

九丰能源 (605090.SH)

优于大市

上半年实现归母净利润 11.1 亿元 (+55.2%)，半年度每股分红 0.4 元

核心观点

营收平稳增长，资产处置收益致归母净利润大幅提高。2024 年上半年公司实现营业收入 112.67 亿元 (+1.99%)，主要系公司清洁能源业务销售收入保持基本稳定，能源服务及特种气体业务销售收入实现增长所致；实现归母净利润 11.06 亿元，同比增长 55.23%，主要原因包括公司清洁能源业务顺价保持基本稳定，能源服务及特种气体业务盈利保持增长，以及优化船舶资产，实现非经常性资产处置收益 3.36 亿元；实现扣非后归母净利润 7.88 亿元，同比增长 1.79%。

清洁能源业务发展稳健，形成“哑铃型”业务结构。公司清洁能源业务通过船舶、接收站、储罐、槽车等核心资产链条衔接构建“海气+陆气”双资源池的资源端和灵活匹配的客户端。公司自主控制的 LNG 产能达 70 万吨，上半年产量超 33 万吨；公司推动惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目建设，规划 2025 年竣工投产。

能源作业量保持稳定，船舶运力持续优化。公司在运天然气回收处理配套服务项目共 3 个，处理规模约 172 万方/天，上半年作业量达 18 万吨；IPO 募投项目“新紫荆花号”LPG 运输船建成交付，并新购置 2 艘 LPG 次新船舶（船龄 2 年），扩充 LPG 运力，上半年 LNG 船舶对外提供运力服务航次供 17 次，LPG 船舶共 24 次。

特种气体锚定航天特燃特气，产销量规模持续增长。公司上半年高纯度氦气产销量约 15 万方，同比增加约 2 万方，并与空天院签署战略合作框架协议，提供 15 年氦气资源保供，上半年首次交付 4400 标方氦气；公司现场制氢项目运行情况良好，上半年氢气产销量 5434 万方，氢气瓶装零售业务也实现较快增长。

提升分红比例，兑现固定分红承诺。公司制定《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》，规划 2024-2026 年，公司全年现金分红金额分别为 7.50/8.50/10.00 亿元，，分红频次为 2 次，并叠加特别现金分红。公司拟派发 2024 年半年度现金红利每股 0.40 元，占全年固定分红的 33.1%。

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“优于大市”评级。考虑到公司发生资产处置收益，以及能源作业和特种气体业务增速放缓，预计 2024-2026 年归母净利润 17.8/17.9/20.1 亿元（原为 15.5/17.8/20.3 亿元），同比增速 36%/1%/12%，对应当前股价 PE 为 9.6/9.6/8.5X，维持“优于大市”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	28,532	32,232	36,891
(+/-%)	29.6%	10.9%	7.4%	13.0%	14.5%
归母净利润(百万元)	1090	1306	1776	1790	2011
(+/-%)	75.9%	19.8%	36.0%	0.8%	12.4%
每股收益(元)	1.74	2.09	2.81	2.83	3.18
EBIT Margin	4.9%	6.1%	6.6%	7.2%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	16.8%	20.2%	18.4%	18.7%
市盈率 (PE)	15.5	12.9	9.6	9.6	8.5
EV/EBITDA	15.5	11.9	11.0	10.0	9.1
市净率 (PB)	2.44	2.18	1.94	1.76	1.59

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

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

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 27.07 元
 总市值/流通市值 17205/7277 百万元
 52 周最高价/最低价 31.52/22.00 元
 近 3 个月日均成交额 203.95 百万元

市场走势



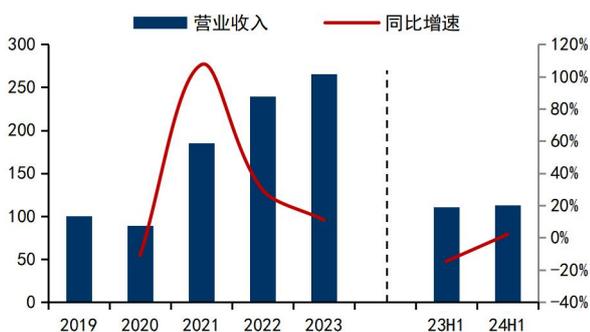
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《九丰能源 (605090.SH) - 固定分红叠加股权激励彰显发展信心，航天特气踏上成长轨道》——2024-06-16
- 《九丰能源 (605090.SH) - “一主两翼”格局成型，特气业务锚定商业航天》——2024-04-21
- 《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

