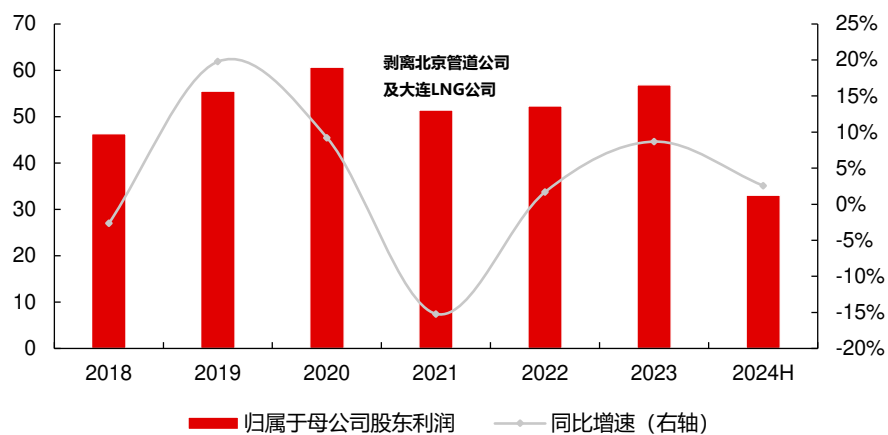
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 天然气销售贡献 60% 以上的税前利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 14：2018~2024H 公司归母净利润情况²（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

² 2021 年所列示的为剔除非可持续经营业务之后的归母净利润。

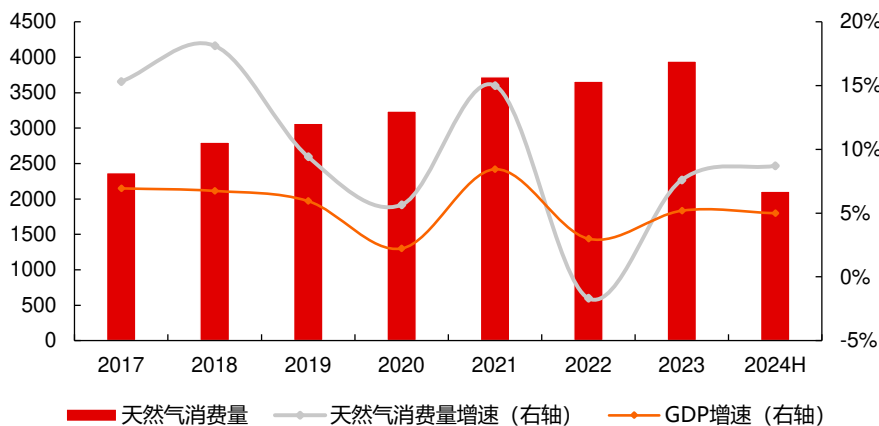
背靠稳定气源，战略布局领先

行业需求向好，受益产业转移

宏观经济稳中向好，叠加“双碳”战略推进，共同拉动国内天然气消费量保持中高增速。

宏观经济的稳健增长为国内天然气需求增长提供了有力支撑，同时在国内“双碳”战略持续推进的背景下，天然气作为三大化石能源中单位碳排放最低、最为清洁的能源，未来需求有望长期维持高景气度。2013 年 9 月《大气污染防治行动计划》发布以来，城市燃气和工业领域“煤改气”工程持续推进，多地相继出台环保政策和行动计划，助推天然气消费保持较高增速。近年来，除 2022 年在经济增速放缓、国外气价高企的双重压力下出现负增长外，我国天然气表观消费量均实现中高速增长，并且增速高于同期 GDP 增速。2023 年天然气表观消费量达到 3945 亿立方米，增速由负转正，同比增长 7.6%，重回快速增长轨道，2024 年上半年全国天然气表观消费量 2108 亿立方米，同比增长 8.7%，增速持续回升。随着能源结构转型加速推进，有望带动天然气需求保持中高速增长。

图 15：国内天然气需求复苏，增速高于同期 GDP 增速（单位：亿立方米）



资料来源：Wind，国家统计局，国家发改委，天然气发展报告（2024），长江证券研究所

承接东南沿海产业转移，中西部天然气消费增长潜力巨大。长期以来，我国能源供给与消费存在空间错配，西部丰富的能源储备需要跨区域消纳，为优化生产力布局、推动区域协调发展，国家持续推进东南沿海产业向中西部转移，2024 年 9 月，国务院在《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》中再次强调要引导资金、技术、劳动密集型产业从东部向中西部、从中心城市向腹地有序转移。此外，中西部地区能源成本优势显著，进一步为中西部地区承接产业转移加码助力，中西部天然气消费增长潜力巨大，或将成为天然气市场新的增长点。当前，北京、上海、山东等地区天然气消费增速已经明显放缓，江西、陕西、内蒙古、云南等地区天然气消费增速明显高于全国平均水平。从 2014-2018 与 2018-2022 的天然气消费年均复合增速来看，东部地区的天然气消费增速显著降低，西部地区与东北地区明显提升，中西部逐渐成为天然气消费增长的主要贡献。未来高耗能等产业持续向中西部实施产业转移，进一步释放中西部天然气消费潜力，增速或将高于全国平均水平。

