

九丰能源 (605090.SH)

“一主两翼”格局成型，特气业务锚定商业航天

买入

核心观点

三大业务稳健增长，归母净利润完成员工持股考核。2023年公司实现营业收入265.66亿元(+10.91%)，实现归母净利润13.06亿元(+19.82%)。公司清洁能源业务销量同比增长，单吨毛利保持基本稳定，能源服务和特种气体业务产生增量收入和利润。公司完成员工持股计划2023年业绩考核指标(归母净利润不低于12亿元)；2024年度考核指标为12.5亿元。

顺价能力抵御气价下降影响，清洁能源业务盈利能力稳定。2023年国际天然气价格震荡回落，国内天然气市场量增价跌。公司LNG、PNG销售收入146.9亿元(+16.86%)，销量227.6万吨(+55.5%)，毛差470元/吨，同比有所收窄。LPG业务发展稳健，销售收入88.1亿元，销量191.0万吨，毛差256元/吨，同比基本持平，推动惠州液化烃码头项目(5万吨级)及配套LPG仓储基地项目，2023年5月30日正式动工建设。

能源作业和能源物流业务快速发展。公司能源作业服务营收15.58亿元，天然气回收处理配套服务作业量38万吨，单吨服务性收益基本稳定；在运天然气井超110口，并布局低产低效辅助排采服务业务。2023年公司能源物流服务销售收入2.82亿元，公司自主控制在运及在建船舶年周转能力合计400-500万吨，2023年累计对外航运47次；拥有东莞天然气接收站，LNG和LPG年周转能力各150万吨；在运LNG槽车超百台。

氦气产量高增，锚定航空航天特气。2023年公司氦气营收0.5亿元，高纯氦气销量31.0万方，可比口径下同比增长超过60%；现场制氦在运产能2万方/小时，销量0.5亿方，营收1.1亿元。2024年，公司特气业务终端锚定航空航天特气，加快海南商业航天发射场特燃特气配套项目和艾尔希二期项目建设，推动华东(镇江)零售气站签约和建设。

资本运作频繁，完善一主两翼业务格局。公司收购正拓气体70%股权、河南中能70%股权、江苏艾湘100%股权、华油中蓝12%股权，增资惠州港湾，重大股权投资合计4.2亿元(+67%)。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑到国内外气价有所回落，商业航天发展进度等因素，预计2024-2026年归母净利润15.4/18.2/20.0亿元(2024/2025年原预测16.2/17.9亿元，新增2026年预测)，同比增速18.1%/17.9%/10.1%，对应当前股价PE为11.0/9.4/8.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,954	26,566	28,566	30,819	32,743
(+/-%)	29.6%	10.9%	7.5%	7.9%	6.2%
归母净利润(百万元)	1090	1306	1543	1818	2002
(+/-%)	75.9%	19.8%	18.1%	17.9%	10.1%
每股收益(元)	1.74	2.09	2.438	2.873	3.163
EBIT Margin	4.9%	6.1%	6.5%	7.1%	7.4%
净资产收益率(ROE)	15.7%	16.8%	17.1%	17.2%	16.4%
市盈率(PE)	15.5	13.0	11.1	9.4	8.6
EV/EBITDA	15.5	11.9	10.8	9.5	8.8
市净率(PB)	2.44	2.18	1.89	1.62	1.40

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: 李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

证券分析师: 郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人: 崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 27.43元
总市值/流通市值 17360/7367百万元
52周最高价/最低价 31.50/21.07元
近3个月日均成交额 125.49百万元

市场走势



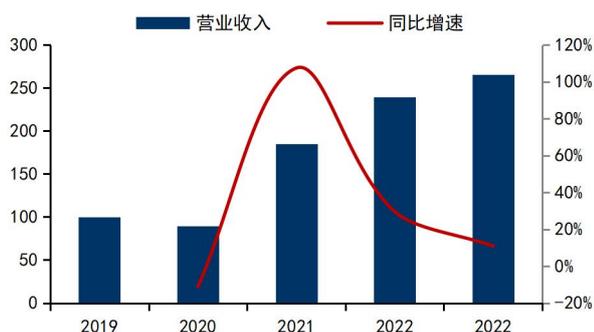
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《九丰能源(605090.SH)-三大业务发展良好,拟回购彰显发展信心》——2023-10-24
《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》——2023-08-18
《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,布局下游氢氨业务》——2022-11-07

