

**买入**
**分红稳步提升，股息率仍吸引**
**昆仑能源 (0135.HK)**

2025-10-9 星期四

**【投资要点】**
**目标价: 8.50 港元**
**现价: 6.86 港元**
**预计升幅: 24%**
**重要数据**
**日期 2025-10-8**

|            |           |
|------------|-----------|
| 收盘价(港元)    | 6.86      |
| 总股本(亿股)    | 86.59     |
| 总市值(亿港元)   | 594       |
| 净资产(亿元)    | 911       |
| 总资产(亿元)    | 1,408     |
| 52 周高低(港元) | 8.23/6.80 |
| 每股净资产(元)   | 7.74      |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

 中国石油天然气股份有限公司  
 (56.05%)

**相关报告**

 深度报告-20191120  
 更新报告-20200908  
 更新报告-20210114  
 更新报告-20210415  
 更新报告-20210723  
 更新报告-20210915  
 更新报告-20241224

**研究部**

 姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

**➤ 上半年盈利同比下降 4.36%，零售气量增长 2.2%**

2025 年上半年公司实现营业收入 975.43 亿元，同比增长 4.97%；股东应占溢利 31.61 亿元，同比减少 4.36%；上半年天然气总销气量 291 亿方，同比增长 10%（其中零售气量 166.7 亿方，同比增长 2.2%；工业气销量 124.7 亿方，同比增长 8%，占零售气量的 74.8%）；LNG 贸易量同比增幅 54.5%；零售价差 0.44 元/方，同比降低 0.01 元/方；上半年业绩下降主要受暖冬和工业需求疲弱以及油价下行等综合影响。

**➤ 城燃项目持续拓展，公司全年零售气增长目标为 5%**

上半年，公司新增 5 个城市燃气项目，全部达产后将增加年销气量 2.53 亿方；下半年预计再新增 5 个项目，对应年销气量 2.6 亿方，投产后未来 3 年陆续释放产能。受益城燃增量项目气量贡献，公司设定全年零售气量增长目标为 5%，支撑全年业绩保持稳健增长。

**➤ LNG 加工与储运业绩增长持续向好**

上半年，公司 LNG 接收站处理总量 79 亿方，同比增长 1.7%，平均负荷率 86.8%；LNG 工厂加工量 17.5 亿方，负荷率 57.1%，税前利润 1.35 亿元（创历史同期最好水平，同比增长 2.9 倍）；接收站装车量同比增加 75.6%，工厂检修周期缩短 25%。上半年公司 LNG 加工与储运业务税前利润 18.36 亿元，同比增长 11.4%。公司目标全年 LNG 接收站负荷率 85-90%，LNG 工厂加工量增速 0-2%，预计 LNG 加工与储运板块规模与利润增长持续向好。

**➤ 给予“买入”评级，更新目标价为 8.50 港元/股**

公司上半年每股盈利 36.51 分，中期派息 16.6 分（派息率 45.47%），根据公司派息规划，2025 年派息率为 45%。公司盈利稳定增长，现金流稳健，未来派息具备潜在提升空间。目前动态股息率约 5% 仍吸引，具中长期投资价值。我们更新公司目标价为 8.50 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11 倍和 10.5 倍 PE，目标价较现价有 24% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

| 人民币百万元         | FY2023  | FY2024  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入             | 177,354 | 187,046 | 194,528 | 202,601 | 211,009 |
| 变动(%)          | 3.1%    | 5.5%    | 4.0%    | 4.2%    | 4.2%    |
| 归属股东净利润        | 5,682   | 5,960   | 6,075   | 6,375   | 6,668   |
| 变动(%)          | 8.7%    | 4.9%    | 1.9%    | 4.9%    | 4.6%    |
| 基本每股盈利(分)      | 65.62   | 68.83   | 70.16   | 73.62   | 77.01   |
| 市盈率@6.86 港元(倍) | 9.6     | 9.1     | 8.9     | 8.5     | 8.1     |
| 每股股息(分)        | 28.38   | 31.58   | 31.57   | 33.13   | 34.65   |
| 股息现价比率(%)      | 4.5%    | 5.0%    | 5.0%    | 5.3%    | 5.5%    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 上半年盈利同比下降 4.36%，零售气量增长 2.2%

