

昆仑能源 (00135.HK)

2024 年年度业绩点评: 零售气量高增, 分红比例持续提升

买入 (维持)

2025 年 03 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书: S0600524090002

guy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 177726 | 187046 | 197606 | 208679 | 219534 |
| 同比(%) | 3.16 | 5.24 | 5.65 | 5.60 | 5.20 |
| 归母净利润 (百万元) | 5682 | 5960 | 6147 | 6469 | 6796 |
| 同比(%) | 8.68 | 4.89 | 3.14 | 5.24 | 5.05 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.66 | 0.69 | 0.71 | 0.75 | 0.78 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 10.99 | 10.48 | 10.16 | 9.65 | 9.19 |

投资要点

■ **事件:** 2025/3/25, 公司发布 2024 年年度业绩; 2024 年公司营收 1870.46 亿元, 同增 5.24%; 归母净利润 59.6 亿元, 同增 4.89%; 宣派股息 15.17 分/股, 叠加中期派息, 全年派息 31.58 分/股, 对应核心利润派息率 43%。

■ **零售气量保持同比高增, 总部费用&所得税下降带来业绩增长:** 2024 年公司归母净利润 59.6 亿元, 同增 4.9%, 符合我们预期; 剔除一次性调整因素后, 核心利润 63.6 亿元, 同增 3.5%。归母净利润增厚 2.78 亿元, 主因: 1) 板块税前利润同比+0.42 亿元, 2) 所得税同比-2.10 亿元。**2024 年分业务来看: 1) 天然气销售:** 收入/税前利润同比+8.2%/+1.4%至 1520.90/82.02 亿元, 税前利润占比同比-1.2pct 至 64.9%。零售气/批发气量同比+8.1%/+12.9%至 328/214 亿方, 剔除加气站影响后零售气量同比增速 12.5%, 业务布局向中西部省份拓展, 西北/西南零售气量同比+12%/+19.2%; 零售气价差 0.47 元/方, 同比-0.03 元/方 (加气站置出影响), 比 2024 上半年 0.45 元/方的价差有改善。公司展望 2025 年零售气量同比增速 8%, 新增用户数 60-70 万户。

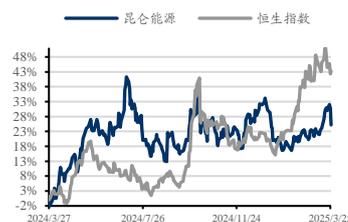
2) LNG 加工与储运: 收入/税前利润同比+1.6%/+0.2%至 91.84/36.62 亿元, 税前利润占比同比-0.03pct 至 29.0%。其中, 接收站处理量同比-2.4%至 159.4 亿方, 单位税前利润稳定在 0.22 元/方, 税前利润-0.55 亿元至 35.78 亿元; **LNG 工厂加工量**同比+25.6%至 35.5 亿方, 生产负荷率同比+18.6pct 至 64%, 主要系母公司委托加工量大幅提升所致, 税前利润+0.64 亿元至 0.84 亿元。公司展望 2025 年接收站负荷率 85-90%, LNG 工厂加工量同比增加 7%。**3) LPG 销售:** LPG 销售量+0.3%至 578.4 万吨, 收入/税前利润同比-4.5%/+39.8%至 256.01/7.73 亿元, 税前利润占比同比+1.7pct 至 6.1%。公司优化资源配置及市场布局, 单吨利润增加。公司展望 2025 年 LPG 销售量 560 万吨。**4) 勘探与生产:** 原油销售量-10%至 829 万桶, 收入/税前利润同比-81.2%/+42.8%至 1.71/2.23 亿元, 税前利润占比同比-1.3pct 至 1.8%; 销量下降主要系 2023 年辽河油田及秘鲁油田勘探合同到期所致。公司展望 2025 年原油权益销售量 800 万桶。**5) 总部费用:** 同比-0.99 亿元至 2.25 亿元。

■ **现金流量良好, 分红比例持续提升。** 2024 年公司经营现金流 125.85 亿元, 自由现金流 70.44 亿元, 同比减少 19.73 亿元。2024 年自由现金流减少的主要原因为公司 2024 年资本开支增加 12.54 亿元至 66.02 亿元, 其中关于天然气销售的资本开支增加了 6.33 亿元至 56.64 亿元、关于 LNG 接收站的资本开支增加了 6.22 亿元至 9.38 亿元; 随福建接收站 2027 年建成投产, 公司资本开支有望回落。公司 2024 全年每股派息 31.58 分, 对应核心利润派息率 43%; 根据公司派息计划, 2025 年分红比例将进一步提至 45%, 根据我们对公司 2025 年的盈利预测, 对应股息率 4.2% (估值日期 2025/3/25)。

■ **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, 气源资源有保障, 龙头地位稳固。考虑到 2024 年业务板块税前利润不及我们预期, 下调 2025-2026 年盈利预测至 61.47/64.69 亿元 (原值 65.60/70.60 亿元), 引入 2027 年盈利预测 67.96 亿元, 2025-2027 年归母净利润同比+3.14%/+5.24%/+5.05%, 对应当前 PE10.16/9.65/9.19 倍 (估值日期 2025/3/26), 维持“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。

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-----------|
| 收盘价(港元) | 7.84 |
| 一年最低/最高价 | 6.53/9.23 |
| 市净率(倍) | 1.04 |
| 港股流通市值(百万港元) | 67,885.01 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 7.52 |
| 资产负债率(%) | 38.05 |
| 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): 2024 年中报业绩点评: 气量高增&结构调整真实价差有韧性, 首次中期派息》