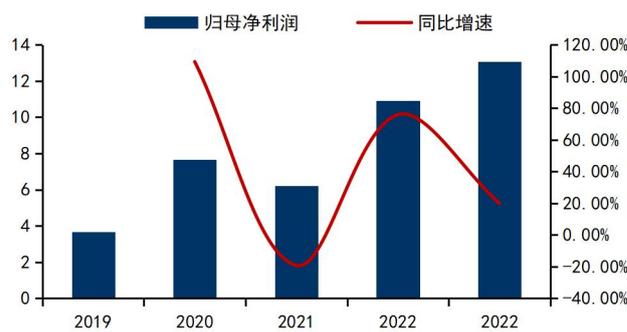
三大业务增长趋势良好，归母净利润完成员工持股考核。2023 年公司实现营业收入 265.66 亿元，同比增长 10.91%，实现归母净利润 13.06 亿元，同比增长 19.82%，扣非后归母净利润 13.35 亿元，同比增长 26.25%。公司清洁能源业务销量同比增长，单吨毛利保持基本稳定，能源服务和特种气体业务产生增量收入和利润。2023 年为公司第一期员工持股计划第二个解锁期，业绩考核指标为归母净利润不低于 12 亿元；第三个解锁期考核指标为 2024 年归母净利润不低于 15 亿元或 2022-2024 年累计归母净利润不低于 36.5 亿元。根据公司实际业绩，2024 年业绩考核指标为 12.5 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



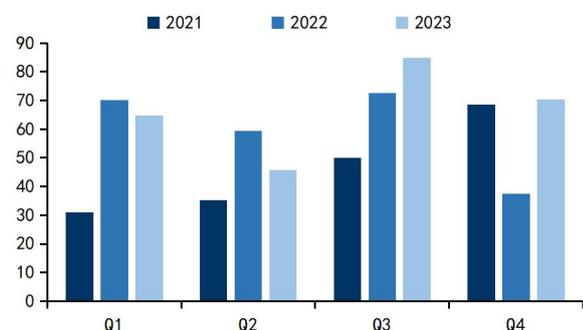
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



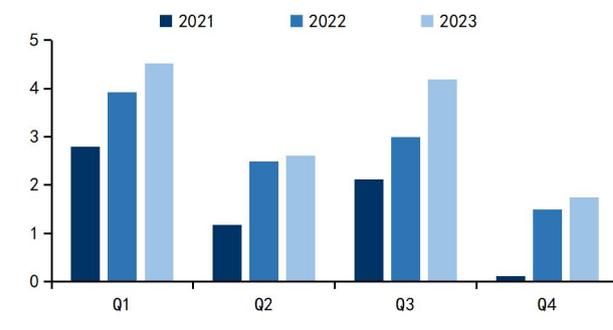
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



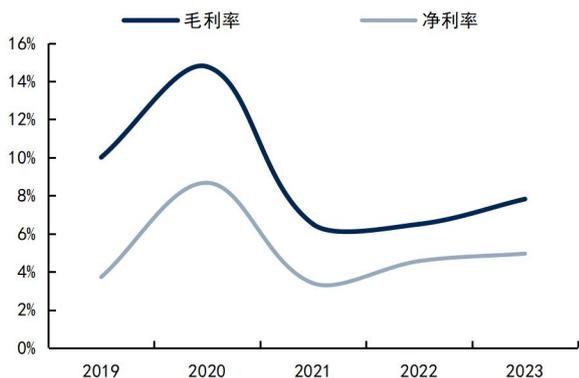
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率同比提高，费用率小幅上涨。得益于公司清洁能源业务较强的顺价能力较强，以及毛利率相对较高的能源服务和特种气体业务迅速成长，2023 年公司毛利率为 7.82%，同比提高 1.32pct；净利率 4.95%，同比提高 0.39pct。费用率方面，公司销售费用率为 0.77%，同比降低 0.08pct；管理费用率 0.70%，与上年同期持平；财务费用率-0.07%，同比提高 0.41pct；公司重点加强能源和信息技术服务研发，并将持续加强特种气体资源端技术研发投入，报告期内研发费用率 0.02%。

ROE 相对稳定，投资和融资现金流大幅增长。2023 年公司 ROE 为 17.85%，较上年同期微涨 0.18pct，主要系公司总资产同比增加，资产周转率同比降低幅度一定程度上抵消了净利率增长幅度所致。公司货币结余增加，船舶购建相关的固定资产、在建工程增加致总资产同比增加 27.41%，达 144.09 亿元；实现盈利及可转

