

# 享商业航天红利，业绩有望穿越周期

华泰研究

2023年12月25日 | 中国内地

首次覆盖

燃气及分销

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

35.70

|                        |                        |
|------------------------|------------------------|
| 研究员                    | 王玮嘉                    |
| SAC No. S0570517050002 | wangweijia@htsc.com    |
| SFC No. BEB090         | +(86) 21 2897 2079     |
| 研究员                    | 黄波                     |
| SAC No. S0570519090003 | huangbo@htsc.com       |
| SFC No. BQR122         | +(86) 755 8249 3570    |
| 研究员                    | 李雅琳                    |
| SAC No. S0570523050003 | liyalin018092@htsc.com |
| SFC No. BTC420         | +(86) 21 2897 2228     |
| 研究员                    | 胡知                     |
| SAC No. S0570523120002 | huzhi019072@htsc.com   |
|                        | +(86) 21 2897 2228     |

## “一主两翼”战略推进，潜在价值有望持续释放

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，以清洁能源(LNG/LPG)为主体和业绩稳定器，特种气体有望享受国内商业航天高成长红利，能源服务充分释放公司核心资产价值。我们预计公司2023-25年归母净利润为12.5/15.9/19.3亿元，2024-25年CAGR为24%。参考可比公司2024E PE均值，天然气分销10x、特种气体29x。随着公司特种气体和能源服务的利润贡献占比提升，我们认为公司的估值水平也有望逐步推高。给予公司14x 2024E PE，对应总市值223亿元，目标价35.7元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 中国商业航天需求落地，特种气体享成长红利

低轨通信卫星广泛应用于下一代通信、自动驾驶等实时性要求的领域，卫星轨道与频率资源遵循“先登先占”原则。目前国内卫星互联网星座计划总规模超过1.4万颗，中国商业航天大发展迫在眉睫。海南商业航天发射场(国内首座)将于2024年实现常态化发射，九丰能源配套服务发射场的特燃特气需求(液氢/液氧/液氮/氦气/高纯液态甲烷)，高毛利的特种气体业务实现突破，2023-25年毛利贡献有望从5%提升至8%；中长期有望享受国内商业航天高速增长红利。

## 经济复苏叠加能源转型，清洁能源奠定业绩基石

天然气是实现低碳转型的现实选择之一，我们预计2023年天然气消费量回升，24-25年维持单位数增长；工业燃气短期国内市场需求偏弱，长期看煤改气潜在增长空间大。国际天然气价下行趋势显著，国内气源成本有望见顶回落。九丰能源“海气+陆气”双资源池配置效率提升，2024-25年LNG销量有望保持15~20%增长、吨毛差有望稳定在600~700元/吨；2024-25年LPG销量有望保持10~15%增长、吨毛差有望稳定在260~290元/吨；LNG+LPG清洁能源的业绩稳定器作用更加凸显。

## 目标价35.7元/股，首次覆盖给予“买入”评级

我们在天然气下游分销和特种气体行业分别选择3家主流公司。从行业平均估值水平(2024E PE和PB)对比，特种气体>天然气分销，也反映出两个行业不同的业绩增长水平。公司以LNG/LPG分销为业绩基石，向特种气体和能源服务等附加值更高的行业延伸布局。随着特种气体和能源服务的利润贡献占比提升，我们认为公司的估值水平也有望逐步推高。给予公司14x 2024E PE，总市值223亿元，目标价35.7元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：特种气体毛利率下降；LNG/LPG销量不达预期；商业航天项目推进不及预期。

## 经营预测指标与估值

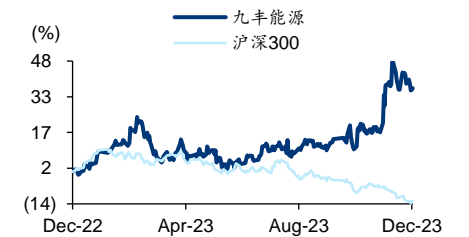
| 会计年度            | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万)     | 18,488  | 23,954 | 23,063 | 25,880 | 27,877 |
| +/-%            | 107.42  | 29.56  | (3.72) | 12.21  | 7.72   |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 619.75  | 1,090  | 1,253  | 1,592  | 1,927  |
| +/-%            | (19.27) | 75.87  | 14.94  | 27.07  | 21.06  |
| EPS(人民币,最新摊薄)   | 0.99    | 1.74   | 2.00   | 2.55   | 3.08   |
| ROE(%)          | 15.02   | 17.19  | 16.76  | 18.50  | 19.44  |
| PE(倍)           | 28.70   | 16.32  | 14.20  | 11.17  | 9.23   |
| PB(倍)           | 3.10    | 2.56   | 2.22   | 1.93   | 1.67   |
| EV EBITDA(倍)    | 15.58   | 10.26  | 9.79   | 7.18   | 5.68   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 目标价(人民币)          | 35.70       |
| 收盘价(人民币 截至12月22日) | 28.44       |
| 市值(人民币百万)         | 17,787      |
| 6个月平均日成交额(人民币百万)  | 137.89      |
| 52周价格范围(人民币)      | 20.60-30.85 |
| BVPS(人民币)         | 12.25       |

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 核心推荐逻辑及投资概要.....                       | 4  |
| 与市场不同观点.....                           | 4  |
| 立足清洁能源产业，推动“一主两翼”战略规划.....             | 5  |
| 深耕华南市场，LNG、LPG 齐头并进.....               | 5  |
| 毛利增长叠加费用率持续降低，盈利增长空间充足.....            | 6  |
| 中国商业航天需求落地，特种气体享成长红利.....              | 8  |
| 七年万星，中国商业航天大发展迫在眉睫.....                | 8  |
| 不可或缺，首座商业航天发射场即将投产.....                | 9  |
| 实现突破，九丰能源承载发射燃料全量供应.....               | 11 |
| 经济复苏叠加能源转型，清洁能源奠定业绩基石.....             | 12 |
| 天然气是实现低碳转型的现实选择之一，预计 2040 年需求达峰.....   | 12 |
| 2023 年国内天然气需求有望触底反弹，政策推动工商业燃气持续增长..... | 13 |
| 国内气源成本或现向下拐点，燃气分销盈利能力有望触底反弹.....       | 16 |
| 九丰能源：以 LNG 和 LPG 等清洁能源构筑业绩基石.....      | 17 |
| 目标价 35.7 元/股，首次覆盖给予“买入”评级.....         | 19 |
| 核心假设与预测.....                           | 19 |
| 估值方法.....                              | 21 |
| 风险提示.....                              | 22 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1： 公司股价分析.....  | 4  |
| 图表 2： 九丰能源股权结构（截至 2023 年三季报）.....                            | 5  |
| 图表 3： 营收受天然气价格波动影响，顺价模式助力盈利能力改善.....                         | 5  |
| 图表 4： 1H23 公司的 LNG、LPG 分别贡献收入占比 55.9%、38.3%.....             | 5  |
| 图表 5： 公司发展历史沿革.....  | 6  |
| 图表 6： 毛利率受 LNG、LPG 销售价格影响波动较大.....                           | 6  |
| 图表 7： LNG、LPG 业务推动公司毛利增长.....                                | 6  |
| 图表 8： 销售费用率持续优化，管理费用率保持稳定.....                               | 7  |
| 图表 9： 公司期间费用率远低于天然气公司均值.....                                 | 7  |
| 图表 10： 公司 ROE 在大部分时间高于天然气及航运可比均值（仅 2021-2022 年低于航运可比均值）..... | 7  |
| 图表 11： 六种不同轨道类型的卫星.....                                      | 8  |
| 图表 12： 各国主要卫星互联网星座部署计划.....                                  | 8  |
| 图表 13： 国内卫星互联网公司及星座统计.....                                   | 9  |
| 图表 14： 2022 年全球卫星互联网产业链细分环节规模占比.....                         | 9  |
| 图表 15： 2022 年全球卫星发射服务细分环节规模占比.....                           | 9  |
| 图表 16： 我国 GW 卫星星座计划.....                                     | 10 |
| 图表 17： 海南商业航天发射场建设近况.....                                    | 10 |
| 图表 18： 九丰能源承担海南商业航天发射场的燃料全量供应.....                           | 11 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 19: 内蒙森泰 BOG 提氮工艺流程图 .....                              | 11 |
| 图表 20: 甲醇制氮工艺流程 .....                                      | 11 |
| 图表 21: 中国一次能源需求变化: 2020-2025 年 .....                       | 12 |
| 图表 22: 中国一次能源需求变化: 2025-2050 年 .....                       | 12 |
| 图表 23: 全球各类电源的平均碳排放强度: 天然气远低于煤炭和石油 .....                   | 12 |
| 图表 24: 预计 2040 年国内天然气需求峰值达到 6,000 亿方 .....                 | 12 |
| 图表 25: 2022 年全国天然气表观消费量同比-1.7%, 2023 年 1-10 月同比+7.1% ..... | 13 |
| 图表 26: 城镇化率缓升, 预计 2023-25 年人均用气量重回增长阶段 .....               | 13 |
| 图表 27: 气电: 预计 2023-25 年装机规模与小时数有望平稳上升 .....                | 13 |
| 图表 28: 2022 年天然气用途占比: 工业燃料和城市燃气相当 .....                    | 14 |
| 图表 29: 2021 年天然气消费量靠前的省份 .....                             | 14 |
| 图表 30: 11 月工业增加值同比增速较 10 月上行 .....                         | 14 |
| 图表 31: 11 月制造业投资增速有所回升 .....                               | 14 |
| 图表 32: 国内客运航班量及 vs2019 同期恢复程度 .....                        | 15 |
| 图表 33: 国内+国际客运航班量及 vs2019 同期恢复程度 .....                     | 15 |
| 图表 34: 全国铁路客运量 (人次) .....                                  | 15 |
| 图表 35: 全国干线高速公路客车断面交通量 .....                               | 15 |
| 图表 36: 2019 年以来国内酒店 OCC/ADR/RevPAR .....                   | 15 |
| 图表 37: 2020 年后国内酒店 OCC/ADR/RevPAR 较 19 年同期恢复度 .....        | 15 |
| 图表 38: 国内餐饮收入月度数据及同比变化 .....                               | 16 |
| 图表 39: 全国购物中心客流同比增速 .....                                  | 16 |
| 图表 40: 2023 年 8/9/10 月国内进口 LNG 均价环比+4%/0%/+1% .....        | 16 |
| 图表 41: 2023 年 8/9/10 月国内进口管道气均价环比-6%/0%/+1% .....          | 16 |
| 图表 42: JKM 价格自 22 年 10 月起延续同比下跌态势 .....                    | 17 |
| 图表 43: TTF 价格自 2023 年 1 月起延续同比下跌态势 .....                   | 17 |
| 图表 44: 2018-22 年九丰能源 LNG 销量受价格影响有所波动 .....                 | 17 |
| 图表 45: 除 18 与 21 年以外 LNG 吨毛差稳定在 600~700 元/吨区间内 .....       | 17 |
| 图表 46: 2018-22 年九丰能源 LPG 销量基本稳定增长 .....                    | 18 |
| 图表 47: 2020-22 年 LPG 吨毛利稳定在 260~290 元/吨区间内 .....           | 18 |
| 图表 48: 天然气及作业业务预测 .....                                    | 19 |
| 图表 49: 液化石油气业务预测 .....                                     | 19 |
| 图表 50: 特种气体及其他化工品业务预测 .....                                | 20 |
| 图表 51: 能源物流服务业务预测 .....                                    | 20 |
| 图表 52: 期间费用率预测 .....                                       | 20 |
| 图表 53: 公司整体与各板块预测 .....                                    | 21 |
| 图表 54: 可比公司估值表 .....                                       | 21 |
| 图表 55: 九丰能源 PE-Bands .....                                 | 22 |
| 图表 56: 九丰能源 PB-Bands .....                                 | 22 |

## 核心推荐逻辑及投资概要

业绩与估值有望实现戴维斯双击：

预计 2024-25 年归母净利润复合增速领先于燃气同行，核心资产价值有望充分体现。我们预计公司 2024-25 年归母净利润 CAGR 达到 24%，高于燃气同行（Wind 一致预期 20%）、但低于特种气体同行（Wind 一致预期 28%），主要得益于：1）清洁能源（LNG 与 LPG）资源优势带来稳定的吨毛差；2）下游终端市场扩大使得销气量稳健增长；3）特种气体和能源服务两大战略新业务支撑更高的利润空间。

估值体系有望从传统贸易/分销商向清洁能源服务商切换。随着公司特种气体和能源服务业务利润贡献的持续上升，我们认为公司有望实现从传统的燃气贸易/分销商估值向综合型清洁能源服务商估值切换。

从市场表现来看，公司股价主要由盈利水平和新业务预期变化所驱动。2021 年 11 月至 2022 年 5 月公司股价呈震荡下行的态势，主要反映市场对于公司盈利水平的担忧，随着公司 2021 年业绩披露，盈利周期底部基本确认。2022 年 6 月至 2022 年 10 月公司“海气+陆气”双资源池不断完善，市场初步认知到公司核心资产的价值。2023 年 11 月至今公司股价快速上涨，主要是公司特种气体业务获得新突破，有望打开新的利润增长空间。