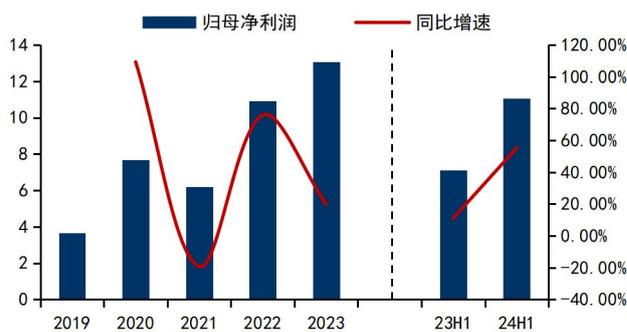
营收平稳增长，资产处置收益致归母净利润大幅提高。2024H1 公司实现营业收入 112.67 亿元，同比增长 1.99%，主要系公司清洁能源业务销售收入保持基本稳定，能源服务及特种气体业务销售收入实现增长所致；实现归母净利润 11.06 亿元，同比增长 55.23%，主要原因包括公司清洁能源业务顺价保持基本稳定，能源服务及特种气体业务盈利保持增长，以及优化船舶资产，实现非经常性资产处置收益 3.36 亿元；实现扣非后归母净利润 7.88 亿元，同比增长 1.79%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



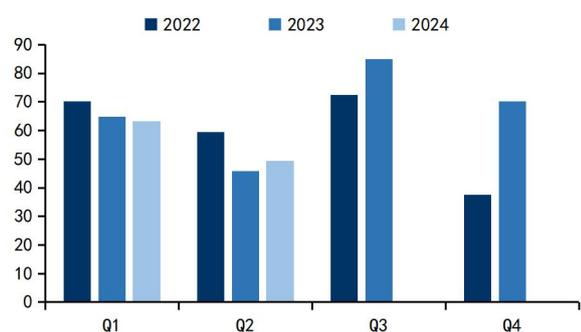
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



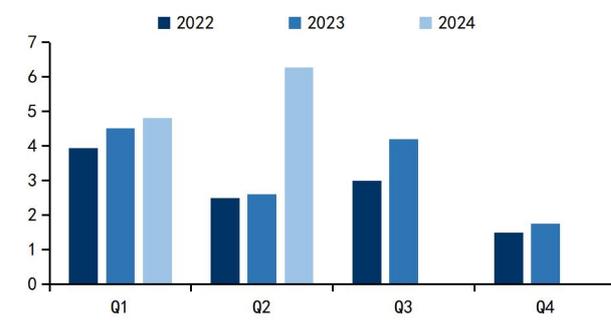
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



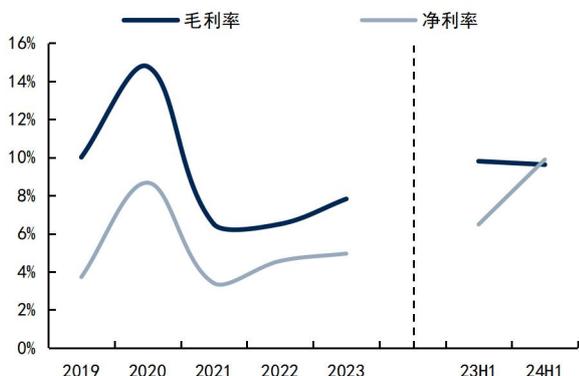
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率小幅降低，费用率有所提高，净利率因资产处置收益而上升。公司“一主两翼”业务发展稳健，盈利能力保持基本稳定，2024年上半年毛利率为9.62%，同比降低0.18pct；销售费用率为1.02%，同比提高0.11pct，管理费用率1.20%，同比提高0.10pct，财务费用率-0.07%，同比提高0.25pct，三项费用率合计2.15%，同比提高0.46pct，主要原因为发展较快的能源服务和特种气体业务规模增长致销售、管理费用增加，以及银行理财收益减少和可转债利息摊销增加。受益于资产处置收益同比增加，在毛利率降低、费用率提高的情况下，公司净利率为9.89%，同比提高3.41pct。

