

九丰能源 (605090.SH)

能服+特气加速成长，稳定分红兼顾成长

核心观点:

- **优化船舶非经常性收益增加，24H1 业绩同比+55.2%**。2024 年上半年实现营业收入 112.67 亿元 (同比+2.0%)，归母净利润 11.06 亿元 (同比+55.2%)，其中 Q1 同比+6.3%、Q2 同比+139.9%。营收方面，清洁能源业务收入稳定，能服和特种气体业务增长趋势良好，贡献营收增量。归母净利同比增加 3.93 亿元，主要系二季度处置 1 艘 LNG 运输船，获利 3.36 亿元计入非经常性收益，上半年扣非归母净利润 7.88 亿元 (同比+1.8%)。24H1 实现经营性现金流 12.20 亿元 (同比+72.0%)。
- **能服+特气加速成长、三大业务稳步向前。清洁能源业务稳中求升**，上半年公司 LNG、LPG 业务销气量提升，海气+陆气”双气源保障下，顺价能力稳定。**能源服务业务** 24H1 营收同比+132%，毛利率提升至 26% (23 年约 21%)，能源作业聚焦辅助排采和回收，24H1 回收处理作业量约 18 万吨；能源物流方面上半年“新紫荆号”LPG 船顺利交付，并新购置 2 艘 LPG 船提升运力。**特气业务**锚定航空航天特气定位，上半年高纯度氮气产销量约 15 万方。根据公司经营计划，2024 年清洁能源、能服及特气板块分别实现归母净利润约 9.6、4.7、0.7 亿元。
- **24H1 分红 2.5 亿元，兼具成长性和稳定分红预期**。2024 年 6 月公司发布分红承诺，2024-2026 年的分红包括固定和特别分红两部分，固定分红每年分别为 7.5、8.5、10.0 亿元，固定分红每年两次，而当利润同比增长超过 18%，会有不定额的特别分红。根据上述规划，公司上半年累计现金分红约 2.49 亿元，占 2024 年固定分红金额的 33.14%。
- **盈利预测与投资建议**。预计 2024-2026 年净利润分别为 15.82/17.88/20.68 亿元，对应最新 PE 估值 10.88/9.62/8.32 倍。公司打造 LNG 多元气源组合，并积极推进能服+特气业务发展。参考可比公司给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应合理价值 34.84 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**。采购价格波动风险；采购模式调整风险；汇率波动风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23954	26566	28850	30901	33026
增长率 (%)	29.6%	10.9%	8.6%	7.1%	6.9%
EBITDA (百万元)	1417	1933	2252	2508	2849
归母净利润 (百万元)	1090	1306	1582	1788	2068
增长率 (%)	75.9%	19.8%	21.1%	13.0%	15.7%
EPS (元/股)	1.76	2.11	2.49	2.81	3.25
市盈率 (P/E)	11.73	13.24	10.88	9.62	8.32
ROE (%)	15.7%	16.8%	16.8%	16.0%	15.6%
EV/EBITDA	7.39	8.33	7.34	6.27	5.09

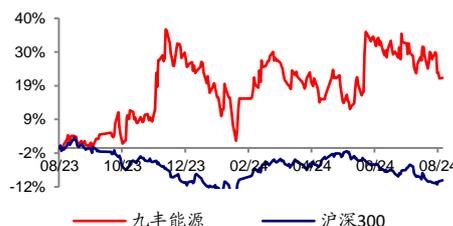
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格	27.07 元
合理价值	34.84 元
前次评级	买入
报告日期	2024-08-20

相对市场表现



分析师:



郭鹏
SAC 执证号: S0260514030003
SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:



姜涛
SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意, 姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 九丰能源 (605090.SH): 能服+特气加速成长, 三管齐下业绩稳增 2024-04-24
- 九丰能源 (605090.SH): 业务结构分类清晰, 能服+特气加速成长 2024-04-13
- 九丰能源 (605090.SH): 气量增长业绩超预期, 能服+特气加速成长 2023-10-25

联系人:

郝兆升 0755-82557403
haozhaosheng@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、优化船舶增加收益，24H1 业绩同比+52.2%	4
二、业务重分结构清晰，一体两翼战略落地.....	7
三、前瞻布局氢能+氦气，特种气体奠定未来	9
四、盈利预测和投资建议.....	11
五、风险提示	12