2024-08-29

《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】》

2024-06-01

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) | | | | |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 57,237.00 | 60,736.61 | 64,996.17 | 71,821.92 | 营业总收入 | 187,046.00 | 197,606.09 | 208,678.89 | 219,533.96 |
| 现金及现金等价物 | 27,827.00 | 21,153.49 | 18,473.30 | 17,275.13 | 营业成本 | 176,143.00 | 186,418.74 | 196,931.52 | 207,218.37 |
| 应收账款及票据 | 2,544.00 | 2,744.53 | 2,707.61 | 2,982.21 | 销售费用 | - | - | - | - |
| 存货 | 1,131.00 | 1,424.03 | 1,422.28 | 1,525.36 | 管理费用 | - | - | - | - |
| 其他流动资产 | 25,735.00 | 35,414.56 | 42,392.99 | 50,039.23 | 研发费用 | - | - | - | - |
| 非流动资产 | 86,153.00 | 91,414.18 | 95,461.29 | 97,630.05 | 其他费用 | 504.00 | 535.51 | 544.65 | 581.77 |
| 固定资产 | 66,797.00 | 71,257.15 | 74,519.29 | 75,668.33 | 经营利润 | 10,399.00 | 10,651.84 | 11,202.73 | 11,733.83 |
| 商誉及无形资产 | 1,526.00 | 1,449.70 | 1,377.22 | 1,308.35 | 利息收入 | 958.00 | 817.41 | 717.30 | 677.10 |
| 长期投资 | 14,724.00 | 15,601.33 | 16,458.78 | 17,547.37 | 利息支出 | 803.00 | 802.62 | 684.37 | 649.37 |
| 其他长期投资 | 264.00 | 264.00 | 264.00 | 264.00 | 其他收益 | 2,081.00 | 2,274.64 | 2,347.73 | 2,507.44 |
| 其他非流动资产 | 2,842.00 | 2,842.00 | 2,842.00 | 2,842.00 | 利润总额 | 12,635.00 | 12,941.27 | 13,583.40 | 14,269.00 |
| 资产总计 | 143,390.00 | 152,150.79 | 160,457.46 | 169,451.98 | 所得税 | 3,128.00 | 3,183.55 | 3,314.35 | 3,481.64 |
| 流动负债 | 35,676.00 | 41,945.39 | 43,958.98 | 46,360.27 | 净利润 | 9,507.00 | 9,757.71 | 10,269.05 | 10,787.36 |
| 短期借款 | 9,133.00 | 8,133.00 | 8,133.00 | 8,133.00 | 少数股东损益 | 3,547.00 | 3,610.35 | 3,799.55 | 3,991.32 |
| 应付账款及票据 | 3,106.00 | 3,514.63 | 3,677.51 | 3,996.52 | 归属母公司净利润 | 5,960.00 | 6,147.36 | 6,469.50 | 6,796.04 |
| 其他 | 23,437.00 | 30,297.76 | 32,148.46 | 34,230.75 | EBIT | 12,480.00 | 12,926.48 | 13,550.46 | 14,241.26 |
| 非流动负债 | 18,879.00 | 14,379.00 | 13,379.00 | 12,379.00 | EBITDA | 15,871.10 | 16,542.63 | 17,360.80 | 18,161.09 |
| 长期借款 | 14,329.00 | 9,829.00 | 8,829.00 | 7,829.00 | | | | | |
| 其他 | 4,550.00 | 4,550.00 | 4,550.00 | 4,550.00 | | | | | |
| 负债合计 | 54,555.00 | 56,324.39 | 57,337.98 | 58,739.27 | | | | | |
| 股本 | 71.00 | 71.00 | 71.00 | 71.00 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 23,686.00 | 27,296.35 | 31,095.90 | 35,087.23 | 每股收益(元) | 0.69 | 0.71 | 0.75 | 0.78 |
| 归属母公司股东权益 | 65,149.00 | 68,530.05 | 72,023.58 | 75,625.48 | 每股净资产(元) | 7.52 | 7.91 | 8.32 | 8.73 |
| 负债和股东权益 | 143,390.00 | 152,150.79 | 160,457.46 | 169,451.98 | 发行在外股份(百万股) | 8,658.80 | 8,658.80 | 8,658.80 | 8,658.80 |
| | | | | | ROIC(%) | 8.44 | 8.62 | 8.76 | 8.73 |
| | | | | | ROE(%) | 9.15 | 8.97 | 8.98 | 8.99 |
| | | | | | 毛利率(%) | 0.00 | 5.66 | 5.63 | 5.61 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 3.19 | 3.11 | 3.10 | 3.10 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 38.05 | 37.02 | 35.73 | 34.66 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 5.24 | 5.65 | 5.60 | 5.20 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 4.89 | 3.14 | 5.24 | 5.05 |
| | | | | | P/E | 10.48 | 10.16 | 9.65 | 9.19 |
| | | | | | P/B | 0.96 | 0.91 | 0.87 | 0.83 |
| | | | | | EV/EBITDA | 3.94 | 3.58 | 3.51 | 3.37 |

注: 公司未分别披露销售费用、管理费用和研发费用, 以上三项费用包含在营业成本中, 财务预测表中以“-”列示。公司业绩公告未披露现金流量表数据, 2024A 现金流量表数据为预测值。

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2025年3月26日的0.92, 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>