

审慎增持 (首次)

九丰能源

605090

LNG 产业链布局完善，氢能市场蓄势待发

2022年08月26日

## 市场数据

市场数据日期	2022/08/25
收盘价(元)	27.90
总股本(百万股)	620.16
流通股本(百万股)	252.81
总市值(百万元)	17,302.40
流通市值(百万元)	5,835.86
净资产(百万元)	6,212.17
总资产(百万元)	9,124.44
每股净资产(元)	10.02

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师:

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18488	22270	22908	23163
同比增长	107.4%	20.5%	2.9%	1.1%
归母净利润(百万元)	620	986	1227	1507
同比增长	-19.3%	59.0%	24.5%	22.8%
毛利率	6.5%	7.2%	8.4%	9.3%
净利率	3.4%	4.5%	5.4%	6.6%
每股收益(元)	1.00	1.59	1.98	2.43
每股经营现金流(元)	0.14	1.71	2.32	2.91
市盈率	27.9	17.6	14.1	11.5
市净率	3.0	2.6	2.3	1.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 九丰能源是国内大型清洁能源综合服务提供商。公司凭借自身的行业经验、气源优势、核心资产优势(具备稀缺接收站资源和自有船只),充分利用时间、空间错配,实现LNG及LPG贸易利润最大化。2022年上半年,公司实现营业收入129.59亿元,同比增长95.36%;实现归母净利润6.42亿元,同比增长61.54%。2022年5月,公司发布股份回购计划,拟在未来12个月内,以集中竞价方式回购公司A股股份1.5-3亿元。同时,2022年8月,公司公告员工持股计划草案,业绩考核以公司2021年归母净利润为基数,2022-2024年CAGR为12.41%,体现坚定的长期发展信心和良好的成长性预期。
- 深耕LNG业务,“端到端”全产业链布局,“海陆双气”保供能力突出。2021年,LNG业务营收98.79亿元,占比达53.43%。公司通过“端到端”全产业链布局,不断提升自身竞争力和稳定性。1)供给端:公司已形成稳定、多元、可靠的“海气资源池”及“长约+现货”合作模式,并持续推进陆气资源布局,拓展市场辐射范围及领域。2022年,公司完成华油中蓝28%股权收购,拟100%收购森泰能源。收购完成后,公司将正式形成“海气+陆气”双气源格局。2)输配端:九丰能源自主控制8艘运输船,可有效规避船运市场波动风险,降本增效。同时,公司拥有稀缺接收站资源,覆盖华南区域广阔的能源消费市场。3)销售端:公司用户结构优质,直接用户终端占比超70%,客户粘性强、客源稳定、顺价能力强,保障整体盈利能力的稳定性。
- 坚定新能源产业方向,前瞻性布局氢能赛道。《氢能产业中长期发展规划(2021-2035)》明确了氢能将成为我国未来能源体系的重要组成部分,预计到2060年,我国氢气年需求量将增加至1.3亿吨,在终端能源体系中占比达20%。同时,广东省氢能产业发展前景良好,与公司当前业务高度匹配。目前,九丰能源聚焦氢能产业上游,布局制氢、加氢等方向。通过与巨正源、国鸿氢能等公司深度合作,全力开拓氢能市场。
- 盈利预测与投资建议:预测九丰能源2022-2024年归母净利润分别为9.86亿元/12.27亿元/15.07亿元,分别同比增长59.0%/24.5%/22.8%;分别对应2022年8月25日的PE估值为17.6X/14.1X/11.5X,首次覆盖,给予“审慎增持”评级。

风险提示: LNG价格波动风险,人民币汇率波动风险, LNG需求增长低于预期风险。

## 目 录

一、国内大型清洁能源综合服务提供商，深耕 LNG 业务	- 4 -
1.1 专注华南能源市场，深耕 LNG 业务	- 4 -
1.2 LNG 贡献收入占比持续提升，债务管控能力持续提升	- 6 -
1.3 股份回购持续推进，员工持股方案坚定长期发展信心	- 8 -
二、油气能源“端到端”全产业链布局，“海陆双气”保供能力突出	- 9 -
2.1 “端到端”全产业链布局，提升竞争力和稳定性	- 9 -
2.2 供给端：“长约+现货”模式稳定量价，“海陆双气”资源池保障供应	- 10 -
2.3 输配端：自有船只降本增效，稀缺接收站开拓市场	- 13 -
2.4 销售端：客户结构优质，顺价能力强	- 14 -
三、坚定新能源产业方向，前瞻性布局氢能赛道	- 15 -
3.1 顶层设计落地，我国氢能产业发展步入快车道	- 15 -
3.2 聚焦氢能产业上游，多方合作全力开拓氢能市场	- 16 -
四、盈利预测与投资建议	- 18 -
五、风险提示	- 19 -

## 图 目 录

图 1、公司 LNG 主要盈利模式	- 4 -
图 2、公司发展沿革梳理：LPG 起步，深耕 LNG 业务，进军氢能市场	- 5 -
图 3、公司股权结构：张建国、蔡丽红夫妇合计持股超 50%	- 5 -
图 4、2015-2022Q1 公司收入及同比增长	- 6 -
图 5、2015-2022Q1 归母净利润及同比增长	- 6 -
图 6、2015-2022H1 年营业收入结构	- 6 -
图 7、2015-2021 年毛利润结构	- 6 -
图 8、2015-2022H1 销售毛利率、净利率水平	- 7 -
图 9、2015-2021 年主营业务毛利率水平	- 7 -
图 10、2015-2022 年国内 LNG 价格变化	- 7 -
图 11、2015-2022 年布伦特原油价格变化	- 7 -
图 12、2015-2022H1 资产负债率水平	- 8 -
图 13、2015-2022H1 期间费用率水平	- 8 -
图 14、公司国内核心业务“端到端”布局	- 9 -
图 15、LPG 业务模式	- 10 -
图 16、LNG 业务模式	- 10 -
图 17、公司 LNG 长约采购合同的采购定价	- 11 -
图 18、公司海外资源池分布	- 11 -
图 19、森泰能源 LNG 业务盈利模式	- 12 -
图 20、森泰能源产能情况（万吨/年）	- 13 -
图 21、公司“X 优势+目标客户”业务模式	- 14 -
图 22、中国各省市建成加氢站情况（座）	- 16 -

