申万宏源研究 SWS RESEARCH

公用事业

2025 年 03 月 26 日

昆仑能源 (00135)

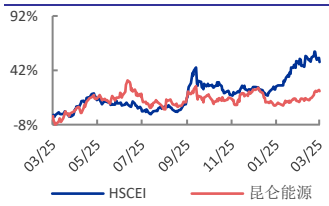
——销气量保持高增长 持续提高分红比例

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2025 年 03 月 25 日
收盘价（港币）	8.19
恒生中国企业指数	8616.05
52 周最高/最低（港币）	9.23/6.53
H 股市值（亿港币）	709.16
流通 H 股（百万股）	8,658.80
汇率（人民币/港币）	1.0829

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人
朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**昆仑能源发布 2024 年全年业绩。公司实现营业收入 1870.46 亿元，同比增长 5.46%；归属于上市公司股东的净利润 59.60 亿元，同比增加 4.89%；归属于上市公司股东的核心净利润 63.59 亿元，同比增加 3.50%，基本符合我们的预期。公司拟派末期股息 0.1517 元/股，连同中期股息，全年拟分派 0.3158 元/股（0.3378 港元/股）。以 3 月 25 日收盘价计算，公司股息率为 4.12%。
- **2H24 销气增速有所放缓，工业气销售维持高景气。**2024 年公司天然气总销售量 541.70 亿 m³，同比增加 9.91%，其中零售气量 327.57 亿 m³，同比增长 8.07%。2H24 零售气增速放缓，主要系暖冬导致居民供暖需求较弱，叠加公司业务结构调整后加气站销量降幅显著。公司优势经营区主要集中于我国中西部，在产业转移浪潮背景下，工业销气增速仍显著高于行业平均，全年增长 16.5%至 245.20 亿 m³，带动公司零售气保持较高增速。公司全年新增 8 个城燃控股项目，新增用户 84.99 万户，其中居民、工商业分别为 82.33、2.66 万户。截至 2024 年末，公司累计用户数达 1645.38 万户。
- **全年销气价差下滑，2H24 有所修复。**2024 年 6 月公司向中国石油出售部分加气站投资及运营公司，公司全年加气站销气量显著下滑。由于公司工商及居民销气占比逐步提升，加气站下滑影响逐步减弱。2024 年公司零售气毛差为 0.47 元/m³，同比下降 0.03 元/m³，降幅较中期有所收窄（上半年销气毛差同比下降 0.045 元/m³）。同时 1Q23 管道气合同成本较低，同期低基数导致 2024 年公司降本边际效果有所减弱。受零售气购销毛差下滑，叠加天然气销售板块减值摊销同比增加 2.75 亿元等因素影响，公司全年天然气销售税前利润 82.02 亿元，同比下降 1.4%。2024 年，工商销气量占公司零售气量的 84.0%，同比提升 4.8 个百分点。随着高毛差工商业占比持续提高，有望带动公司毛差持续回升。
- **LNG 加工与储运业务利润微增。**公司全年 LNG 接收站平均负荷率达 87.6%，同比下降 3.0pct。公司 15 座 LNG 工厂平均负荷率为 64.0%，同比提升 18.6pct，实现税前利润 0.84 亿元。接收站周转率同比小幅下降，2024 年公司 LNG 加工与储运业务税前利润微增 0.2%至 36.62 亿元。
- **LPG 业务贡献主要业绩增量。**2024 年公司 LPG 销售量同比增加 1.61 万吨至 578.38 万吨，公司优化 LPG 销售结构，LPG 零售增长 10.72 万吨而批发量减少 9.11 万吨。在 LPG 单位售价下滑，LPG 销售总收入下降的情况下，公司实现 LPG 业务税前利润同比增长 2.2 亿元，贡献主要业绩增量。我们看好公司持续提升零售 LPG 销售占比，拉动公司 LPG 利润成长。
- **维持“买入”评级。**公司天然气经营区位潜力长期将持续释放，工业销气增速超越全国平均，销气毛差逐步企稳回升。LPG 业务及 LNG 工厂业务长期有望持续贡献业绩增量。考虑到公司加气站业务调整，短期内陆管道气成本同比提升及原油勘探营收利润持续下降等因素，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 63.90、69.09（原值为 74.90、80.17 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 74.78 亿港元，对应的 EPS 分别为 0.74、0.80、0.86 元/股。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.4、9.6、8.9 倍。公司持续提高分红比例至 45%，高分红提高公司投资价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气采购成本上涨；下游天然气需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	177,354	187,046	196,263	207,091	216,586
同比增长率（%）	3.15	5.46	4.93	5.52	4.58
归母净利润（百万元）	5,682	5,960	6,390	6,909	7,478
同比增长率（%）	8.68	4.89	7.21	8.12	8.24
每股收益（元/股）	0.66	0.69	0.74	0.80	0.86
净资产收益率（%）	9.21	9.27	9.56	9.83	10.12
市盈率	11.7	11.1	10.4	9.6	8.9
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	177,354	187,046	196,263	207,091	216,586
营业成本	-157,061	-167,492	-175,318	-184,991	-193,048
营业利润	20,293	19,554	20,945	22,100	23,537
其他收入	903	1,520	1,000	1,233	1,483
行政管理费用	-3,656	-3,491	-3,925	-4,142	-4,332
其他税费	-542	-504	-529	-558	-584
资产减值准备	-368	-565	0	0	0
折旧及摊销费用	-4,992	-5,160	-6,058	-6,974	-8,056
合联营公司业绩	1,045	1,126	2,073	2,935	3,741
财务费用	-90	155	18	27	36
税前利润	12,593	12,635	13,524	14,622	15,827
所得税	-3,338	-3,128	-3,381	-3,656	-3,957
少数股东损益	-3,573	-3,547	-3,753	-4,058	-4,392
归母净利润	5,682	5,960	6,390	6,909	7,478

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。