

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: 杨义琮
 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 (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
平均					11.6	9.1	10.1	9.5	1.0	0.9	0.9	0.9
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
收入	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
税前盈利	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
归属股东净利润	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
EBITDA	11,638	11,242	11,173	11,523	12,016
增长					
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
现金	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
流动资产	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
非流动资产	86,321	86,153	90,236	92,416	97,179
总资产	143,519	143,390	148,066	150,851	156,232
流动负债	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
非流动负债	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
总负债	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
股东权益	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
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	7%	6%	6%	6%	6%
净利率 (%)	3%	3%	3%	3%	3%
营运表现					
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%
财务状况					
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
EBITDA	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)
营运现金流	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
投资活动现金流	(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)
融资活动现金流	(6,039)	(8,586)	(8,758)	(8,933)	(9,112)
现金变化	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>