

# 九丰能源 (605090.SH)

## 顺价能力守护清洁能源收益，能服及特气打开成长空间

买入

### 核心观点

**清洁能源毛差稳定，能源服务和特种气体贡献利润增量。**2023H1，公司实现营业收入110.47亿元（-14.75%），主要系LNG及LPG市场销售价格明显下降所致；公司清洁能源业务顺价能力较强，销售量及平均吨毛利保持稳定，协同能源服务及特种气体业务成长带来增量贡献，2023H1归母净利润7.12亿元（+11.04%），扣非归母净利润7.74亿元（+19.94%）。

**自产LNG规模扩大，“海气+陆气”双资源池显现顺价能力。**公司在LNG资源端构建“海气+陆气”双资源池，灵活调节资源配置，在LNG价格周期性波动幅度较大的情况下保持了单吨毛差整体稳定，顺价能力得到体现。2023H1，公司自产LNG31万吨，并将可以自主控制的LNG产能规模扩大到70万吨，提高陆气资源池容量，增强天然气供应能力。

**延伸井下作业服务，运输船投产增强海运能力。**2023H1公司井口天然气作业量约19万吨，能源作业服务从井上作业延伸至井下作业，按作业量收取服务费，盈利能力受市场价格波动影响小。报告期内，一艘LNG运输船完成交付，增强公司能源物流业务海运能力，提高海气资源池的灵活性和安全性。

**氦气产能释放，加快推进氢气业务。**2023H1，公司高纯度氦气产销量约13万方，较上年同期增长51%。公司在现有BOG提氦项目产能36万方/年继续扩大氦气业务规模，同时布局液氦进口业务。氢气方面，取得正拓气体70%股权，推进广州南沙制氢加氢一体综合能源站项目建设，并参与投资设立青岛涌氢创业投资基金，加快氢气业务落地。

**风险提示：**LNG/LPG市场波动、氦气价格波动、下游需求减弱、商誉减值

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润13.5/16.2/17.9亿元（原为13.7/16.6/19.5亿元，下调幅度1/3/8%），同比增速24%/20%/10%；EPS为2.16/2.59/2.85元。预计2023年清洁能源业务贡献业绩为9.20亿元，能源服务业务贡献业绩为3.65亿元，特种气体业务贡献业绩为0.65亿元。给予清洁能源业务9倍PE估值，能源服务业务20-22倍PE估值，特种气体业务30-32倍PE估值，公司合理市值为175.3-183.9亿元，对应每股合理价值为28.03-29.40元，较目前股价有25%-31%的溢价空间，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,488	23,954	23,720	28,408	31,343
(+/-%)	107.4%	29.6%	-1.0%	19.8%	10.3%
净利润(百万元)	620	1090	1350.02	1620.62	1785.49
(+/-%)	-19.3%	75.9%	23.9%	20.0%	10.2%
每股收益(元)	1.40	2.46	2.16	2.59	2.85
EBIT Margin	4.6%	4.9%	6.6%	6.6%	6.7%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	15.7%	16.4%	16.7%	15.7%
市盈率 (PE)	16.1	9.1	10.4	8.7	7.9
EV/EBITDA	11.8	10.4	10.5	9.2	8.4
市净率 (PB)	1.74	1.44	1.71	1.45	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

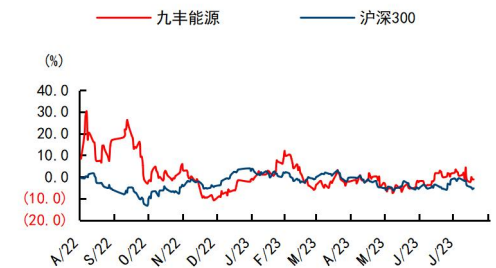
zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	28.03 - 29.40元
收盘价	22.51元
总市值/流通市值	14078/5848百万元
52周最高价/最低价	31.85/20.48元
近3个月日均成交额	69.34百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