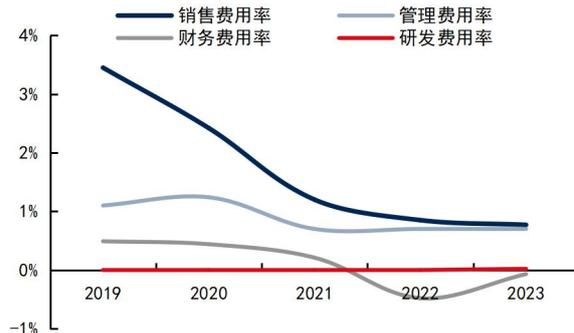
债转股，报告期末归母净资产 77.75 亿元，同比增长 12.00%。公司盈利同比增加，营运资本管控效率提升，经营性现金净流入 21.58 亿元，同比增加 27.27%；报告期内公司购买一艘 LNG 船舶、支付 IPO 募投项目款项、购买理财产品，支付并购对价款，投资性现金流净流出同比大幅增长 1010.14%，达 22.98 亿元；2022 年 11 月 10 日，公司发行股份、可转债得到核准，公司已通过发行可转债募集资金 12 亿元，2023 年 2 月 28 日全部到账，2023 年融资性现金净流量转正，达 11.86 亿元。

图5：公司毛利率、净利率情况



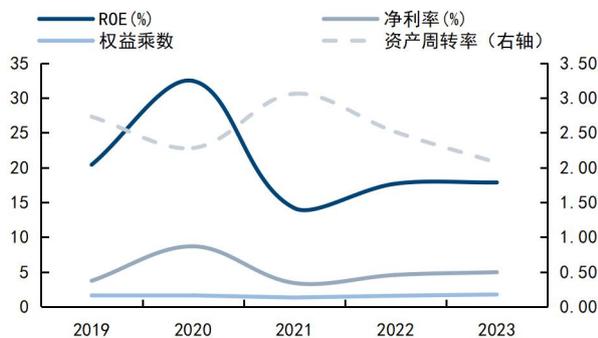
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

顺价能力抵御气价下降影响，清洁能源业务盈利能力稳定。2023 年受地缘政治、极端天气、北半球暖冬及欧洲储气库库存处于高位等因素影响，国际天然气价格全年呈震荡回落趋势；国内深化天然气市场化改革，进一步理顺天然气价格机制，国内天然气市场整体呈现量增价跌态势。公司 LNG 业务持续构建“海气+陆气”双资源池，并加快工业终端布局，强化顺价能力，LNG、PNG 产品实现销售收入 146.9 亿元，同比增长 16.86%，销量 227.6 万吨，同比增长 55.5%，毛差 470 元/吨，同比有所收窄。LPG 业务发展稳健，实现销售收入 88.1 亿元，销量达 191.0 万吨，毛差 256 元/吨，销售收入及单吨毛差同比基本持平。同时公司推动惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目，2023 年 5 月 30 日正式开工建设。

能源作业和能源物流业务快速发展。能源作业服务方面，2023 年公司能源作业服

务实现营收 15.58 亿元，运营三个天然气回收处理配套服务项目，处理规模约 172 万方/天，全年天然气回收处理配套服务作业量 38 万吨，可比口径下同比增长 30%，价格联动机制下单吨服务性收益保持基本稳定；公司在运营超过 110 口天然气井，并布局低产低效辅助排采服务业务，由井口作业延伸至井下作业。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），4 艘 LPG 船舶（1 艘自有，2 艘租赁，1 艘在建），全部投运后年周转能力预计达 400-500 万吨；拥有东莞九丰天然气接收站，LNG 年周转能力 150 万吨、LPG 年周转能力 150 万吨；在运营 LNG 槽车超百台，2023 年实现销售收入 2.82 亿元，公司自有两条 LNG 船舶除自用外，累计对外航运 47 次。

氦气产量高增，锚定航空航天特气。2023 年公司氦气业务营收 0.5 亿元，高纯度氦气产销量 31.0 万方，可比口径下产销量同比增长超过 60%，同时积极开拓下游工业用氦客户，加快“资源+终端”模式的落地。公司氦气业务主要模式为现场制气，在运行产能 2 万方/小时，全年销量 0.5 亿方，实现营收 1.1 亿元。公司特种气体业务快速增长，毛利率 40.85%，高于公司平均水平，其中氦气业务毛利率高达 83.85%。2024 年，公司特气业务终端锚定航空航天特气，加快海南商业航天发射场特燃特气配套项目和艾尔希二期项目建设，推动华东（镇江）零售气站签约和建设。

