

燃气	收盘价 港元 7.84	目标价 港元 9.02↓	潜在涨幅 +15.1%
----	----------------	-----------------	----------------

2025年3月27日

昆仑能源 (135 HK)

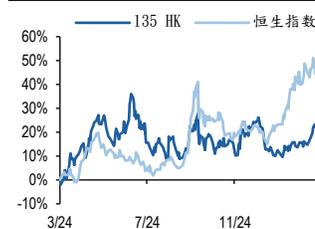
2025年零售气增长目标进取，估值仍有提升空间

- 2024年核心盈利略低于预期，兑现分红比例提高的承诺。公司2024年核心盈利同比增长3.5%至63.6亿元（人民币，下同），略低于我们预期2%，主要原因为LNG/上游板块盈利低于预期，当中LNG码头利用率比我们预期略低1.6个百分点，加上LNG加工厂费用高于预期。2024年公司零售气量同比上升8.1%，合乎我们预期，全年售气毛差为每方0.47元，较上半年0.45元有明显改善，我们认为民用气顺价比例提高及工商业气量占比高于预期。公司全年分红比例同比提高3个百分点至43%，合乎管理层指引。
- 2025年零售气增长目标仍进取，维持高现金水平。公司对2025年零售气量增长预期为8%，我们认为公司在去年增加8个城燃项目，以及新增18%/21%工/商用户后有增量的基础。对于售气毛差方面，我们认为在积极开发工商业用户的同时可能需要有一定的折扣给客户，这应抵消部分民用气顺价比例提高及加气站售气量回稳的利好，总体我们估计2025年售气毛差保持每方0.47元，同时公司透过参股气电项目亦将增厚天然气板块的利润。LNG码头利用率维持在88%（指引为85-90%），LNG加工量则同比上升7%。我们估计公司天然气及LNG板块2025年税前盈利将同比上升9.4%/8.9%。公司目前财政仍健康，计及定期存款，公司在2024年底有超过200亿元的净现金，管理层维持原定在2025年增加分红比例至45%的计划，其余现金仍倾向用于新项目投资。
- 未来两年维持高单位数的盈利增长；行业估值有望受利好推动。我们下调公司2025/26年盈利预测3.7%/5.0%，以反映对经营开支预测的变动。我们预期公司2025/26年盈利同比增长8.5%/7.3%。基于10.5倍2025年市盈率，我们的目标价略为下调至9.02港元。目前公司2025/26年股息率约为5%。我们认为新奥能源以~12倍2025年市盈率的代价作私有化的方案对燃气板块的估值带来提升的可能，目前公司9.1/8.5倍2025/26年预测市盈率仍有重估的空间，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)	6.53
市值 (百万港元)	67,884.99
日均成交量 (百万)	28.70
年初至今变化 (%)	(6.67)
200天平均价 (港元)	7.74

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	177,354	187,046	200,497	214,994	230,056
同比增长 (%)	3.1	5.5	7.2	7.2	7.0
净利润 (百万人民币)	5,682	5,960	6,948	7,492	8,076
每股盈利 (人民币)	0.71	0.73	0.80	0.87	0.93
同比增长 (%)	-2.2	3.5	9.3	7.8	7.8
前EPS预测值 (人民币)			0.83	0.91	
调整幅度 (%)			-3.7	-5.0	
市盈率 (倍)	10.3	10.0	9.1	8.5	7.9
每股账面净值 (人民币)	7.33	7.52	8.01	8.51	9.05
市账率 (倍)	1.00	0.97	0.91	0.86	0.81
股息率 (%)	3.9	4.3	4.9	5.4	6.0

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>

图表 1: 2024 业绩亮点

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2023	2024	2024E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
收入	177,354	187,046	188,386	5.5	(0.7)
其他净收益	903	1,520	1,202	68.3	26.5
利息收入	870	958	896	10.1	6.9
采购、服务和其他	(151,091)	(161,662)	(161,104)	7.0	0.3
员工成本	(5,970)	(5,830)	(6,217)	(2.3)	(6.2)
折旧和摊销	(4,992)	(5,160)	(4,893)	3.4	5.5
减值亏损	(368)	(565)	0	53.5	NM
管理费用	(3,656)	(3,491)	(3,768)	(4.5)	(7.3)
其他税项	(542)	(504)	(434)	(7.0)	16.2
利息支出	(960)	(803)	(939)	(16.4)	(14.5)
应占联营/合资公司损益	1,045	1,126	964	7.8	16.8
税前利润	12,593	12,635	14,094	0.3	(10.4)
税费	(3,338)	(3,128)	(3,664)	(6.3)	(14.6)
非控股权益	(3,573)	(3,547)	(3,963)	(0.7)	(10.5)
净利润	5,682	5,960	6,466	4.9	(7.8)
核心利润	6,144	6,359	6,466	3.5	(1.7)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 2024 分部业务分析