图表1：公司股价分析



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

### 与市场不同观点

市场认为公司业绩增长空间有限。我们认为公司正以清洁能源业务为基础，加快拓展特种气体和能源服务业务，2024-25 年归母净利润 CAGR 有望达到 24%。

市场对公司利润率预期中性偏悲观。我们认为随着公司国内+国外、海气+陆气的资源池不断巩固，公司清洁能源业务的利润率将更加稳定。特种气体和能源服务也有望提升公司的整体盈利能力。

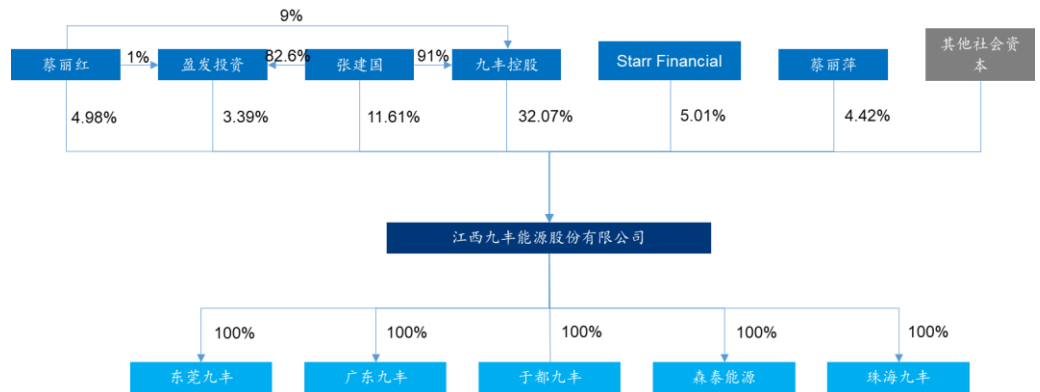


## 立足清洁能源产业，推动“一主两翼”战略规划

### 深耕华南市场，LNG、LPG 齐头并进

立足华南，辐射全国，着力布局全产业链服务。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，经营产品包括LPG、LNG等清洁能源以及甲醇、DME等化工产品，主要应用于燃气发电、工业燃料、城镇燃气、汽车燃料、化工原料等领域。公司前身九丰集团于1990年成立，2008年九丰能源成立，公司主营LPG终端业务并布局LNG行业。公司逐步开拓了天然气加气站、LNG终端、能源贸易、储运、分销、生产业务，投资全产业链运营。2021年，公司于上交所上市。

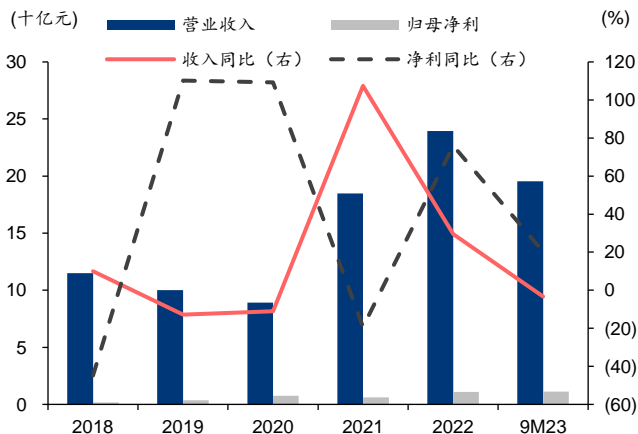
图表2：九丰能源股权结构（截至2023年三季度报）



资料来源：公司公告、华泰研究

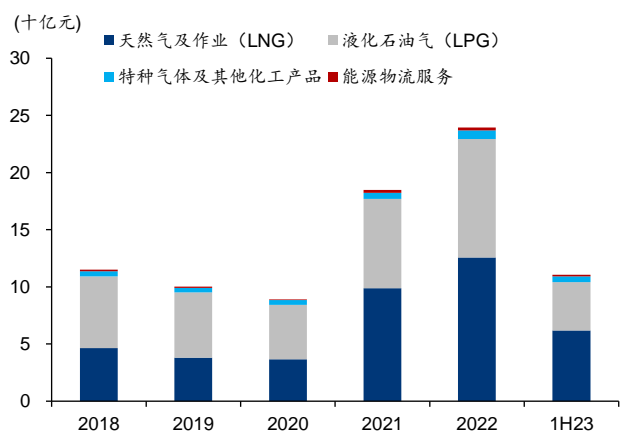
LNG、LPG 两大业务支撑公司营收，顺价模式助力盈利能力持续改善。2022年公司营收239.5亿元/同比+29.6%，实现归母净利润10.9亿元/同比+75.9%，主要得益于公司LNG销售单价较上年同期大幅上涨，及LPG销售数量及销售单价较上年同期一定幅度上涨。9M23公司营收195.4亿元/同比-3.3%，实现归母净利润11.3亿元/+20.2%，主要是LNG以及LPG产品市场销售价格下降及国内清洁能源业务顺价的明显修复。从收入结构上看，1H23公司的LNG、LPG分别贡献收入占比55.9%、38.3%，合计占总营收94.2%。

图表3：营收受天然气价格波动影响，顺价模式助力盈利能力改善



资料来源：公司公告、华泰研究

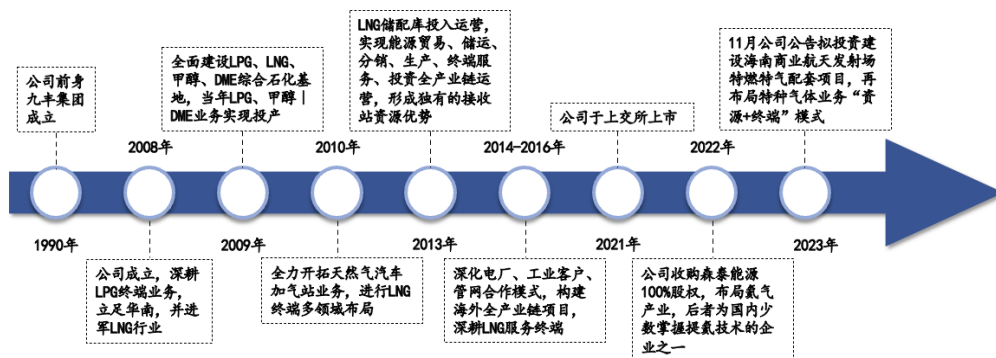
图表4：1H23公司的LNG、LPG分别贡献收入占比55.9%、38.3%



资料来源：公司公告、华泰研究

**推动“两翼”战略规划：能源服务+特种气体。**公司的能源服务业务包括：1) 将 LNG 船运、LNG 接收与仓储、LNG 槽运等具有公用事业属性的资产，通过优化机制与运作模式，向第三方全面开放，形成能源物流服务；2) 子公司森泰能源（2022 年收购 100% 股权）向上游资源方提供井口天然气回收利用配套作业并获取相对稳定收益，形成能源作业服务。森泰能源也是国内少数掌握提氦技术的企业之一，具备 LNG 项目 BOG 提氦的关键技术和运营能力。2023 年 11 月，公司公告拟投资建设海南商业航天发射场特燃特气配套项目，为公司特种气体业务“资源+终端”模式的再布局，有望推动公司拓展工业气体业务范围。

图表5：公司发展历史沿革

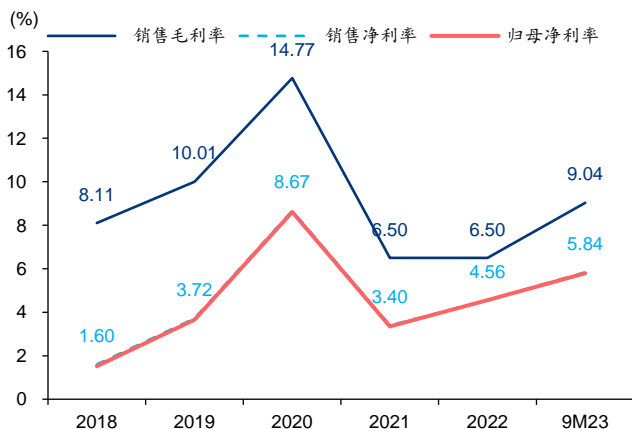


资料来源：公司官网、华泰研究

### 毛利增长叠加费用率持续降低，盈利增长空间充足

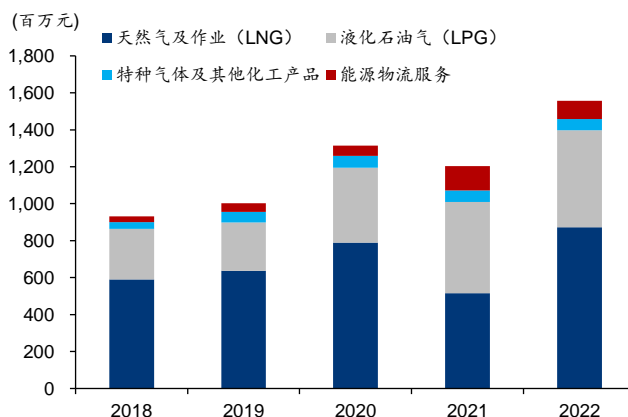
公司毛利趋势向上，顺价能力提升。2022 年公司毛利率为 6.50%，与 2021 年持平；9M23 公司毛利率为 9.04%，同比增长 2.30pct。公司毛利率主要受到 LNG、LPG 销售价格及单吨毛差影响。近年来，国际及国内 LNG、LPG 市场价格波动较大，对于公司毛利率产生了较大影响。随着公司顺价能力的逐步增强及直接终端用户比重的提升，未来公司单吨毛差的稳定性有望增强；随着销量增加、单吨其他成本下降，毛利率仍有上升空间。从毛利结构来看，LNG 与 LPG 业务贡献主要毛利，2022 年 LNG、LPG 业务合计贡献毛利占比 89.8%，其中 LNG 业务毛利贡献占比达 56%，未来特种气体业务有望贡献更高毛利。2018 年以来公司归母净利率与销售净利率趋势基本保持一致，主要是公司少数股权比例较低。

图表6：毛利率受 LNG、LPG 销售价格影响波动较大



注：销售净利率与归母净利率曲线基本重合  
资料来源：公司公告、华泰研究

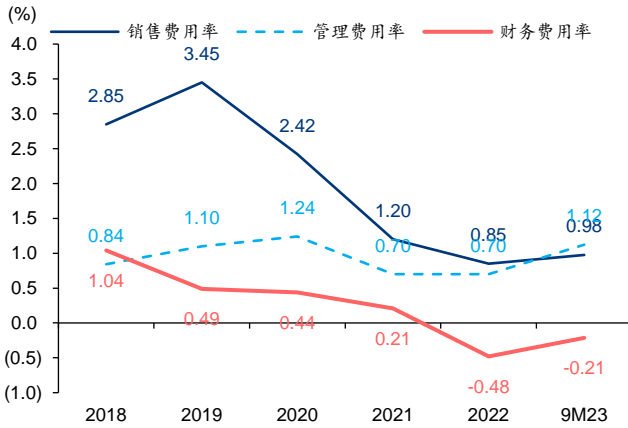
图表7：LNG、LPG 业务推动公司毛利增长



注：公司未披露1H23分业务毛利  
资料来源：公司公告、华泰研究

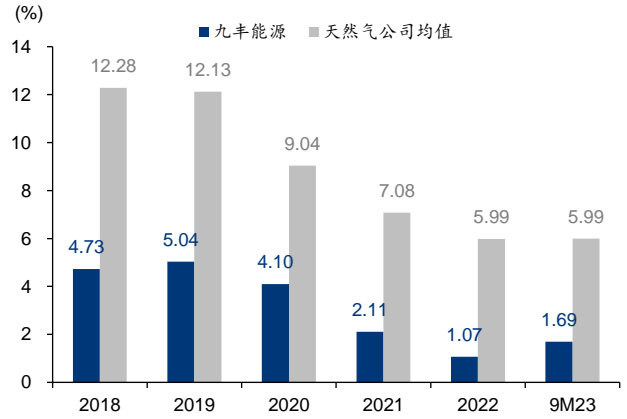
销售效率持续提升，期间费用率低于天然气公司均值。公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，业务特点决定研发费用较低。公司财务费用率主要受到汇兑损益的影响。得益于销售效率提升及贸易收入规模扩大，2019-2022 年公司销售费用率处于下降阶段；9M23 销售费用率有所回升，主要是公司在特种气体和能源服务业务的相关投入有所增加。公司期间费用率持续低于天然气公司（WIND 燃气指数）均值。