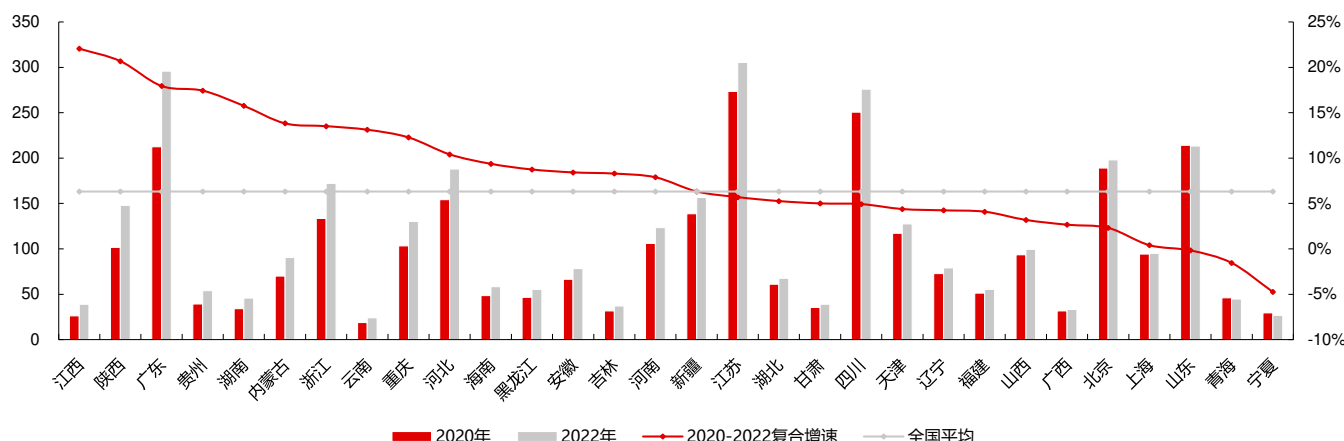
表 2：产业转移主要政策梳理

时间	单位	文件名称	主要内容
2010	国务院	《关于中西部地区承接产业转	依托中西部地区产业基础和劳动力、资源等优势，推动重点产业承接发

		移的指导意见》	展，进一步壮大产业规模，加快产业结构调整。
2016	国家能源局	《2016 年能源工作指导意见》	支持西部地区实施高耗能产业布局优化工程，提高能源就地消纳比例。支持东中部地区加快高耗能产业转移，实施清洁能源提速工程，降低对远距离能源输送的依赖。
2020	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。
2021	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》	引导劳动密集型产业重点向中西部劳动力丰富、区位优势地区转移，促进技术密集型产业向中西部和东北地区中心城市、省域副中心城市等创新要素丰富、产业基础雄厚地区转移。
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，因地制宜制定降低制造业企业用地、用能、用工、物流等成本的政策措施。
2024	国务院	《关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》	引导资金、技术、劳动密集型产业从东部向中西部、从中心城市向腹地有序转移。

资料来源：Wind，国务院，国家发改委，长江证券研究所

图 16：2020 年和 2022 年各省天然气消费情况（单位：亿立方米）



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

表 3：东部地区天然气消费量显著放缓

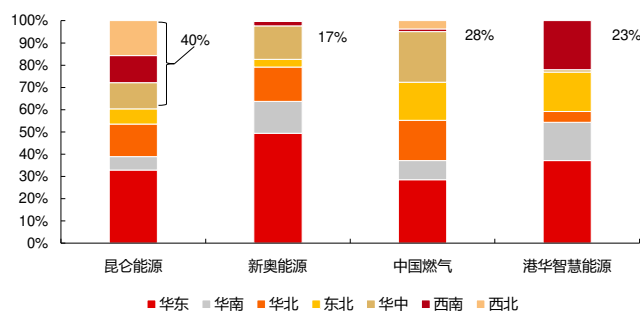
地区	2022 年天然气消费量 (亿立方米)	2014-2018 复合增速	2018-2022 复合增速
东北	171.34	0.8%	4.0%
东部	1708.53	14.5%	5.6%
西部	1022.70	5.8%	6.2%
中部	453.50	10.0%	6.4%

资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

深度布局中西部地区，区位优势保障气量高增。不同于新奥能源、华润燃气等集中于东南沿海地区布局城燃项目，公司深耕中西部天然气消费市场，形成了新疆、云南、甘肃、湖北等代表性的优势销售区域。公司把握产业转移的机遇以及深度布局中西部的区位优势，持续积极地拓展工业用户群体，工商业用气量保持高速增长。2024 年上半年新增多个大型光伏玻璃、气电和石化用户，工业用户数量实现同比增长 21.5%。得益于工业用户数量的高增速，工商业用气量占比从 2018 年的 61.5% 提升至 2024 年上半年的