2025 年上半年公司实现营业收入 975.43 亿元，同比增长 4.97%；股东应占溢利 31.61 亿元，同比减少 4.36%；上半年天然气总销气量 291 亿方，同比增长 10%（其中零售气量 166.7 亿方，同比增长 2.2%；工业气销量 124.7 亿方，同比增长 8%，占零售气量的 74.8%）；LNG 贸易量同比增幅 54.5%；零售价差 0.44 元/方，同比降低 0.01 元/方；上半年业绩下降主要受暖冬和工业需求疲弱以及油价下行等综合影响。

### ➤ 城燃项目持续拓展，公司全年零售气增长目标为 5%

上半年，公司新增 5 个城市燃气项目，全部达产后将增加年销气量 2.53 亿方；下半年预计再新增 5 个项目，对应年销气量 2.6 亿方，投产后未来 3 年陆续释放产能。受益城燃增量项目气量贡献，公司设定全年零售气量增长目标为 5%，支撑全年业绩保持稳健增长。

### ➤ LNG 加工与储运业绩增长持续向好

上半年，公司 LNG 接收站处理总量 79 亿方，同比增长 1.7%，平均负荷率 86.8%；LNG 工厂加工量 17.5 亿方，负荷率 57.1%，税前利润 1.35 亿元（创历史同期最好水平，同比增长 2.9 倍）；接收站装车量同比增加 75.6%，工厂检修周期缩短 25%。

上半年公司 LNG 加工与储运业务税前利润 18.36 亿元，同比增长 11.4%。公司目标全年 LNG 接收站负荷率 85-90%，LNG 工厂加工量增速 0-2%，预计 LNG 加工与储运板块规模与利润增长持续向好。

### ➤ 给予“买入”评级，更新目标价为 8.50 港元/股

公司上半年每股盈利 36.51 分，中期派息 16.6 分（派息率 45.47%），根据公司派息规划，2025 年派息率为 45%。公司盈利稳定增长，现金流稳健，未来派息具备潜在提升空间。目前动态股息率约 5%仍吸引，具中长期投资价值。

我们更新公司目标价为 8.50 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11 倍和 10.5 倍 PE，目标价较现价有 24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

**表 1：行业估值比较 (20251008)**

| 代码        | 公司名称   | 货币  | 股价    | 市值<br>(亿港元) | PE          |            |             |            | PB         |            |            |            |
|-----------|--------|-----|-------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|           |        |     |       |             | 2024A       | 2025E      | 2026E       | 2027E      | 2024A      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
| 0003.HK   | 香港中华煤气 | HKD | 6.78  | 1,265       | 22.2        | 21.0       | 19.8        | 18.7       | 2.2        | 2.2        | 2.3        | 2.2        |
| 0956.HK   | 新天绿色能源 | HKD | 4.19  | 277         | 9.8         | 7.1        | 6.0         | 5.4        | 0.7        | 0.7        | 0.7        | 0.6        |
| 0384.HK   | 中国燃气   | HKD | 7.60  | 414         | 13.0        | 0.0        | 11.5        | 10.7       | 0.8        | 0.8        | 0.8        | 0.7        |
| 0392.HK   | 北京控股   | HKD | 32.06 | 403         | 7.3         | 6.8        | 6.6         | 6.2        | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 0.4        |
| 1083.HK   | 港华燃气   | HKD | 3.67  | 133         | 8.3         | 7.9        | 7.7         | 7.5        | 0.6        | 0.5        | 0.5        | 0.5        |
| 2688.HK   | 新奥能源   | HKD | 63.45 | 718         | 11.1        | 9.4        | 8.9         | 8.5        | 1.5        | 1.3        | 1.2        | 1.2        |
| 1193.HK   | 华润燃气   | HKD | 19.30 | 447         | 10.9        | 11.2       | 10.2        | 9.3        | 1.0        | 1.0        | 1.0        | 1.0        |
| 1600.HK   | 天伦燃气   | HKD | 3.42  | 34          | 10.3        | -          | -           | -          | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.5        |
| <b>平均</b> |        |     |       |             | <b>11.6</b> | <b>9.1</b> | <b>10.1</b> | <b>9.5</b> | <b>1.0</b> | <b>0.9</b> | <b>0.9</b> | <b>0.9</b> |
| 0135.HK   | 昆仑能源   | HKD | 6.86  | 594         | 9.1         | 8.9        | 8.5         | 8.1        | 0.8        | 0.7        | 0.7        | 0.7        |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 天然气消费需求增长不及预期；
2. 居民顺价机制推进不及预期；
3. 天然气采购成本大幅上涨；
4. 天然气安全经营风险。