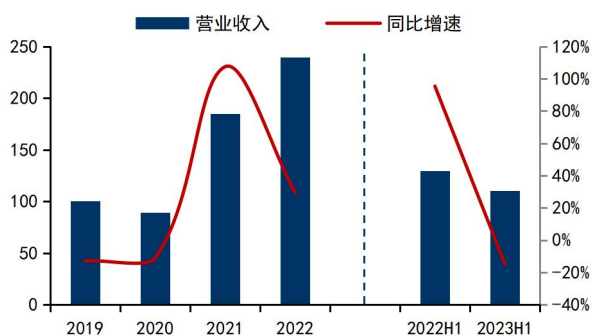
#### 相关研究报告

《九丰能源(605090.SH)-业务结构调整，能源服务和特种气体业务成长属性明显》——2023-03-15

《九丰能源(605090.SH)-积极扩张上游“陆气”资源，布局下游氦氖业务》——2022-11-07

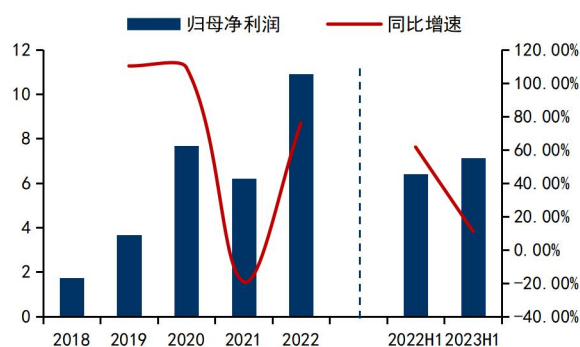
**能源服务及特种气体业务带来增量利润，2023H1 业绩同比提升。**2023H1，公司实现营业收入 110.47 亿元，同比下降 14.75%，主要系 LNG 及 LPG 市场销售价格明显下降所致。但公司清洁能源业务顺价能力较强，销售量及平均吨毛利保持稳定，协同能源服务及特种气体业务成长带来增量贡献，公司业绩同比提升，2023H1 归母净利润 7.12 亿元，同比提高 11.04%；扣非归母净利润 7.74 亿元，同比提高 19.94%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



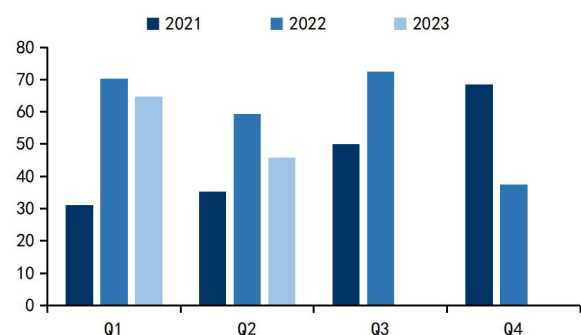
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



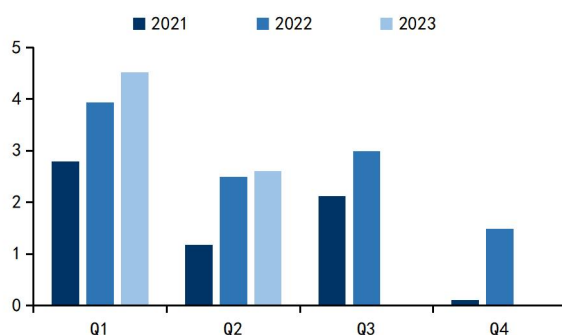
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

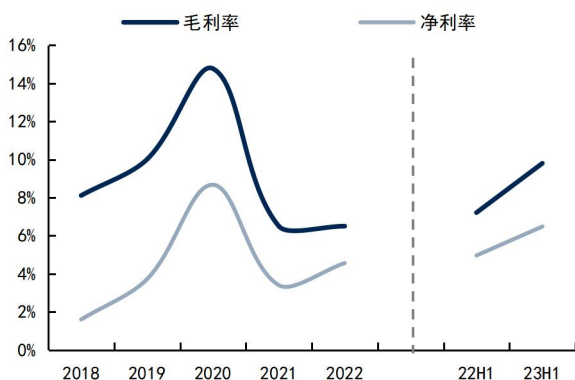
**陆气自产气产能提升，氦气产销量大幅提高。**公司在 LNG 资源端构建“海气+陆气”双资源池，持续扩充有成本竞争力的陆气调节资源量。2023H1，公司自产 LNG31 万吨，并通过布局能源作业服务和传统 LNG 液化工厂，将可以自主控制的 LNG 产能规模提高到 70 万吨。特种气体业务方面，公司高纯度氦气设计产能为 36 万方/年，2023H1 产销量约 13 万方，同比提高 51%。

**毛利率和净利率同比提高，费用率小幅上涨。**得益于公司 LNG 和 LPG 业务顺价能力较强，销量和毛差保持稳定，以及能源服务和特种气体业务成长，2023H1，在 LNG 及 LPG 市场销售价格明显下降致营收下降的情况下，公司毛利率为 9.80%，同比增加 2.59pct。费用率方面，公司销售、管理、财务费用率合计 1.66%，同比增加 0.58pct。由于毛利率提升，费用率提升幅度较小，公司净利率为 6.48%，同比增加 1.52pct。