图表8：销售费用率持续优化，管理费用率保持稳定



资料来源：公司公告、华泰研究

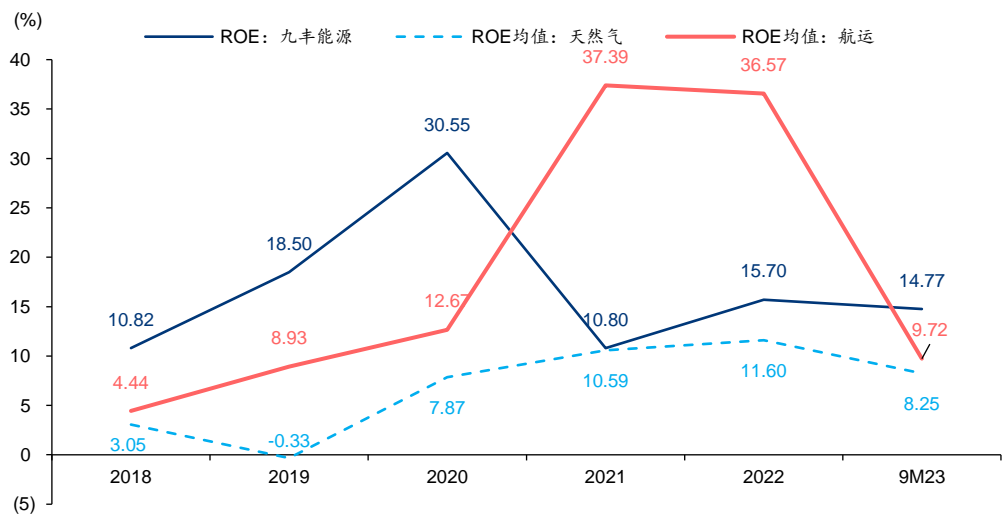
图表9：公司期间费用率远低于天然气公司均值



注：天然气公司取自 SW 燃气III指数  
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

对比天然气与航运可比公司，公司 ROE 水平良好。9M23 九丰能源的 ROE 高于天然气及航运可比均值。从 2018-2022 年变化趋势来看，天然气可比 ROE 稳中有升，其中主要是归母净利率跟随 LNG、LPG 等产品的销售价格波动产生浮动。航运可比 ROE 波动较大，主要是资产周转率与权益乘数的波动下降与归母净利率的上升导致的。截至 2023 年 6 月末，公司自主控制 8 艘运输船，其中 4 艘 LNG 船舶（3 艘自有、1 艘在建），4 艘 LPG 船舶（2 艘租赁、2 艘在建）；在建运输船全部交付后，公司测算 LNG 与 LPG 年周转能力预计达 400~500 万吨，公司能源物流服务的资产周转率有望加快、天然气业务经营状况良好，ROE 存在提升空间。

图表10：公司 ROE 在大部分时间高于天然气及航运可比均值（仅 2021-2022 年低于航运可比均值）



注：9M23 ROE 未做年化处理；天然气公司取自 SW 燃气III指数，航运公司取自 SW 航运指数  
资料来源：Wind、公司公告、华泰研究

## 中国商业航天需求落地，特种气体享成长红利

### 七年万星，中国商业航天大发展迫在眉睫

低轨通信卫星广泛应用于下一代通信、自动驾驶等高实时性要求的领域。卫星根据轨道类型可以分为六种，分别为 VLEO（超低地球轨道）、LEO（低地球轨道）、MEO（中地球轨道）、GEO（地球静止轨道）、SSO（太阳同步轨道）、IGSO（倾斜地球同步轨道）。低轨卫星则通常指的是距离地面 300~2,000 公里范围内的近地轨道，通过大量卫星在这一轨道高度组成星座，从而实现对全域的无缝覆盖。低轨道卫星在对时效性、可靠性要求较高的相关通信场景中具有优势。低轨卫星和地面之间的通信传输时延仅为几毫秒，足够满足自动驾驶、无人机遥控等实时性要求较高的应用场景。其中 VLEO 还具有传输时延低、传播损耗小、区域容量高以及制造和发射成本低等显著特点。

图表11：六种不同轨道类型的卫星

| 卫星轨道类型        | 轨道高度 (千米)    | 卫星用途        |
|---------------|--------------|-------------|
| VLEO 超低轨道     | 350          | 通信          |
| LEO 低地球轨道     | 300-2,000    | 对地观测、测地、通信等 |
| MEO 中地球轨道     | 2,000-35,786 | 导航          |
| GEO 地球静止轨道    | 35,786       | 通信、导航、气象观测等 |
| SSO 太阳同步轨道    | <6,000       | 观测          |
| IGSO 倾斜地球同步轨道 | 35,786       | 导航          |

资料来源：SIA、华泰研究

卫星轨道与频率资源遵循“先登先占”原则。轨道与频率资源一直是非静止轨道 (NGSO) 宽带通信星座系统发展的关键要素。根据 SIA 数据统计，卫星低轨资源在 6 万个左右，其中海外单 SpaceX 一家规划就超万颗，目前已发射 5,376 颗。频段资源方面，L、S、C、Ku 频段几乎使用殆尽，Ka 传输效率受雨衰影响较大，优质资源的抢占刻不容缓。

图表12：各国主要卫星互联网星座部署计划

| 国家  | 公司           | 星座名称           | 数量     | 建成年份 | 轨道高度              | 频段           | 用途     |
|-----|--------------|----------------|--------|------|-------------------|--------------|--------|
| 美国  | SpaceX       | Starlink       | 11,927 | 2027 | 1,130km           | Ku, Ka, V    | 宽带     |
| 英国  | OneWeb       | OneWeb         | 2,468  | 2027 | 1,200km           | Ku, Ka, V, E | 宽带     |
| 美国  | 铱星公司         | 第二代铱星          | 75     | 2018 | 780km             | -            | 宽带、STL |
| 美国  | 波音           | 波音             | 2,956  | 2022 | 1,200km           | V            | 宽带     |
| 美国  | 亚马逊          | Kupier         | 3,236  | -    | 590km/610km/630km | Ka           | 宽带     |
| 美国  | Facebook     | Athena Project | 77     | -    | 1,200km           | -            | -      |
| 加拿大 | Telesat      | Telesat        | 298    | 2023 | 1,248km/1,000km   | Ka           | 宽带     |
| 加拿大 | AAC Clyde    | Kepler         | 140    | 2022 | -                 | Ku/Ka        | 物联网    |
| 印度  | Astrome      | Space Net      | 150    | 2020 | 1,400km           | 毫米波          | 宽带     |
| 俄罗斯 | Yaliny       | Yaliny         | 135    | -    | 600km             | -            | 宽带     |
| 德国  | KLEO Connect | KLEO           | 624    | -    | 1,050km/1,425km   | Ka           | 工业物联网  |
| 韩国  | 三星           | 三星             | 4,600  | -    | 1,400km           | -            | 宽带     |

资料来源：SIA、华泰研究

卫星产业制造和发射具有明确的时间表。ITU（国际电联）为了防止无线电频谱囤积，要求卫星申报指配的频率必须在规定的时间内投入使用（目前为收到申请之日起的七年内），否则其有效性将会到期，且非对地静止轨道卫星星座系统需要在九年内实现 10% 的部署，在十二年内实现 50% 的部署，并在十四年内完成全部星座部署。根据《我国低轨卫星互联网发展的问题与对策建议》数据统计，截至目前国内卫星互联网星座计划总规模超过 1.4 万颗，其中仅中国卫星网络集团有限公司的“星网工程”即规划近 1.3 万颗。



图表13：国内卫星互联网公司及星座统计

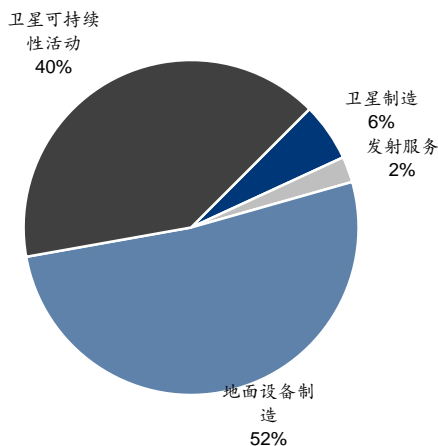
| 国内卫星互联网公司                  |            |      |              |                              |                          |              |      |
|----------------------------|------------|------|--------------|------------------------------|--------------------------|--------------|------|
| 国家队                        |            |      |              | 商业卫星公司                       |                          |              |      |
| 中国星网、航天科技五院/八院、航天科工集团、中国电科 |            |      |              | 银河航天、时空道宇、国电高科、微纳星空、九天微星、欧科微 |                          |              |      |
| 国内卫星互联网星座统计                |            |      |              |                              |                          |              |      |
| 序号                         | 星座名称       | 星座用途 | 建设单位         | 规模数量                         | 卫星轨道高度                   | 单星重量         | 启动时间 |
| 1                          | 星网工程       | 宽带通信 | 中国卫星网络集团有限公司 | 12992                        | 508km/590km/600km/1145km | 300kg/1000kg | 2020 |
| 2                          | 虹云工程       | 宽带通信 | 航天科工         | 156                          | 500km                    | 300kg        | 2018 |
| 3                          | 银河星座       | 宽带通信 | 银河航天         | 650                          | 500km-1200km             | 300kg        | 2019 |
| 4                          | LaserFleet | 激光通信 | 航天光网/上海光机所   | 288                          | 550km                    | 150kg        | 2019 |
| 合计                         |            |      |              | 14086                        |                          |              |      |

资料来源：《全球化》2022年第6期：《我国低轨卫星互联网发展的问题与对策建议》，作者：李锋、韩燕妮、马晓玲、王婷，华泰研究

### 不可或缺，首座商业航天发射场即将投产

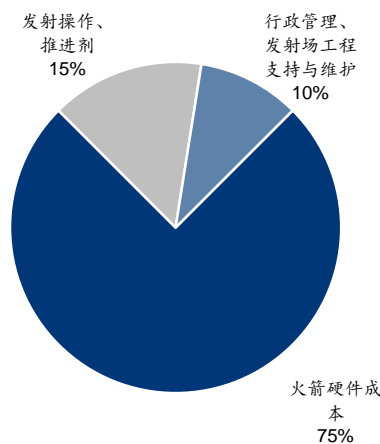
**卫星发射服务不可或缺。**国内已基本形成完整的卫星产业链：卫星制造、发射服务、地面设备制造、卫星可持续性活动。从产业链细分环节产业规模来看，根据SIA的数据，2022年全球卫星产业链中各环节占比分别为：卫星制造 5.6%，发射服务 2.5%，地面设备制造 51.6%，卫星可持续性活动 40.3%。中下游的地面设备制造和卫星可持续性活动是产业链中最主要的两部分，合计占比 91.9%。卫星制造和发射服务虽然在总体产值中占比不大，但仍然是卫星产业链中不可或缺的关键环节。卫星发射的成本，主要由火箭硬件成本、直接操作成本和间接操作成本组成。根据SIA的数据，2022年火箭硬件成本占发射成本的75%，发射操作、推进剂等直接操作成本约占15%，行政管理、发射场工程支持与维护等间接操作成本占10%。

图表14：2022年全球卫星互联网产业链细分环节规模占比



资料来源：SIA、华泰研究

图表15：2022年全球卫星发射服务细分环节规模占比



资料来源：SIA、华泰研究

**中国星网低轨卫星星座预计于2024年上半年开始执行发射。**据央视新闻5月12日报道，中国低轨卫星互联网星座（中国星网）预计2024年上半年开始执行发射。这是中国星网工程首次公开披露预计发射时间，被外界期待2年之久的“中国版星链”有望开始落地实现。据央视新闻报道，据航天科技集团一院海南商业航天发射场建设项目专项总设计师吴义田介绍，“年底确保按期完成1号工位所有的建设工作，等联调联试结束以后，我们会在2024年上半年的6月份之前择机完成星网工程的发射任务，星网工程也是我们海南商业航天发射场首次执行的发射任务，也是我们国家的重大工程任务。”

图表16：我国 GW 卫星星座计划

| 星座    | 子星座 | 轨道高度 (km) | 轨道倾角 (度) | 轨道面数 | 单轨星数 | 卫星数量  |
|-------|-----|-----------|----------|------|------|-------|
| 1     | 1   | 590       | 85       | 16   | 30   | 480   |
|       | 2   | 600       | 50       | 40   | 50   | 2000  |
|       | 3   | 508       | 55       | 60   | 60   | 3600  |
|       | 小计  |           |          |      |      | 6080  |
| 2     | 1   | 1145      | 30       | 48   | 36   | 1728  |
|       | 2   | 1145      | 40       | 48   | 36   | 1728  |
|       | 3   | 1145      | 50       | 48   | 36   | 1728  |
|       | 4   | 1145      | 60       | 48   | 36   | 1728  |
|       | 小计  |           |          |      |      | 6912  |
| 卫星总数量 |     |           |          |      |      | 12992 |

资料来源：Circle ID，华泰研究

**国内首座商业航天发射场即将投产。**海南商业航天发射场是 2022 年 6 月国家发改委正式核准的建设项目，也是目前国内唯一的商业航天发射场，将分享国内外商业航天发射的广阔市场机遇。在 2023 年 11 月 25-27 日文昌国际航空航天论坛上，文昌市市长、文昌国际航天城管理局局长刘冲表示：“海南商业航天发射场目前已进入发射能力形成的攻坚阶段，2023 年年底将完成硬件建设。将依托海南商业航天发射场，加快推进火箭产业园建设、火箭超级工厂建设，快速形成低成本批量化制造能力，推动产业链整合创新。与此同时，加快科技创新公共平台建设，为 2024 年实现常态化发射提供强有力支撑。”