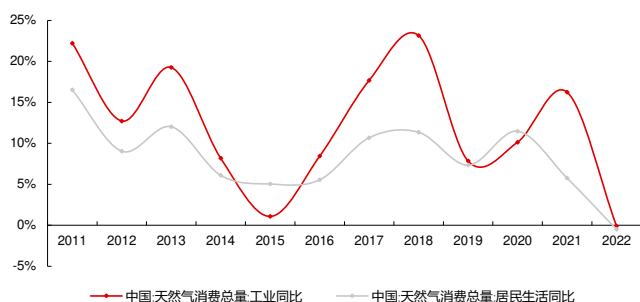
81.4%，2018-2023 年工业用气量年均复合增速分别达到 25.98%。在工业用气量高速增长带动下，公司零售气量增速长期领先可比公司，2022 年以来零售气量增速持续回升，2024 年上半年零售气量同比增长 10.3%。未来随着中西部承接高耗能企业的产业转移，将进一步放大公司城燃项目布局的区位优势，带动公司工业用气量以及天然气销售量保持高增速，不断提升公司在天然气终端销售市场的市场占有率。

图 17：2023 年不同主体城燃项目区域布局（单位：%）



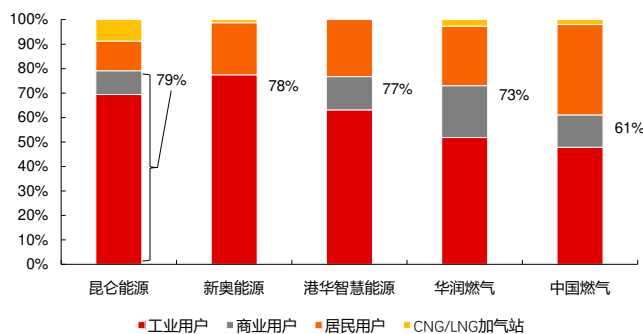
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：2011 年以来多数年份工业气量增速高于居民用气（单位：%）



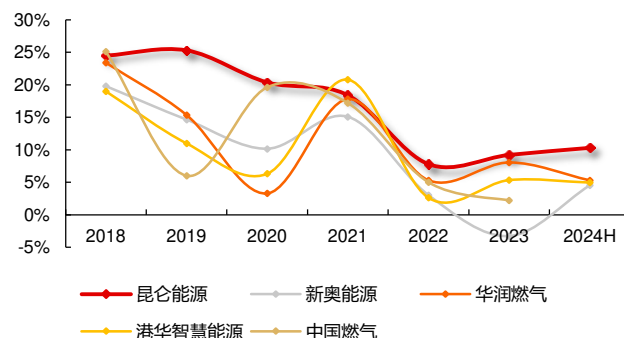
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：2023 年工商业气量占比居可比公司首位（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20：2018 年以来多数年份公司零售气量增速长期领先可比公司

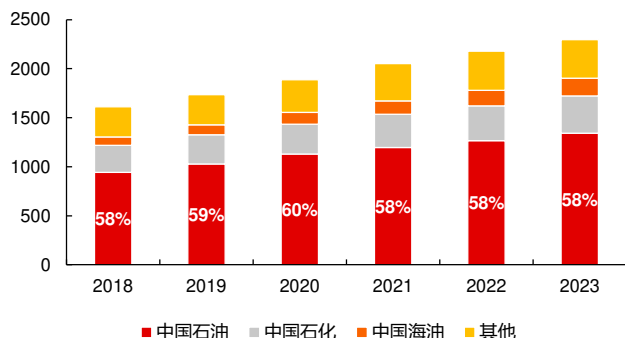


资料来源：公司公告，长江证券研究所

享有优质气源，销气价差稳定

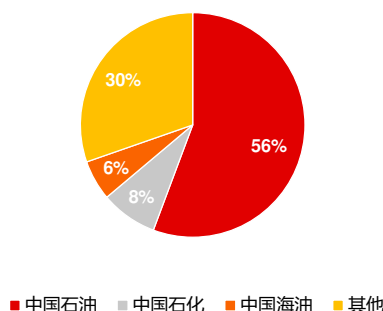
天然气产业链上游高度垄断，“三桶油”贡献了我国天然气总产量的 80%以上，其中又以中国石油为主导。中国石油作为国内主要天然气供应商，是生产、储运、销售等多个环节的主力军。2023 年中石油国内天然气产量达到 1341.92 亿立方米，贡献了全国天然气产量的 58%，中石油国内天然气销量为 2197.57 亿立方米，占国内天然气表观消费量的 56%，是国内规模最大的天然气生产商和供应商，油气行业龙头地位稳固。

图 21：中国石油贡献 58% 以上的国内天然气产量（单位：亿立方米）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 22：2023 年国内天然气供给结构