图 23、公司定位氢能产业链上游..... - 17 -

## 表目录

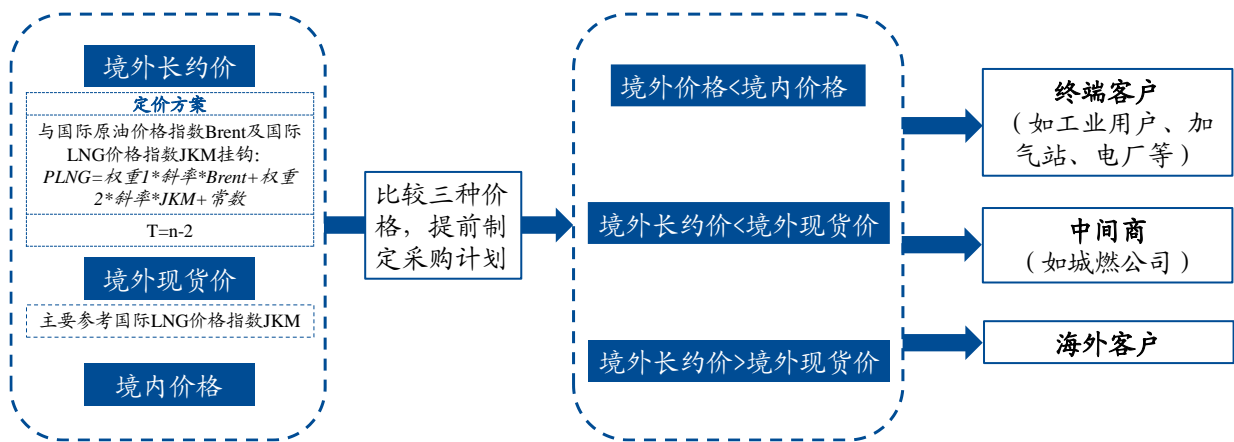
表 1、预计回购后公司股权结构的变动情况.....	- 8 -
表 2、第一期员工持股计划持有人名单及其份额分配情况.....	- 9 -
表 3、华油中蓝 LNG 液化产能投建情况.....	- 12 -
表 4、九丰能源自主控制 8 艘、在建 2 艘运输船.....	- 13 -
表 5、华南地区建成投产的接收站情况.....	- 14 -
表 6、近期氢能相关国家政策梳理.....	- 15 -
表 7、中国氢能发展总体目标.....	- 16 -
表 8、2025 年广东城市群氢能产业发展目标.....	- 16 -
表 9、公司与巨正源共同开发氢能合作情况.....	- 18 -
表 10、公司分业务收入及毛利润预测表.....	- 19 -

报告正文

九丰能源是覆盖燃气行业全产业链的大型清洁能源综合服务提供商。公司凭借自身的行业经验、气源优势、核心资产优势（具备稀缺接收站资源和自有船只），充分利用时间、空间错配，实现国际、国内双顺价，获取 LNG 及 LPG 利润最大化。

图 1、公司 LNG 主要盈利模式

- 商业模式：利用时间、空间错配，实现利润最大化
- 主要优势：1、海陆双气资源池；2、“长约+现货”模式；3、自有船只保障运输



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 一、国内大型清洁能源综合服务提供商，深耕 LNG 业务

### 1.1 专注华南能源市场，深耕 LNG 业务

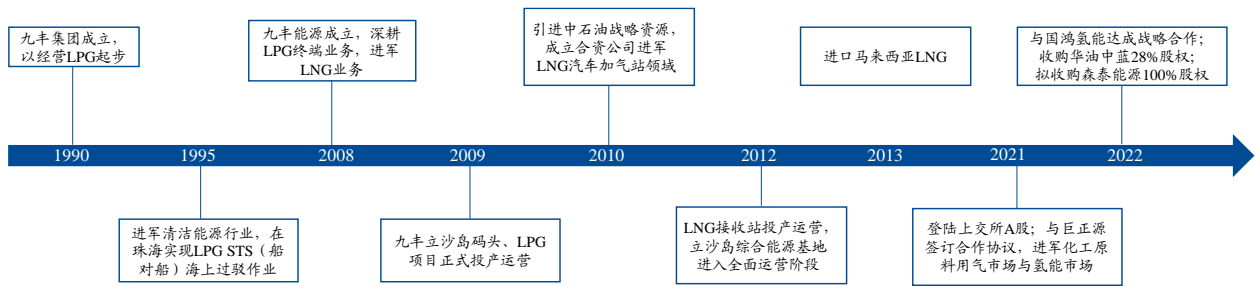
九丰能源是国内专注于燃气产业中游及终端领域的大型清洁能源综合服务提供商，主营液化石油气（LPG）和液化天然气（LNG）业务。

- LPG 起步：九丰集团成立于 1990 年，以经营 LPG 起步；1995 年进军清洁能源行业，在珠海实现国内首创的 LPG STS（船对船）海上过驳作业，并连续四年 LPG 进口量全国第一。
- 深耕 LNG 业务：2008 年九丰能源成立，立足华南，进军 LNG 业务；2012 年 LNG 接收站投产运营，立沙岛综合能源基地进入全面运营阶段；2013 年进口马来西亚 LNG，开创国内民企海外进口 LNG 先河；2021 年成功登陆上交所 A 股；2022 年完成收购华油中蓝 28% 股权，初步形成 LNG“海气+陆气”的双气源格局。2022 年 7 月 31 日，九丰能源公告发行股份、可转换公司债券及支付现

金购买资产并募集配套资金报告书（草案），拟以 18 亿元的交易对价购买森泰能源公司 100% 股权。其中，九丰能源以现金支付 6 亿元，发行股份支付 1.2 亿元，发行可转债 10.8 亿元。本次收购完成后，九丰能源将正式形成“海陆双气”资源池格局，进一步拓展 LNG 市场。

- **进军氢能市场：**2021 年，公司与巨正源达成合作，以成立合资公司方式深度合作发展氢能产业；2022 年 1 月，公司与国鸿氢能达成战略合作，共同开拓广东氢能市场。

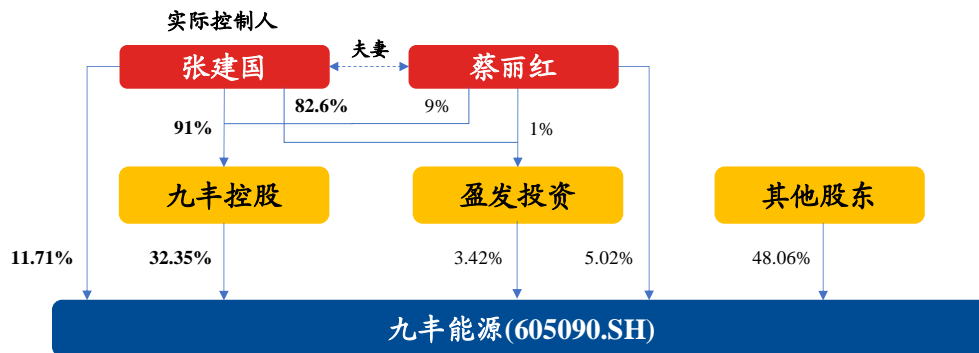
图 2、公司发展沿革梳理：LPG 起步，深耕 LNG 业务，进军氢能市场



资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

张建国和蔡丽红夫妇合计持股超 50%，股权结构长期稳定。公司控股股东为九丰控股，实际控制人为张建国和蔡丽红夫妇。截止 2022 年 7 月 31 日，张建国直接持有 11.71% 股份，蔡丽红直接持有 5.02% 股份，二人通过九丰控股和盈发投资间接持有 35.77% 股份，二人合计持有 52.5% 股份。公司设立至今，二人直接或间接持有股份合计减少 12.1%，股权结构长期保持稳定。

