

买入

业绩稳健增长，中期派息率提升至 50%

昆仑能源 (0135.HK)

2026-9-14 星期一

【投资要点】

目标价: **9.18 港元**

现价: **7.43 港元**

预计升幅: **24%**

重要数据

日期	2026-9-11
收盘价(港元)	7.43
总股本(亿股)	86.38
总市值(亿港元)	642
净资产(亿元)	936
总资产(亿元)	1,456
52 周高低(港元)	8.62/6.34
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
(56.18%)

相关报告

深度报告-20191120
更新报告-20210723
更新报告-20210915
更新报告-20241224
更新报告-20251009

研究部

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

➤ 上半年业绩稳健增长，派息率提升至 50%

2026 年上半年公司实现营业收入 1000.42 亿元，同比增长 2.56%；股东应占溢利 33.06 亿元，同比增长 4.59%；每股基本盈利 38.31 分，公司中期股息每股 19.16 分，同比增长 15.42%，派息率 50%，较 2025 年中期的 45.47% 提升约 4.5 个百分点。上半年天然气总销量 301.56 亿方，同比增长 3.65%，显著跑赢全国表观消费量下降 2.4% 的行业水平；零售气量 163.81 亿方，同比下降 1.71%；零售价差 0.43 元/方，同比下降约 0.01 元/方，二季度以来价差已逐月环比回升，公司目标全年价差与去年持平。期内经营现金流 62.13 亿元，同比增长 41.66%，自由现金流 51.5 亿元，期末在手现金 399.57 亿元。

➤ 上游业务盈利大幅改善，全年权益销售量指引 800 万桶

上半年公司原油权益产量 440.3 万桶，同比下降 1.9%；受益油价上行，平均权益实现价格 71.6 美元/桶，同比增长 13.8%；勘探与生产业务实现税前利润 3.31 亿元，同比增加 2.7 亿元，利润占比同比提升 4 个百分点至 4.9%。公司指引全年原油权益销售量 800 万桶。当前中东局势仍不明朗，国际油价或有望维持中高位震荡，公司上游业务预计持续贡献利润增量。

➤ 全年业绩指引稳健，LNG 工厂加工量增长不低于 13%

公司 2026 年经营目标: 零售气量同比持平，新增用户 60-70 万户；两座 LNG 接收站平均负荷率达 80%；LNG 工厂加工量增长不低于 13%；LPG 销量 580 万吨；原油权益销售量 800 万桶；全年资本开支约 70 亿元，较 2025 年的 62.57 亿元有所增长。“十五五”期间工厂整体负荷率力争从 78% 提升至 90% 以上；上半年公司 LNG 工厂加工量 22.7 亿方，同比增长 29.7%，税前利润 2.7 亿元，同比增长 99.5%，LNG 液态业务链已成为公司第二大创效主力。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 9.18 港元/股

基于上半年公司良好业绩以及全年稳定业绩和现金流增长预期，我们提高公司目标价至 9.18 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 11 倍和 10.8 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	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	187,046	193,979	202,029	210,413	218,830
变动(%)	5.5%	3.7%	4.2%	4.2%	4.0%
归属股东净利润	5,960	5,346	6,174	6,361	6,503
变动(%)	4.9%	-10.3%	15.5%	3.0%	2.2%
基本每股盈利(分)	68.83	61.74	71.30	73.46	75.10
市盈率@7.43 港元(倍)	9.3	10.4	9.0	8.7	8.5
每股股息(分)	31.58	31.58	35.65	36.73	37.55
股息现价比率(%)	4.9%	4.9%	5.6%	5.7%	5.9%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 上半年业绩稳健增长，派息率提升至 50%

2026 年上半年公司实现营业收入 1000.42 亿元，同比增长 2.56%；股东应占溢利 33.06 亿元，同比增长 4.59%；每股基本盈利 38.31 分，公司中期股息每股 19.16 分，同比增长 15.42%，派息率 50%，较 2025 年中期的 45.47% 提升约 4.5 个百分点。分板块看，天然气销售分部业绩 42.27 亿元，同比下降 5.58%；LNG 加工与储运 17.65 亿元，同比下降 3.87%；LPG 销售 6.55 亿元，同比增长 20.40%；勘探与生产 3.31 亿元，同比增加 2.7 亿元。

上半年天然气总销量 301.56 亿方，同比增长 3.65%，显著跑赢全国表观消费量下降 2.4% 的行业水平；零售气量 163.81 亿方，同比下降 1.71%；零售价差 0.43 元/方，同比下降约 0.01 元/方，二季度以来价差已逐月环比回升，公司目标全年价差与去年持平。期内经营现金流 62.13 亿元，同比增长 41.66%，自由现金流 51.5 亿元，期末在手现金 399.57 亿元。

➤ 上游业务盈利大幅改善，全年权益销售量指引 800 万桶

上半年公司原油权益产量 440.3 万桶，同比下降 1.9%；受益油价上行，平均权益实现价格 71.6 美元/桶，同比增长 13.8%；勘探与生产业务实现税前利润 3.31 亿元，同比增加 2.7 亿元，利润占比同比提升 4 个百分点至 4.9%。公司指引全年原油权益销售量 800 万桶。当前中东局势仍不明朗，国际油价或有望维持中高位震荡，公司上游业务预计持续贡献利润增量。

➤ 全年业绩指引稳健，LNG 工厂加工量增长不低于 13%

公司 2026 年经营目标：零售气量同比持平，新增用户 60-70 万户；两座 LNG 接收站平均负荷率达 80%；LNG 工厂加工量增长不低于 13%；LPG 销量 580 万吨；原油权益销售量 800 万桶；全年资本开支约 70 亿元，较 2025 年的 62.57 亿元有所增长。

