

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

97.75

总市值(百万港元) 63,988.54 流通市值(百万港元) 63,988.54 8,658.80 总股本(百万股) 流通股本(百万股) 8.658.80 7.08/8.62 12 个月低/高(港元) 平均成交(百万港元)

### 股东结构

中国石油集团 56.05% 43.95% 其他 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

# 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; 百万人民元)	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	8.0	8.0
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

颜晨 行业分析师 +852-22131403

joyceyan@sdicsi.com.hk



# 附表: 财务报表预测

1878年	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
大型大学   177,364		202014	202-77	20202	20202	20272						
		177.354	187.046	194.063	198.700	204.612		27,353	27,827	27,866	30,518	33,085
丹表院			•	•		•		1,977	2,544	2,847	2,673	3,011
素別・最多 表	利息收入								1,131	1,261	1,292	1,330
R	采购、服务及其他	-151,091	-161,662	-166,894	-170,882	-175,966		0	0	0	0	0
無位音響、一級性中音度響 「3,666 「3,491 「3,493 「3,577 「3,683 「表現学 14,089 14,724 14,871 15,020 15,170 所得解处规型之程度 「-642 「3,696 「3,493 「7,377 「7,04 「7,10 「4,097 「4 地域東学企計 1,656 11,628 11,628 17,572 88,046 28,514 皮上菜の音楽の音楽相 1,045 1,126 1,149 1,171 1,195 「3,787 「7,04 「7,10 「4,105 」 4世域東学企計 143,519 143,390 143,497 143,647 148,449 151,681 皮上菜の音楽の音楽相 1,045 1,126 1,149 1,171 1,195 「3,787 「7,04 「7,10 「7	雇员酬金成本	-5,970	-5,830	-6,016	-6,160	-6,343		57,198	57,237	57,895	60,403	63,348
無性情景	折旧、损耗及摊销	-4,992	-5,160	-4,986	-5,013	-5,039	固定資产	68,032	66,797	67,167	67,510	67,827
	减值亏损	-368	-565	0	0	0		1,755	1,526	1,455	1,387	1,322
特別の表情の	7	-3,656	-3,491	-3,493	-3,577	-3,683		14,089	14,724	14,871	15,020	15,170
財産主当     96     803     7.73     7.704     6.71     事業者余分計     143.59     143.590     145.67     18,046     18,151     18,046     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049     18,049		-542	-504	-504	-504	-504	递延税项资产	1,054	1,162	2,135	2,186	2,251
应与联令等の測量利     1.45     1.45     1.49     1.47     1.195     必要产品計     143,519     143,309     145,467     148,409     151,818       成前利何     12,593     12,635     13,411     13,818     日本作品     27,800     25,224     25,228     25,831     28,800       机角利何     9,255     9,507     9,734     10,058     10,368     148,462     143,509     143,300     145,407     148,409     151,801       受抗性持续经常级利     9,505     9,507     9,734     10,058     10,368     2,464     24,833     145,407     148,409     148,809     148,409     143,509     143,509     143,509     143,509     145,407     148,409     148,809     148,409     148,409     148,409     148,409     148,409     148,409     143,509     148,409     148,409     148,409     148,409     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509     148,409     143,509							非流动资产合计	86,321	86,153	87,572	88,046	88,514
株理							总资产合计	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
解释経 3,338 3,128 3,128 3,357 3,354 2付比数 25,281 26,000 4 6,6 4		•	•	•		13.818						
表名相響     3,573     3,543     10,003     10,003     2 Machina (mode)     10     0     0     0     0     0     0     0     2,003     3,547     34,150     33,150     11,350	所得税	-3,338	-3,128	-3,245		-3,454	应付账款	27,800	25,224	25,228	25,831	26,600
少数股京水益     3,573     3,674     3,601     3,722     3,834     其他流動負債分     0     0     0     0     2     3,834     其他流動負債分寸     34,583     35,676     34,573     34,150     14,329     14,329     14,329     14,329     14,329     14,329     14,329     14,389     18,879 <td>税后利润</td> <td>9,255</td> <td>9,507</td> <td>9,734</td> <td>10,058</td> <td>10,363</td> <td>短期借款</td> <td>143,519</td> <td>143,390</td> <td>145,467</td> <td>148,449</td> <td>151,861</td>	税后利润	9,255	9,507	9,734	10,058	10,363	短期借款	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