图 3、公司股权结构：张建国、蔡丽红夫妇合计持股超 50%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

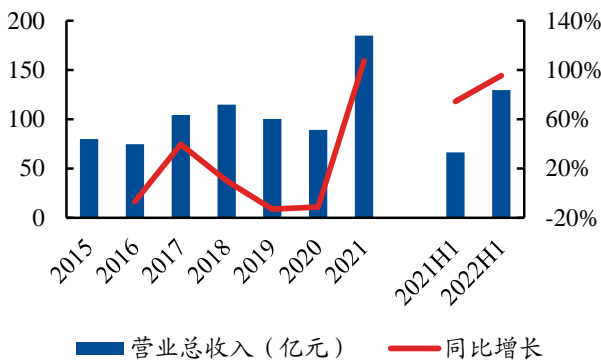
注：截至 2022 年 7 月 31 日

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**1.2 LNG 贡献收入占比持续提升，债务管控能力持续提升**

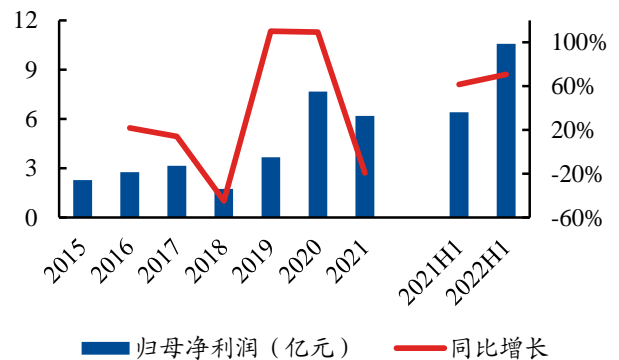
营业收入稳步提升，2022H1 业绩实现高增长。2021 年公司实现营业收入 184.88 亿元，同比增长 107.42%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比下降 19.27%。2015-2021 年，公司营业总收入 CAGR 为+14.97%，归母净利润 CAGR 为+18.16%，保持较高增长。2022 年上半年，公司积极推进能源服务型业务拓展，业绩较上年同期实现大幅增长，实现营业收入 129.59 亿元，同比增长 95.36%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比增长 61.54%。

图 4、2015-2022Q1 公司收入及同比增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

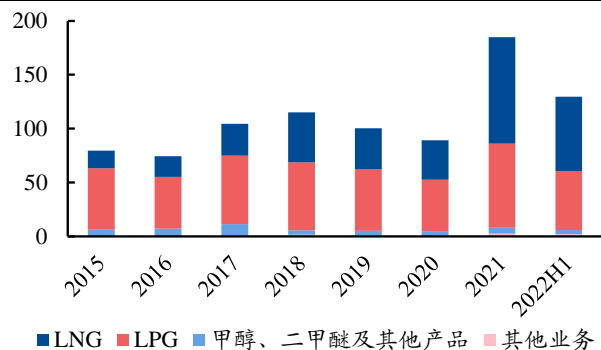
图 5、2015-2022Q1 归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

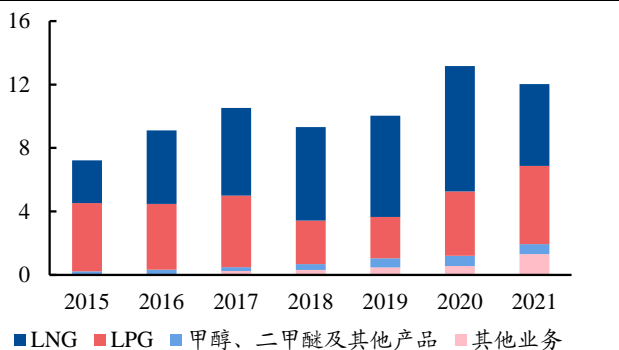
LNG、LPG 贡献主要收入和毛利，LNG 占比不断提高。从业务结构来看，2021 年，LNG 业务收入 98.79 亿元，LPG 业务收入 78.07 亿元，LNG 业务营收占比首次超过 LPG 业务，达 53.43%，LNG、LPG 业务营收占比总计高达 95.66%。从毛利润贡献角度看，2016 年起 LNG 业务毛利润贡献占比即超越 LPG，2021 年 LNG 业务实现毛利润 5.15 亿元，占比达 42.81%。

图 6、2015-2022H1 年营业收入结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2015-2021 年毛利润结构

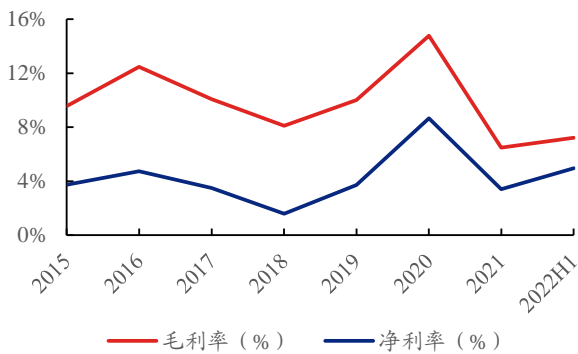


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

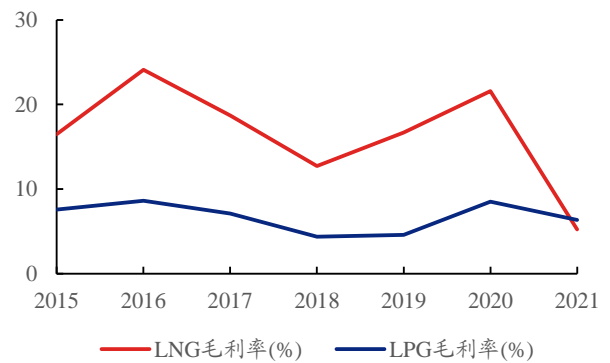
公司毛利率波动性强，主要源于国际油气价格波动。2021年，公司销售毛利率为6.5%，同比下降55.99%，主要源于受国际油气价格影响，LNG、LPG产品的采购价格和销售价格较上年同期均出现较大幅度上涨，而毛差出现一定程度下降。其中，公司主营业务LNG毛利率为5.21%，同比下降75.83%。