图表17：海南商业航天发射场建设近况



资料来源：海南省文昌市旅文局（2023 年 11 月）、华泰研究

**海南商业航天发射场具备无可替代的天然优势。**目前，中国已建成四大航天发射场：酒泉、太原、西昌和文昌发射场。中国四大航天发射场中，文昌发射场具有纬度低、射向范围宽、运载效能高、运输限制少、落区安全性好等特点，是中国唯一的濒海发射场，曾圆满完成了空间站、探月工程等重大发射任务。而低纬度发射可以借助接近赤道的较大线速度及惯性带来的离心力，使火箭燃料消耗大大减少，明显提高火箭有效载荷。这对发射企业而言，意味着更低的发射成本，也是中国首个商业航天发射基地无可替代的天然优势。

### 实现突破，九丰能源承载发射燃料全量供应

发射燃料供应项目投资4.93亿元。2023年10月31日，公司召开投资决策委员会会议并进行综合评审，同意投资建设商发特气项目，为海南商业航天发射场配套提供液氢、液氧、液氮、氦气、高纯液态甲烷等特燃特气产品，作为火箭发射燃料推进剂、氧化剂以及相关系统的置换、吹扫、净化等。项目总投资4.93亿元，公司预计2025年2月1日前完工并投入运营。公司将视下游需求增长情况、特燃特气需求规划及项目实施条件，适时推进项目二期建设或新增产能计划，确保配套保障能力。

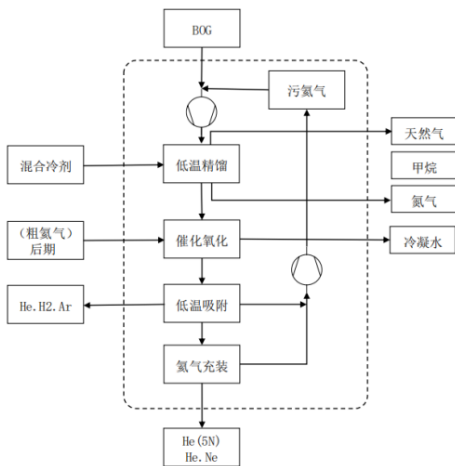
图表18：九丰能源承担海南商业航天发射场的燃料全量供应

| 生产/供应产品 | 装置        | 生产/供应能力    | 资源解决方案/工艺技术               |
|---------|-----------|------------|---------------------------|
| 液氢      | 制氢及氢液化装置  | 333吨/年     | 甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺 |
| 液氧      | 空分装置(液氧)  | 4.8万吨/年    | 空气增压循环+高低温双膨胀+双塔精馏工艺      |
| 液氮      | 空分装置(液氮)  | 4.8万吨/年    |                           |
| 氦气      | 氦气储存及气化装置 | 38.4万立方米/年 | 资源保障：自产气氦+进口液氦            |
| 高纯液态甲烷  | 高纯液态甲烷装置  | 9,400吨/年   | 资源保障：国际资源池+自产LNG液态甲烷纯化工艺  |

资料来源：公司公告、华泰研究

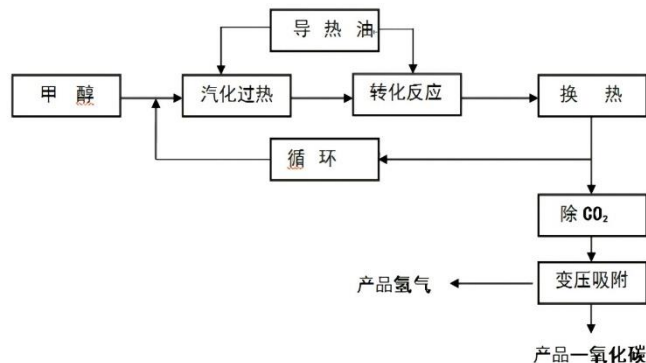
九丰能源具备强大的资源保障能力。1) 氦气方面，公司利用LNG生产过程中的BOG气体进行提氦，在内蒙古、四川等地拥有自产高纯度氦气(纯度达99.999%)工厂，同步积极构建液氮槽罐进口链条资产及资源，通过“自产气氦+进口液氦”双资源池为商发特气项目提供长期、安全、持续、稳定、高品质的氦气资源保障。2) 液氢方面，该项目拟采用甲醇制氢的工艺路线，公司甲醇销量长期稳居华南前列，拥有华南甲醇期货交割库，在甲醇采购、运输、保供等方面具有综合优势。3) 高纯液态甲烷方面，该项目拟采用LNG提纯的工艺路线，LNG原料可通过“公司国际LNG资源池+国网海南洋浦LNG接收站窗口”、“公司自产LNG”等双资源池进行安全保供。

图表19：内蒙森泰BOG提氦工艺流程图



资料来源：公司公告、华泰研究

图表20：甲醇制氢工艺流程



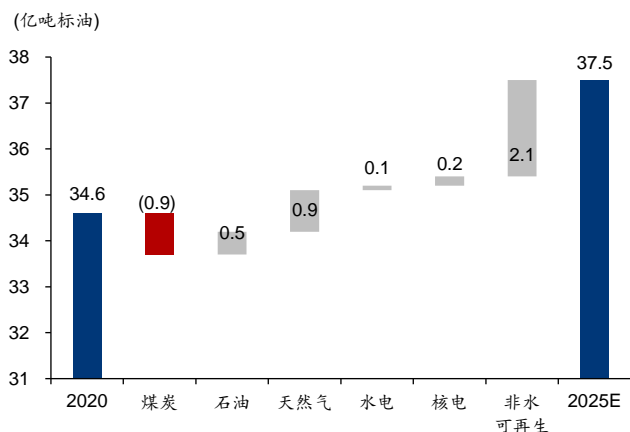
资料来源：江苏诺盟官网、华泰研究

## 经济复苏叠加能源转型，清洁能源奠定业绩基石

### 天然气是实现低碳转型的现实选择之一，预计 2040 年需求达峰

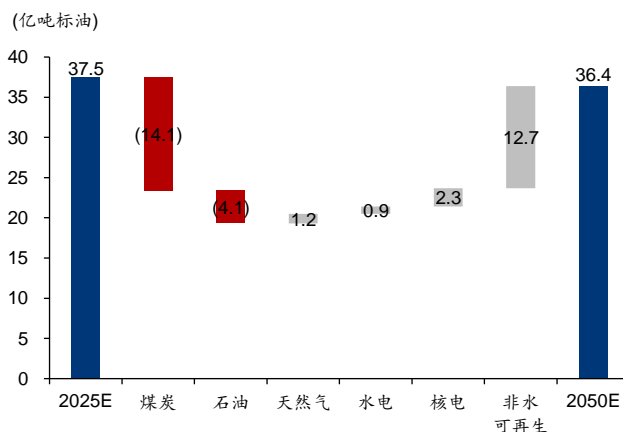
天然气与其他能源载体转换灵活，是高比例可再生能源系统保持安全性和稳定性的重要支撑。2025 年前，中国能源发展呈现煤炭减量、石油放缓、清洁能源（天然气+非化石能源）快速增长的特征，即“减煤、压油、增气+新能源”。清洁能源可满足全部新增一次能源需求。2025 年后，清洁能源将更快发展，除满足新增用能需求外，对煤炭和石油在发电、工业燃烧、建筑和交通用能等领域形成较大规模替代。

图表21：中国一次能源需求变化：2020-2025 年



资料来源：《2050 年世界与中国能源展望》(2020 版)、华泰研究

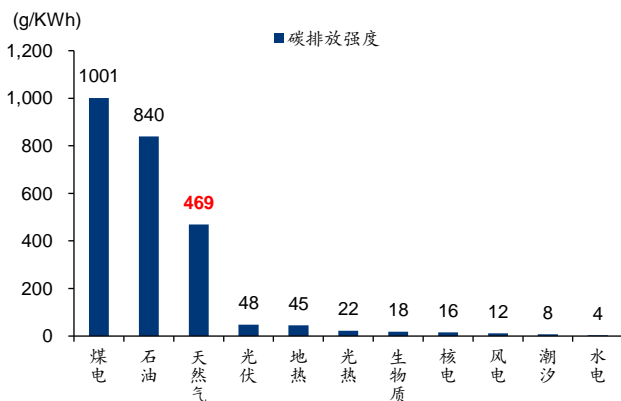
图表22：中国一次能源需求变化：2025-2050 年



资料来源：《2050 年世界与中国能源展望》(2020 版)、华泰研究

天然气是实现低碳转型的现实选择之一。从全球各种电源的平均碳排放强度对比来看，天然气和石油、标准煤二氧化碳排放比例为 1:1.8:2.1。因此，提高天然气在一次能源消费结构中的比重，可显著减少温室气体和 PM2.5 等污染物排放，从而实现节能减排、改善环境。根据中石油 2022 版《世界与中国能源展望》报告预测，2040 年前天然气需求将保持增长，2040 年峰值达到 6,000 亿立方米（2023-2040 年 CAGR=3%，其中发电用气贡献增量的 55%（2023-2040 年 CAGR=7%）；2040 年后各领域用气需求均将回落，2060 年降至 3,700 亿立方米（2041-2060 年 CAGR=-2%）。

图表23：全球各类电源的平均碳排放强度：天然气远低于煤炭和石油



资料来源：《2050 年世界与中国能源展望》(2020 版)、华泰研究

图表24：预计 2040 年国内天然气需求峰值达到 6,000 亿方



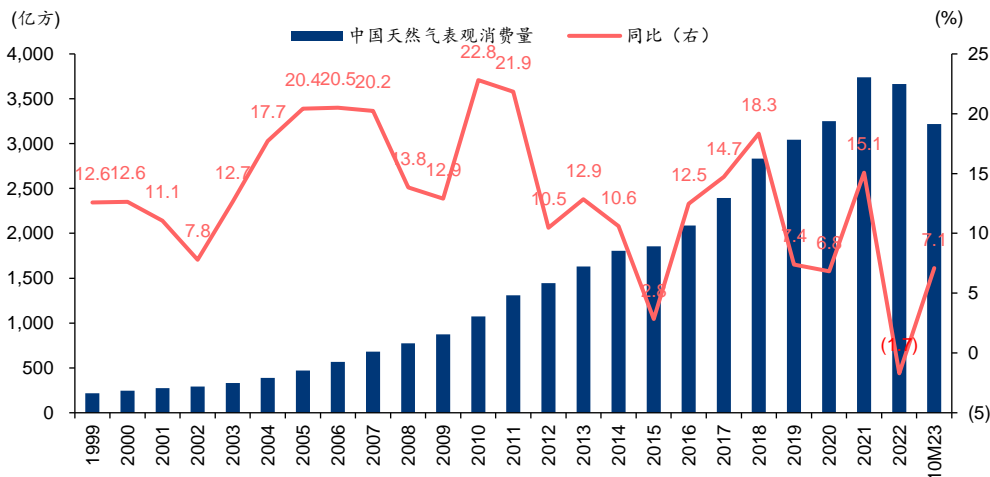
资料来源：《2050 年世界与中国能源展望》(2020 版)、华泰研究



## 2023 年国内天然气需求有望触底反弹，政策推动工商业燃气持续增长

国内天然气需求弱复苏。国家发改委数据显示，2022 年全国天然气表观消费量为 3,663 亿方，同比下降 1.7%，这是自 1999 年以来的首次下滑。2023 年 1-10 月全国天然气表观消费量为 3,217 亿方，同比增长 7.1% (1-9 月：7.0%)，天然气需求复苏小幅放缓。2023 年 8/9/10 月的天然气消费量为 327/296/319 亿方，同比增长 11.1%/5.8%/4.5%，9-10 月增速放缓。

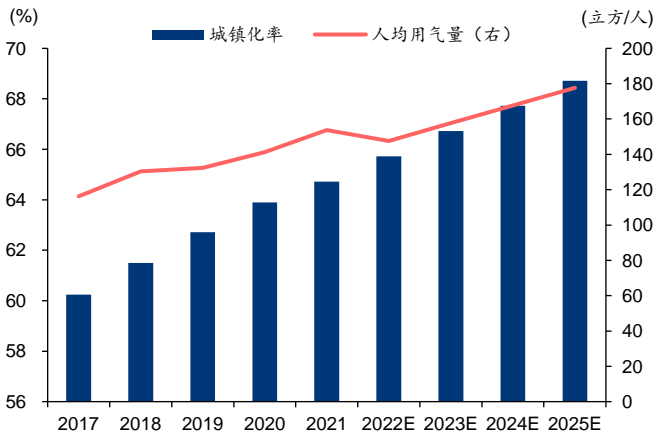
图表25：2022 年全国天然气表观消费量同比-1.7%，2023 年 1-10 月同比+7.1%