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|                | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>收入</b>      | 177,354   | 187,046   | 194,528   | 202,601   | 211,009   |
| 经营成本           | (151,091) | (161,662) | (167,805) | (174,517) | (181,498) |
| 销售费用           | (3,656)   | (3,491)   | (3,526)   | (3,702)   | (3,887)   |
| 行政费用           | (5,970)   | (5,830)   | (5,888)   | (6,183)   | (6,492)   |
| 财务开支           | (960)     | (803)     | (787)     | (771)     | (756)     |
| 应占合营公司溢利       | 579       | 527       | 538       | 500       | 500       |
| 应占联营公司溢利       | 466       | 599       | 700       | 600       | 600       |
| <b>税前盈利</b>    | 12,593    | 12,635    | 12,816    | 13,238    | 13,847    |
| 所得税            | (3,338)   | (3,128)   | (3,173)   | (3,277)   | (3,428)   |
| 少数股东应占利润       | 3,573     | 3,547     | 3,568     | 3,586     | 3,751     |
| <b>归属股东净利润</b> | 5,682     | 5,960     | 6,075     | 6,375     | 6,668     |
| 折旧及摊销          | 4,992     | 5,160     | 5,418     | 5,689     | 5,973     |
| <b>EBITDA</b>  | 11,638    | 11,242    | 11,173    | 11,523    | 12,016    |
| <b>增长</b>      |           |           |           |           |           |
| 总收入 (%)        | 3%        | 5%        | 4%        | 4%        | 4%        |
| EBITDA (%)     | 9%        | -3%       | -1%       | 3%        | 4%        |

#### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|              | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>现金</b>    | 27,353  | 27,827  | 27,832  | 27,837  | 27,843  |
| 应收账款         | 1,977   | 2,544   | 2,595   | 2,647   | 2,700   |
| 存货           | 1,155   | 1,131   | 1,154   | 1,177   | 1,200   |
| 其他流动资产       | 26,713  | 25,735  | 26,250  | 26,775  | 27,310  |
| <b>流动资产</b>  | 57,198  | 57,237  | 57,830  | 58,435  | 59,053  |
| 固定资产         | 68,032  | 66,797  | 68,133  | 71,540  | 75,117  |
| 其他固定资产       | 18,289  | 19,356  | 22,103  | 20,876  | 22,063  |
| <b>非流动资产</b> | 86,321  | 86,153  | 90,236  | 92,416  | 97,179  |
| <b>总资产</b>   | 143,519 | 143,390 | 148,066 | 150,851 | 156,232 |
| <b>流动负债</b>  | 34,583  | 35,676  | 36,390  | 37,117  | 37,860  |
| 应付帐款         | 27,800  | 25,224  | 25,728  | 23,156  | 20,840  |
| 短期银行贷款       | 5,464   | 9,133   | 9,316   | 9,502   | 9,692   |
| 其他短期负债       | 1,319   | 1,319   | 1,345   | 4,460   | 7,328   |
| <b>非流动负债</b> | 23,153  | 18,879  | 17,692  | 14,438  | 13,533  |
| 长期银行贷款       | 19,027  | 14,329  | 14,616  | 11,692  | 9,354   |
| 其他负债         | 4,126   | 4,550   | 3,077   | 2,746   | 4,179   |
| <b>总负债</b>   | 57,736  | 54,555  | 54,082  | 51,555  | 51,392  |
| 少数股东权益       | 22,334  | 23,686  | 25,470  | 27,263  | 29,138  |
| <b>股东权益</b>  | 63,449  | 65,149  | 68,514  | 72,033  | 75,702  |
| 每股账面值(元)     | 8.94    | 9.21    | 9.69    | 10.19   | 10.56   |
| 营运资金         | 22,615  | 21,561  | 21,441  | 21,318  | 21,193  |