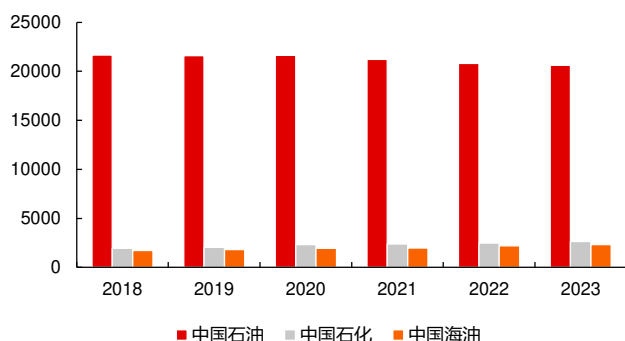


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

中石油自有天然气储量充足，国际 LNG 合作持续加深，气源供应保障能力持续提升。

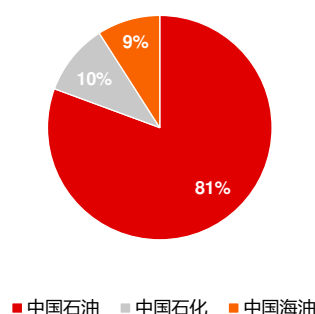
中国石油天然气储量居“三桶油”首位，剩余可开采储量充足，截止 2023 年公司天然气剩余可开采储量约 2.06 万亿立方米，产量释放潜力空间广阔。同时持续开展国际 LNG 深度合作，2023 年 6 月 20 日，中石油与卡塔尔能源公司签署北方气田扩容项目合作文件：卡塔尔能源将在未来 27 年内持续向中石油供应 400 万吨/年的 LNG 资源并向中石油转让北方气田扩容项目 1.25% 的股份，有效提升中石油海外 LNG 资源保障能力。

图 23：“三桶油”天然气探明储量（单位：亿立方米）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 24：2023 年中国石油已探明天然气储量占“三桶油”之和的 81%



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 4：中国石油重点 LNG 长协项目

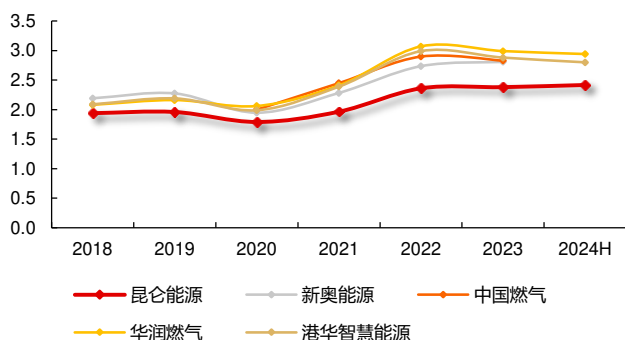
签订日期	卖方	合同量（万吨/年）	合同期限
2008	Qatargas	300	25
2008	Shell	200	20
2009	ExxonMobil	225	20
2014	Yamal	300	20
2018	Cheniere	120	25
2018	Qatargas	340	22
2023	Qatargas	400	27

资料来源：中石油，中国政府网，中国石油报等，长江证券研究所

昆仑能源作为中国石油旗下唯一天然气终端销售平台，充分受益于控股股东稳定、优质的上游资源供应以及健全的定价机制，公司购气成本相对同行业可比公司具有相对优势。长期以来公司价差维持相对稳定，2022 年在面临天然气价格高位运行、国内天然气消

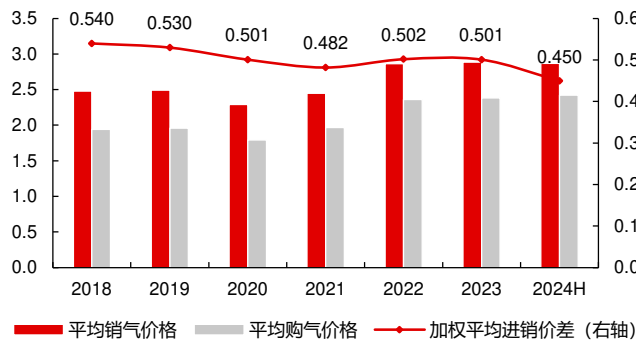
费量整体下滑等多重压力的情况下，进销价差逆势回升，加权平均进销气价差为 0.502 元/立方米，同比提升 0.02 元/立方米。2024 年上半年公司价差为 0.450 元/立方米，主要受到加气站业务调整的结构性影响有所下降。整体来看，**受益于中国石油强大的气源保障能力，公司天然气销售价差稳定优势突出，夯实公司天然气销售业绩压舱石作用，增强公司主业稳定性和可预期性，彰显公用事业属性。**

图 25：公司平均购气成本具有相对优势（单位：元/立方米）



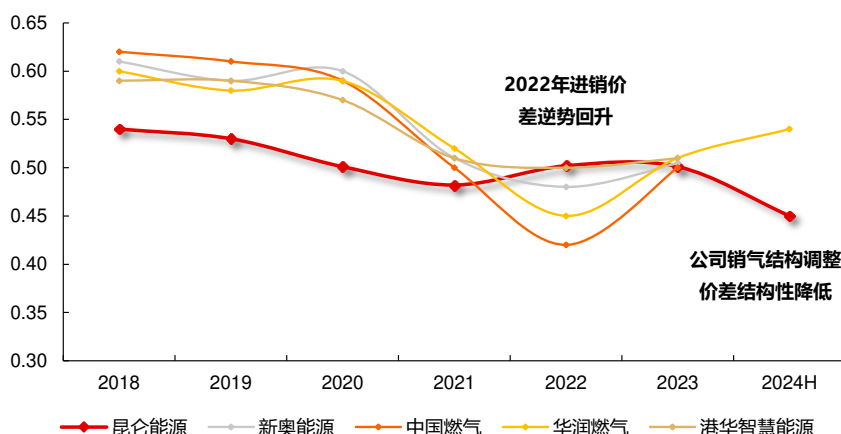
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：2018~2024H 公司天然气进销价差（单位：元/立方米）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：公司销气价差稳定性强（单位：元/立方米，除税）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