注：表观消费量=国内产量+进口量-出口量  
资料来源：国家发改委、华泰研究

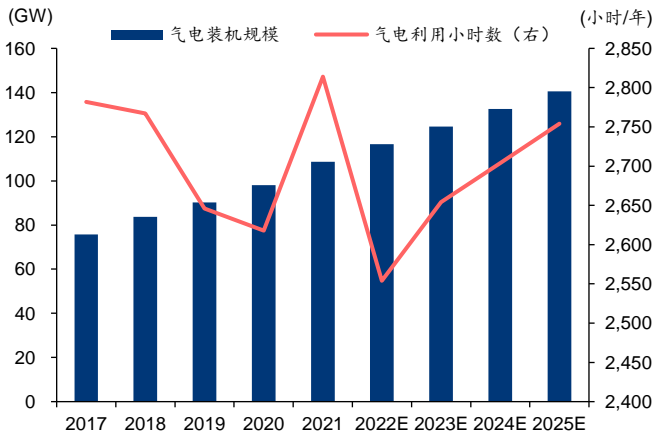
预计 2023 年天然气消费量回升，24-25 年维持单位数增长。居民用气仍有增长潜力，得益于城镇化率温和提升以及旧房管道燃气改造（“瓶改管”）持续推进。工业燃料（用气）有望恢复增长，工业“煤改气”潜在增长空间大。后疫情时代外出就餐需求与交通运量复苏，商业用气有望高增长。LNG 价格回落，边际成本降低，电厂用气与部分高耗能工业用气有望反弹。

图表26：城镇化率缓升，预计 2023-25 年人均用气量重回增长阶段



资料来源：国家发改委、国家统计局、华泰研究预测

图表27：气电：预计 2023-25 年装机规模与小时数有望平稳上升

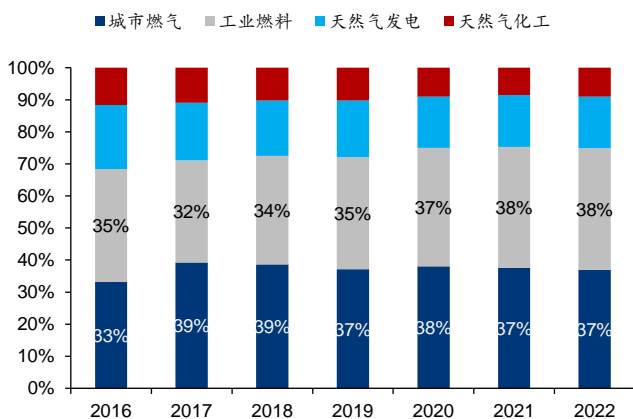


资料来源：国家能源局、华泰研究预测

工业燃气短期国内市场需求偏弱，长期看煤改气潜在增长空间大。从 2022 年国内天然气消费结构看，工业燃料（除原油及天然气开采用气、化工用气、发电用气以外的其他工业用气均视为工业用气）占天然气消费总量的 38%，和城市燃气（生活用气、商服用气和车用气）占比相当（37%）。2022 年受高气价和疫情影响，国内工业燃料用气需求承压（我们预估同比下降 1%，国家能源局数据仍未公布）。工业燃料受减排政策影响最大，占天然气消费增量的最大比例，而天然气消费靠前的地区（广东、江苏、四川、山东和河北）也均是工业区集中的省份。

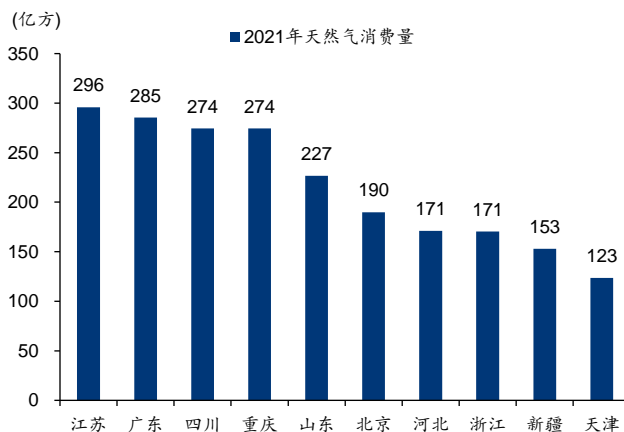


图表28：2022年天然气用途占比：工业燃料和城市燃气相当



资料来源：国家发改委、国家统计局、华泰研究

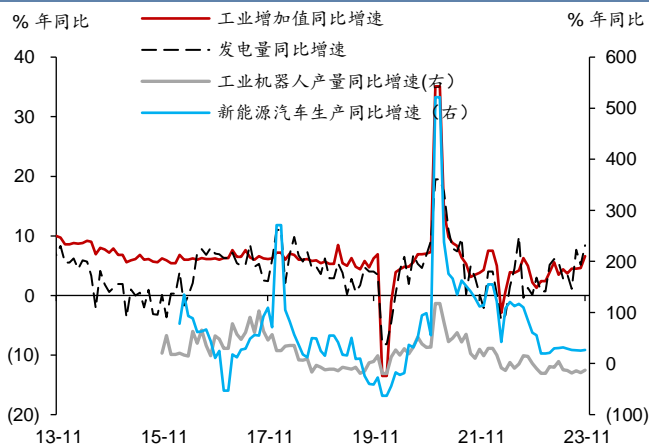
图表29：2021年天然气消费量靠前的省份



资料来源：中国能源统计年鉴、华泰研究

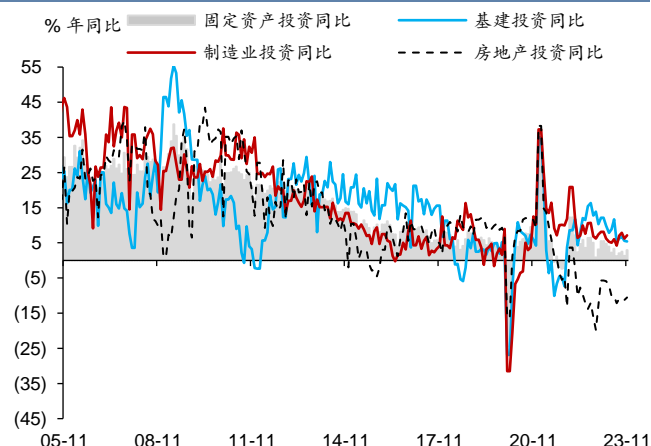
工业生产活动分化加剧，汽车/电气机械/化学原料为主要增长动能，医药制造/纺织/农副食品业偏弱。2023年11月工业增加值同比增速较10月的4.6%上行至6.6%，统计局季节调整后的环比增速从0.4%加速至0.9%。而从2022-23年两年复合增速来看，11月工业增加值同比录得4.4%，较10月回落约0.4pct。分行业而言，汽车制造2年复合增速录得12.5%、较10月回落2.2pct，但仍维持较高景气度；电气机械、化学原料2年复合增速亦在10%以上的较高增速区间。煤炭开采、电力热力生产、金属制品等行业两年复合增速上行超过1pct。而医药制造业、纺织业和农副食品的2年复合增速仍然为负。

图表30：11月工业增加值同比增速较10月上行



资料来源：Wind，华泰研究

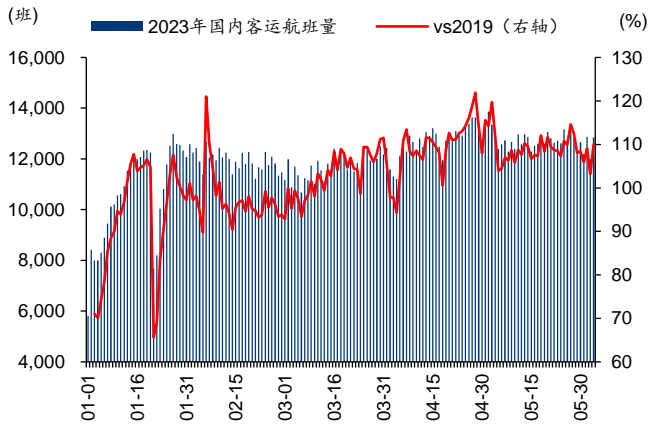
图表31：11月制造业投资增速有所回升



资料来源：Wind，华泰研究

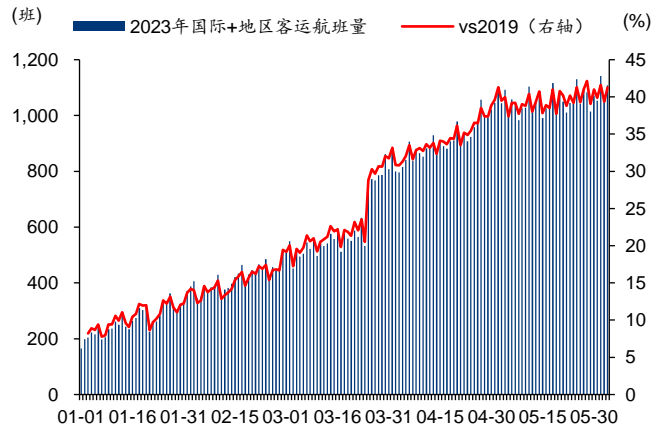
民航出行复苏，高铁与自驾出行潜力释放。1) 2023年是国内民航复苏之年，并且正在经历数据验证。2023年我国民航进入复苏之年，航司快速增投运力，并且需求得到释放。2023年前10月，我国民航旅客周转量达8,582亿人公里，同增152.1%，为2019年同期的87.3%，行业客座率77.9%，同增11.2pct，不过相比3Q19仍低5.7pct。2) 铁路客流回归内生增长，季度增速或受到基数扰动。2023年1Q为铁路客流爬坡期(客运量为19年同期的93%)，2Q为恢复平台期(客运量为19年同期的107%)，3Q则因暑期旅游、商务、探亲客流叠加产生景气高峰期(客运量为19年同期的113%)，4Q景气度或因淡季与高基数而环比回落(10月客运量为19年同期的110%)。3) 居民自驾出游延续复苏趋势。据交通部规划院，3Q23高速客车/货车交通量较19年同期增长24/1% (交通部规划院)。

图表32: 国内客运航班量及 vs2019 同期恢复程度



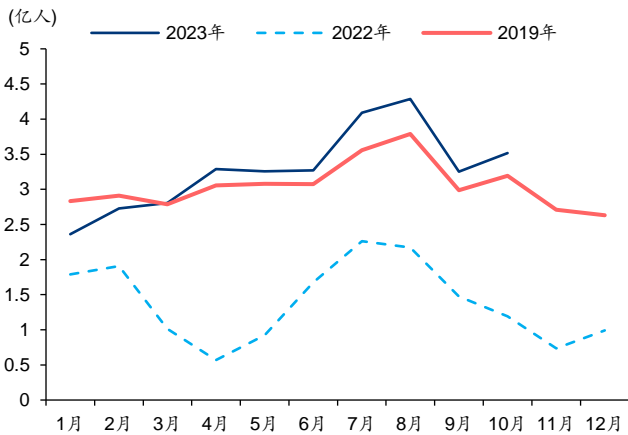
资料来源: 飞常准、华泰研究

图表33: 国内+国际客运航班量及 vs2019 同期恢复程度



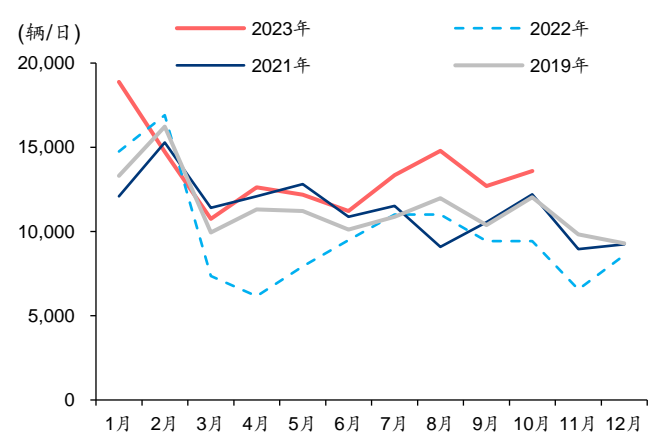
资料来源: 飞常准、华泰研究

图表34: 全国铁路客运量 (人次)



资料来源: 国家统计局、华泰研究

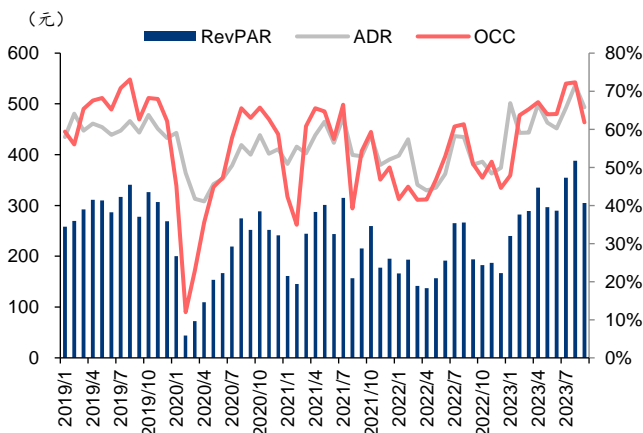
图表35: 全国干线高速公路客车断面交通量



资料来源: 交通部规划院、华泰研究

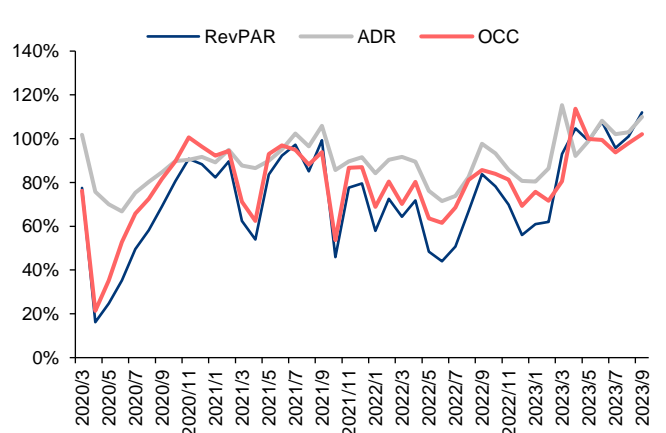
酒店休闲业延续景气，商旅逐步回暖。据 STR，23 年休闲游需求集中释放，核心区域供不应求、人工等成本上涨推升酒店 ADR，商务需求平淡拖累 OCC。