图 8、2015-2022H1 销售毛利率、净利率水平



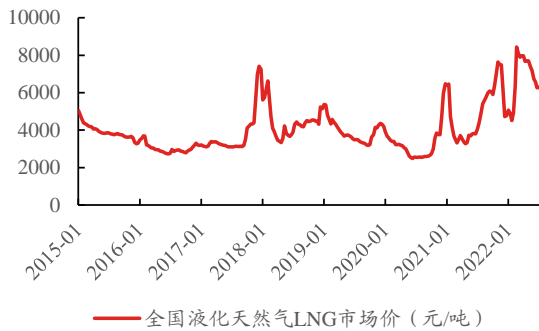
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2015-2021 年主营业务毛利率水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2015-2022 年国内 LNG 价格变化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

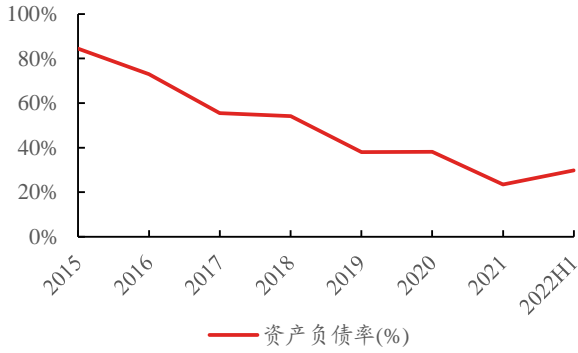
图 11、2015-2022 年布伦特原油价格变化



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

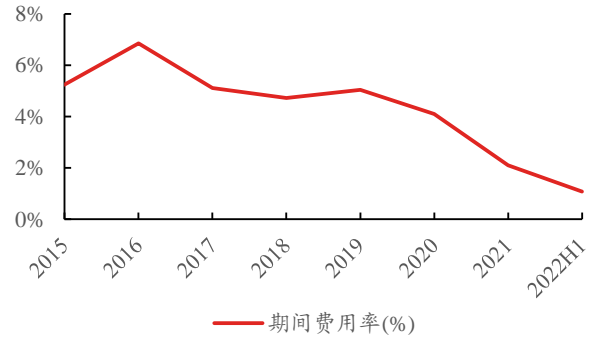
负债率不断降低，管控能力持续提升。2021年，公司资产负债率水平降至23.49%，同比下降38.44%，2015-2021年CAGR为-19.21%，公司偿债能力增强，债务风险不断降低。2021年，公司期间费用率水平为2.11%，同比下降48.54%，2015-2021年CAGR为-14.09%，公司管控能力提高，盈利空间有望继续扩大。

图 12、2015-2022H1 资产负债率水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2015-2022H1 期间费用率水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3 股份回购持续推进，员工持股方案坚定长期发展信心

股份回购计划坚定长期发展信心。2022 年 5 月，公司发布股份回购计划，拟在未来 12 个月内，以集中竞价方式回购公司 A 股股份 1.5-3 亿元，全部用于员工持股计划或股权激励计划。本次回购股份的数量占公司己发行总股本的 0.81%-1.62%，回购股份的价格不超过人民币 29.92 元/股。截至 2022 年 8 月 19 日，公司回购公司股份共计 700 万股，占公司目前总股本的 1.13%，回购均价为 21.53 元/股。公司制定和实施股份回购方案，体现其对未来发展前景的信心和公司价值的认可。

表 1、预计回购后公司股权结构的变动情况

股份性质	本次回购前		按照回购金额下限回购后		按照回购金额上限回购后	
	数量(亿股)	比例	数量(亿股)	比例	数量(亿股)	比例
有限售条件股份	5.04	81.27%	5.09	82.08%	5.14	82.89%
无限售条件股份	1.16	18.73%	1.11	17.92%	1.06	17.11%
股份总数	6.20	100%	6.20	100%	6.20	100%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

员工持股计划体现良好成长性预期。2022 年 8 月，公司发布第一期员工持股计划，该持股计划的资金规模不超过 7000 万元，约占公司目前总股本的 1.13%，参与对象包括部分董事、高管、核心业务骨干等 23 人。业绩考核分三个解锁期，以公司 2021 年归母净利润为基数，2022-2024 年实现归母净利润增长分别不低于 53.29%、93.63%、142.03%，未来三年 CAGR 为 12.41%。该持股计划体现公司良好的成长性预期，同时也有利于进一步调动团队积极性，促进公司长期、健康的发展。



表 2、第一期员工持股计划持有人名单及其份额分配情况

姓名	职务	拟认购份额 (万元)	占计划总份 额比例	对应公司股票数 量(万股)
吉艳	董事、总经理	600	8.57%	60
杨影霞	董事、副总经理、财务总监	300	4.29%	30
蔡健斌	董事、副总经理	300	4.29%	30
慕长鸿	监事会主席	100	1.43%	10
黄博	副总经理、董事会秘书	500	7.14%	50
核心及骨干人员、董事会认为要激励的 其他人员(共 18 人)		3800	54.29%	380
预留份额		1400	20%	140
<b>合计</b>		<b>7000</b>	<b>100%</b>	<b>700</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、油气能源“端到端”全产业链布局，“海陆双气”保供能力突出

### 2.1 “端到端”全产业链布局，提升竞争力和稳定性

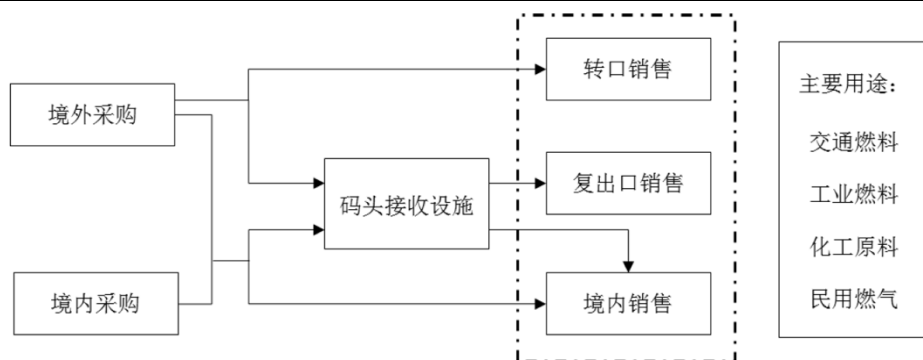
公司实现清洁能源“端到端”全产业链布局，业务模式成熟完善。公司业务布局涵盖国际采购—远洋运输—码头仓储—加工生产—物流配送—终端服务等全产业链，实现清洁能源“端到端”的全方位布局，有利于提高公司业务的可控性，避免外部冲击带来的不利影响，实现公司价值最大化。