资本运作频繁，完善一主两翼业务格局。报告期内，公司积极进行股权投资，布局能服及特气业务。收购氢气生产和销售公司正拓气体 70% 股权、天然气辅助排采服务河南中能 70% 股权、特种气体公司江苏艾湘 100% 股权、收购 LNG 生产销售公司华油中蓝 12% 股权，持股比例达到 40%，增资码头仓储服务公司惠州港湾，持股比例达到 40%。报告期内公司重大股权投资合计 4.22 亿元，同比增长 67.4%。报告期内公司以自有资金购买 1 艘 LNG 运输船，投入金额 4.77 亿元，在建 LNG、LPG 运输船各 1 艘，累计已投入 9.81 亿元。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年营业收入 285.7/308.2/327.4 亿元（2024/2025 年原预测 284.1/313.4 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 7.5%/7.9%/6.2%，归母净利润 15.4/18.2/20.0 亿元（2024/2025 年原预测 16.2/17.9 亿元，新增 2026 年预测），同比增速 18.1%/17.9%/10.1%，对应当前股价 PE 为 11.0/9.4/8.5X，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	
				23A	24E	24E	26E	23A	24E	24E	26E		24E
600803.SH	新奥股份	18.95	587	2.3	2.1	2.3	2.6	8.3	9.0	8.1	7.2	-1.7	买入
600583.SH	海油工程	6.52	288	0.4	0.5	0.6	0.6	17.8	13.8	11.7	10.6	0.5	无
688268.SH	华特气体	44.43	54	1.4	2.1	2.7	3.2	31.3	21.7	16.5	13.7	0.5	无
002549.SZ	凯美特气	6.36	45	0.0	0.3	0.4		-177.3	23.2	17.7		0.0	无
688106.SH	金宏气体	18.54	90	0.6	0.8	1.0	1.3	28.7	22.2	17.8	14.5	0.8	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4633	5463	5594	5987	6226	营业收入	23954	26566	28566	30819	32743
应收款项	354	559	685	739	786	营业成本	22397	24489	26242	28136	29782
存货净额	988	975	1043	1118	1182	营业税金及附加	20	30	26	28	30
其他流动资产	374	480	516	557	592	销售费用	205	204	268	290	308
流动资产合计	6419	8032	8727	9823	11060	管理费用	186	324	259	282	303
固定资产	3017	4311	5384	6298	7202	财务费用	(115)	(17)	13	30	47
无形资产及其他	280	298	345	393	442	投资收益	8	(23)	(23)	(23)	(23)
投资性房地产	1131	1148	1148	1148	1148	资产减值及公允价值变动	(60)	(111)	(55)	(111)	(128)
长期股权投资	463	621	769	916	1064	其他收入	34	87	79	154	158
资产总计	11309	14409	16372	18578	20916	营业利润	1245	1488	1758	2072	2281
短期借款及交易性金融负债	1031	1085	1085	1085	1085	营业外净收支	26	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	468	849	908	973	1029	利润总额	1270	1487	1757	2071	2280
其他流动负债	1092	1119	1196	1282	1356	所得税费用	178	172	204	240	264
流动负债合计	2591	3054	3190	3340	3470	少数股东损益	3	9	11	13	14
长期借款及应付债券	1083	2817	3307	3797	4287	归属于母公司净利润	1090	1306	1543	1818	2002
其他长期负债	454	384	438	491	545						
长期负债合计	1538	3201	3745	4288	4832	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4128	6255	6935	7629	8302	净利润	1090	1306	1543	1818	2002
少数股东权益	239	379	389	401	414	资产减值准备	94	51	(56)	56	17
股东权益	6942	7775	9048	10548	12200	折旧摊销	191	329	375	426	480
负债和股东权益总计	11309	14409	16372	18578	20916	公允价值变动损失	94	51	(56)	56	17
						财务费用	(115)	(17)	13	30	47
关键财务与估值指标						营运资本变动	939	111	(95)	(19)	(15)
每股收益	1.74	2.09	2.44	2.87	3.16	其它	(712)	310	101	10	66
每股红利	0.30	0.15	0.43	0.50	0.55	经营活动现金流	1696	2158	1813	2347	2567
每股净资产	11.10	12.43	14.30	16.67	19.28	资本开支	(330)	(1186)	(1439)	(1444)	(1450)
ROIC	13.12%	13.88%	14%	16%	16%	其它投资现金流	(42)	(485)	(333)	(533)	(853)
ROE	15.70%	16.80%	17.05%	17.24%	16.41%	投资活动现金流	(207)	(2298)	(1919)	(2125)	(2451)
毛利率	6%	8%	8%	9%	9%	权益性融资	78	10	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	223	570	490	490	490
EBITDA Margin	6%	7%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(188)	(94)	(270)	(318)	(350)
收入增长	30%	11%	8%	8%	6%	其它融资现金流	(1246)	(389)	0	0	0
净利润增长率	76%	20%	18%	18%	10%	融资活动现金流	(227)	1186	238	172	123
资产负债率	39%	46%	45%	43%	42%	现金净变动	1465	830	131	394	239
股息率	1.1%	0.6%	1.6%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	3168	4633	5463	5594	5987
P/E	15.5	13.0	11.1	9.4	8.6	货币资金的期末余额	4633	5463	5594	5987	6226
P/B	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4	企业自由现金流	0	679	482	884	1150
EV/EBITDA	15.5	11.9	10.8	9.5	8.8	权益自由现金流	0	860	961	1347	1598

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