净利率上升致ROE同比提高，经营性现金流明显增长，投资和融资性现金流明显下降。得益于净利率的明显提高，2024年上半年公司ROE为13.23%，同比提高3.32pct。公司货币结余小幅增加，现金及现金等价物净增加1.11亿元，其中经营性现金净流入12.20亿元，同比增长72.03%，主要系盈利增加及营运资本管控效率提升所致；投资性现金净流出7.58亿元，同比下降53.67%，主要系优化船

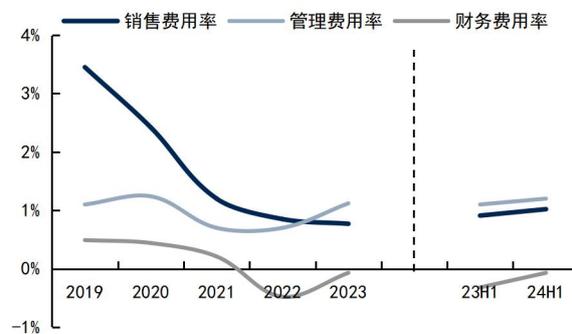
舶资产、赎回理财产品及支付 IPO 募投项目尾款、购置 2 艘 LPG 船舶等综合影响所致；融资性现金流转为净流出 3.81 亿元，主要系实施现金分红、偿还售后回租款及回购股份所致。

图5: 公司毛利率、净利率情况



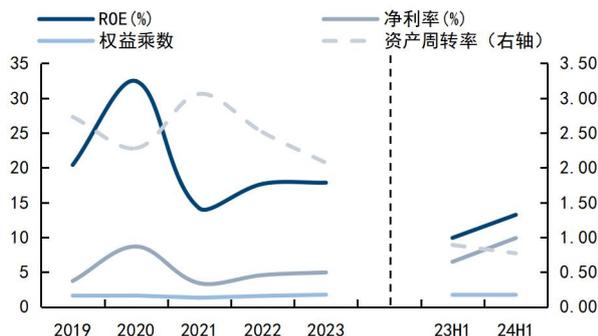
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

清洁能源业务发展稳健，形成“哑铃型”业务结构。公司清洁能源业务通过船舶、接收站、储罐、槽车等核心资产链条衔接构建“海气+陆气”双资源池的资源端和灵活匹配的客户端。

资源端海气方面，公司与马石油和 ENI 签订 LNG 长约采购合同，并与国际市场能源供应商达成现货采购合作协议，长协和现货互相补充。2024 年一季度 LNG 海气价格较 2023 年有所回落，公司提升海气现货资源采购，优化综合成本。陆气方面，公司通过布局天然气回收处理配套服务项目及传统 LNG 液化工厂，自主控制的 LNG 产能达 70 万吨，上半年产量超 33 万吨，同时灵活采购部分 LNG、PNG 和 CNG 作为补充。

中间核心资产方面，公司在东莞市立沙岛拥有一座 LNG/LPG 接收站，年周转能力 150 万吨，配套 16 万立方米 LNG 储罐和 14.4 万立方米 LPG 储罐，通过购建、购买、租赁等方式自主控制多艘船舶运力，同时拥有在运营 LNG 槽车超百台。公司积极推动惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目建设，规划 2025 年竣工投产。

客户端方面，公司海气长约主要匹配国内直接终端用户，主要包括工业园区、工业企业等大客户；自产 LNG 主要匹配 LNG 加气站用户，面向 LNG 重卡用气需求；海气现货匹配国内燃气电厂及国际、国内分销客户；陆气外购气用于基础保障和资源调节，余量分配分销客户。LPG 资源主要匹配国内客户，居民用气比例预计超 80%。