#### 财务分析

|               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>盈利能力</b>   |         |         |         |         |         |
| EBITDA 利率 (%) | 7%      | 6%      | 6%      | 6%      | 6%      |
| 净利率 (%)       | 3%      | 3%      | 3%      | 3%      | 3%      |
| <b>营运表现</b>   |         |         |         |         |         |
| SG&A/收入 (%)   | 3%      | 3%      | 3%      | 3%      | 3%      |
| 实际税率 (%)      | 27%     | 25%     | 25%     | 25%     | 25%     |
| 股息支付率 (%)     | 43%     | 46%     | 45%     | 45%     | 45%     |
| 库存周转          | 3       | 3       | 3       | 2       | 2       |
| 应付账款天数        | 67      | 57      | 56      | 48      | 42      |
| 应收账款天数        | 90      | 74      | 75      | 77      | 78      |
| ROE (%)       | 9%      | 9%      | 9%      | 9%      | 9%      |
| ROA (%)       | 4%      | 4%      | 4%      | 4%      | 4%      |
| <b>财务状况</b>   |         |         |         |         |         |
| 净负债/股本        | (0.0)   | (0.1)   | (0.1)   | (0.1)   | (0.1)   |
| 收入/总资产        | 1.24    | 1.30    | 1.31    | 1.34    | 1.35    |
| 总资产/股本        | 2.26    | 2.20    | 2.16    | 2.09    | 2.06    |
| 收入对利息倍数       | (184.7) | (232.9) | (247.2) | (262.7) | (279.2) |

#### 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

|                | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>EBITDA</b>  | 11,638  | 11,242  | 11,173  | 11,523  | 12,016  |
| 融资成本           | 960     | 803     | 843     | 885     | 930     |
| 营运资金变化         | 5,660   | (1,054) | (120)   | (123)   | (124)   |
| 所得税            | (3,306) | (3,151) | (3,181) | (2,723) | (2,923) |
| <b>营运现金流</b>   | 14,408  | 12,514  | 13,865  | 11,865  | 12,738  |
| 资本开支           | (5,179) | (6,096) | (6,401) | (6,721) | (7,057) |
| 其他投资活动         | 4,118   | 2,605   | 2,735   | 2,872   | 3,016   |
| <b>投资活动现金流</b> | (1,061) | (3,491) | (3,666) | (3,849) | (4,041) |
| 负债变化           | (770)   | (13)    | (589)   | (659)   | (735)   |
| 股本变化           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 股息             | (4,455) | (7,096) | (7,238) | (7,383) | (7,530) |
| 其他融资活动         | (814)   | (1,477) | (931)   | (892)   | (846)   |
| <b>融资活动现金流</b> | (6,039) | (8,586) | (8,758) | (8,933) | (9,112) |
| <b>现金变化</b>    | 7,308   | 437     | 446     | 455     | 464     |
| 期初持有现金         | 20,422  | 27,353  | 27,827  | 27,832  | 27,837  |
| 汇率变动           | 3       | 37      | 5       | 5       | 6       |
| 期末持有现金         | 27,353  | 27,827  | 27,832  | 27,837  | 27,843  |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>