图 14、公司国内核心业务“端到端”布局



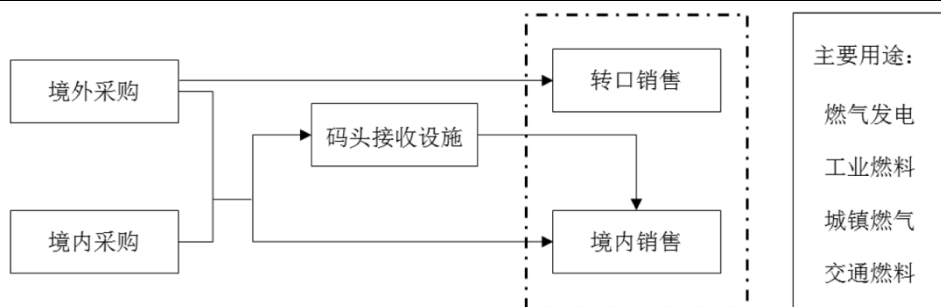
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、LPG 业务模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、LNG 业务模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2 供给端：“长约+现货”模式稳定量价，“海陆双气”资源池保障供应

1、公司已形成稳定、多元、可靠的“海气资源池”及“长约+现货”合作模式。LNG 采购以境外采购为主，境内采购为辅。采购模式包括长约采购和现货采购：

- **长约采购：**目前，公司与马石油、ENI 签订了附照付不议条款的长约采购合同，气源为供应商所属的马来西亚及印度尼西亚本土井口气，能最大程度保证能源供应的稳定性。长约采购合同的定价与国际原油价格指数 Brent 和国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩，有利于提升长约定价的灵活性。
- **现货采购：**当 LNG 市场价格持续走低时，公司将根据市场需求、销售情况和价格走势，灵活地向合适供应商进行现货采购。目前公司已经与国际市场诸多知名能源供应商达成现货采购合作协议，如马石油、卡塔尔液化天然气有限公司、Vitol（维多）、Glencore（嘉能可）、Marubeni（丸红）、Pavilion（兰亭）、Chevron（雪佛龙）、韩国 SK 燃气等。

图 17、公司 LNG 长约采购合同的采购定价

	马石油	ENI
原协议	<p>报告期内，马石油原 LNG 长约采购合同的采购定价主要与国际原油价格指数 Brent 挂钩，采购定价公式为下列格式：</p> $P_{LNG} = \text{斜率}^1 * \text{Brent}$	<p>报告期内，ENI 原 LNG 长约采购合同中的采购定价与国际原油价格指数 JCC 挂钩，采购定价公式为下列格式：</p> $P_{LNG} = \text{斜率} * \text{JCC} + \text{常数}^2$
补充协议/新协议	<p>根据原协议约定，买卖双方有权对后续合同年的 LNG 长约采购定价公式进行协商调整。基于此，马石油补充协议中约定，2020 年 7 月至 2026 年 3 月的 LNG 长约采购定价公式变更为，与国际原油价格指数 Brent 及国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩，采购定价公式为下列格式：</p> $P_{LNG} = \text{权重}^3_1 * \text{斜率} * \text{Brent} + \text{权重}^2_2 * \text{JKM} + \text{常数}$	<p>ENI 新协议中约定，2021 年-2023 年（视情况可继续延期至 2024 年）LNG 长约采购定价公式为，与国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩，采购定价公式为下列格式：</p> $P_{LNG} = \text{JKM} + \text{常数}$

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、公司海外资源池分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**2、持续推进陆气资源布局，拓展市场辐射范围及领域：**为了有效降低单一气源对经营活动可能造成的波动，公司近几年重点推进“陆气资源”方面布局。“海气+陆气”双气源格局将提高公司的保供能力，并拓展公司市场辐射范围（走出华南地区）及领域（LNG 汽车加气市场等终端领域）：

- 公司完成华油中蓝 28% 股权收购，初步形成陆气资源池。2022 年 4 月，公司以 2.26 亿元人民币的交易价格购买华油中蓝 28% 股权，成为华油中蓝第一大股东。华油中蓝位于四川巴中，是西南地区单体规模最大的天然气液化工厂，以及该区域重要的 LNG 提供商。在液化生产方面，华油中蓝建有 3 万立方米 LNG 储罐，规模优势明显。在市场方面，华油中蓝目标市场以 LNG 汽车加气站为主，同时不断向工商业终端用户及城市燃气市场渗透。因此，本次购买资产后，公司可进一步扩大陆气资源池，降低波动性，提升协同度；突破公司原有市场辐射范围，间接实施“出华南”战略；间接切入汽车加气市场，拓宽终端应用领域。

表 3、华油中蓝 LNG 液化产能投建情况

	产能（万吨/年）	建设状态
一期	30	满负荷运行
二期	30	已完成征地、公用辅助工程建设

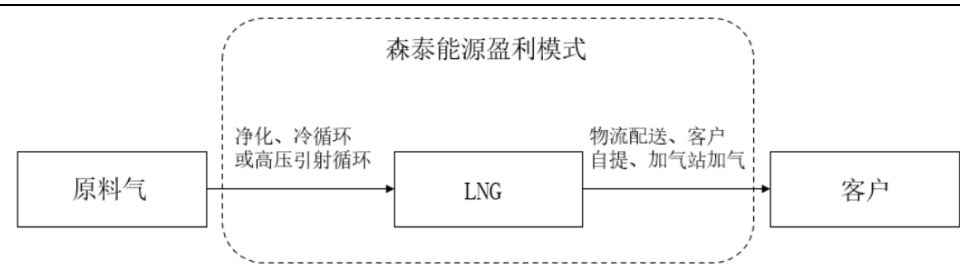
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：截至 2022 年 4 月 12 日

➤ 公司拟收购森泰能源，“海气+陆气”双气源战略再进一步。森泰能源主要从事 LNG 和高纯度氮气的生产、物流配送、销售和 LNG 加气站、LNG/L-CNG 加气站零售业务，主要产品为 LNG 和高纯度氮气。在 LNG 业务上，森泰能源为全国领先的 LNG 全产业链经营平台公司之一，完整覆盖 LNG 全产业链。公司已在国内两大天然气资源丰富区域——四川盆地和鄂尔多斯盆地建成投产 4 家 LNG 生产加工厂，具备年产近 60 万吨的 LNG 规模化液化生产能力。

