

燃气	收盘价 港元 7.34	目标价 港元 8.85↓	潜在涨幅 +20.6%
----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 20 日

昆仑能源 (135 HK)

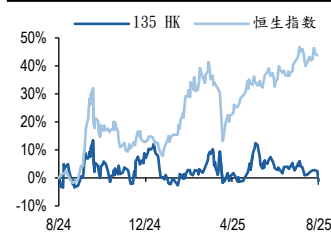
下半年并购项目将加快零售气增量，股息率仍吸引

- ④ **燃气销售板块承压，上半年盈利同比下降。**昆仑 2025 上半年盈利同比降 4.4%至 31.6 亿元（人民币，下同），只达到我们原预期 2025 全年的 45%。我们认为燃气销售分部期内税前盈利同比降 10.6%，是业绩低于预期的主要原因。零售气量方面，1 季度受暖冬影响取暖用气量，加上公司自去年开始与母公司深化加气站资源整合，期内零售气销量同比仅增 2.2%，售气毛差受加气站售气同比减少所影响，同比降 1 分至每方 0.44 元，上述原因影响税前盈利同比降约 4 亿元。另外，其它收入同比降 48.9%，主要受政府补贴项目验收结算进度影响。期内较大的惊喜是：1）LNG 加工持续改善，税前利润同比大幅上升 2.9 倍至 1.35 亿元；2）员工成本及管理费用同比下降 10.1%/8.9%。虽然盈利同比下降，公司中期派息同比增 1.2%，派息比例 45.46%，略超全年派息指引之 45%。
- ④ **预计下半年新增并购项目加快零售气销量同比增长至约 5%。**虽然零售气量增长偏低，但公司上半年已新增 5 个城燃项目，预计下半年仍有另外 5 个新收购项目，新项目年气量贡献将会提升，加上预期今年暖冬情况不会出现，管理层预计下半年零售气量同比增速将较上半年高，我们预计 2025 全年零售气销量同比增 4.5%（对比公司指引 5%），售气毛差保持在上半年水平的每方 0.44 元。另外，预期 LNG 加工量同比增 1.6%，2025 年分部税前利润增 2 倍至 2.6 亿元，LNG 分部税前利润同比增 8.9%。
- ④ **预计 2025 全年核心盈利基本持平，股息率仍吸引。**我们下调公司 2025/26 年盈利预测 8%/10%，主要反映对零售气销量增长预测的下降。预期 2025 年核心盈利大致持平在约 64 亿元，2026/27 年同比分别增 5.5%/6.3%。我们维持估值 10.5 倍不变，基准转至 2026 年，目标价下调至 8.85 港元。我们认为公司在 2025-27 年保持净现金水平，2025/26 股息率将提升至 4.9%/5.3%，仍属吸引水平，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)	8.50
52周低位 (港元)	7.23
市值 (百万港元)	63,555.59
日均成交量 (百万)	40.66
年初至今变化 (%)	(12.62)
200天平均价 (港元)	7.75

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	193,941	205,945	218,677
同比增长 (%)	3.1	5.5	3.7	6.2	6.2
净利润 (百万人民币)	5,682	5,960	6,376	6,724	7,150
每股盈利 (人民币)	0.71	0.73	0.74	0.78	0.83
同比增长 (%)	-2.2	3.5	0.3	5.5	6.3
前EPS预测值 (人民币)			0.80	0.87	0.93
调整幅度 (%)			-8.2	-10.3	-11.5
市盈率 (倍)	9.5	9.2	9.2	8.7	8.2
每股账面净值 (人民币)	7.33	7.52	7.94	8.39	8.86
市账率 (倍)	0.92	0.90	0.85	0.81	0.76
股息率 (%)	4.2	4.7	4.9	5.3	5.7

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 1：2025 上半年业绩亮点

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
收入	92,922	94,124	97,543	5.0
其他净收益	746	774	381	(48.9)
利息收入	499	459	337	(32.5)
采购、服务和其他	(79,752)	(81,910)	(84,778)	6.3
员工成本	(3,169)	(2,661)	(2,850)	(10.1)
折旧和摊销	(2,754)	(2,406)	(2,800)	1.7
减值亏损	0	(565)	0	NM
管理费用	(1,230)	(2,261)	(1,121)	(8.9)
其他税项	(239)	(265)	(216)	(9.6)
利息支出	(411)	(392)	(323)	(21.4)
应占联营损益	335	264	294	(12.2)
合资公司损益	302	225	270	(10.6)
税前利润	7,249	5,386	6,737	(7.1)
税费	(1,929)	(1,199)	(1,735)	(10.1)
非控股权益	(2,015)	(1,532)	(1,841)	(8.6)
净利润	3,305	2,655	3,161	(4.4)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：2025 上半年分部业务分析