顺价机制推进，毛差修复增厚业绩

2021-2022 年，受国际油价和进口天然气成本上涨等因素影响，我国城燃公司的天然气采购成本快速上涨，而终端销售价格传导相对滞后，尤其是受到强监管的居民气价，毛差收窄甚至出现价格倒挂，影响城燃公司盈利性，部分地区出现“气荒”。在此背景下，2023 年 6 月，国家发展改革委下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，要求地方政府采纳并执行天然气上下游价格联动机制，推动终端销售价格与上游采购成本联动，稳定城燃公司盈利和保障民生。

据不完全统计，自文件发布至今，全国超过 130 个市县相继发布天然气价格联动机制文件或者通知，对合理疏导能源价格上涨、城燃企业居民气价购销倒挂等价格矛盾，促进燃气企业正常经营和发展具有重要意义。我国 36 个大中城市居民用天然气平均价格在 2019 至 2022 年四年间涨幅仅 0.07 元/立方米，而 2023 年涨幅为 0.06 元/立方米，2024

年以来，上海、天津、泰州、芜湖、吐鲁番等多地调整天然气终端销售价格，上半年全国 36 个大中城市民用天然气（第一档）平均价格整体上涨 0.03 元/立方米。随着下游顺价机制有序落地，城燃企业气价倒挂问题有所改善，购销价差得到一定保障。

表 5：主要城市居民气顺价调整情况（单位：元/立方米）

城市	执行时间	居民气第一档阶梯价格		调价幅度	涨幅
		调整前	调整后		
兰州	2023-08-01	1.76	2.02	0.26	14.8%
福州	2024-04-12	3.16	3.61	0.45	14.2%
郑州	2024-10-08	2.58	2.94	0.36	14.0%
石家庄	2023-06-14	2.78	3.15	0.37	13.3%
银川	2023-07-20	1.86	2.09	0.23	12.4%
天津	2023-09-01	2.50	2.79	0.29	11.6%
合肥	2024-10-15	2.72	3.02	0.30	11.0%
南京	2023-07-01	2.73	3.03	0.30	11.0%
深圳	2024-03-16	3.10	3.41	0.31	10.0%
乌鲁木齐	2024-06-13	1.37	1.50	0.13	9.5%
重庆	2023-05-26	2.04	2.20	0.16	7.7%
成都	2024-03-15	2.18	2.34	0.16	7.3%
西安	2023-07-25	2.05	2.18	0.13	6.3%
大连	2023-08-05	3.20	3.40	0.20	6.3%
呼和浩特	2023-04-01	2.12	2.25	0.13	6.2%
济南	2023-09-01	3.30	3.50	0.20	6.1%
贵阳	2023-06-01	2.61	2.76	0.15	5.7%
青岛	2023-08-01	3.64	3.83	0.19	5.2%

资料来源：Wind，各地发改委，长江证券研究所

顺价持续推进，增厚公司业绩。2023 年公司积极对接地方政府落实天然气价格联动机制，48%的项目公司顺利实现居民用气顺价。随着居民气顺价机制的持续有力推进，各地居民顺价政策有望于 2024 年全面落地。已经进行居民气价格调整的城市，平均调价幅度为 0.24 元/立方米，平均涨幅达 9.6%，其中兰州、福州、郑州、石家庄等地均实现两位数涨幅。根据公司 2023 年居民气销售量进行测算，如果 52%的项目公司能够完全实现顺价，将给 2023 年业绩带来 2.24 亿的增益，贡献业绩弹性为 3.94%。

即使在顺价完成度与涨价幅度均不及预期的情况下，也能够带来 2%左右的业绩弹性。

表 6：顺价业绩弹性测算

关键指标	单位	数值
2023 年居民气量	亿立方米	36.843
预期调价金额	元/立方米	0.24
2023 年顺价覆盖面	%	48%
五年平均权益比例	%	65%
预期顺价完成度	%	100%

剩余需要完成的顺价覆盖面	%	52%
2023 年业绩	亿元	56.82
业绩增益	亿元	2.24
业绩弹性	%	3.94%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 7：顺价业绩弹性敏感性分析（单位：亿元）

业绩增益 业绩弹性		涨价幅度（元/立方米）			
		0.15	0.20	0.25	0.30
顺价完成度	90%	1.13	1.51	1.89	2.26
		2.0%	2.7%	3.3%	4.0%
	95%	1.27	1.69	2.11	2.53
		2.2%	3.0%	3.7%	4.5%
	100%	1.40	1.87	2.33	2.80
		2.5%	3.3%	4.1%	4.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