財産計算機     5,682     5,960     6,132     6,337     6,529     表期情數     19,027     14,329	少数股东权益	3,573		3,601		3,834	其他流动负债	0	0	0	0	0
対数性   对数性   对数	已终止持续经营溢利	0	0	0	0	0	流动负债合计	34,583	35,676	34,547	34,150	33,919
財法(気)     場合機能力     23,153     18,879     25,798     47,998     47,978     47,998     52,798     52,798     28,66     17,738     65,078     66,039     70,540     73,236     73,236     65,078     66,039     70,547     73,236 <td>归母净利润</td> <td>5,682</td> <td>5,960</td> <td>6,132</td> <td>6,337</td> <td>6,529</td> <td>长期借款</td> <td>19,027</td> <td>14,329</td> <td>14,329</td> <td>14,329</td> <td>14,329</td>	归母净利润	5,682	5,960	6,132	6,337	6,529	长期借款	19,027	14,329	14,329	14,329	14,329
营业收入     3%     5%     4%     2%     3%     負債分寸     57,736     54,555     53,426     53,029     52,798       税前利润     11%     0%     3%     3%     3%     設本     71							递延税及递延收入	1,870	2,011	2,011	2,011	2,011
検討判判	同比(%)						非流动负债合计	23,153	18,879	18,879	18,879	18,879
与非神利河     9%     5%     3%     3%     3%     3%     6%     6%     63,78     66,078     68,039     70,540     73,236     25,757     25,857     25,857	营业收入	3%	5%	4%	2%	3%	负债合计	57,736	54,555	53,426	53,029	52,798
現金電景名     現場であります。     日本財産・日本財産・日本財産・日本財産・日本財産・日本財産・日本財産・日本財産・	税前利润	11%	0%	3%	3%	3%	股本	71	71	71	71	71
現金減量表     明月     9,557     9,507     9,734     10,058     10,363     育債及所有者权益合计     143,519     143,390     145,467     148,449     151,861       折旧和掉销     4,992     5,60     5,057     5,081     5,104     143,519     143,390     145,467     148,449     151,861       营运资本变动     328     -3,111     -429     747     392     主要財务化率	归母净利润	9%	5%	3%	3%	3%	储备	63,378	65,078	68,039	70,540	73,236
利润   9,255   9,507   9,734   10,058   10,363   負債及所有者权益合计   143,519   143,390   145,467   148,449   151,861     折旧和純销   4,992   5,160   5,057   5,081   5,104   5,104   全數格   143,519   143,390   145,467   148,449   151,861     時間不知時報   4,992   5,160   5,057   5,081   5,104							少数股东权益	22,334	23,686	23,931	24,809	25,757
新旧和禅籍 4,992 5,160 5,057 5,081 5,104 管运資本要効 328 -3,111 -429 747 392 其他 -167 958 -3,000 -2,000 -2,000 PE(x) 10.3 9.9 9.6 9.3 9.0 経管性現金神流量 14,408 12,514 11,362 13,886 13,859 PB(x) 0.9 0.9 0.9 0.9 0.8 0.8 資本开支 -5,179 -6,096 -6,500 -6,500 -6,500 PB(x) 0.9 PE(x) 10.3 9.9 0.9 0.9 0.8 0.8 投資性現金神流量 -1,061 -3,491 -3,895 -3,895 -3,895 Hot margin (%) 7.1 6.8 6.7 6.7 6.8 投資性現金神流量 -1,061 -3,491 -3,895 -3,895 -3,895 Hot margin (%) 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2 3.2	<b>现金流量表</b>						所有者权益合计	85,783	88,835	92,041	95,420	99,064
管运資本変効     328     -3,111     -429     747     392     主要財务比率       其他     -167     958     -3,000     -2,000     -2,000     PPE(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     PIB(X)     0.9     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     2,605     Pre-tax profit margin (%)     7.1     6.8     6.7     6.7     6.8       投資稅息金     -1,061     -3,491     -3,895     -3,895     Net margin (%)     3.2 <td></td> <td>9,255</td> <td>9,507</td> <td>9,734</td> <td>10,058</td> <td>10,363</td> <td>负债及所有者权益合计</td> <td>143,519</td> <td>143,390</td> <td>145,467</td> <td>148,449</td> <td>151,861</td>		9,255	9,507	9,734	10,058	10,363	负债及所有者权益合计	143,519	143,390	145,467	148,449	151,861
其他     -167     958     -3,000     -2,000     -2,000     -2,000     PE (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     PIB (x)     0.9     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     2,805     2,805     2,805     8,805     8,805     8,805     3,895     8,805     2,806						-						
接着性現金神流量 14,408 12,514 11,362 13,886 13,859 P(B(X) 0.9 0.9 0.9 0.9 0.8 0.8 0.8							主要财务比率					