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
收入				
天然气销售	75,506	76,584	80,078	6.1
LPG 销售	12,887	12,714	13,020	1.0
LNG 加工与储运	4,441	4,743	4,371	(1.6)
勘探与生产	88	83	74	(16.1)
合共	92,922	94,124	97,543	5.0
税前利润				
天然气销售	5,005	3,197	4,477	(10.6)
LPG 销售	561	212	544	(3.0)
LNG 加工与储运	1,648	2,014	1,836	11.4
勘探与生产	174	49	61	(64.9)
公司总部	(139)	(86)	(181)	30.1
合共	7,249	5,386	6,737	(7.1)

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	34.2	36.3	38.5
增长 (%)	9.2	8.1	4.5	6.1	5.9
售气毛差 (人民币/立方)	0.50	0.47	0.44	0.44	0.44
LNG 工厂加工量 (十亿立方)	2.83	3.55	3.61	3.66	3.72
增长 (%)	1.6	25.6	1.6	1.5	1.5
气化及装车 (十亿立方)	16.3	15.9	15.8	15.7	15.7
使用率 (%)	90.6	87.6	87.0	87.0	87.0
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	63.0	63.0	63.0

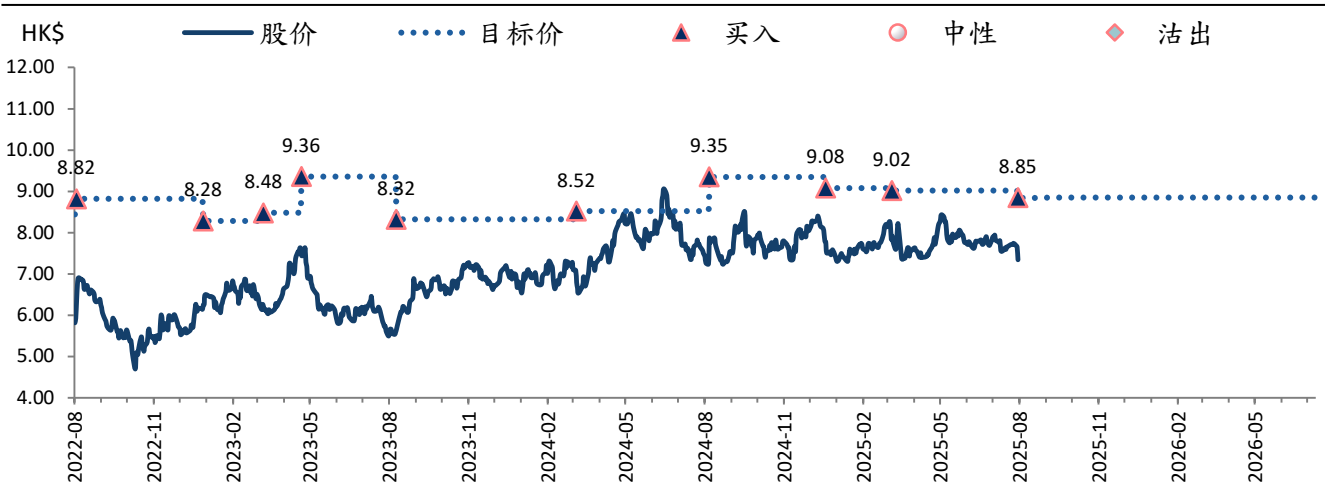
资料来源：公司资料，交银国际预测

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	7,589	8,503	9,439
LPG 销售	553	773	855	867	879
LNG 加工与储运	3,654	3,662	3,987	3,847	3,853
勘探与生产	390	223	107	107	107
公司总部	(324)	(225)	957	906	854
合共	12,593	12,635	13,495	14,230	15,131
增长 (%)					
天然气销售	6.3	(1.4)	(7.5)	12.1	11.0
LPG 销售	53.6	39.8	10.6	1.4	1.4
LNG 加工与储运	15.6	0.2	8.9	(3.5)	0.2
勘探与生产	(41.4)	(42.8)	(52.0)	0.0	0.0
公司总部	(47.7)	(30.5)	NM	(5.3)	(5.8)
合共	10.5	0.3	6.8	5.5	6.3

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	7.34	8.85	20.6%	2025 年 08 月 20 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	63.40	74.60	17.7%	2025 年 04 月 29 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	8.19	6.80	-17.0%	2025 年 06 月 30 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	19.65	20.80	5.9%	2025 年 03 月 31 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.61	8.12	22.8%	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 8 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	177,354	187,046	193,941	205,945	218,677
主营业务成本	(162,053)	(172,652)	(179,279)	(190,372)	(202,014)
毛利	15,301	14,394	14,662	15,573	16,663
销售及管理费用	(3,656)	(3,491)	(3,562)	(3,785)	(4,022)
其他经营净收入/费用	1,231	1,974	2,100	2,086	2,073
经营利润	12,876	12,877	13,200	13,874	14,713
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	1,018	1,044	1,072
其他非经营净收入/费用	(368)	(565)	0	0	0
税前利润	12,593	12,635	13,495	14,230	15,131
税费	(3,338)	(3,128)	(3,374)	(3,558)	(3,783)
非控股权益	(3,573)	(3,547)	(3,745)	(3,949)	(4,199)
净利润	5,682	5,960	6,376	6,724	7,150
作每股收益计算的净利润	6,144	6,359	6,376	6,724	7,150

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	27,353	27,827	28,169	32,584	37,215
应收账款及票据	1,977	2,544	2,391	2,539	2,696
存货	1,155	1,131	1,381	1,466	1,556
其他流动资产	26,713	25,735	26,472	27,038	27,638
总流动资产	57,198	57,237	58,413	63,627	69,105
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	15,742	16,786	17,858
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	89,249	90,574	92,173
总资产	143,519	143,390	147,662	154,200	161,278
短期贷款	5,464	9,133	8,220	7,809	7,418
应付账款	27,800	25,224	24,119	23,554	23,001
其他短期负债	1,319	1,319	1,656	2,012	2,390
总流动负债	34,583	35,676	33,995	33,375	32,810
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	51,441	50,176	48,998
股本	71	71	71	71	71
储备及其他资本项目	63,378	65,078	68,719	72,574	76,630
股东权益	63,449	65,149	68,790	72,645	76,701
非控股权益	22,334	23,686	27,431	31,380	35,579
总权益	85,783	88,835	96,221	104,024	112,280

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	12,593	12,635	13,495	14,230	15,131
合资企业/联营公司收入调整	(1,045)	(1,126)	(1,018)	(1,044)	(1,072)
折旧及摊销	4,992	5,160	5,255	5,641	5,929
营运资本变动	653	(827)	(1,939)	(1,364)	(1,400)
利息调整	90	(155)	(464)	(473)	(483)
税费	(3,306)	(3,151)	(3,036)	(3,202)	(3,405)
其他经营活动现金流	431	(22)	0	0	0
经营活动现金流	14,408	12,514	12,293	13,788	14,701
资本开支	(5,179)	(6,096)	(7,333)	(5,921)	(6,457)
投资活动	(71)	(423)	0	0	0
其他投资活动现金流	4,189	3,028	968	977	987
投资活动现金流	(1,061)	(3,491)	(6,366)	(4,944)	(5,470)
负债净变动	(714)	(727)	(2,346)	(1,056)	(1,003)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(2,198)	(3,878)	(2,735)	(2,869)	(3,093)
其他融资活动现金流	(3,127)	(3,981)	(504)	(504)	(504)
融资活动现金流	(6,039)	(8,586)	(5,585)	(4,429)	(4,600)
汇率收益/损失	3	37	0	0	0
年初现金	20,042	27,353	27,827	28,169	32,584
年末现金	27,353	27,827	28,169	32,584	37,215

财务比率					
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	0.736	0.777	0.826
全面摊薄每股收益	0.710	0.734	0.736	0.777	0.826
每股股息	0.284	0.316	0.331	0.357	0.388
每股账面值	7.328	7.524	7.945	8.390	8.858
利润率分析(%)					
毛利率	8.6	7.7	7.6	7.6	7.6
EBITDA利润率	10.1	9.6	9.5	9.5	9.4
净利率	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3
盈利能力(%)					
ROA	4.3	4.4	4.3	4.4	4.4
ROE	9.7	9.8	9.3	9.3	9.3
ROIC	15.6	15.9	16.0	17.3	18.8
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

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 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；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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。