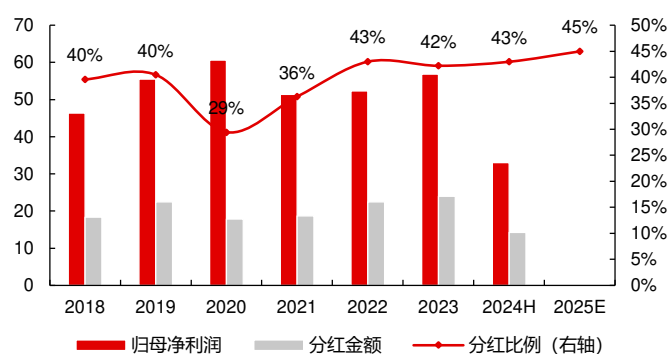
乘国改东风，显红利价值

报表条件优越，具备较强分红能力

昆仑能源作为中国石油控股公司，公司保持稳健的分红政策，重视股东回报。2019 年来公司分红金额与分红比例呈上升趋势，**2024 年 3 月，公司发布三年派息计划，2023-2025 年度分红比例将逐步提升，并且争取 2025 年分红比例达到 45%**；此外，2024 与 2025 年每年将进行年中与年末两次分红。2024 年公司首次进行年中分红，分红比例达到 43%，贯彻落实新“国九条”要求，同时也释放了公司强化市值管理、重视股东回报的信号。

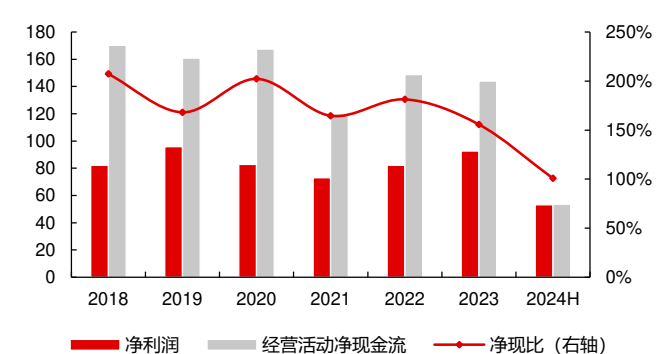
公司现金流良好、在手资金充沛，为进一步提升分红比例提供了强有力的保障。公司盈利质量优异，净现比长期保持在 150%以上，经营活动现金流净额可以满足公司自身扩张与股东回报需要。良好的现金流也为公司积累了充足的货币资金，公司在手现金长期保持较高水平，2024 年现金及现金等价物规模进一步扩张，达到 294 亿元，占总资产比重达到 21%。当前，**公司资本开支规模收缩、资产结构良好，账面资金积累进一步提升，具备系统性提升分红水平的条件，未来公司或将持续提升股东回报水平，同时也有助于改善企业的资本利用效率，提升公司 ROE。**

图 28：公司分红比例呈上升趋势³（单位：亿元，剔除特别派息）



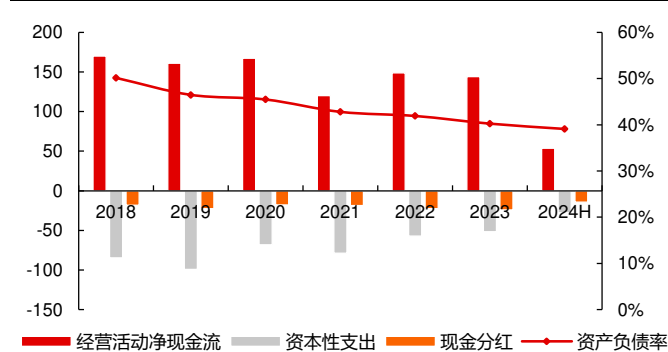
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：公司净现比长期保持在 150%以上（单位：亿元）⁴



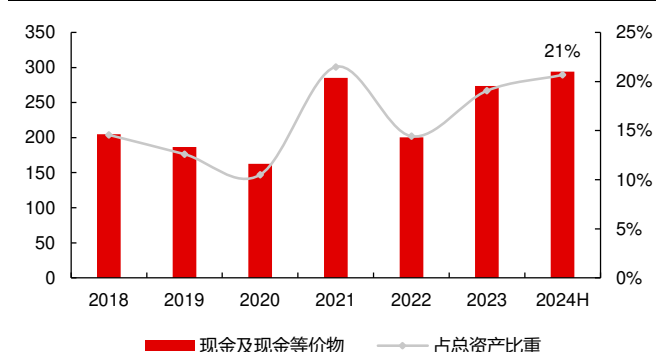
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：经营性净现金流可以满足业务扩张与分红需要（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 31：公司在手现金充沛，分红潜力强劲（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