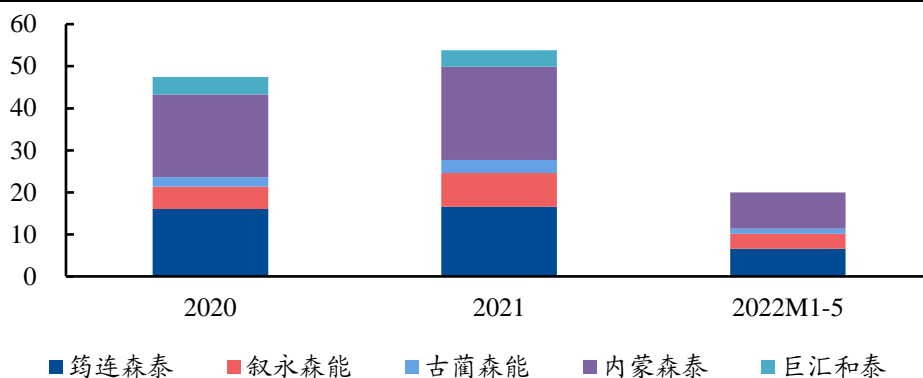
在氮气业务上，森泰能源为国内少数掌握提氮技术的企业之一，已具备 LNG 项目 BOG 提氮的关键技术和运营能力。2021 年 5 月，内蒙森泰 LNG 液化工厂建设的 BOG 提氮项目顺利投产，运行情况良好，提取的氮气纯度高达 99.999%。目前，森泰能源已规划建设“天然气液氮生产项目”，进一步扩大氮气产业优势。

图 19、森泰能源 LNG 业务盈利模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、森泰能源产能情况（万吨/年）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司“陆气”战略将使公司的市场辐射范围将从华南区域快速扩展至西南及西北区域，走出华南市场；此外，公司将从现有以工业（园区）用户、燃气电厂、大客户为主的直接终端用户基础上，快速切入到 LNG 汽车加气市场，有效扩展终端应用领域。

### 2.3 输配端：自有船只降本增效，稀缺接收站开拓市场

**自有运输船降本增效、抵御风险。**据公司年度报告，在正常海运假设条件下，自有 LNG 运输船的单位运输成本较租赁方式降低约 37%。目前，九丰能源自主控制 8 艘运输船，能够完全满足公司 LNG 及 LPG 产品的周转与运输，可有效避免船运市场供给出现波动及船运价格上涨对公司供应链造成的不利影响，同时可提高公司产品周转能力和运作效率、降低中间环节成本。

表 4、九丰能源自主控制 8 艘、在建 2 艘运输船

	自有	租赁	在建	总
LNG 运输船	3	2	1	6
LPG 运输船	0	1	1	2

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

拥有稀缺接收站资源，覆盖华南区域广阔的能源消费市场。LNG 进口需要依靠在沿海建设的 LNG 接收站进行上岸中转。截至 2021 年底，我国大陆建成投运的 LNG 接收站仅 22 座，整个华南地区拥有 10 座，其中 9 座均归属国央企，接收站资源对于民营企业而言极具稀缺性。公司位于东莞的 LNG 接收站于 2012 年开始投产，是我国首个民营 LNG 接收站，可实现 LNG 年周转能力 150 万吨，助力公司成为华南地区 LNG 流通市场的重要供应商。2022 年，公司将通过国家管网公

司的接收站码头实现 LNG 异地上岸，并利用国家管网公司的管输优势，实现液态及气态输送，助推公司走出华南市场。

表 5、华南地区建成投产的接收站情况

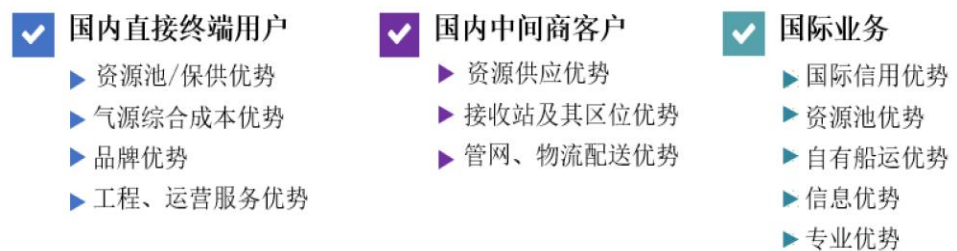
投产时间	经营者	位置
2006	中国海油	广东深圳大鹏
2012	九丰能源	广东东莞
2013	中国海油	广东珠海金湾
2014	中国石油	海南
2014	中国海油	海南
2016	中国石化	广西北海
2017	中国海油	广东粤东
2018	中国海油	广东深圳迭福
2019	深圳燃气	广东深圳
2019	中国海油	广西防城港

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 2.4 销售端：客户结构优质，顺价能力强

公司用户结构优质，直接用户终端占比超 70%。公司的客户类型可划分为以工业、燃气电厂、大客户为代表的直接终端用户、以城市燃气、贸易商为代表的中间商客户以及国际客户。公司通过强化不同类型客户的差别优势，形成“X 优势+目标客户”模式下的差异化综合竞争力，并将直接终端用户作为 LNG 市场开拓的重点。2021 年，公司服务的直接终端用户超过 100 家，终端销气规模占国内销售量的比重超过 70%，客户粘性大、客源稳定、顺价能力强，保障整体盈利能力的稳定性。

图 21、公司“X 优势+目标客户”业务模式



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、坚定新能源产业方向，前瞻性布局氢能赛道

#### 3.1 顶层设计落地，我国氢能产业发展步入快车道

顶层设计落地，氢能将成为我国未来能源体系的重要组成部分。氢能作为清洁的低碳能源，受到国家和地方的高度关注。近年来，多项支持氢能产业发展的鼓励政策陆续出台。国家发改委 2022 年 3 月发布的《氢能产业中长期发展规划（2021-2035）》，明确了氢能在我国能源体系和产业中的定位，也详细规划了未来发展目标和应用场景，为行业发展带来新的动力。

表 6、近期氢能相关国家政策梳理

颁布时间	政策文件	颁布主体	主要内容
2022.3	《2022 年能源工作指导意见》	国家能源局	因地制宜开展可再生能源制氢示范，探索氢能技术发展路线和商业化应用路径。加快新型储能、氢能等低碳零碳重大关键技术研究，围绕新型电力系统、新型储能、氢能和燃料电池等重点领域，增设若干创新平台。
2022.3	《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》	国家发改委、国家能源局	明确了氢的能源属性，是未来国家能源体系的组成部分；明确氢能是战略性新兴产业的重点方向，是构建绿色低碳产业体系、打造产业转型升级的新增长点。
2022.3	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发改委、国家能源局	强化氢能等前沿科技攻关，适度超前部署一批氢能项目，着力攻克可再生能源制氢和氢能储运、应用及燃料电池等核心技术，力争氢能全产业链关键技术取得突破，推动氢能技术发展和示范应用。
2021.11	《“十四五”工业绿色发展规划》	工信部	加快氢能技术创新和基础设施建设，推动氢能多元利用。
2021.8	《关于启动燃料电池汽车示范应用工作的通知》	国家财政部等五部委	在北京市、上海市、广东省城市群启动实施燃料电池汽车示范应用工作，示范期为 4 年，“氢能供应”纳入重要的积分核算。
2021.3	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	在氢能与储能等前沿科技和产业变革领域，组织实施未来产业孵化与加速计划，谋划布局一批未来产业。