资本开支     -5,179     -6,096     -6,500     -6,500     -6,500     -6,500     -6,500     -6,500     -6,500     -6,500     Process     Process <td>, · · -</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>•</td> <td>P/E (x)</td> <td>10.3</td> <td>9.9</td> <td>9.6</td> <td>9.3</td> <td>9.0</td>	, · · -					•	P/E (x)	10.3	9.9	9.6	9.3	9.0
其他   4,118   2,605   2,806   2,605   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2,606   2				•		•	P/B (x)	0.9	0.9	0.9	8.0	8.0
接責性現金神法量 -1,061 -3,491 -3,895 -3,895 -3,895 -3,895   Het-tax profit margin (%)							Dividend yield (%)	3.7	6.6	4.6	4.7	4.9
新发股份 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 SG&A/sales (%) 85.2 86.4 86.0 86.0 86.0 86.6 67 86.7 86.0 86.0 86.0 86.0 86.0 86.0 86.0 86.0							Pre-tax profit margin (%)	7.1	6.8	6.7	6.7	6.8
支付股息 -2,198 -3,878 -2,682 -2,759 -2,851 Effective tax rate (%) -63.2 -80.4 -80.0 -80.0 -80.0   新增债券 -590 -1,029 -1,133 -1,000 -1,000 ROE (%) 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.7   利息支出 -960 -803 -737 -704 -671 ROE (%) 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.7   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   神程金金 7,308 437 39 2,652 2,566 A/R turnover days (s) 4.9 4.4 5.0 5.0 5.0   正見損益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9   期初現金余額 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.6 1.6 1.6				•		•	Net margin (%)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
新增债券 -590 -1,029 -1,133 -1,000 -1,000 -1,000 ROE (%) 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.7   利息支出 -960 -803 -737 -704 -671 ROE (%) 6.8 6.8 6.8 6.8 6.8 6.7   其他 -2,291 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 Current ratio (x) 1.7 1.6 1.7 1.8 1.9   净现金流 7,308 437 39 2,652 2,566 A/R turnover days (s) 4.9 4.4 5.0 5.0 5.0   汇兑损益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9   期初现金余額 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.6 1.6 1.6							SG&A/sales (%)	-85.2	-86.4	-86.0	-86.0	-86.0
利息支出 -960 -803 -737 -704 -671 ROE (%) 6.8						-	Effective tax rate (%)	-26.5	-24.8	-25.0	-25.0	-25.0
其他 -2,291 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 -2,876 ROA (%) 4.0 4.2 4.2 4.2 4.3 4.3   數責性現金冷凍量 -6,039 -8,586 -7,428 -7,339 -7,339 -7,398 Current ratio (x) 1.7 1.6 1.7 1.8 1.9   净现金流 7,308 437 39 2,652 2,566 A/R turnover days (s) 4.9 4.4 5.0 5.0 5.0   汇兑损益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9   期初现金余額 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.6 1.5						-	ROE (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7
財産性現金申減量 -6,039 -8,586 -7,428 -7,339 -7,388 Current ratio (x) 1.7 1.6 1.7 1.8 1.9   净现金流 7,308 437 39 2,652 2,566 A/R turnover days (s) 4.9 4.4 5.0 5.0 5.0   汇兑损益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9   期初现金余額 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.6 1.5							ROA (%)	4.0	4.2	4.2	4.3	4.3
净现金流 7,308 437 39 2,652 2,566 A/R turnover days (s) 4.9 4.4 5.0 5.0   汇兑损益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9   期初现金余额 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.5			-		•	•	Current ratio (x)	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
汇兑损益 3 37 0 0 1 Net debt/ (cash) to equity (%) -3.3 -4.9 -6.0 -9.6 -12.9 期初现金余额 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.5					,		A/R turnover days (s)	4.9	4.4	5.0	5.0	5.0
期初现金余额 20,042 27,353 27,827 27,866 30,518 Total asset to equity ratio (x) 1.7 1.6 1.6 1.6 1.5							Net debt/ (cash) to equity (%)	-3.3	-4.9	-6.0	-9.6	-12.9
, , , , , , , , , , , , , , , , , , ,												
						•						

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。<u>国证国际,其母公司或任何其</u>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