图表36: 2019 年以来国内酒店 OCC/ADR/RevPAR



资料来源: STR、华泰研究

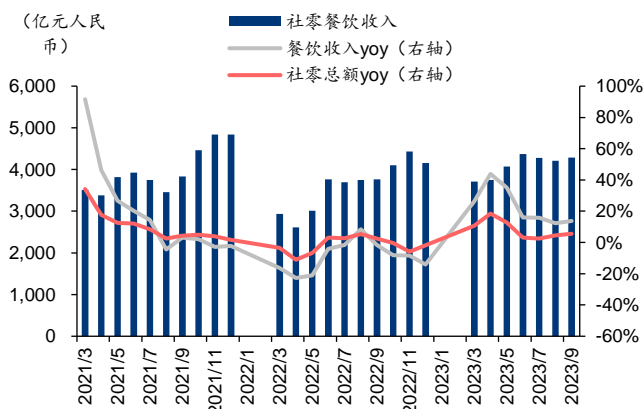
图表37: 2020 年后国内酒店 OCC/ADR/RevPAR 较 19 年同期恢复度



资料来源: STR、华泰研究

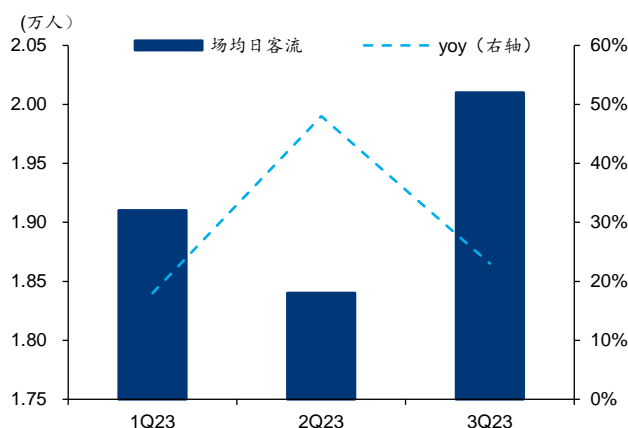
购物中心客流回暖，餐饮销售额同比增长。因2022年同期低基数，2023年以来餐饮行业收入、购物中心场均日客流同比高增长。

图表38：国内餐饮收入月度数据及同比变化



资料来源：国家统计局、华泰研究

图表39：全国购物中心客流同比增速

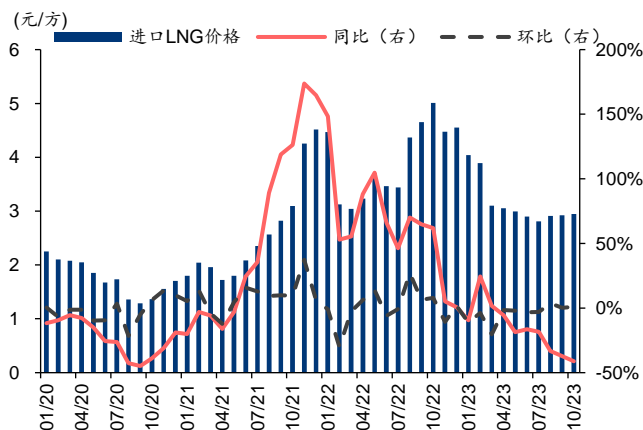


资料来源：汇客云、华泰研究

### 国内气源成本或现向下拐点，燃气分销盈利能力有望触底反弹

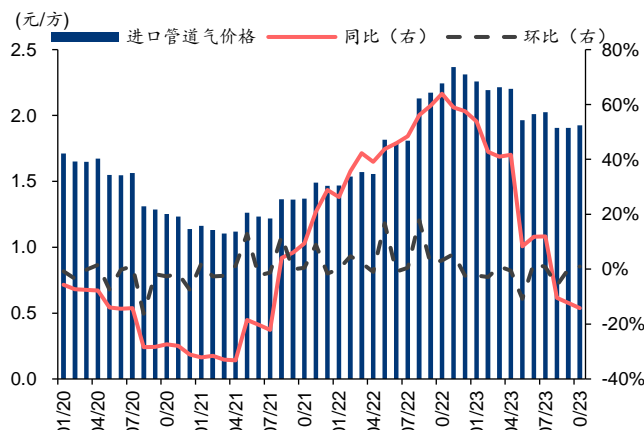
国际天然气价下行趋势显著，国内气源成本有望见顶回落。23年8/9/10月国内进口LNG均价环比+4%/0%/+1%，同比为-33%/-37%/-41%，自6月以来LNG均价在2.9元/方上下小幅波动。23年8/9/10月国内进口管道气均价环比为-6%/0%/+1%，同比为-11%/-12%/-14%，管道气均价下探至1.9元/方。

图表40：2023年8/9/10月国内进口LNG均价环比+4%/0%/+1%



资料来源：海关总署、华泰研究

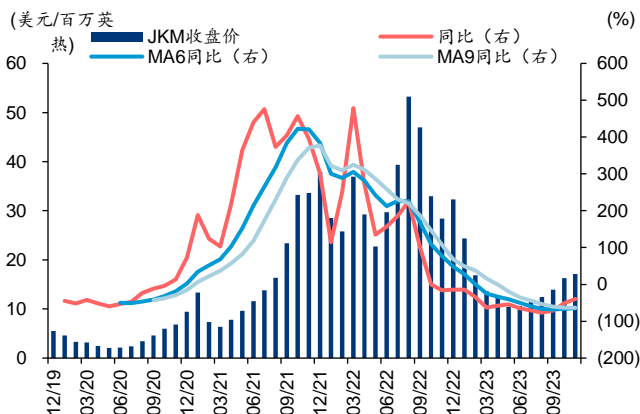
图表41：2023年8/9/10月国内进口管道气均价环比-6%/0%/+1%



资料来源：海关总署、华泰研究

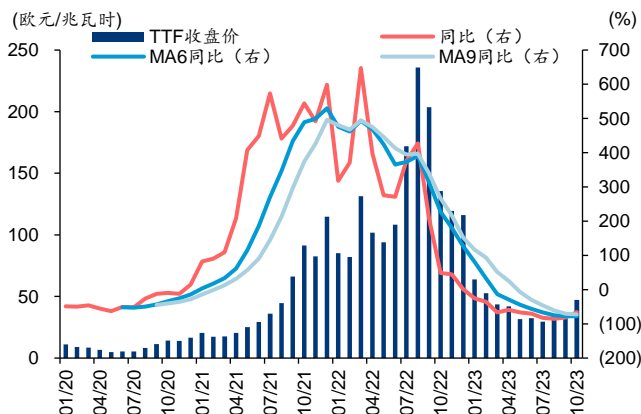
国际LNG现货价格同比大幅回落，国内部分LNG长协价格或已出现向下拐点。供需结构差异，东亚地区更具参考性的JKM价格自2022年10月起延续同比下跌态势，而欧洲的TTF价格只在2023年1月以后呈现相同态势。过往6/9个月移动均值(MA6/MA9)对于LNG长协更有参考意义，JKM MA6/MA9分别自2023年3月/5月出现同比回落的趋势，我们判断国内部分LNG长协价格已出现向下拐点。2023年以来的国际事件(如雪佛龙澳洲Wheatstone LNG工厂罢工、巴以冲突)对LNG价格影响相对有限。

图表42: JKM 价格自 22 年 10 月起延续同比下跌态势



资料来源: Bloomberg、华泰研究

图表43: TTF 价格自 2023 年 1 月起延续同比下跌态势

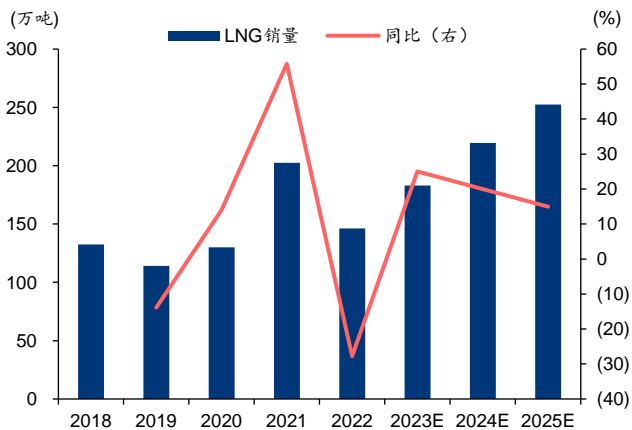


资料来源: Bloomberg、华泰研究

### 九丰能源: 以 LNG 和 LPG 等清洁能源构筑业绩基石

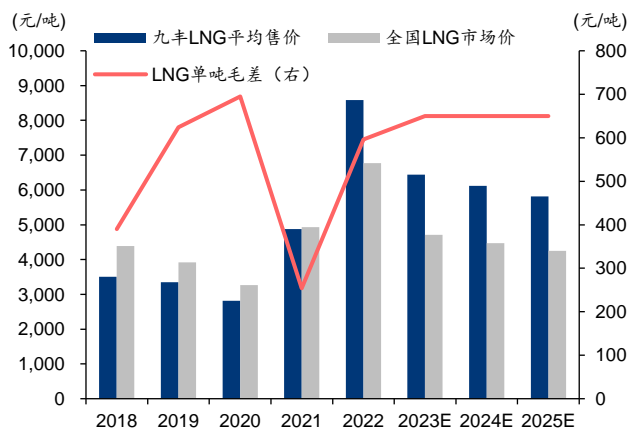
**资源配置效率提升, 吨毛差已趋于稳定。**在资源端, 公司通过持续构建“海气+陆气”双资源池, 调整和优化运营模式, 提升海气长约核心资源配置效率, 实现良好顺价, 同时根据海气价格回落及上游资源投放情况, 公司已与马石油和 ENI 分别签订 LNG 长约采购合同 417 万吨和 80 万吨 (合同有效期最长至 2026 年 3 月 31 日); 陆气方面, 公司能源作业服务项目及传统 LNG 液化工厂项目保持良好运营, LNG 自产能力接近 70 万吨。公司通过设立西南资源中心和西北资源中心, 匹配具有成本竞争力的 CNG 资源、LNG 资源、PNG 资源, 扩充陆气调节资源量。在市场端, 一方面, 在稳定存量用户的同时, 继续拓展新增直接终端用户, 提升直接终端用户销售比重, 终端市场实现稳健发展; 另一方面, 践行“出华南”战略, 进军华北市场、华东市场、华中市场, 通过“资源+市场”模式实现异地拓展。

图表44: 2018-22 年九丰能源 LNG 销量受价格影响有所波动



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

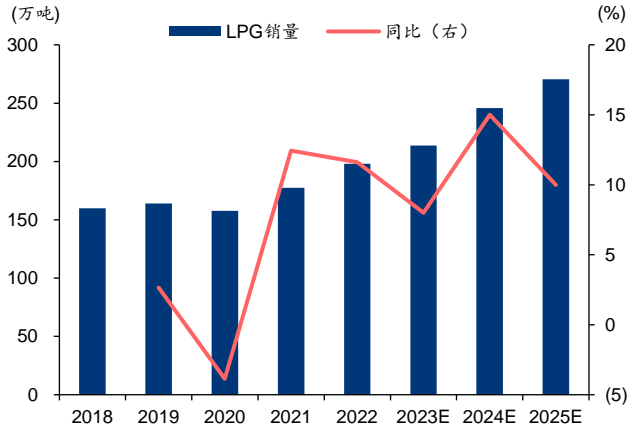
图表45: 除 18 与 21 年以外 LNG 吨毛差稳定在 600-700 元/吨区间内