资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

氢能需求攀升，长期发展前景广阔。据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书 2019》预计，到 2030 年，中国氢气需求量将达到 3500 万吨，在终端能源体系中占比 5%；到 2050 年，氢气需求量将提升至 6000 万吨，在我国终端能源体系中占比达 10%，产业产值达到 12 万亿。随着深度脱碳需求的增加，氢能在工业、交通、建筑与发电领域将逐步渗透，到 2060 年，我国氢气年需求量将增加至 1.3 亿吨，在终端能源体系中占比达 20%。

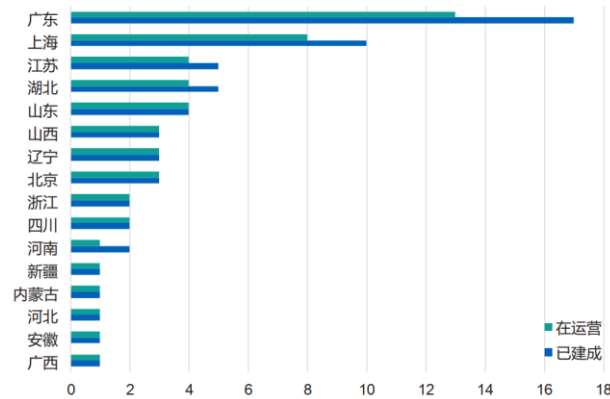
表 7、中国氢能发展总体目标

	2025 年	2035 年	2050 年
氢需求总量 (万吨)	3000	4000	6000
产业产值 (万亿元)	1	5	12
氢终端销售价格 (元/kg)	40	30	20
加氢站数量 (座)	200	2000	12000
氢燃料电池汽车保有量 (万辆)	10	100	3000

资料来源：《中国氢能产业发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

广东省氢能产业发展前景良好，与公司当前业务高度匹配。广东省氢能产业布局较早，氢燃料电池汽车产业发展较为领先，广州、深圳、佛山等地的氢能产业已经初具规模。2021 年 8 月，广东城市群获批国家燃料电池示范应用城市群，加速当地氢能产业发展。九丰能源作为华南地区 LNG 主要供应商之一，有望凭借区位优势和资源成本优势，顺利进军氢能产业。

图 22、中国各省市建成加氢站情况 (座)



资料来源：《中国氢能产业发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、2025 年广东城市群氢能产业发展目标

	广东	广州	深圳	东莞	佛山
加氢站 (座)	200	50	10	29	43
燃料电池汽车 (辆)	10000	千辆级规模	1000	-	-
氢能产业产值 (亿元)	-	600	500	-	500

资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2 聚焦氢能源产业上游，多方合作全力开拓氢能市场

公司在氢能源产业中的定位为上游，即制氢、充装、销售，实现产业闭环。目前公司初步确定的布局方向包括：



- 制氢及净化技术的开发、引进，相关低碳环保技术的研究与合作，储运技术与标准的论证与实施，涉及氢气安全的全流程保障措施等。
- 前期关键氢气资源的开发与保障，PDH装置副产氢的提纯、储运、充装。
- 利用自身在原料气端的优势，在满足能耗、成本优势的情况下，开展天然气重整制氢，并匹配相关的“碳捕捉”与“碳利用”技术，降低碳排放。
- 利用低谷电，尝试开展电解水制氢，补充氢气供应。
- 根据市场、成本与储运技术的发展情况，探索“制氢加氢一体站项目”可行性，以及规模化“绿电制绿氢”的可实现程度等。
- 在珠三角地区布局、整合、改装加氢站，打通生产—储运—充装—销售等环节。

图 23、公司定位氢能产业链上游



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：“....”表示未列出的其他细分类别

**携手巨正源，深度合作发展制氢业务。**2021年12月，公司与巨正源签署《共同开发氢能的合作协议》，双方以成立合资公司形式，开展氢能产业深度合作。九丰能源在东莞立沙岛的码头仓储基地与巨正源聚丙烯项目实施地邻近，具有较强的协同性，有利于合作项目的顺利开展与实施。此次与巨正源强强联手，有利于进一步巩固公司打造“具有价值创造力的清洁能源服务商”的战略定位，提升公司在氢能市场的品牌影响力和市场竞争力，提升公司的盈利能力。

表 9、公司与巨正源共同开发氢能合作情况

公司简介	<ul style="list-style-type: none"> <li>巨正源系广东省属国有大型企业广东省广物控股集团有限公司的控股子公司，其 120 万吨/年的一期聚丙烯项目已 2019 年投产，主要产品为聚丙烯（60 万吨/年）及副产高纯度氢气（2.5 万吨/年），二期项目规划年产 2.5 万吨氢气。</li> </ul>
合作方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>双方拟成立合资公司，就共同开发氢能发展深度合作。合资公司注册资本为人民币 5000 万元，九丰能源出资 60%，巨正源出资 40%。</li> </ul>
合作内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>双方计划共同推进氢能的技术开发与市场化运营，包括关键技术开发、储运、充装、销售等，氢气来源为巨正源 PDH 装置生产的氢气。</li> </ul>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**与国鸿氢能达成战略合作，精准布局终端加氢市场。**2022 年 1 月，公司与国鸿氢能签署《战略合作框架协议》，根据协议内容，双方将在信息共享及市场开发方面展开深度合作。公司作为氢气资源提供方，将向国鸿氢能及其下游终端用户，提供完整的氢气供应解决方案；国鸿氢能则将依托其在氢燃料电池领域的优势及影响力，与公司共享下游终端用户氢气需求信息。公司与国鸿氢能互补优势明显（公司的资源优势，国鸿氢能的市场和信息优势），双方通过紧密合作，有利于公司精准布局终端加氢市场。

此外，公司收购森泰能源后，可以借助森泰能源在原料气、加气站，以及西南区域低成本水电资源等方面的优势，跨区域布局氢能产业，实现协同发展。

#### 四、盈利预测与投资建议

公司现有主营业务分为 LNG、LPG、甲醇、二甲醚和氢气业务。

- LNG：森泰能源现有 60 万吨产销规模，预计 2022-2024 年分别增长至 68 万吨、88 万吨和 108 万吨。目前，LNG 市场供需缺口大导致单价偏高，预计 2022-2024 年价格逐步下降，毛差 400-500 元/吨。
- LPG：假设 LPG 销量以 2% 的增速小幅上升，单位毛差稳定在 280 元/吨。
- 甲醇、二甲醚：假设甲醇、二甲醚的产销量分别以 10%、5% 的速度稳步增长，综合毛利率稳定在 13% 左右。
- 氢能：2022 年起开始营收，假设 2022-2024 年营业收入分别为 40、50、60 万元，毛利率稳定在 90%。