**ROE 和经营性现金流有所下降，投资和融资现金流大幅提高。**2023H1，公司 ROE

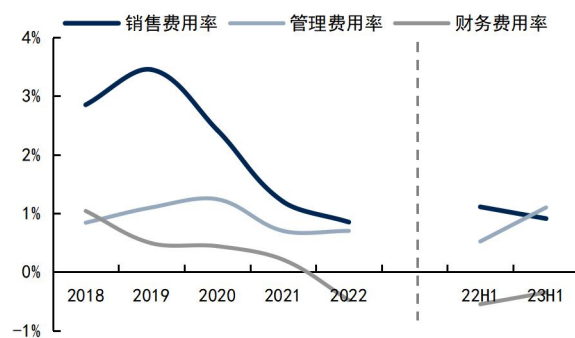
为 9.91%，同比下降 0.65pct，主要系资产周转率由 1.54 降低至 0.89 所致。公司经营性净现金流 7.09 亿元（-28.98%），主要由于 LNG 和 LPG 市场销售价格明显下降、跨期应收账款及存货减少综合影响所致；公司上半年购买 1 艘 LNG 运输船，投资性现金流净流出 16.37 亿元（+576.45%）；2022 年 11 月 10 日，公司发行股份、可转债得到核准，公司已通过发行可转债募集资金 12 亿元，2 月 28 日全部到账，融资性净现金流入 8.65 亿元（+286.16%）。

图5：公司毛利率、净利率情况



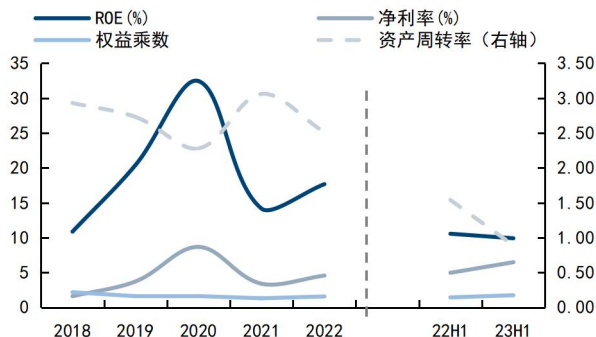
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

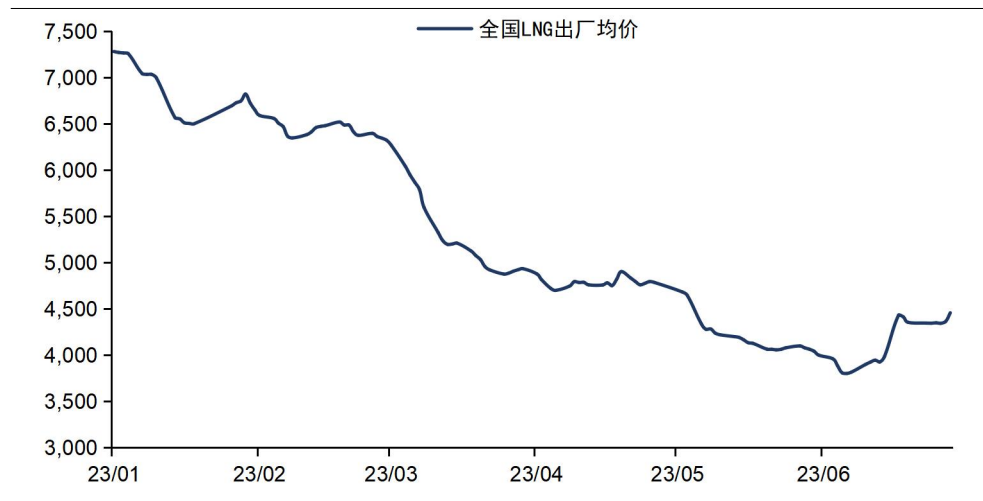
**“海气+陆气”双资源池构筑强顺价能力，清洁能源业务单吨毛差及销量稳定。**

2023 上半年 LNG 价格显著下调，6 月 30 日全国 LNG 出厂均价 4455 元/吨，较年初下降 38.4%，较去年同期下降 28.7%。公司清洁能源业务构建“海气+陆气”双资源池，海气长约气和陆气自产气保障公司核心供应能力，并可根据需求缺口及价差灵活调节海气现货气和国内外购气配置；长约气匹配工业直销客户、自产气匹配加气站客户、调节气源做资源补充并匹配国内外中间商客户。公司在 LNG 价格周期性波动幅度较大的情况下保持了单吨毛差整体稳定，顺价能力得到体现。