公司目标指引“十五五”期间工厂整体负荷率力争从 78% 提升至 90% 以上；上半年公司 LNG 工厂加工量 22.7 亿方，同比增长 29.7%，税前利润 2.7 亿元，同比增长 99.5%，LNG 液态业务链已成为公司第二大创效主力。

➤ 给予"买入"评级，提高目标价至 9.18 港元/股

基于上半年公司良好业绩以及全年稳定业绩和现金流增长预期，我们提高公司目标价至 9.18 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 11 倍和 10.8 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（20260911）

代码	公司名称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.18	1,340	23.6	20.8	20.0	19.2	2.2	2.3	2.3	2.3
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.19	266	7.1	5.8	5.1	4.6	0.5	0.5	0.4	0.4
0384.HK	中国燃气	HKD	5.37	292	10.7	10.0	9.3	8.7	0.5	0.5	0.5	0.5
0392.HK	北京控股	HKD	29.12	366	6.5	6.0	5.9	5.8	0.4	0.3	0.3	0.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.13	118	7.5	7.5	7.1	6.7	0.4	0.4	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	48.14	545	8.3	7.6	7.3	7.1	1.0	0.9	0.9	0.8
1193.HK	华润燃气	HKD	16.06	372	10.5	10.2	9.7	9.0	0.8	0.8	0.8	0.8
平均					10.6	9.7	9.2	8.7	0.8	0.8	0.8	0.8
0135.HK	昆仑能源	HKD	7.43	642	9.3	10.4	9.0	8.7	0.8	0.0	0.8	0.8

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					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	187,046	193,979	202,029	210,413	218,830
经营成本	(161,662)	(169,189)	(175,787)	(182,819)	(190,132)
销售费用	(3,491)	(3,309)	(2,978)	(3,127)	(3,283)
行政费用	(5,830)	(5,725)	(6,011)	(6,312)	(6,627)
财务开支	(803)	(650)	(585)	(573)	(562)
应占合营公司溢利	527	464	500	500	500
应占联营公司溢利	599	773	600	600	600
税前盈利	12,635	11,661	12,863	13,251	13,548
所得税	(3,128)	(3,195)	(3,216)	(3,313)	(3,387)
少数股东应占利润	3,547	3,120	3,473	3,578	3,658
归属股东净利润	5,960	5,346	6,174	6,361	6,503
折旧及摊销	5,160	5,273	5,537	5,813	6,104
EBITDA	11,242	9,883	10,389	10,638	10,789
增长					
总收入 (%)	5%	4%	4%	4%	4%
EBITDA (%)	-3%	-12%	5%	2%	1%
资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	27,827	31,280	33,237	34,667	36,666
应收账款	2,544	3,755	3,830	3,907	3,985
存货	1,131	1,037	1,058	1,079	1,100
其他流动资产	25,735	22,555	23,006	23,466	23,936
流动资产	57,237	58,627	61,131	63,119	65,687
固定资产	66,797	65,718	69,004	72,454	74,169
其他固定资产	19,356	19,774	20,528	21,413	22,985
非流动资产	86,153	85,492	89,532	93,867	97,155
总资产	143,390	144,119	150,663	156,986	162,842
流动负债	35,676	33,812	34,488	35,178	35,882
应付帐款	25,224	24,848	22,363	20,127	19,724
短期银行贷款	9,133	7,067	7,208	7,353	7,500
其他短期负债	1,319	1,897	4,917	7,699	8,658
非流动负债	18,879	18,030	18,741	19,066	18,796
长期银行贷款	14,329	13,676	14,563	15,044	14,911
其他负债	4,550	4,354	4,178	4,022	3,885
总负债	54,555	51,842	53,229	54,244	54,677
少数股东权益	23,686	24,520	26,257	28,045	29,874
股东权益	65,149	67,757	71,178	74,697	78,290
每股账面值(元)	9.21	9.58	10.07	10.42	10.77
营运资金	21,561	24,815	26,643	27,941	29,805

财务分析					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	6%	5%	5%	5%	5%
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 (%)	25%	27%	25%	25%	25%
股息支付率 (%)	46%	51%	50%	50%	50%
库存周转	3	2	2	2	2
应付账款天数	57	54	46	40	38
应收账款天数	74	52	53	54	55
ROE (%)	9%	8%	9%	9%	8%
ROA (%)	4%	4%	4%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
收入/总资产	1.30	1.35	1.34	1.34	1.34
总资产/股本	2.20	2.13	2.12	2.10	2.08
收入对利息倍数	(232.9)	(298.4)	(345.3)	(367.0)	(389.5)
现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	11,242	9,883	10,389	10,638	10,789
融资成本	803	650	683	717	752
营运资金变化	(1,054)	3,254	1,828	1,298	1,865
所得税	(3,151)	(2,809)	(2,776)	(2,939)	(3,383)
营运现金流	12,514	12,430	12,099	12,809	14,744
资本开支	(6,096)	(5,882)	(6,176)	(6,485)	(6,809)
其他投资活动	2,605	5,759	6,047	6,349	6,667
投资活动现金流	(3,491)	(123)	(129)	(136)	(142)
负债变化	(13)	(1,870)	(990)	(1,104)	(1,229)
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(7,096)	(5,684)	(5,798)	(5,914)	(6,032)
其他融资活动	(1,477)	(1,347)	(3,229)	(4,232)	(5,350)
融资活动现金流	(8,586)	(8,901)	(10,017)	(11,250)	(12,610)
现金变化	437	3,406	1,952	1,424	1,992
期初持有现金	27,353	27,827	31,280	33,237	34,667
汇率变动	37	47	5	6	7
期末持有现金	27,827	31,280	33,237	34,667	36,666

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>