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2023	2024	2024E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
收入					
天然气销售	146,000	152,090	154,711	4.2	(1.7)
LPG 销售	26,801	25,601	24,697	(4.5)	3.7
LNG 加工与储运	9,042	9,184	8,811	1.6	4.2
勘探与生产	911	171	166	(81.2)	2.9
合共	177,354	187,046	188,386	5.5	(0.7)
税前利润					
天然气销售	8,320	8,202	8,922	(1.4)	(8.1)
LPG 销售	553	773	681	39.8	13.5
LNG 加工与储运	3,654	3,662	4,005	0.2	(8.6)
勘探与生产	390	223	261	(42.8)	(14.4)
公司总部	(324)	(225)	225	(30.6)	(199.8)
合共	12,593	12,635	14,094	0.3	(10.4)

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
售气量(十亿立方)	30.3	32.8	35.5	38.3	41.1
增长(%)	9.2	8.1	8.3	8.0	7.3
售气毛差(人民币/立方)	0.501	0.470	0.470	0.470	0.470
LNG 工厂加工量(十亿立方)	2.83	3.55	3.80	4.05	4.33
使用率(%)	45.4	64.0	68.5	73.0	78.0
气化及装车(十亿立方)	16.3	15.9	16.0	16.0	16.0
使用率(%)	90.6	87.6	88.0	88.0	88.0
上游原油销售(百万桶)	9.0	8.3	8.0	8.0	8.0
销售均价(美元/桶)	66.9	66.7	67.0	67.0	67.0

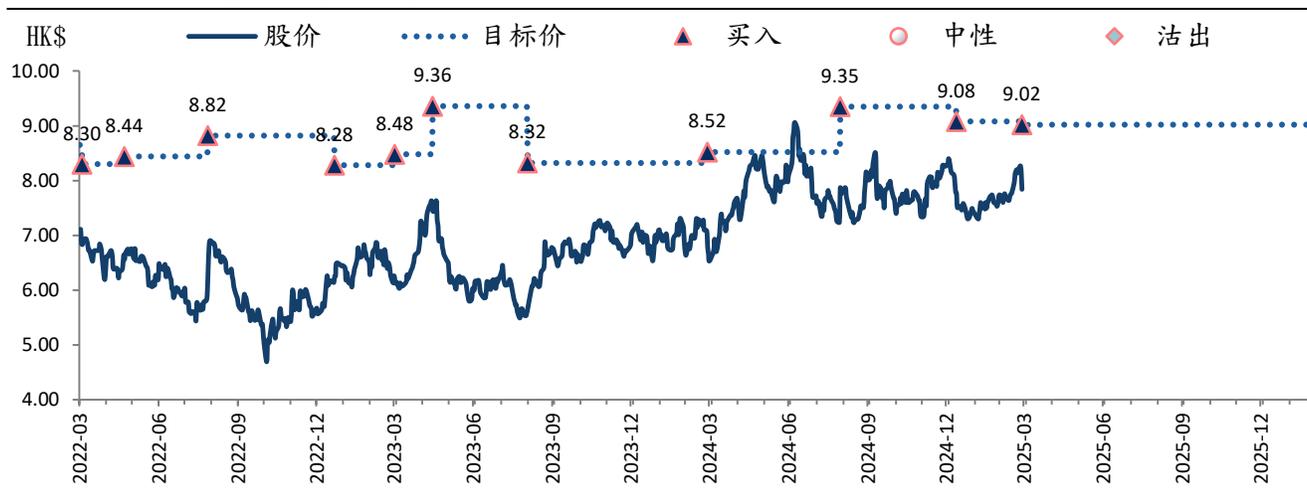
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 主要分部税前利润预测

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润					
天然气销售	8,320	8,202	8,973	10,220	11,472
LPG 销售	553	773	796	815	826
LNG 加工与储运	3,654	3,662	3,986	3,967	4,036
勘探与生产	390	223	228	228	228
公司总部	(324)	(225)	722	664	606
合共	12,593	12,635	14,705	15,893	17,169
增长(%)					
天然气销售	6.3	(1.4)	9.4	13.9	12.3
LPG 销售	53.6	39.8	2.9	2.4	1.4
LNG 加工与储运	15.6	0.2	8.9	(0.5)	1.7
勘探与生产	(41.4)	(42.8)	2.1	0.0	0.0
公司总部	(47.7)	(30.5)	NM	(8.1)	(8.7)
合共	10.5	0.3	16.4	8.1	8.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