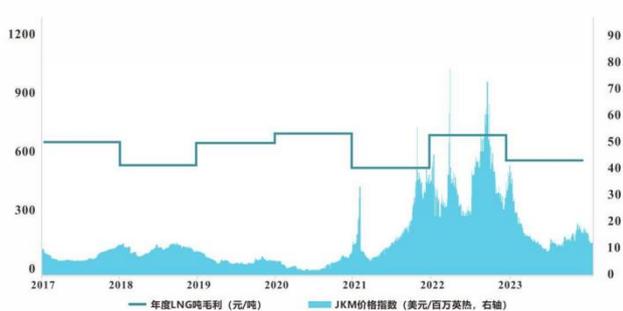
图9：公司清洁能源“哑铃型”业务发展模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

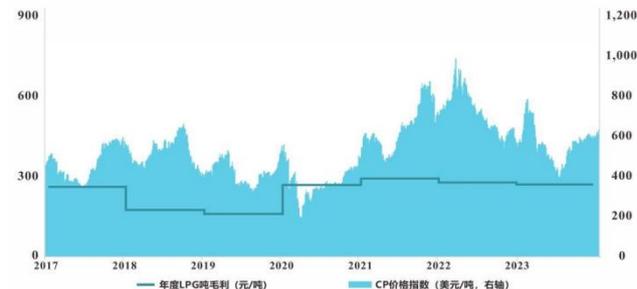
顺价能力保障清洁能源盈利能力。得益于公司双资源池及核心资产形成的资源保障、高效周转和低成本运营等优势，并通过价格联动等方式，公司实现了较稳定的国际、国内顺价，在国际、国内 LNG、LPG 价格周期性波动下仍能保持核心资源单吨毛利整体稳定。

图10：2017-2023 年 JKM 价格指数与公司 LNG 毛利对比



资料来源：公司公告、Platts S&P Global Commodity Insights、国信证券经济研究所整理

图11：2017-2023 年度 CP 价格指数与公司 LPG 毛利对比



资料来源：公司公告、Curveseries、国信证券经济研究所整理

能源作业量保持稳定，船舶运力持续优化。能源作业服务方面，公司在运天然气回收处理配套服务项目共 3 个，处理规模约 172 万方/天，上半年作业量达 18 万吨，与上年同期基本持平，价格联动下单吨服务性收益基本保持稳定。**能源物流服务方面**，公司 IPO 募投项目“新紫荆花号”LPG 运输船建成交付，并新购置 2 艘 LPG 次新船舶（船龄 2 年），扩充 LPG 运力，上半年 LNG 船舶对外提供运力服务航次供 17 次，LPG 船舶共 24 次。同时公司与粤文能源燃气电厂开展 LNG 接收站窗口期综合服务，服务量达 1.9 亿方。

特种气体锚定航天特燃特气，产销量规模持续增长。氦气方面，上半年高纯度氦气产销量约 15 万方，同比增加约 2 万方，并与空天院签署战略合作框架协议，提供 15 年氦气资源保供，上半年首次交付 4400 标方氦气。**氢气方面**，公司现场制氢项目运行情况良好，上半年氢气产销量 5434 万方，氢气瓶装零售业务也实现较快增长。此外，公司锚定航空航天特气的发展定位，积极推进海南商业航天发射场特燃特气配套项目建设。