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

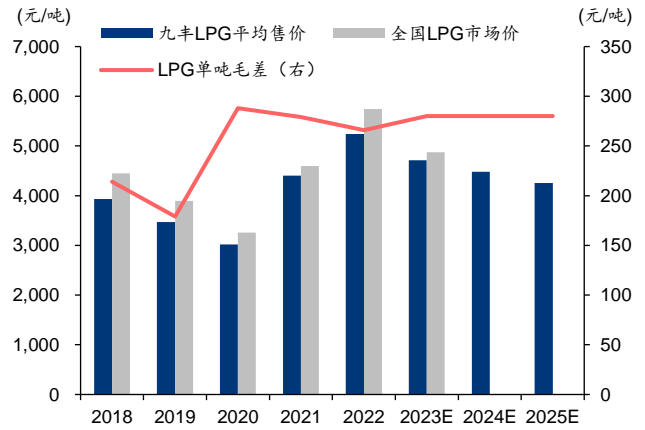
**LPG 强化长约与终端匹配度, 2020-22 年吨毛差相对稳定。**在采购方面, 公司强化长约与下游保供客户的匹配关系, 合理调节长约与现货采购。在终端市场方面, 公司夯实在华南地区、港澳地区 LPG 市场的领先地位, 并积极开拓湖南、广西、江西、湖北等周边市场, 寻求在华东地区的化工原料用气市场的布局机会。2018-22 年公司 LPG 业务销量总体上稳定增长。公司借助于国际资源池的优势, 2020-22 年 LPG 吨毛差稳定在 260~290 元/吨区间内, 较 2018-19 年显著上一台阶。公司仍在进一步做大资源池。在新项目方面, 积极推动惠州 LPG 码头及库区仓储等配套设施的建设。

图表46: 2018-22年九丰能源LPG销量基本稳定增长



资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表47: 2020-22年LPG吨毛利稳定在260~290元/吨区间内



资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 目标价 35.7 元/股，首次覆盖给予“买入”评级

### 核心假设与预测

**天然气及作业:**2020-2022 年公司 LNG 销售量为 130/203/146 万吨,2022 年主要受到 LNG 价格大涨压制需求的影响。随着 LNG 价格的回落(供需关系重回相对平衡)以及下游客户需求的回暖,我们预计 2023-25 年公司的 LNG 销量有望同比持续增长。公司与马石油、ENI 签订 LNG 长约合计 497 万吨,并在国内布局 LNG 液化工厂产能规模接近 70 万吨,资源锁定较为充足。公司通过构建“海气+陆气”双资源池,提升 LNG 资源配置效率,并实现 LNG 的良好顺价。我们预计 2023-25 年公司 LNG 吨毛差有望保持稳定。

图表48: 天然气及作业业务预测

| 天然气及作业 | 单位  | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 百万元 | 3,666  | 9,879  | 12,568 | 11,783 | 13,432 | 14,675 |
| 同比     | %   | -4.01  | 169.48 | 27.23  | -6.25  | 14.00  | 9.25   |
| LNG 均价 | 元/吨 | 2,819  | 4,876  | 8,588  | 6,441  | 6,119  | 5,813  |
| LNG 销量 | 万吨  | 130.05 | 202.58 | 146.35 | 182.94 | 219.53 | 252.45 |
| 同比     | %   | 13.94  | 55.77  | -27.76 | 25.00  | 20.00  | 15.00  |
| 营业成本   | 百万元 | 2,875  | 9,364  | 11,697 | 10,664 | 12,075 | 13,104 |
| 单吨成本   | 元/吨 | 2,211  | 4,622  | 7,992  | 5,829  | 5,501  | 5,191  |
| 毛利率    | %   | 21.56  | 5.21   | 6.93   | 9.50   | 10.10  | 10.70  |
| 吨毛差    | 元/吨 | 695    | 254    | 596    | 650    | 650    | 650    |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

**液化石油气:**2020-2022 年公司 LPG 销售量为 158/177/198 万吨,稳健增长得益于公司在华南地区、港澳地区 LPG 市场的领先地位。公司积极开拓周边省份市场和推动惠州 LPG 码头及库区仓储等配套设施的建设,我们预计 2023-25 年公司的 LPG 销量有望同比持续增长。考虑到原油价格回落和供给相对宽松,我们假设 2023-25 年 LPG 均价同比 -10%/-5%/-5%。2020-22 年公司 LPG 吨毛差稳定在 266~288 元/吨,公司 LPG 采购以国际采购为主,国内采购为辅;国际采购以目的港交货、运费由卖方承担的 DES/DAP 模式为主,以装运港交货、运费由买方承担的 FOB 模式为辅。我们假设 2023-25 年 LPG 吨毛差为历史三年均值。

图表49: 液化石油气业务预测

| 液化石油气  | 单位  | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入   | 百万元 | 4,761  | 7,807  | 10,367 | 10,077 | 11,009 | 11,505 |
| 同比     | %   | -16.28 | 63.98  | 32.80  | -2.80  | 9.25   | 4.50   |
| LPG 均价 | 元/吨 | 3,019  | 4,403  | 5,239  | 4,715  | 4,479  | 4,255  |
| LPG 销量 | 万吨  | 157.69 | 177.30 | 197.90 | 213.73 | 245.79 | 270.37 |
| 同比     | %   | (3.86) | 12.44  | 11.62  | 8.00   | 15.00  | 10.00  |
| 营业成本   | 百万元 | 4,356  | 7,313  | 9,841  | 9,479  | 10,321 | 10,748 |
| 单吨成本   | 元/吨 | 2,731  | 4,124  | 4,973  | 4,435  | 4,199  | 3,975  |
| 毛利率    | %   | 8.50   | 6.33   | 5.08   | 5.94   | 6.25   | 6.58   |
| 吨毛差    | 元/吨 | 288    | 279    | 266    | 280    | 280    | 280    |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

**特种气体及其他化工品:**2020-21 年公司该业务以甲醇、二甲醚的销售为主,2022 年公司将内蒙森泰 BOG 提氮项目由点到面拓展为氮气业务。公司通过自主投建的制氮装置,天然气制氮、氯碱尾气提纯制氮,产出工业氮气和高纯氮,向化工、石油、医药、冶金等企业客户销售。由此,公司该业务以氮气、氩气为主要的增量。我们预计传统的甲醇、二甲醚等保持相对稳健的增速(10%),而氮气持续较快增长(2023-25 年销量 28/45/60 万方)、得益于海南商业航天发射场项目带来显著增量。由于氮气业务的毛利率较高,随着氮气收入占比的上升,将推升该业务的整体毛利率。

**图表50：特种气体及其他化工品业务预测**

| 特种气体及其<br>他化工品 | 单位  | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入           | 百万元 | 412   | 545   | 747   | 881   | 1051  | 1233  |
| 同比             | %   | 0.94  | 32.22 | 37.19 | 17.90 | 19.32 | 17.33 |
| 氦气收入           | 元/吨 | 0     | 8     | 53    | 83    | 134   | 178   |
| 营业成本           | 百万元 | 347   | 482   | 687   | 784   | 897   | 1012  |
| 氦气成本           | 元/吨 | 0     | 3     | 5     | 8     | 14    | 18    |
| 毛利率            | %   | 15.80 | 11.40 | 8.04  | 10.96 | 14.69 | 17.90 |
| 氦气毛利率          | %   |       | 66.02 | 89.90 | 89.90 | 89.90 | 89.90 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**能源物流服务：**公司依托于自有的 LNG 船舶、LNG 接收站及仓储设施、LNG 槽车等核心资产，为境内外客户及第三方提供运输、物流、周转、仓储、租赁等能源基础设施服务。服务费收入影响的因素主要包括 LNG 载重量及航距、LNG 接收窗口及卸载量、LNG 槽运距离、船舶租赁市场变化等。截至 2023 年 6 月末，公司自主控制 8 艘运输船，4 艘 LNG 船舶中 1 艘在建，4 艘 LPG 船舶中 2 艘在建，投产后年周转能力可达 400~500 万吨；公司拥有东莞立沙岛 LNG/LPG 接收站，年周转能力 LNG 150 万吨、LPG 150 万吨；公司在运的 LNG 槽车超过 100 台。考虑到公司能源基础设施产能的提升，假设 2023-25 年能源物流服务收入保持 20% 增长；LNG 价格下降带来终端需求增加，2023 年公司产能利用率和毛利率有望小幅提升，假设 2024-25 年产能利用率保持稳定、毛利率保持 40%。

**图表51：能源物流服务业务预测**

| 能源物流服务 | 单位  | 2020A  | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 百万元 | 75     | 259    | 269   | 323   | 387   | 465   |
| 同比     | %   | -30.34 | 244.44 | 3.96  | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 营业成本   | 百万元 | 19     | 127    | 171   | 194   | 232   | 279   |
| 毛利率    | %   | 75.02  | 50.93  | 36.32 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**期间费用率：**1) 9M23 公司销售费用率 0.98%，较 2022 年全年的 0.85% 略有上升，假设 2023-25 年由 0.95% 逐年下降至 0.85%，主要是公司市场开拓效率提升，而 2024-25 年收入增长；2) 9M23 公司管理费用率 1.12%，较 2022 年全年的 0.70% 上升较多，主要是确认股份支付费用以及子公司并表所致，假设 2023-25 年由 1.0% 逐年下降至 0.9%，主要是公司管理团队与支出相对稳定，而 2024-25 年收入增长；3) 公司财务费用受可转债利息摊销、汇兑损益等多重因素影响，预测值为勾稽结果。

**图表52：期间费用率预测**

| %     | 2020A | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 期间费用率 | 4.10  | 2.10  | 1.07   | 1.61   | 1.45   | 1.27   |
| 销售费用率 | 2.42  | 1.20  | 0.85   | 0.95   | 0.90   | 0.85   |
| 管理费用率 | 1.24  | 0.70  | 0.70   | 1.00   | 0.95   | 0.90   |
| 研发费用率 | -     | -     | -      | -      | -      | -      |
| 财务费用率 | 0.44  | 0.21  | (0.48) | (0.34) | (0.40) | (0.48) |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

**预计 2023-25 年公司整体归母净利润为 12.5/15.9/19.3 亿元，同比+15%/+27%/+21%。**2023-25 年清洁能源（天然气及作业、液化石油气）业务仍是公司的业绩基石，但特种气体和能源物流服务收入与利润规模快速增长，我们预计毛利贡献比例合计为 12/13/15%。

图表53：公司整体与各板块预测

|                | 单位  | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入           | 百万元 | 8,914  | 18,488 | 23,954 | 23,063 | 25,880 | 27,877 |
| 同比             | %   | -11.05 | 107.42 | 29.56  | -3.72  | 12.21  | 7.72   |
| 天然气及作业         |     | 3,666  | 9,879  | 12,568 | 11,783 | 13,432 | 14,675 |
| 液化石油气          |     | 4,761  | 7,807  | 10,367 | 10,077 | 11,009 | 11,505 |
| 特种气体及其<br>他化工品 |     | 412    | 545    | 747    | 881    | 1,051  | 1,233  |
| 能源物流服务         |     | 75     | 259    | 269    | 323    | 387    | 465    |
| 毛利率            | %   | 14.77  | 6.50   | 6.50   | 8.43   | 9.10   | 9.81   |
| 天然气及作业         |     | 21.56  | 5.21   | 6.93   | 9.50   | 10.10  | 10.70  |
| 液化石油气          |     | 8.50   | 6.33   | 5.08   | 5.94   | 6.25   | 6.58   |
| 特种气体及其<br>他化工品 |     | 15.80  | 11.40  | 8.04   | 10.96  | 14.69  | 17.90  |
| 能源物流服务         |     | 75.02  | 50.93  | 36.32  | 40.00  | 40.00  | 40.00  |
| 净利润            | 百万元 | 773    | 628    | 1093   | 1264   | 1606   | 1945   |
| 归母净利润          | 百万元 | 768    | 620    | 1090   | 1253   | 1592   | 1927   |
| 同比             | %   | 109.31 | -19.27 | 75.87  | 14.94  | 27.07  | 21.06  |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 估值方法

我们在天然气下游分销和特种气体行业分别选择 3 家主流公司。从行业平均估值水平（2024E PE 和 PB）对比，特种气体>天然气分销，也反映出两个行业不同的业绩增长水平。公司以 LNG/LPG 分销为业绩基石，向特种气体和能源服务等附加值更高的行业延伸布局。随着特种气体和能源服务的利润贡献占比提升，我们认为公司的估值水平也有望逐步推高。给予公司 14x 2024E PE，对应总市值 223 亿元，目标价 35.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