**国际天然气价格大涨，下半年营收有望修复。**8 月 9 日，ICE 英国天然气期货上涨 26.63%，报 98.95 便士/千卡；TTF 基准荷兰天然气期货上涨 25.52%，报 38.975 欧元/兆瓦时。据彭博社当地时间 9 日报道，雪佛龙和伍德赛德能源集团澳大利亚工厂的工人投票决定罢工，这有可能扰乱该国液化天然气出口，从而导致全球能

源市场供应收紧。公司上半年 LNG 船舶交付后，海运能力提升，有望在国际天然气交易中获取收益。国际气价或带动国内天然气价格回升，公司营收有望修复。

图9：2023H1 全国 LNG 出厂均价变化情况（单位：元/吨）



资料来源：SHPGX、国信证券经济研究所整理

**能源作业服务外延至井下作业，运输船交付增强能源物流能力。**公司能源作业服务方面，从井上作业延伸至井下作业，覆盖天然气气井开采、液化、回收、复产全周期，按作业量收取服务费，盈利能力受市场价格波动影响小。2023H1 公司井口天然气作业量约 19 万吨，完成川西名山首期 20 万吨液化天然气清洁能源基地能服项目备案，8 月完成对河南中能重组并取得 70% 股权。能源物流服务方面，公司自主控制 4 艘 LNG 船舶（3 艘自有、1 艘在建）和 4 艘 LPG 船舶（2 艘租赁，2 艘在建），其中一艘 LNG 运输船本期完成交付，全部投运后年周转能力预计达 400-500 万吨，东莞接收站 LNG 和 LPG 年周转能力均达到 150 万吨，运营 LNG 槽车过百台。

**氢气产能释放，重组正拓气体推进氢气业务。**2023H1，公司高纯度氢气产销量约 13 万方，较上年同期增长 51%。公司现有 BOG 提氢项目产能 36 万方/年，推进新提氢工厂的建设并布局液氢槽罐等资产以建立液氢进口业务。氢气业务方面，公司完成对正拓气体重组并取得 70% 股权，推进现场制氢业务和广州南沙首座制氢加氢一体综合能源站项目建设，并参与投资设立青岛涌氢创业投资基金，加快氢气业务落地。

**员工持股计划 2023 指标完成度过半，半年度分红彰显发展信心。**公司第一期员工持股计划第二个解锁期业绩考核指标为 2023 年度归母净利润不低于 12 亿元或 2022 和 2023 年度累计归母净利润不低于 21.5 亿元，2023 上半年指标已完成 59.3% 指标，2022 年和 2023 年累计指标已完成 83.8%。2023 年 8 月，公司董事会审议通过了 2023 半年度利润分配方案，拟向全体股东派发现金红利 0.30 元/股(含税)，合计 1.86 亿元。分红实施完成后，2023H1 公司累计现金分红及股份回购合计 2.92 亿元。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑天然气气价下行，能源作业业务规模扩大，氢气项目落地情况不及预期等因素的综合影响，下调盈利预测，预计 2023-2025 年收入 237.2/284.1/313.4 亿元(原为 264.9/308.1/348.8 亿元，下调幅度 10%/8%/10%)，同比增速-1.0%/19.8%/10.3%，归母净利润 13.50/16.21/17.85 亿元(原为 13.68/16.64/19.47 亿元，下调幅度 1/3/8%)，同比增速 23.9%/20.1%/10.1%；每股收益 2.16/2.59/2.85 元。预计 2023 年清洁能源业务贡献

业绩为 9.20 亿元，能源服务业务贡献业绩为 3.65 亿元，特种气体业务贡献业绩为 0.65 亿元。给予清洁能源业务 9 倍 PE 估值，能源服务业务 20-22 倍 PE 估值，特种气体业务 30-32 倍 PE 估值，公司合理市值为 175.3-183.9 亿元，对应每股合理价值为 28.03-29.40 元，较目前股价有 25%-31% 的溢价空间，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
600803.SH	新奥股份	18.35	569	1.90	2.26	2.58	2.96	9.7	8.1	7.1	6.2	0.57	买入
600583.SH	海油工程	5.96	264	0.33	0.47	0.60	0.71	18.4	12.7	9.9	8.4	0.46	无
688268.SH	华特气体	59.3	71.5	1.71	1.98	2.64	3.48	43.3	29.9	22.5	17.0	0.90	无
002549.SZ	凯美特气	11.08	79.1	0.27	0.30	0.40	0.51	62.7	40.0	29.4	23.3	1.20	无
688106.SH	金宏气体	24.18	117.7	0.47	0.64	0.83	1.02	40.5	37.9	29.3	23.7	1.28	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 海油工程、华特气体、凯美特气、金宏气体盈利数据取自 Wind 一致预测。