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	7.84	9.02	15.1%	2025年03月27日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	59.45	65.10	9.5%	2024年08月26日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.26	5.92	-18.5%	2024年12月02日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	28.75	28.90	0.5%	2024年09月02日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.01	8.12	15.8%	2025年03月27日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 27 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	177,354	187,046	200,497	214,994	230,056
主营业务成本	(162,053)	(172,652)	(184,455)	(197,581)	(211,179)
毛利	15,301	14,394	16,042	17,413	18,876
销售及管理费用	(3,656)	(3,491)	(3,718)	(3,989)	(4,269)
其他经营净收入/费用	1,231	1,974	1,961	1,949	1,939
经营利润	12,876	12,877	14,284	15,373	16,546
财务成本净额	(960)	(803)	(724)	(688)	(654)
应占联营公司利润及亏损	1,045	1,126	1,145	1,171	1,199
其他非经营净收入/费用	(368)	(565)	0	0	0
税前利润	12,593	12,635	14,705	15,856	17,091
税费	(3,338)	(3,128)	(3,676)	(3,964)	(4,273)
非控股权益	(3,573)	(3,547)	(4,081)	(4,400)	(4,743)
净利润	5,682	5,960	6,948	7,492	8,076
作每股收益计算的净利润	6,144	6,359	6,948	7,492	8,076

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	27,353	27,827	29,299	34,638	40,315
应收账款及票据	1,977	2,544	2,472	2,651	2,836
存货	1,155	1,131	1,422	1,523	1,628
其他流动资产	26,713	25,735	26,743	27,417	28,121
总流动资产	57,198	57,237	59,936	66,229	72,901
物业、厂房及设备	68,032	66,797	68,876	69,155	69,683
无形资产	1,755	1,526	1,526	1,526	1,526
合资企业/联营公司投资	14,089	14,724	15,869	17,040	18,239
长期应收收入	0	0	NA	NA	NA
其他长期资产	2,445	3,106	3,106	3,106	3,106
总长期资产	86,321	86,153	89,376	90,828	92,554
总资产	143,519	143,390	149,312	157,056	165,455
短期贷款	5,464	9,133	8,220	7,809	7,418
应付账款	27,800	25,224	24,831	24,469	24,072
其他短期负债	1,319	1,319	1,687	2,083	2,510
总流动负债	34,583	35,676	34,737	34,361	34,000
长期贷款	19,027	14,329	12,896	12,251	11,639
其他长期负债	4,126	4,550	4,550	4,550	4,550
总长期负债	23,153	18,879	17,446	16,801	16,189
总负债	57,736	54,555	52,183	51,162	50,189
股本	71	71	71	71	71
储备及其他资本项目	63,378	65,078	69,291	73,657	78,286
股东权益	63,449	65,149	69,362	73,728	78,357
非控股权益	22,334	23,686	27,767	32,167	36,910
总权益	85,783	88,835	97,129	105,895	115,266

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	12,593	12,635	14,705	15,856	17,091
合资企业/联营公司收入调整	(1,045)	(1,126)	(1,145)	(1,171)	(1,199)
折旧及摊销	4,992	5,160	5,255	5,641	5,929
营运资本变动	653	(815)	(1,620)	(1,316)	(1,392)
利息调整	90	(454)	(464)	(473)	(483)
税费	(3,306)	(2,815)	(3,309)	(3,568)	(3,845)
其他经营活动现金流	431	0	0	0	0
经营活动现金流	14,408	12,585	13,423	14,969	16,101
资本开支	(5,179)	(6,602)	(7,333)	(5,921)	(6,457)
投资活动	(71)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	4,189	2,076	968	977	987
投资活动现金流	(1,061)	(4,526)	(6,366)	(4,944)	(5,470)
负债净变动	(714)	(1,029)	(2,346)	(1,056)	(1,003)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(2,198)	(2,457)	(2,735)	(3,127)	(3,446)
其他融资活动现金流	(3,127)	(4,099)	(504)	(504)	(504)
融资活动现金流	(6,039)	(7,585)	(5,585)	(4,687)	(4,953)
汇率收益/损失	3	0	0	0	0
年初现金	20,042	27,353	27,827	29,299	34,638
年末现金	27,353	27,827	29,299	34,638	40,315

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.710	0.734	0.802	0.865	0.933
全面摊薄每股收益	0.710	0.734	0.802	0.865	0.933
每股股息	0.284	0.316	0.361	0.398	0.438
每股账面值	7.328	7.524	8.011	8.515	9.049
利润率分析(%)					
毛利率	8.6	7.7	8.0	8.1	8.2
EBITDA利润率	10.1	9.6	9.7	9.8	9.8
净利率	3.2	3.2	3.5	3.5	3.5
盈利能力(%)					
ROA	4.3	4.4	4.7	4.8	4.9
ROE	9.7	9.8	10.0	10.2	10.3
ROIC	15.6	15.9	17.5	19.5	21.7
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1
派息比率(%)	40.0	43.0	45.0	46.0	47.0

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**

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；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期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期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期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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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。