

昆仑能源 (00135.HK)

2025 年中报点评：售气价差回落&补贴确认减少导致业绩承压，DPS 提升
买入（维持）

2025 年 08 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书：S0600524090002

guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	177,726	187,046	194,158	206,079	217,252
同比(%)	3.16	5.24	3.80	6.14	5.42
归母净利润（百万元）	5,682	5,960	6,061	6,341	6,635
同比(%)	8.68	4.89	1.70	4.61	4.63
EPS-最新摊薄（元/股）	0.66	0.69	0.70	0.73	0.77
P/E（现价&最新摊薄）	10.29	9.81	9.65	9.22	8.81

投资要点

- **事件：**2025 年 8 月 19 日晚，公司公告 2025 年中期业绩。2025H1 公司实现营收 975.43 亿元，同增 5.0%；归母净利润 31.61 亿元，同减 4.4%。**每股分红 0.166 元（同比+0.002 元），分红比例 45.5%。**
- **售气价差回落&补贴确认减少导致业绩承压。**25H1 公司税前利润 67.37 亿元，同比-7.1%；归母净利润 31.6 亿元，同比-4.4%，低于我们预期，原因主要为：1）天然气销售业务毛利同比-4.1 亿元，系批发气价格调整单方利润回落、加气站业务模式调整零售价差缩窄所致；2）其他收益净额 3.81 亿元（24H1 7.46 亿元），主要受老旧管网改造等政府补贴项目实施、验收、结算进度等因素影响。**2025H1 分业务来看：1）天然气销售：**收入/税前利润同比+6.1%/-10.5%至 800.78/44.77 亿元，税前利润占比同比-2.6pct 至 66.4%。零售气/批发气量同比+2.2%/+22.6%至 166.66/124.29 亿方，工业/商业（公服）/居民/加气站零售气量分别为 124.71/16.93/20.14/4.88 亿方，同比+8.0%/-1.5%/-3.6%/-48.5%，零售气进销价差同比-0.01 元/方至 0.44 元/方，主要系高价差的加气站业务盈利模式从自营调整至租赁模式，气量占比同比-2.8pct 至 2.9%所致。**2）勘探与生产：**收入/税前利润同比-16.3%/-64.9%至 0.73/0.61 亿元，税前利润占比同比-1.5pct 至 0.9%。原油权益销售量 412 万桶，同比+1.9%；因油价下行，原油平均销售价格-7.2%至 62.9 美元/桶。**3）LNG 加工与储运：**收入/税前利润同比-1.6%/+11.4%至 43.71/18.36 亿元，税前利润占比同比+4.6pct 至 27.3%。公司对 LNG 接收站与工厂精益化管理、降本增效扩大了业务利润。**接收站**总处理量同比+1.7%至 79.0 亿方，负荷率同比+1.4pct 至 86.8%；**LNG 工厂**加工量同比-1.2%至 17.52 亿方，负荷率同比-1.3pct 至 57.1%。**4）LPG 销售：**收入/税前利润同比+1.0%/-3.0%至 130.02/5.44 亿元，税前利润占比同比+0.4pct 至 8.1%。LPG 销售量同比+4.9 至 306.84 万吨。
- **股东资源加持&布局制造业产业转移承接地，气量增速高于行业。**1）。**背靠中石油，资源有保障：**截至 2024 年底，中国石油合计持有公司 56.05%股份。中国石油给予公司城市燃气及 LPG 销售业务良好资源保障，支撑公司 LNG 接收站高负荷率运转、扩大公司 LNG 工厂销量，为公司成长保驾护航。2）**布局制造业产业转移承接地，气量高增。**2020 年起国家鼓励支持中西部和东北地区更大力度承接制造业产业转移；公司聚焦西北、东北地区，25H1 在内蒙古、山东、贵州新增 5 个城燃项目，实现零售气量同比+2.2%（发改委数据 25H1 全国天然气表观消费量同比-0.9%），其中工业零售气量同比+8.0%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到中报业绩不及预期，同时公司下调了 2025 年零售气量的增速指引（+8%降至+5%）；我们下调 25-27 年归母净利润预测至 60.6/63.4/66.3 亿元（原值 61.5/64.7/68.0 亿元），同比+2%/+5%/+5%，对应 PE9.6/9.2/8.8 倍；按照分红比例 45%计算，2025 年股息率 4.8%（估值日 2025/8/21），维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济，极端天气，安全经营等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	7.34
一年最低/最高价	7.08/8.62
市净率(倍)	0.87
港股流通市值(百万港元)	57,994.49