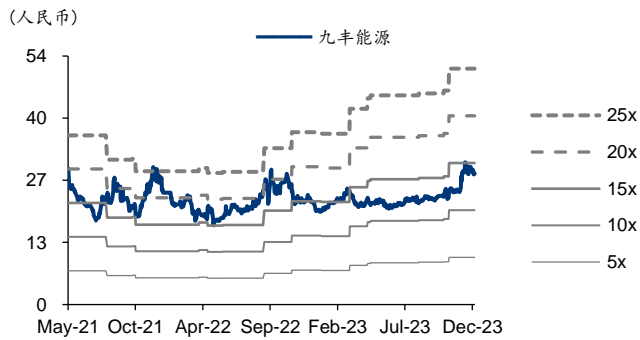
图表54：可比公司估值表

| 公司名称                | 股票代码      | 股价<br>元/股 | 市值<br>十亿元 | CAGR-%<br>24-25E | PEG<br>24E  | PE-x         |              |              |             | PB-x        |             |              | ROE-%        |              |  |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--|
|                     |           |           |           |                  |             | 23E          | 24E          | 25E          | 23E         | 24E         | 25E         | 23E          | 24E          | 25E          |  |
| <b>天然气分<br/>销均值</b> |           |           |           | <b>19.61</b>     | <b>0.54</b> | <b>12.01</b> | <b>9.79</b>  | <b>8.28</b>  | <b>1.92</b> | <b>1.67</b> | <b>1.44</b> | <b>18.61</b> | <b>18.90</b> | <b>19.24</b> |  |
| 新奥股份                | 600803 CH | 16.22     | 50.3      | 13.47            | 0.50        | 7.50         | 6.68         | 5.83         | 1.97        | 1.53        | 1.20        | 29.88        | 26.21        | 24.04        |  |
| 深圳燃气                | 601139 CH | 6.96      | 20.0      | 14.67            | 0.76        | 13.14        | 11.22        | 9.99         | 1.40        | 1.28        | 1.16        | 10.61        | 11.42        | 11.63        |  |
| 佛燃能源                | 002911 CH | 11.47     | 11.2      | 30.68            | 0.37        | 15.39        | 11.47        | 9.01         | 2.38        | 2.19        | 1.97        | 15.33        | 19.07        | 22.05        |  |
| <b>特种气体<br/>均值</b>  |           |           |           | <b>28.15</b>     | <b>0.99</b> | <b>37.24</b> | <b>28.65</b> | <b>22.23</b> | <b>3.26</b> | <b>2.97</b> | <b>2.67</b> | <b>10.46</b> | <b>12.14</b> | <b>13.50</b> |  |
| 广钢气体                | 688548 CH | 12.85     | 17.0      | 34.35            | 1.21        | 55.22        | 41.61        | 30.60        | 2.97        | 2.79        | 2.57        | 7.13         | 8.67         | 10.28        |  |
| 金宏气体                | 688106 CH | 22.72     | 11.1      | 25.38            | 1.02        | 32.84        | 25.83        | 20.89        | 3.64        | 3.32        | 2.98        | 10.95        | 12.65        | 14.01        |  |
| 杭氧股份                | 002430 CH | 29.00     | 28.5      | 24.72            | 0.75        | 23.65        | 18.50        | 15.21        | 3.17        | 2.80        | 2.45        | 13.30        | 15.11        | 16.21        |  |
| 九丰能源                | 605090 CH | 28.44     | 17.8      | 24.01            | 0.47        | 14.20        | 11.17        | 9.23         | 2.22        | 1.93        | 1.67        | 16.76        | 18.50        | 19.44        |  |

注：1) 数据日期：2023/12/22；2) 可比公司预测基于 Wind 一致预期；3) CAGR 为归母净利润年均复合增速

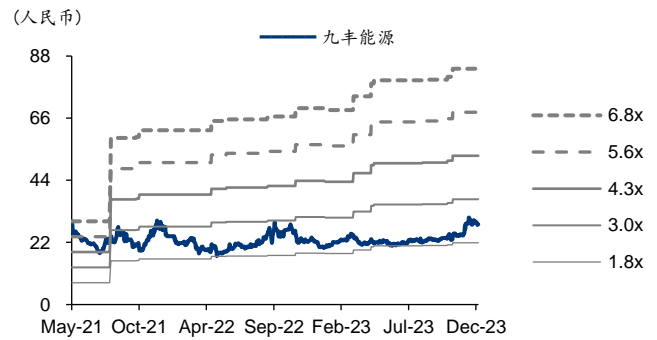
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究预测

图表55: 九丰能源 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表56: 九丰能源 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

**特种气体毛利率下降。**若全球或部分国家、地区的贸易政策、地缘政治、监管政策等发生重大不利变化，可能导致气源地发生不可抗力因素，公司氦气进口无法持续或进口量不达预期、氦气采购价格上涨、氦气合同权益摊销费用增加或出现减值等，将对公司特种气体业务的毛利率产生不利影响。

**LNG/LPG 销量不达预期。**国内 LNG 和 LPG 需求增速受经济增长及气候变化影响较大，如果出台管控价格政策，或者推广天然气消费利用的政策落地不及预期，也可能对公司盈利能力产生负面影响。

**商业航天项目推进不及预期。**海南商业航天项目是公司特种气体业务的下游突破口，对于公司后续业务发展起到至关重要的作用。该项目目前仍在建设过程当中，进展存在一定不确定性。另外发射燃料中的液氢和氦气等供应要求较高，若公司生产工艺无法满足发射要求，也可能导致发射进度的延后。

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 4,792  | 6,419  | 6,680  | 8,380  | 8,976  |
| 现金             | 3,168  | 4,633  | 4,978  | 6,174  | 6,841  |
| 应收账款           | 548.09 | 221.97 | 354.61 | 441.69 | 487.55 |
| 其他应收账款         | 32.53  | 75.49  | 28.52  | 88.19  | 37.52  |
| 预付账款           | 99.46  | 223.81 | 87.44  | 261.82 | 114.40 |
| 存货             | 686.14 | 988.17 | 976.51 | 1,115  | 1,224  |
| 其他流动资产         | 258.36 | 277.31 | 255.43 | 299.75 | 271.35 |
| <b>非流动资产</b>   | 2,952  | 4,890  | 4,925  | 5,203  | 5,368  |
| 长期投资           | 199.93 | 462.95 | 477.09 | 509.57 | 557.19 |
| 固定投资           | 1,810  | 2,245  | 2,354  | 2,659  | 2,819  |
| 无形资产           | 142.61 | 280.00 | 302.41 | 332.29 | 368.34 |
| 其他非流动资产        | 799.36 | 1,902  | 1,792  | 1,702  | 1,623  |
| <b>资产总计</b>    | 7,744  | 11,309 | 11,605 | 13,583 | 14,344 |
| <b>流动负债</b>    | 1,287  | 2,591  | 1,854  | 2,668  | 2,028  |
| 短期借款           | 579.46 | 913.30 | 913.30 | 913.30 | 913.30 |
| 应付账款           | 139.45 | 378.73 | 362.33 | 421.85 | 460.35 |
| 其他流动负债         | 568.19 | 1,299  | 578.54 | 1,333  | 654.71 |
| <b>非流动负债</b>   | 532.21 | 1,538  | 1,493  | 1,451  | 1,407  |
| 长期借款           | 0.00   | 222.90 | 178.50 | 136.35 | 92.53  |
| 其他非流动负债        | 532.21 | 1,315  | 1,315  | 1,315  | 1,315  |
| <b>负债合计</b>    | 1,819  | 4,128  | 3,347  | 4,119  | 3,436  |
| 少数股东权益         | 186.59 | 239.35 | 250.73 | 265.18 | 282.68 |
| 股本             | 442.97 | 625.41 | 625.41 | 625.41 | 625.41 |
| 资本公积           | 3,285  | 3,163  | 3,163  | 3,163  | 3,163  |
| 留存公积           | 2,003  | 2,982  | 3,843  | 4,945  | 6,284  |
| 归属母公司股东权益      | 5,738  | 6,942  | 8,007  | 9,199  | 10,626 |
| <b>负债和股东权益</b> | 7,744  | 11,309 | 11,605 | 13,583 | 14,344 |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金</b> | 89.51    | 1,696    | 893.94   | 2,130    | 1,600    |
| 净利润           | 627.75   | 1,093    | 1,264    | 1,606    | 1,945    |
| 折旧摊销          | 247.92   | 283.51   | 187.08   | 218.71   | 257.29   |
| 财务费用          | 39.24    | (115.26) | (78.71)  | (104.45) | (133.81) |
| 投资损失          | 96.91    | (7.86)   | 70.53    | 70.53    | 70.53    |
| 营运资金变动        | (887.59) | 201.88   | (567.36) | 322.36   | (554.80) |
| 其他经营现金        | (34.73)  | 240.77   | 18.25    | 16.84    | 15.84    |
| <b>投资活动现金</b> | (812.02) | (206.62) | (322.34) | (596.91) | (522.93) |
| 资本支出          | (731.27) | (329.70) | (184.63) | (433.58) | (333.68) |
| 长期投资          | (133.91) | (161.49) | (14.14)  | (32.48)  | (47.62)  |
| 其他投资现金        | 53.16    | 284.57   | (123.56) | (130.85) | (141.63) |
| <b>筹资活动现金</b> | 2,438    | (226.62) | (226.58) | (337.07) | (409.65) |
| 短期借款          | (91.12)  | 333.84   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款          | (1.00)   | 222.90   | (44.40)  | (42.15)  | (43.82)  |
| 普通股增加         | 82.97    | 182.44   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | 2,595    | (122.31) | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | (147.77) | (843.50) | (182.17) | (294.93) | (365.84) |
| 现金净增加额        | 1,702    | 1,390    | 345.03   | 1,196    | 667.02   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2021    | 2022     | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|---------------|---------|----------|---------|----------|----------|
| <b>营业收入</b>   | 18,488  | 23,954   | 23,063  | 25,880   | 27,877   |
| 营业成本          | 17,286  | 22,397   | 21,120  | 23,525   | 25,143   |
| 营业税金及附加       | 13.70   | 19.65    | 25.37   | 28.47    | 30.66    |
| 营业费用          | 221.04  | 204.60   | 219.10  | 232.92   | 236.96   |
| 管理费用          | 128.88  | 166.77   | 230.63  | 245.86   | 250.89   |
| 财务费用          | 39.24   | (115.26) | (78.71) | (104.45) | (133.81) |
| 资产减值损失        | (37.37) | (47.27)  | (46.13) | (51.76)  | (55.75)  |
| 公允价值变动收益      | 71.10   | (12.86)  | (29.78) | (29.78)  | (29.78)  |
| 投资净收益         | (96.91) | 7.86     | (70.53) | (70.53)  | (70.53)  |
| <b>营业利润</b>   | 762.62  | 1,245    | 1,464   | 1,862    | 2,255    |
| 营业外收入         | 4.13    | 27.04    | 6.86    | 6.86     | 6.86     |
| 营业外支出         | 0.68    | 1.15     | 1.57    | 1.57     | 1.57     |
| <b>利润总额</b>   | 766.08  | 1,270    | 1,470   | 1,867    | 2,261    |
| 所得税           | 138.33  | 177.65   | 205.52  | 261.15   | 316.13   |
| <b>净利润</b>    | 627.75  | 1,093    | 1,264   | 1,606    | 1,945    |
| 少数股东损益        | 8.00    | 2.83     | 11.38   | 14.46    | 17.50    |
| 归属母公司净利润      | 619.75  | 1,090    | 1,253   | 1,592    | 1,927    |
| EBITDA        | 1,026   | 1,550    | 1,578   | 1,982    | 2,384    |
| EPS (人民币, 基本) | 1.52    | 1.76     | 2.00    | 2.55     | 3.08     |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 营业收入              | 107.42  | 29.56   | (3.72)  | 12.21   | 7.72    |
| 营业利润              | (18.23) | 63.19   | 17.67   | 27.17   | 21.12   |
| 归属母公司净利润          | (19.27) | 75.87   | 14.94   | 27.07   | 21.06   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |         |         |         |         |         |
| 毛利率               | 6.50    | 6.50    | 8.43    | 9.10    | 9.81    |
| 净利率               | 3.40    | 4.56    | 5.48    | 6.21    | 6.98    |
| ROE               | 15.02   | 17.19   | 16.76   | 18.50   | 19.44   |
| ROIC              | 20.10   | 25.56   | 24.67   | 31.78   | 33.63   |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 资产负债率 (%)         | 23.49   | 36.50   | 28.84   | 30.32   | 23.95   |
| 净负债比率 (%)         | (33.27) | (28.59) | (30.47) | (39.66) | (40.92) |
| 流动比率              | 3.72    | 2.48    | 3.60    | 3.14    | 4.43    |
| 速动比率              | 3.00    | 1.99    | 3.00    | 2.60    | 3.74    |
| <b>营运能力</b>       |         |         |         |         |         |
| 总资产周转率            | 3.06    | 2.51    | 2.01    | 2.05    | 2.00    |
| 应收账款周转率           | 52.20   | 62.21   | 80.00   | 65.00   | 60.00   |
| 应付账款周转率           | 78.69   | 86.44   | 57.00   | 60.00   | 57.00   |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.99    | 1.74    | 2.00    | 2.55    | 3.08    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.14    | 2.71    | 1.43    | 3.41    | 2.56    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 9.18    | 11.10   | 12.80   | 14.71   | 16.99   |
| <b>估值比率</b>       |         |         |         |         |         |
| PE (倍)            | 28.70   | 16.32   | 14.20   | 11.17   | 9.23    |
| PB (倍)            | 3.10    | 2.56    | 2.22    | 1.93    | 1.67    |
| EV EBITDA (倍)     | 15.58   | 10.26   | 9.79    | 7.18    | 5.68    |



## 免责声明

### 分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国海油（600938 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 中国石油（601857 CH）、中国石化（600028 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 深圳燃气（601139 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中国海油（600938 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中国石油（601857 CH）、中国石化（600028 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**评级说明**

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

**行业评级**

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

## 华泰证券股份有限公司

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司