提升分红比例，兑现固定分红承诺。公司制定《未来三年（2024-2026 年）现金

分红规划》，规划 2024-2026 年，公司全年现金分红金额分别为 7.50/8.50/10.00 亿元，，分红频次为 2 次，并叠加特别现金分红。公司拟派发 2024 年半年度现金红利每股 0.40 元，占全年固定分红的 33.1%。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 2024 年上半年发生资产处置收益，以及能源作业和特种气体业务增速放缓，预计 2024-2026 年归母净利润 17.8/17.9/20.1 亿元（原为 15.5/17.8/20.3 亿元），同比增速 36%/1%/12%，对应当前股价 PE 为 9.6/9.6/8.5X，维持“优于大市”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				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600803.SH	新奥股份	18.60	576	2.29	2.10	2.33	2.63	7.4	8.9	8.0	7.1	30.0	0.9	优于大市
600583.SH	海油工程	5.65	250	0.37	0.45	0.53	0.62	16.2	12.6	10.7	9.1	6.5	0.6	无
688106.SH	金宏气体	17.39	85	0.63	0.83	1.03	1.28	37.2	21.0	16.9	13.6	9.9	0.9	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 海油工程、金宏气体为 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	4960	4839	4907	营业收入	23954	26566	28532	32232	36891
应收款项	354	559	685	773	885	营业成本	22397	24489	26177	29372	33575
存货净额	988	975	1040	1167	1333	营业税金及附加	20	30	26	29	33
其他流动资产	374	480	516	583	667	销售费用	205	204	268	303	347
流动资产合计	6419	8032	8089	8783	10068	管理费用	186	324	259	294	337
固定资产	3017	4311	6677	9366	10530	财务费用	(115)	(17)	43	140	223
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)	(58)	(124)	(150)
长期股权投资	463	621	769	916	1064	其他收入	34	87	79	154	157
资产总计	11309	14409	17027	20605	23251	营业利润	1245	1488	1758	2100	2361
短期借款及交易性金融负债	1031	1085	1085	1658	2195	营业外净收支	26	(1)	336	9	9
应付款项	468	849	906	1016	1161	利润总额	1270	1487	2094	2109	2370
其他流动负债	1092	1119	1193	1338	1529	所得税费用	178	172	305	307	345
流动负债合计	2591	3054	3185	4012	4885	少数股东损益	3	9	13	13	14
长期借款及应付债券	1083	2817	4217	5967	6667	归属于母公司净利润	1090	1306	1776	1790	2011
其他长期负债	454	384	438	491	545						
长期负债合计	1538	3201	4655	6458	7212	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4128	6255	7839	10471	12097	净利润	1090	1306	1776	1790	2011
少数股东权益	239	379	387	394	401	资产减值准备	94	51	(53)	66	26
股东权益	6942	7775	8801	9741	10752	折旧摊销	191	329	378	443	514
负债和股东权益总计	11309	14409	17027	20605	23251	公允价值变动损失	94	51	(53)	66	26
						财务费用	(115)	(17)	43	140	223
关键财务与估值指标						营运资本变动	939	111	(96)	(27)	(26)
每股收益	1.74	2.09	2.81	2.83	3.18	其它	(712)	310	127	104	228
每股红利	0.30	0.70	1.19	1.34	1.58	经营活动现金流	1696	2158	2079	2442	2778
每股净资产	11.10	12.43	13.91	15.39	16.99	资本开支	(330)	(1186)	(2739)	(3245)	(1753)
ROIC	13.12%	13.88%	13%	14%	14%	其它投资现金流	(42)	(485)	(333)	(533)	(853)
ROE	15.70%	16.80%	20.18%	18.37%	18.70%	投资活动现金流	(207)	(2298)	(3219)	(3926)	(2753)
毛利率	6%	8%	8%	9%	9%	权益性融资	78	10	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	7%	7%	7%	负债净变化	223	570	1400	1750	700
EBITDA Margin	6%	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(188)	(438)	(750)	(850)	(1000)
收入增长	30%	11%	7%	13%	14%	其它融资现金流	(1246)	(45)	0	573	537
净利润增长率	76%	20%	36%	1%	12%	融资活动现金流	(227)	1186	637	1363	44
资产负债率	39%	46%	48%	53%	54%	现金净变动	1465	830	(503)	(121)	69
股息率	1.1%	2.6%	4.4%	5.0%	5.9%	货币资金的期初余额	3168	4633	5463	4960	4839
P/E	15.5	12.9	9.6	9.6	8.5	货币资金的期末余额	4633	5463	4960	4839	4907
P/B	2.4	2.2	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	0	679	(842)	(844)	1036
EV/EBITDA	15.5	11.9	11.0	10.0	9.1	权益自由现金流	0	1204	521	1359	2082

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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