³ 2021 年为剔除非可持续经营业务之后的归母净利润。

⁴ 2021 年为剔除非可持续经营业务之后的净利润。

最具提升潜力，国改加码主体意愿

对比几大港股城燃公司，昆仑能源的历史分红比例并不占优，但得益于自身较低的估值水平，昆仑能源的股息率多数时候处于上游水平。2023 年昆仑能源股息率远低于其他平台，更多的还是因为股东支持下的成本优势，使得 2023 年昆仑能源走出了差异于其他公司的市场表现，估值端实现了明显提升。

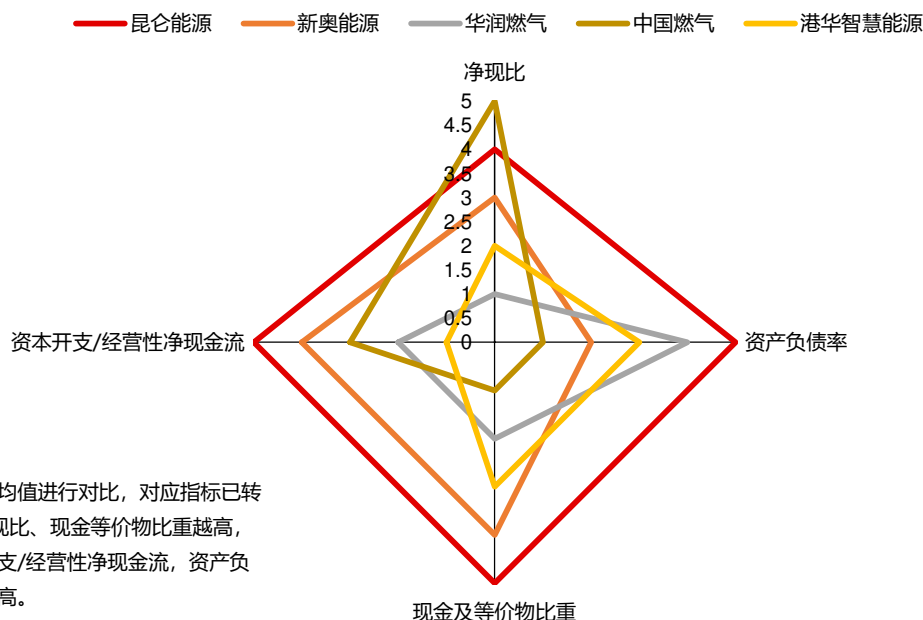
表 8：港股城市燃气公司分红比例和股息率对比⁵

公司	分红比例				分红金额宣告日股息率			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
昆仑能源	29.4%	36.3%	43.0%	42.2%	3.1%	3.5%	4.6%	4.3%
新奥能源	31.4%	33.2%	50.8%	44.6%	1.6%	2.7%	2.9%	4.6%
华润燃气	41.8%	46.0%	51.3%	51.2%	2.2%	4.5%	3.6%	4.6%
中国燃气	28.4%	28.9%	39.2%	63.4%	1.8%	2.1%	4.7%	5.6%
港华智慧能源	30.8%	37.8%	50.7%	34.1%	4.3%	3.1%	3.9%	5.5%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

但是，通过负债率、净现比、经营性净现金流对资本开支的满足度，以及现金及等价物占总资产的比例等维度的对比来看，**昆仑能源的潜在分红能力具备优势，制约实际分红的因素更多的是公司基于发展需要和资金安排下的决策和主观意愿。**