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3168	4633	5218	6018	6958	营业收入	18488	23954	23720	28408	31343
应收款项	669	354	351	420	463	营业成本	17286	22397	21858	26182	28838
存货净额	686	988	962	1152	1268	营业税金及附加	14	20	19	23	26
其他流动资产	241	374	370	444	489	销售费用	221	205	166	199	219
<b>流动资产合计</b>	<b>4792</b>	<b>6419</b>	<b>7014</b>	<b>8214</b>	<b>9467</b>	管理费用	135	186	126	151	168
固定资产	1989	3017	4119	5173	6113	财务费用	39	(115)	(37)	(29)	(27)
无形资产及其他	143	280	331	384	438	投资收益	(97)	8	8	8	8
投资性房地产	620	1131	1131	1131	1131	资产减值及公允价值变动	34	(60)	(45)	(29)	(76)
长期股权投资	200	463	572	703	871	其他收入	32	34	(2)	3	5
<b>资产总计</b>	<b>7744</b>	<b>11309</b>	<b>13166</b>	<b>15605</b>	<b>18020</b>	营业利润	763	1245	1548	1863	2055
短期借款及交易性金融负债	787	1031	1031	1031	1031	营业外净收支	3	26	26	26	26
应付款项	139	468	455	545	600	利润总额	766	1270	1574	1889	2081
其他流动负债	361	1092	1059	1268	1396	<b>所得税费用</b>	<b>138</b>	<b>178</b>	<b>220</b>	<b>264</b>	<b>291</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1287</b>	<b>2591</b>	<b>2546</b>	<b>2845</b>	<b>3027</b>	少数股东损益	8	3	4	4	5
长期借款及应付债券	0	1083	1573	2063	2553	归属于母公司净利润	620	1090	1350	1621	1785
其他长期负债	532	454	595	719	781						
<b>长期负债合计</b>	<b>532</b>	<b>1538</b>	<b>2168</b>	<b>2782</b>	<b>3334</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1819</b>	<b>4128</b>	<b>4714</b>	<b>5627</b>	<b>6361</b>	净利润	620	1090	1350	1621	1785
少数股东权益	187	239	243	247	251	资产减值准备	(93)	94	(15)	(16)	47
股东权益	5738	6942	8210	9731	11408	折旧摊销	152	191	226	280	337
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7744</b>	<b>11309</b>	<b>13166</b>	<b>15605</b>	<b>18020</b>	公允价值变动损失	(93)	94	(15)	(16)	47
						财务费用	39	(115)	(37)	(29)	(27)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(835)	939	(12)	(33)	(23)
每股收益	1.40	2.46	2.16	2.59	2.85	其它	339	(712)	(26)	(18)	(77)
每股红利	0.25	0.15	0.13	0.16	0.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>90</b>	<b>1696</b>	<b>1509</b>	<b>1818</b>	<b>2116</b>
每股净资产	12.95	15.67	13.13	15.56	18.24	资本开支	(731)	(330)	(1365)	(1371)	(1378)
ROIC	14.14%	13.12%	16%	18%	18%	其它投资现金流	(28)	(42)	(42)	(68)	(108)
ROE	10.80%	15.70%	16.44%	16.65%	15.65%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(812)</b>	<b>(207)</b>	<b>(1516)</b>	<b>(1570)</b>	<b>(1654)</b>
毛利率	7%	6%	8%	8%	8%	权益性融资	2711	78	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	7%	7%	7%	负债净变化	(1)	223	490	490	490
EBITDA Margin	5%	6%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(111)	(66)	(82)	(99)	(109)
收入增长	107%	30%	-1%	20%	10%	其它融资现金流	(334)	(1367)	0	0	0
净利润增长率	-19%	76%	24%	20%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2438</b>	<b>(227)</b>	<b>593</b>	<b>552</b>	<b>478</b>
资产负债率	26%	39%	38%	38%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>1905</b>	<b>1465</b>	<b>585</b>	<b>800</b>	<b>940</b>
股息率	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	货币资金的期初余额	1263	3168	4633	5218	6018
P/E	16.1	9.1	10.4	8.7	7.9	货币资金的期末余额	3168	4633	5218	6018	6958
P/B	1.7	1.4	1.7	1.4	1.2	企业自由现金流	0	1806	193	479	748
EV/EBITDA	11.8	10.4	10.5	9.2	8.4	权益自由现金流	0	661	714	994	1261

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032