基础数据

每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	35.33
总股本(百万股)	8,658.80
流通股本(百万股)	8,658.80

相关研究

《昆仑能源(00135.HK): 2024 年年度业绩点评：零售气量高增，分红比例持续提升》

2025-03-27

《昆仑能源(00135.HK): 2024 年中报业绩点评：气量高增&结构调整真实价差有韧性，首次中期派息》

2024-08-29

昆仑能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	57,237.00	59,743.88	63,795.18	70,292.31	营业总收入	187,046.00	194,157.64	206,079.14	217,252.37
现金及现金等价物	27,827.00	20,394.85	17,445.66	15,901.01	营业成本	176,143.00	183,141.63	194,582.90	205,253.83
应收账款及票据	2,544.00	2,696.63	2,673.88	2,951.21	销售费用	-	-	-	-
存货	1,131.00	1,399.00	1,405.32	1,510.90	管理费用	-	-	-	-
其他流动资产	25,735.00	35,253.40	42,270.32	49,929.19	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	86,153.00	91,698.63	95,955.16	98,322.89	其他费用	504.00	526.17	537.87	575.72
固定资产	62,388.00	67,068.60	70,540.17	71,888.16	经营利润	10,399.00	10,489.84	10,958.37	11,422.82
商誉及无形资产	1,526.00	1,449.70	1,377.22	1,308.35	利息收入	958.00	817.41	705.92	661.68
长期投资	14,724.00	15,601.33	16,458.78	17,547.37	利息支出	803.00	802.62	684.37	649.37
其他长期投资	264.00	264.00	264.00	264.00	其他收益	2,081.00	2,255.67	2,333.44	2,494.89
其他非流动资产	7,251.00	7,315.00	7,315.00	7,315.00	利润总额	12,635.00	12,760.31	13,313.36	13,930.02
资产总计	143,390.00	151,442.52	159,750.34	168,615.20	所得税	3,128.00	3,139.04	3,248.46	3,398.93
流动负债	35,676.00	41,354.88	43,514.61	45,966.63	净利润	9,507.00	9,621.27	10,064.90	10,531.10
短期借款	9,133.00	8,133.00	8,133.00	8,133.00	少数股东损益	3,547.00	3,559.87	3,724.01	3,896.51
应付账款及票据	3,106.00	3,452.85	3,633.66	3,958.63	归属母公司净利润	5,960.00	6,061.40	6,340.89	6,634.59
其他	23,437.00	29,769.03	31,747.95	33,875.00	EBIT	12,480.00	12,745.52	13,291.80	13,917.71
非流动负债	18,879.00	14,359.00	13,359.00	12,359.00	EBITDA	15,871.10	16,141.22	16,892.72	17,638.57
长期借款	14,329.00	9,829.00	8,829.00	7,829.00					
其他	4,550.00	4,530.00	4,530.00	4,530.00					
负债合计	54,555.00	55,713.88	56,873.61	58,325.63					
股本	71.00	71.00	71.00	71.00					
少数股东权益	23,686.00	27,245.87	30,969.88	34,866.39					
归属母公司股东权益	65,149.00	68,482.77	71,906.85	75,423.18					
负债和股东权益	143,390.00	151,442.52	159,750.34	168,615.20					

现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,585.00	16,301.53	13,175.99	13,465.39
投资活动现金流	(11,547.45)	(14,703.44)	(11,524.01)	(10,242.41)
筹资活动现金流	(4,169.91)	(9,030.25)	(4,601.17)	(4,767.62)
现金净增加额	(2,159.60)	(7,432.15)	(2,949.19)	(1,544.64)
折旧和摊销	3,391.10	3,395.70	3,600.92	3,720.87
资本开支	(6,602.00)	(8,000.00)	(7,000.00)	(5,000.00)
营运资本变动	887.54	4,737.62	1,159.25	1,058.94

注：公司未分别披露销售费用、管理费用和研发费用，以上三项费用包含在营业成本中，财务预测表中以“-”列示。

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月21日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>