图 32：港股城燃公司分红能力的多维度对比



以近三年相关指标均值进行对比，对应指标已转化为 1-5 评分：净现比、现金等价物比重越高，评分越高；资本开支/经营性净现金流，资产负债率越低，评分越高。

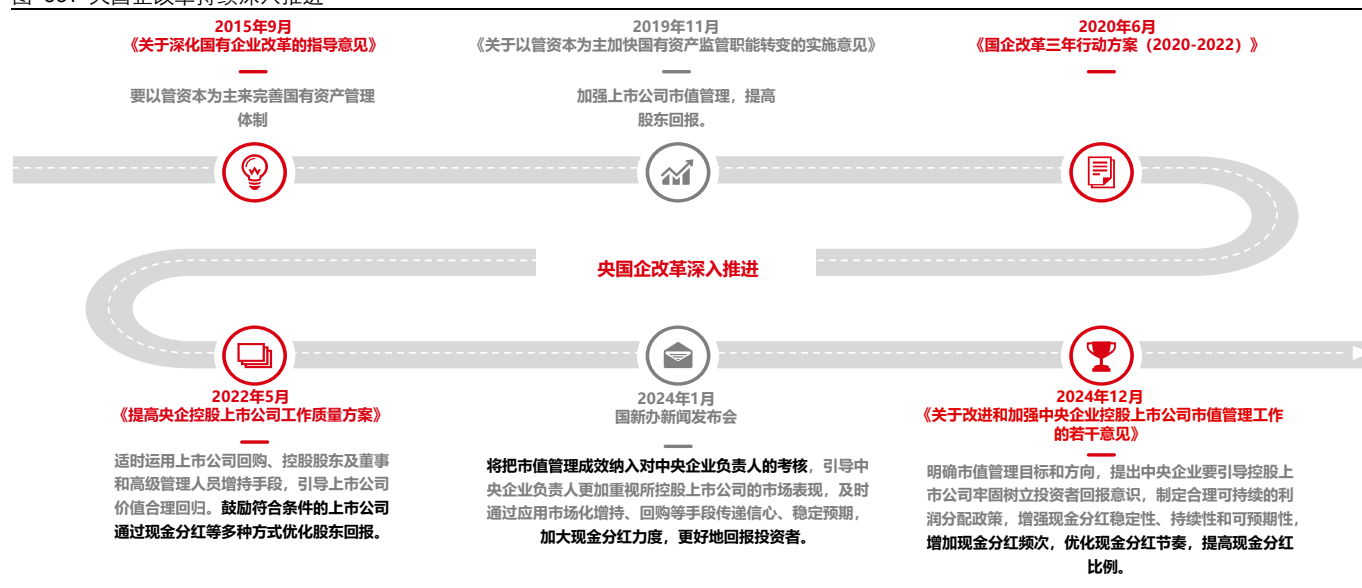
资料来源：Wind，长江证券研究所

但近年来，新一轮国企改革深化行动稳步推进，2024 年 1 月国新办发布会上国资委发言人表示 2024 年央企将持续推进“一利五率”目标体系，并且明确将市值管理纳入央企负责人业绩考核，“及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，**加大现金分红力度，更好地回报投资者**”。2024 年 4 月，新“国九条”发布，进一步加强了

⁵ 2021 年分红比例计算时分母为剔除非可持续经营业务之后的归母净利润。

对上市公司现金分红的监督管理。在国企深化改革与资本市场强化监管共同发力的背景下，央国企更有动力制定合理、持续的利润分配政策，积极上调分红频率与分红水平，以可持续的盈利水平与可量化的价值实现能力。12 月份，《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》印发，再度强调稳定投资者回报预期、提高现金分红比例。在部委政策要求的加码下，公司提升分红的主观意愿也将得到一定程度上的提升。

图 33：央国企改革持续深入推进



资料来源：国务院，国资委，长江证券研究所

投资建议与估值

总而言之，相较于历史时期，经过了一系列上游勘探与生产业务剥离后，昆仑能源顺周期的属性有所减弱，同时随着顺价机制的持续推进，公用事业属性得到增强。而且在当前利率中枢下滑、国改推进注重分红的大环境下，油气价格下降有助于成本端改善，作为股息红利资产的昆仑能源也将得到重新审视和二次定价。

相较于同业公司：1) 得益于大股东中石油的支持，公司天然气销售价差稳定优势突出，夯实公司天然气销售业绩压舱石作用，增强公司主业稳定性和可预期性，进一步增强公用事业属性；2) 昆仑能源对于中西部地区的布局领先，未来随着中西部承接高耗能企业的产业转移，将放大公司城燃项目布局的区位优势；3) 昆仑能源资本开支规模收缩、资产结构良好，账面资金积累进一步提升，报表质量优异，具备相对强于同业公司的分红提升能力。

预计公司 2024 年-2026 年业绩分别为 59.47 亿元、62.93 亿元和 66.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.73 元和 0.76 元，按照 2025 年 1 月 24 日股价对应 PE 分别为 10.05 倍、9.50 倍和 9.04 倍，给予公司“买入”评级。

风险提示

1、天然气需求表现不佳风险。天然气用气需求一方面与宏观经济有关，一方面与能源结构转型有关，若因为经济表现不及预期，或者结构转型带来的天然气用气增量不足，将会影响公司收入端表现。

2、天然气价格上涨风险。由于目前天然气产业链上下游的价格传导机制不是 100%畅通，若出现天然气价格超预期的上涨，也将对于公司售气毛差产生不利影响从而侵蚀业务盈利。

3、分红表现不及预期风险。企业的生产经营与发展规划会根据行业情况进行调节，分红策略也可能会发生相较于历史表现的变化，若公司开支压力增加或分红意愿降低，也会对公司实际分红和股息红利价值产生负面影响。

4、盈利预测不及预期风险。基于目前我们对于行业和公司各要素的分析和判断，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 1914.43、1971.92、2030.02 亿，2024-2026 年业绩分别为 59.47、62.93 和 66.08 亿。

但如果出现需求不佳导致售气量表现偏弱、天然气价格上涨以及其他因素的影响，可能会导致公司收入业绩不及预期，悲观情形下预计公司 2024-2026 年收入分别为 1900.26、1942.24 和 1983.74 亿，2024-2026 年业绩分别为 58.49、60.93 和 62.90 亿。

表 9：公司收入业绩敏感性测试（单位：亿元）

项目	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
收入	1914.43	1971.92	2030.02	1900.26	1942.24	1983.74
同比	7.72%	3.00%	2.95%	6.92%	2.21%	2.14%
归母净利润	59.47	62.93	66.08	58.49	60.93	62.90
同比	4.66%	5.82%	5.00%	2.94%	4.17%	3.24%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。