表 10、公司分业务收入及毛利润预测表

百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>公司整体</b>							
营业收入	11494.41	10021.29	8913.52	18488.34	22269.80	22907.95	23162.78
毛利润	932.45	1003.51	1316.30	1202.59	1612.77	1928.37	2165.64
<b>LNG 销售</b>							
营业收入	4642.34	3818.96	3665.75	9878.56	13550.00	13968.00	13995.00
yoy		-17.74%	-4.01%	169.48%	37.17%	3.08%	0.19%
毛利润	590.21	637.49	790.46	514.80	1084.00	1309.50	1555.00
yoy		8.01%	24.00%	-34.87%	110.57%	20.80%	18.75%
<b>LPG 销售</b>							
营业收入	6284.05	5686.52	4760.84	7806.59	8148.78	8311.76	8477.99
yoy		-9.51%	-16.28%	63.98%	4.38%	2.00%	2.00%
毛利润	273.52	261.16	404.45	493.97	423.74	498.71	474.77
yoy		-4.52%	54.86%	22.13%	-14.22%	17.69%	-4.80%
<b>甲醇和二甲醚</b>							
营业收入	431.37	408.00	411.84	544.55	531.02	578.19	629.79
yoy		-5.42%	0.94%	32.22%	-2.48%	8.88%	8.92%
毛利润	36.32	57.73	65.06	62.08	69.03	75.17	81.87
yoy		58.94%	12.69%	-4.58%	11.19%	8.88%	8.92%
<b>氢能</b>							
营业收入					40	50	60
yoy						25.00%	20.00%
毛利润					36	45	54
yoy						25.00%	20.00%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理、测算

综合以上假设，我们预测九丰能源 2022-2024 年营业收入分别为 222.7 亿元/229.08 亿元/231.63 亿元，分别同比增长 20.5%/2.9%/1.1%；2022-2024 年归母净利润分别为 9.86 亿元/12.27 亿元/15.07 亿元，分别同比增长 59.0%/24.5%/22.8%；分别对应 2022 年 8 月 25 日的 PE 估值为 17.6X/14.1X/11.5X。

## 五、风险提示

(1) **LNG 价格波动风险**。若国际油气市场超预期波动，可能导致 LNG 价格波动过大，影响公司业务收入和业绩水平；

**(2) 人民币汇率波动风险。**公司境外采购的结算货币主要为美元，若人民币兑美元汇率剧烈波动，可能会影响公司的采购成本，进而影响业绩水平；

**(3) LNG 需求增长低于预期风险。**国内 LNG 需求增速低于预期，可能导致 LNG 销售量低于预期，影响公司盈利水平。

## 附表

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4792	5261	5603	5676
货币资金	3168	3258	3507	3635
交易性金融资产	23	23	23	23
应收票据及应收账款	636	855	931	876
预付款项	99	119	121	121
存货	686	820	833	833
其他	180	186	187	188
<b>非流动资产</b>	2952	5450	6119	6232
长期股权投资	200	171	183	185
固定资产	1810	4707	5353	5424
在建工程	166	33	7	1
无形资产	143	140	137	134
商誉	2	2	2	2
长期待摊费用	13	12	10	9
其他	618	385	427	477
<b>资产总计</b>	7744	10711	11721	11907
<b>流动负债</b>	1287	3366	3289	2104
短期借款	579	2625	2545	1359
应付票据及应付账款	139	166.64	169.24	169.39
其他	568	574	575	576
<b>非流动负债</b>	532	532	532	532
长期借款	0	0	0	0
其他	532	532	532	532
<b>负债合计</b>	1819	3898	3822	2636
股本	443	620	620	620
资本公积	3285	3108	3108	3108
未分配利润	1964	2812	3851	5162
少数股东权益	187	199	215	235
<b>股东权益合计</b>	5925	6812	7900	9271
<b>负债及权益合计</b>	7744	10711	11721	11907

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	620	986	1227	1507
折旧和摊销	152	242	387	440
资产减值准备	37	7	1	0
资产处置损失	-2	-0	-0	-1
公允价值变动损失	-71	-23	-28	-34
财务费用	53	3	69	14
投资损失	97	-50	-100	-150
少数股东损益	8	13	16	19
营运资金的变动	-888	-350	-88	56
<b>经营活动产生现金流量</b>	90	1059	1441	1803
<b>投资活动产生现金流量</b>	-812	-2901	-887	-321
<b>融资活动产生现金流量</b>	2438	1932	-305	-1355
现金净变动	1702	90	249	127
现金的期初余额	1170	3168	3258	3507
现金的期末余额	2873	3258	3507	3635

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	18488	22270	22908	23163
营业成本	17286	20657	20980	20997
税金及附加	14	17	17	17
销售费用	221	266	274	277
管理费用	129	155	160	161
研发费用	0	0	0	0
财务费用	39	3	69	14
其他收益	10	10	10	10
投资收益	-97	50	100	150
公允价值变动收益	71	23	28	34
信用减值损失	13	-8	1	2
资产减值损失	-37	-26	-28	-29
资产处置收益	2	0	0	1
<b>营业利润</b>	763	1221	1520	1864
营业外收入	4	5	7	5
营业外支出	1	8	10	6
<b>利润总额</b>	766	1218	1516	1863
所得税	138	220	274	336
<b>净利润</b>	628	998	1243	1526
少数股东损益	8	13	16	19
<b>归属母公司净利润</b>	620	986	1227	1507
<b>EPS(元)</b>	1.00	1.59	1.98	2.43

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	107.4%	20.5%	2.9%	1.1%
营业利润增长率	-18.2%	60.2%	24.4%	22.6%
归母净利润增长率	-19.3%	59.0%	24.5%	22.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	6.5%	7.2%	8.4%	9.3%
净利率	13.3%	3.4%	4.5%	5.4%
ROE	10.8%	14.9%	16.0%	16.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	23.5%	36.4%	32.6%	22.1%
流动比率	3.72	1.56	1.70	2.70
速动比率	3.19	1.32	1.45	2.30
<b>营运能力</b>				
资产周转率	305.7%	241.3%	204.2%	196.1%
应收帐款周转率	5111.1%	3636.6%	3374.9%	3346.3%
存货周转率	3092.5%	2638.0%	2441.5%	2423.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.00	1.59	1.98	2.43
每股经营现金	0.14	1.71	2.32	2.91
每股净资产	9.25	10.66	12.39	14.57
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	27.9	17.6	14.1	11.5
PB	3.0	2.6	2.3	1.9

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
15层	32层01-08单元	座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn