

2025 年 8 月 26 日
昆仑能源 (135.HK)

公司动态分析

证券研究报告

燃气

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

8.50 港元

股价 2025-08-26

7.39 港元

加工与储运表现良好，中期派息率提升

事件: 公司公布 FY25 年中期业绩，实现收入 975.43 亿元（人民币，下同），同比+4.97%；归母净利润 31.61 亿元，同比-4.36%。板块来看，天然气销售板块收入实现 800.78 亿元，同比+6.1%，销售税前利润 44.77 亿元，同比-10.6%；LNG 加工与储运提质增效显著，实现收入 43.71 亿元，同比-1.6%，实现税前利润 18.36 亿元，同比+11.4%。中期派息率有所提升。

报告摘要

天然气总销售量同比增加 10%。公司上半年天然气总销售量 290.95 亿立方米，同比+10.05%，其中零售气量 166.66 亿立方米，同比+2.23%。新增用户 39.88 万户，其中居民用户 38.98 万户、工商业用户 0.90 万户，累计用户达 1685.26 万户。毛差 0.44 元/立方米，同比小幅下降 0.01 元/立方米。天然气销售板块收入实现 800.78 亿元，同比+6.1%，销售税前利润 44.77 亿元，同比-10.6%。公司年度指引 2025 年天然气零售气量+5%，新增用户数 60-70 万户。

LNG 加工与储运表现良好。上半年京唐及江苏 LNG 接收站共实现 LNG 气化、装车量 78.99 亿立方米，同比增长 1.66%；两座接收站平均负荷率同比上升 1.4 个百分点。LNG 工厂实现加工量 17.52 亿立方米，同比减少 1.2%。LNG 加工与储运实现收入 43.71 亿元，同比-1.6%；实现税前利润 18.36 亿元，同比+11.4%。LNG 工厂税前利润大幅增长主要是因为提质增效成果显著。

LPG 业务较为稳定。上半年实现 LPG 销量 306.84 万吨，同比增长 4.87%；实现收入 130.2 亿元，同比增加 1.03%；除税前溢利人民币 5.44 亿元，同比减少 3.03%。公司优化资源配置，将富余资源调出销售，维持整体价格高位运行。

负债率下降，中期派息率提升。根据公司资料，公司资产负债率由 2024 年中期的 39.09%下降至 35.33%，利息支出由 4.11 亿元下降至 3.23 亿元，同比下降 21.41%。公司宣派中期股息每股人民币 16.60 分（2024 年：人民币 16.41 分），派息率为 45.5%，同比有所提升。此前公司宣布三年股息分派计划，计划 2023/2024/2025 年的派息率分别为 40%/43%/45%。公司已启动研究 2026 年至 2028 年新三年分红派息计划，将实施积极稳健的派息方案。

目标价 8.50 港元，维持“买入”评级。我们略微下调 2025E 及 2026E 的财务预测，并新增 2027E 的财务预测。预计 2025E/2026E/2027E 的收入分别为 1940.6/1987.0/2046.1 亿元，同比+3.8%/+2.4%/+3.0%；归母净利润为 61.3/63.4/65.3 亿元，同比+2.9%/+3.3%/+3.0%。根据同业估值，给予公司 2025 年预测 P/E 11 倍，对应目标股价为 8.50 港元，略微有所下调。公司经营稳健，维持“买入”评级。

风险提示: 天然气销量不及预期，成本快速上行。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	177,354	187,046	194,063	198,700	204,612
增长率 (%)	3.1	5.5	3.8	2.4	3.0
归母净利润	5,682	5,960	6,132	6,337	6,529
增长率 (%)	8.7	4.9	2.9	3.3	3.0
净利润率 (%)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
每股收益 (人民币)	0.66	0.69	0.71	0.73	0.75
每股净资产(人民币)	7.33	7.52	7.87	8.15	8.47
市盈率	10.3	9.9	9.6	9.3	9.0
市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
净资产收益率 (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
股息收益率 (%)	3.7	6.6	4.6	4.7	4.9

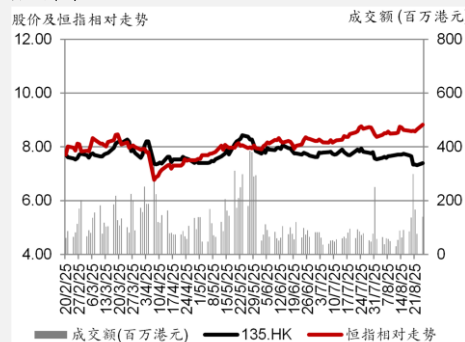
数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(百万港元)	63,988.54
流通市值(百万港元)	63,988.54
总股本(百万股)	8,658.80
流通股本(百万股)	8,658.80
12 个月低/高(港元)	7.08/8.62
平均成交(百万港元)	97.75

股东结构

中国石油集团	56.05%
其他	43.95%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.05	-22.45	-42.55
绝对收益	-6.14	-12.41	1.38

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						资产负债表					
主营业务收入	177,354	187,046	194,063	198,700	204,612	现金	27,353	27,827	27,866	30,518	33,085
其他收入	903	1,520	-403	-421	-583	应收账款	1,977	2,544	2,847	2,673	3,011
利息收入	870	958	800	800	800	存货	1,155	1,131	1,261	1,292	1,330
采购、服务及其他	-151,091	-161,662	-166,894	-170,882	-175,966	其他流动资产	0	0	0	0	0
雇员薪金成本	-5,970	-5,830	-6,016	-6,160	-6,343	流动资产合计	57,198	57,237	57,895	60,403	63,348
折旧、损耗及摊销	-4,992	-5,160	-4,986	-5,013	-5,039	固定资产	68,032	66,797	67,167	67,510	67,827
减值亏损	-368	-565	0	0	0	无形资产	1,755	1,526	1,455	1,387	1,322
其他销售、一般性和管理费	-3,656	-3,491	-3,493	-3,577	-3,683	长期投资	14,089	14,724	14,871	15,020	15,170
除所得税以外之税项	-542	-504	-504	-504	-504	递延税项资产	1,054	1,162	2,135	2,186	2,251
利息支出	-960	-803	-737	-704	-671	非流动资产合计	86,321	86,153	87,572	88,046	88,514
应占联合营公司溢利	1,045	1,126	1,149	1,171	1,195	总资产合计	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
税前利润	12,593	12,635	12,978	13,411	13,818	应付账款	27,800	25,224	25,228	25,831	26,600
所得税	-3,338	-3,128	-3,245	-3,353	-3,454	短期借款	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
税后利润	9,255	9,507	9,734	10,058	10,363	其他流动负债	0	0	0	0	0
少数股东权益	3,573	3,547	3,601	3,722	3,834	流动负债合计	34,583	35,676	34,547	34,150	33,919
已终止持续经营溢利	0	0	0	0	0	长期借款	19,027	14,329	14,329	14,329	14,329
归母净利润	5,682	5,960	6,132	6,337	6,529	递延税及递延收入	1,870	2,011	2,011	2,011	2,011
同比 (%)						非流动负债合计	23,153	18,879	18,879	18,879	18,879
营业收入	3%	5%	4%	2%	3%	负债合计	57,736	54,555	53,426	53,029	52,798
税前利润	11%	0%	3%	3%	3%	股本	71	71	71	71	71
归母净利润	9%	5%	3%	3%	3%	储备	63,378	65,078	68,039	70,540	73,236
现金流量表						少数股东权益	22,334	23,686	23,931	24,809	25,757
利润	9,255	9,507	9,734	10,058	10,363	所有者权益合计	85,783	88,835	92,041	95,420	99,064
折旧和摊销	4,992	5,160	5,057	5,081	5,104	负债及所有者权益合计	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
营运资本变动	328	-3,111	-429	747	392	主要财务比率					
其他	-167	958	-3,000	-2,000	-2,000	P/E (x)	10.3	9.9	9.6	9.3	9.0
经营性现金净流量	14,408	12,514	11,362	13,886	13,859	P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
资本开支	-5,179	-6,096	-6,500	-6,500	-6,500	Dividend yield (%)	3.7	6.6	4.6	4.7	4.9
其他	4,118	2,605	2,605	2,605	2,605	Pre-tax profit margin (%)	7.1	6.8	6.7	6.7	6.8
投资性现金净流量	-1,061	-3,491	-3,895	-3,895	-3,895	Net margin (%)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
新发股份	0	0	0	0	0	SG&A/sales (%)	-85.2	-86.4	-86.0	-86.0	-86.0
支付股息	-2,198	-3,878	-2,682	-2,759	-2,851	Effective tax rate (%)	-26.5	-24.8	-25.0	-25.0	-25.0
新增债务	-590	-1,029	-1,133	-1,000	-1,000	ROE (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
利息支出	-960	-803	-737	-704	-671	ROA (%)	4.0	4.2	4.2	4.3	4.3
其他	-2,291	-2,876	-2,876	-2,876	-2,876	Current ratio (x)	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
融资性现金净流量	-6,039	-8,586	-7,428	-7,339	-7,398	A/R turnover days (s)	4.9	4.4	5.0	5.0	5.0
净现金流	7,308	437	39	2,652	2,566	Net debt/ (cash) to equity (%)	-3.3	-4.9	-6.0	-9.6	-12.9
汇兑损益	3	37	0	0	1	Total asset to equity ratio (x)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
期初现金余额	20,042	27,353	27,827	27,866	30,518	Dividend payout ratio (%)	42%	68%	45%	45%	45%
期末现金余额	27,353	27,827	27,866	30,518	33,085						

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010