图表索引

图 1: 2024H1 公司营业收入同比+2.0%.....	4
图 2: 2024H1 公司归母净利润同比+55.2%.....	4
图 3: 2024H1 公司扣非归母净利润同比+1.8%.....	4
图 4: 2024H1 公司期间费用总额为 2.46 亿元.....	5
图 5: 2024H1 公司期间费率为 2.2%.....	5
图 6: 2024H1 公司毛利率 9.6%、净利率 9.8%.....	5
图 7: 2024 年公司加权 ROE 为 13.2%.....	5
图 8: 截至 2024H1 公司资产规模上升至 147.62 亿元.....	5
图 9: 公司资产中主要为固定资产和货币资金.....	5
图 10: 截至 2024H1 公司资产负债率为 38.7%.....	6
图 11: 2024H1 筹资活动现金净流出 3.81 亿元.....	6
图 12: 2024H1 公司经营性现金流达 12.2 亿元.....	6
图 13: 2024H1 公司收现比为 1.07.....	6
图 14: 公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业.....	7
图 15: 公司分部主营业务收入 (单位: 亿元).....	7
图 16: 公司分部主营业务收入 (单位: %).....	7
图 17: 公司清洁能源“哑铃型”业务发展模式.....	8
图 18: 2023 年以来海气价格已逐步回落至陆气之下, 当前基本持平.....	8
图 19: 2024H1 公司氦气产销量同比增长 15%.....	10
图 20: 公司收集 LNG 生产过程伴生的氦气.....	10
图 21: 广东计划 2025 年末实现供氢超 10 万吨.....	11
表 1: 截至 2024H1 公司控制 3 艘 LNG 运输船.....	9
表 2: 上半年公司多艘 IPO 募投 LNG 及 LPG 运输船投建完成.....	9
表 3: 公司已建成或在建的特气资源项目 (截至 2024H1).....	10
表 4: 公司氢气业务中短期侧重气体属性布局, 长期侧重能源属性.....	11
表 5: 同行业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2024/8/19).....	11

一、优化船舶增加收益，24H1 业绩同比+52.2%

2024H1归母净利润同比增长55.2%，扣非归母净利润基本持平。公司发布2024年半年报，上半年实现营收112.67亿元（同比+2.0%）、归母净利润11.06亿元（同比+55.2%）、扣非归母净利润7.88亿元（同比+1.8%）。公司营收增长主要系清洁能源业务收入稳定，能服和特种气体业务增长趋势良好，贡献营收增量。归母净利润同比增加3.93亿元，主要系二季度处置1艘LNG运输船，获利3.36亿元计入非经常性收益，扣除非经常性损益后归母净利润同比基本持平。

图 1：2024H1公司营业收入同比+2.0%

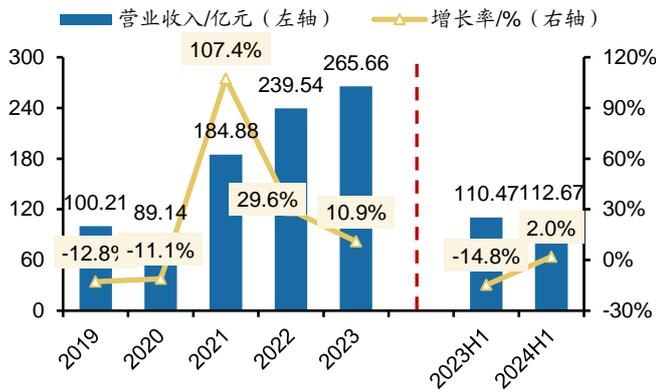
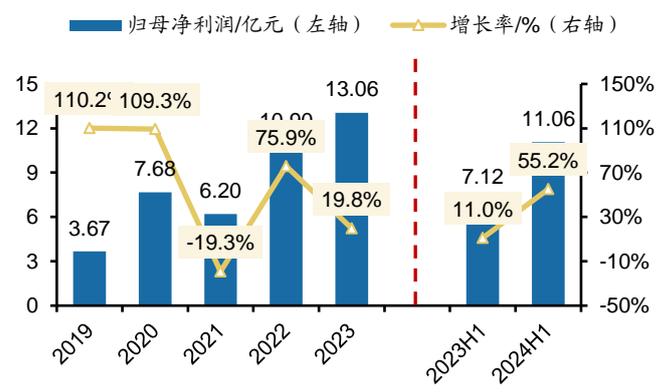


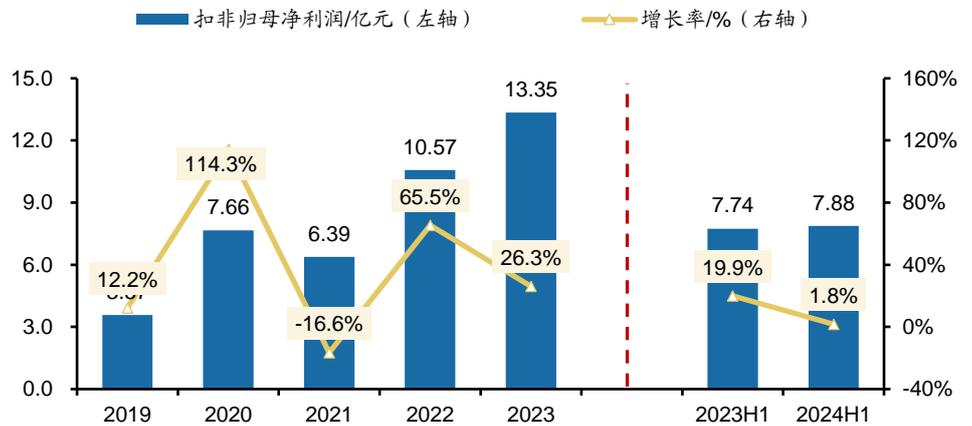
图 2：2024H1公司归母净利润同比+55.2%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

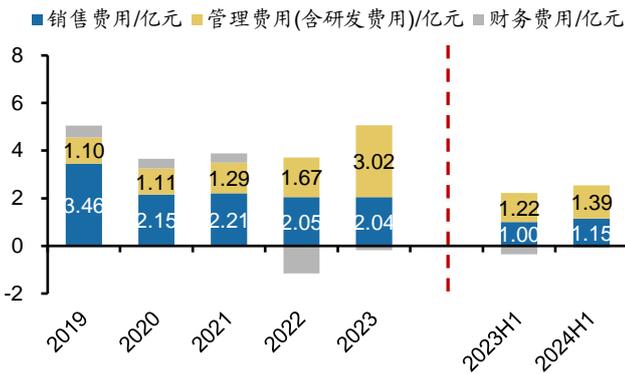
图 3：2024H1公司扣非归母净利润同比+1.8%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

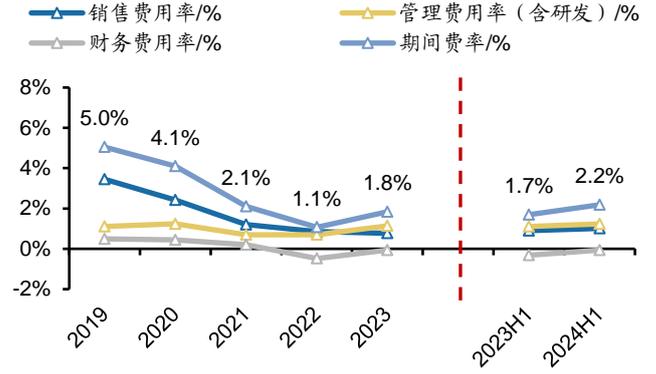
非经常收益增加带动净利率提升至9.8%，ROE-加权提升至13.2%。2024H1公司期间费用2.46亿元（同比+31.8%），其中销售和管理费用分别同比增加14.4%、10.9%，财务费用方面，上半年利息收入减少约680万，可转债利息摊销增加导致利息支出增加约2000万，利息净收入减少约0.27亿元，期间费用率同比上升0.5pct至2.19%。2024H1公司毛利率9.6%，同比基本持平，由于非经常性收益增加，净利率提升3.4pct至9.8%，净利率提升带动ROE-加权、ROA上升至13.2%、8.6%。

图 4: 2024H1公司期间费用总额为2.46亿元



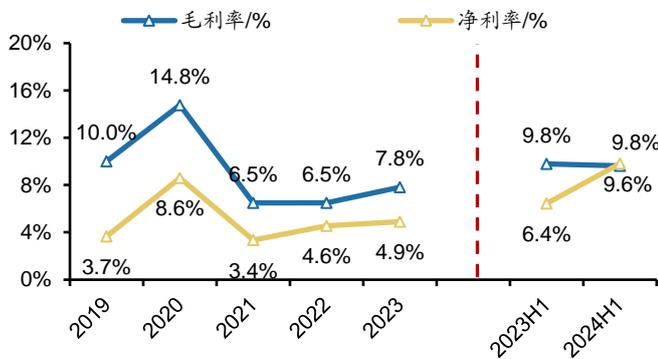
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2024H1公司期间费率为2.2%



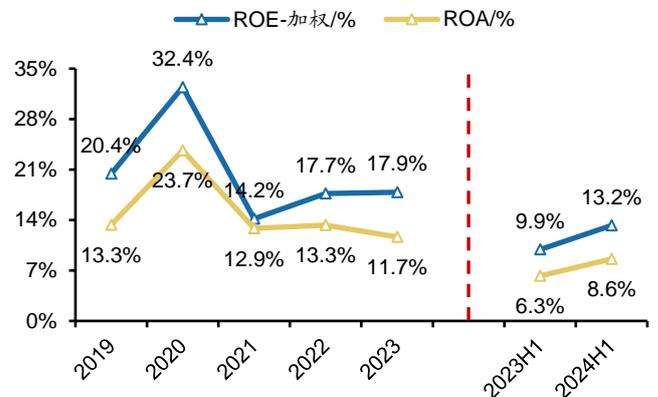
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2024H1公司毛利率9.6%、净利率9.8%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

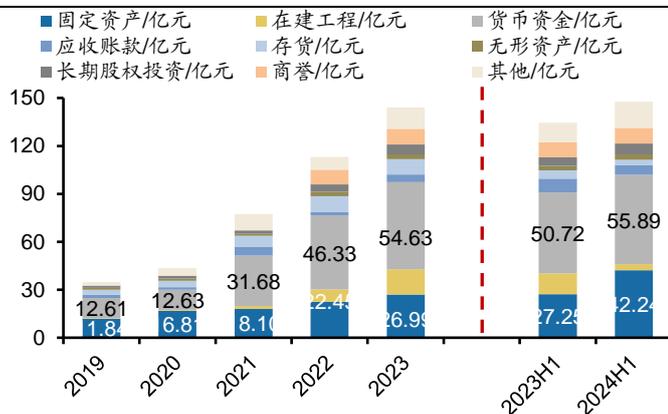
图 7: 2024年公司加权ROE为13.2%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

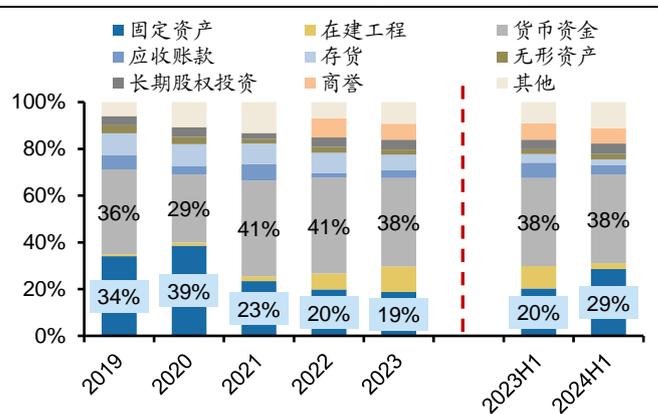
截至2024H1资产负债率为38.7%，购买船舶固定资产增加。截至2024H1公司资产规模上升至147.62亿元，其中货币资金占比38%（55.89亿元），货币资金充裕、业务持续扩张可期。近年来公司资产负债率始终处于低位，报告期内因新增2艘LPG船舶，固定资产大幅增加，使得资产负债率降至38.7%。受报告期内公司实施现金分红、偿还售后回租款及回购股份影响，2024H1公司筹资性现金净流出3.81亿元；优化船舶资产、购置2艘LPG船舶的综合影响下，投资活动现金流净流出7.58亿元。

图 8: 截至2024H1公司资产规模上升至147.62亿元



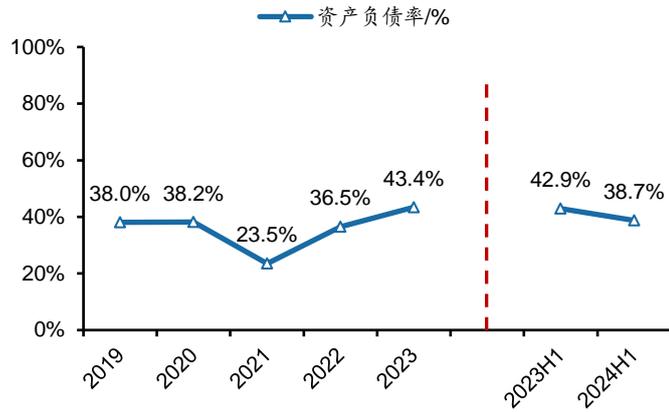
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司资产中主要为固定资产和货币资金



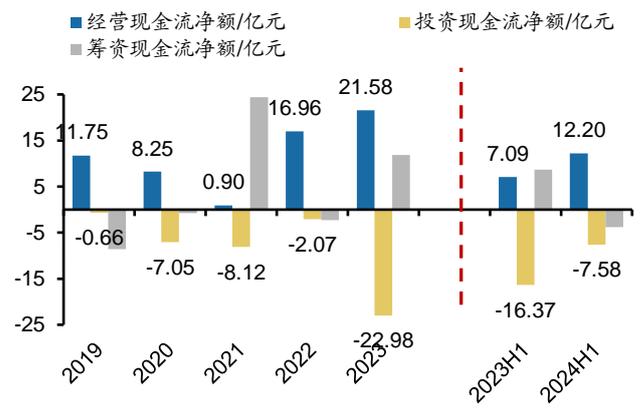
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 截至2024H1公司资产负债率为38.7%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

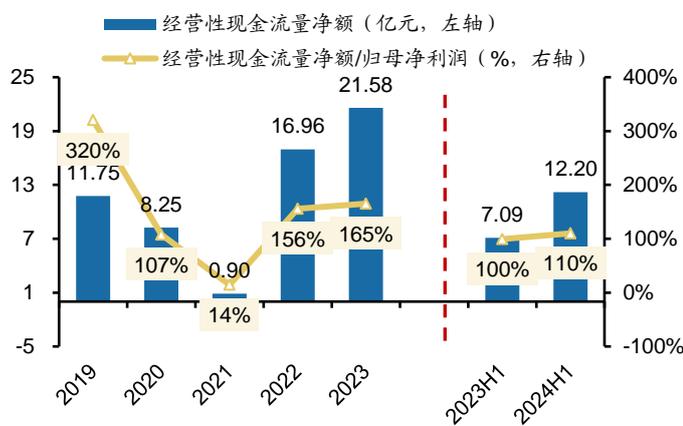
图 11: 2024H1筹资活动现金净流出3.81亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

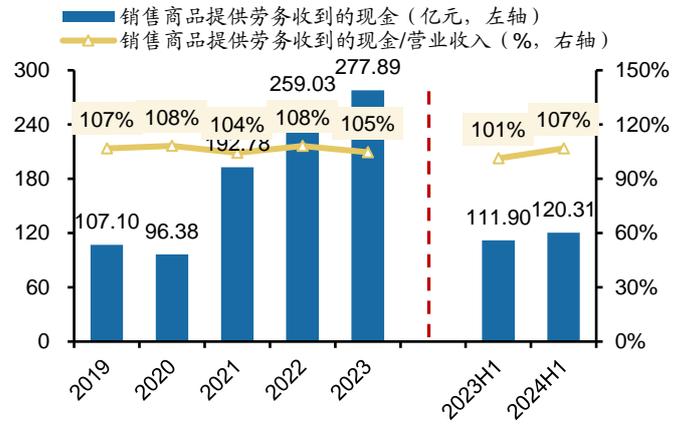
盈利增长带动24H1经营性现金流同比增加72.0%，收现比仍保持1以上。公司经营性现金流主要来自清洁能源业务销售，过去公司现金流情况主要受到套期保值及补库等影响存在一定波动性。2024H1公司实现经营性现金流12.20亿元，同比增长72.0%，主要系盈利同比增加及营运资本管控效率提升，销售商品收到的现金净额同比增加8.4亿元。多年来净现比、收现比均保持在1以上，整体现金流情况良好。

图 12: 2024H1公司经营性现金流达12.2亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2024H1公司收现比为1.07



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

2024H1公司累计现金分红约2.49亿元，占当年固定分红金额的33.14%。2024年6月，公司发布《未来三年（2024-2026年）现金分红规划》的公告，现金分红的方式包括固定现金分红和特别现金分红。24-26年，公司全年固定分红金额分别为7.5、8.5、10.0亿元。以2023年归母净利润为基准，24-26年的归母净利润较上年同比增长超18%时，公司实施不低于0.2亿元的特别分红。未来三年，公司各年度固定分红发放频次为2次，半年度分红占该年度固定分红比例的30%-40%，年度分红占该年度固定分红比例的60%-70%。根据上述规划，公司上半年累计现金分红约2.49亿元，占2024年固定分红金额的33.14%。

二、业务重分结构清晰，一体两翼战略落地

公司“一主两翼”战略落地，三大业务结构清晰，打造清洁能源综合服务商。公司本次年报将主营业务分类为清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务三大板块，将天然气、石油气、其他化工产品业务合并为清洁能源业务；将能源服务业务拆分为能源作业和能源物流业务；特种气体业务包含氦气、氢气及其他。清洁能源业务聚焦LNG、LPG销售，作为核心业务实现稳健增长；能源服务聚焦辅助排采和回收，推动能源物流业务（23年毛利率整体达21.2%）；特种气体方面，23年氦气业务毛利率高达83.9%，收购正拓气体70%股权，工业用户现场制氢业务加速。

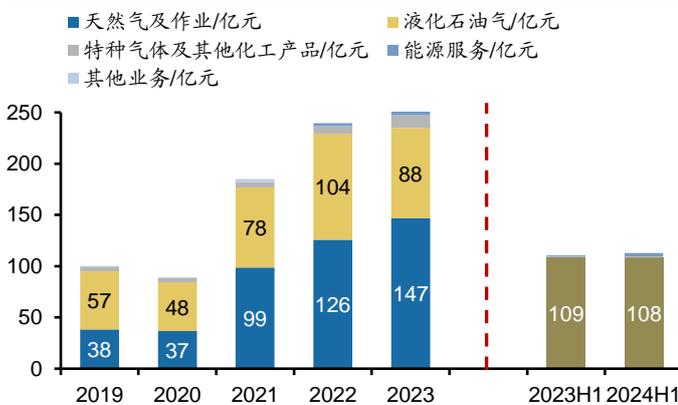
图 14：公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

清洁能源业务稳中求升，能源和特气业务规模化增长。分业务来看，清洁能源业务稳中求升，上半年公司LNG、LPG业务销气量提升，海气+陆气”双气源保障下，顺价能力稳定，合计实现营业收入108.24亿元，同比基本持平。能服和特气业务规模式增长，2024H1能源服务业务实现营收3.10亿元，同比增加132%，毛利率提升至26%（23年约21%）；特气业务上半年实现营收1.33亿元，同比增加125.1%。

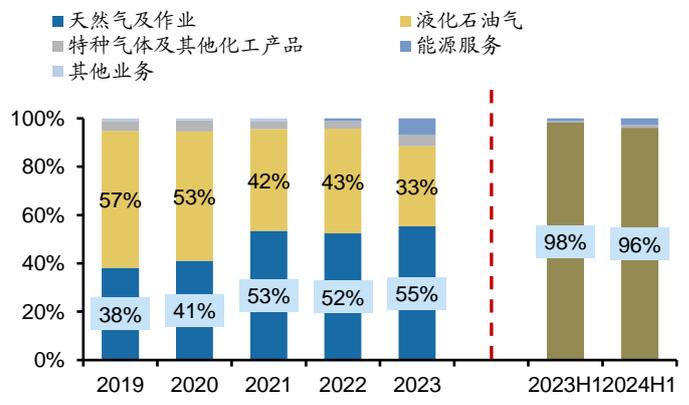
图 15：公司分部主营业务收入（单位：亿元）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：24年半年报将天然气及作业和液化石油气业务合并为清洁能源业务进行披露

图 16：公司分部主营业务收入（单位：%）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：24年半年报将天然气及作业和液化石油气业务合并为清洁能源业务进行披露

清洁能源业务逐步形成以中游核心资产链条为中轴，资源端、客户端有机成长的“哑铃型”发展模式。在资源端，公司通过构建“海气+陆气”双资源池，海气资源主要包括长约采购和现货采购，与马石油签订的长约合同已延至 2026 年 3 月 31 日。国内陆气方面包括自产 LNG 和外购气，上半年公司天然气回收处理配套服务项目及传统 LNG 液化工厂项目 LNG 产量超 33 万吨。中游的核心资产主要体现在自有可控的船舶运力、接收站、储罐及槽车等资产，根据 2023 年年报内容，未来全部 LNG、LPG 船舶投运后，年周转能力预计达 400-500 万吨。客户端，实行不同资源匹配不同客户，海气长约主要匹配国内直接终端大客户，自产 LNG 主要匹配 LNG 加气站用户等。

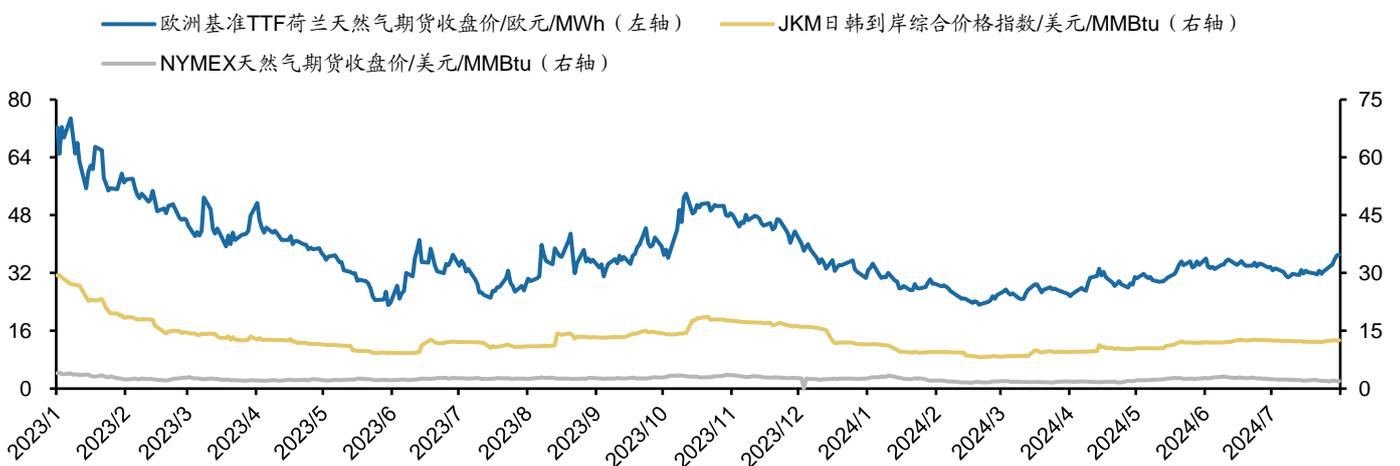
图 17：公司清洁能源“哑铃型”业务发展模式



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

2023 年海外气价整体回落，国内天然气价格指数稳中有降。经历 2022 年的价格高位后，国际天然气市场 2023 年起整体供需宽松，一是各地的需求疲软且冬季未有极寒天气，二是全年的天然气库存整体偏高供应充足。相对应 LNG 价格大幅回落，根据 ICE、NYMEX、investing 数据，2023 年欧洲 TTF、亚洲 JKM 以及美国 NYMEX 指数全年的价格跌幅分别是 55.3%、60.7%、37.6%，年中价格有所回升，但全年整体趋于稳定。海外 LNG 价格走低后，进口成本下降国内采购现货增加，天然气供需面宽松，LNG 到岸价和出厂价指数均下降。根据金联创数据，2024 年年初，LNG 到岸价为 11.08 美元/百万英热（合人民币 4076 元/吨），较 2023 年初下降 52.8%。

图 18：2023 年以来海气价格已逐步回落至陆气之下，当前基本持平



数据来源：Wind, ICE, NYMEX, Investing, 广发证券发展研究中心

能源作业业务：2024H1 井口天然气作业量 18 万吨，重组河南中能切入井下辅助排采。公司自 2022 年底开始通过收购森泰能源布局能源作业，2024H1 公司井口天然气回收处理配套服务作业量达 18 万吨，单吨服务收益保持基本稳定，发挥业绩“稳定器”作用。2024 年，公司综合评估资源保障情况、服务结算模式、立项审批及入园要求等关键环节，甄选新的回收处理配套服务类优质项目，待条件成熟时积极投建，为未来增长奠定基础。此外 2023 年 8 月公司完成对河南中能重组并取得其 70% 股权，切入天然气辅助排采及低压低效天然气井增产服务，24Q1 末在运超过 130 口天然气井，通过并购公司逐步打通天然气井上到井下、排采到回收利用全生命周期服务。

能源物流业务：伴随购置船舶交付以及募投船舶建设收入有望迅速提升。LNG 运输船是在约-162°C 低温下运输 LNG 的专用船舶，是国际公认高技术、高难度、高附加值的高壁垒稀缺资产，仅有少数船厂有建造能力。报告期内，公司 IPO 募投项目“新紫荆花号”LPG 运输船建设完成并交付，同时根据现阶段船舶市场情况及未来 LPG 行业发展趋势，公司新购置 2 艘 LPG 次新船舶（船龄 2 年）。据不完全统计，截至 2024H1 公司自主控制 6 艘运输船，其中 3 艘 LNG 船舶（2 艘自有，1 艘募投完成），3 艘 LPG 船舶（1 艘购建，2 艘购置）。预计全部投运后，在保障公司清洁能源自由调配及运输的基础上，能源物流业务收入有望迅速提升。

表 1：截至2024H1公司控制3艘LNG运输船

状态	船舶名称	建造时间	载重量(公吨)	仓容(万方)	购买/建价格(万美元)
自有在运	Energy Spirit	2006年	36145	7.5	4200
自有在运	Pioneer Spirit	2005年	70912	13.8	3680
建设完成	木兰精神号	2021年	42900	7.98	11940

数据来源：招股说明书，2024 半年报，广发证券发展研究中心

表 2：上半年公司多艘IPO募投LNG及LPG运输船投建完成

项目名称	投资预算(亿元)	项目进度	2024H1 投入金额(亿元)	累计投入金额(亿元)	资金来源
购建 1 艘 LNG 运输船 (木兰精神号)	10.64	100%	0.06	8.21	募集资金
购建 1 艘 LPG 运输船 (新紫荆花号)	5.81	100%	4.02	5.67	自有资金与募集资金
购置 1 艘 LPG 船舶(木棉花号)	6.12	100%	6.12	6.12	自有资金
购置 1 艘 LPG 船舶(新水晶号)	6.75	100%	6.75	6.75	自有资金

数据来源：2024 半年报，广发证券发展研究中心

三、前瞻布局氢能+氨气，特种气体奠定未来

公司特种气体业务主要涉及氨气、氢气，锚定航空航天特气发展方向。特种气体业务前端链接国产氨气资源、清洁能源氢气产业链、航空航天特气生产，业务后端匹配华中中等区域零售气站、商业航天配套项目等，形成高效的“资源+终端”业务链条。

2023 年切入航空航天特气市场，签约海南航天发射场特燃特气项目，项目拟投资 4.93 亿元，为火箭发射提供液氢、液氧、液氮、氦气、高纯度液态甲烷等产品。当前国家加快推进海南文昌国际航天城建设，火箭制造产业链发育完善，2024 年将迎来首次发射，打开航空航天特种气体燃料领域空间。

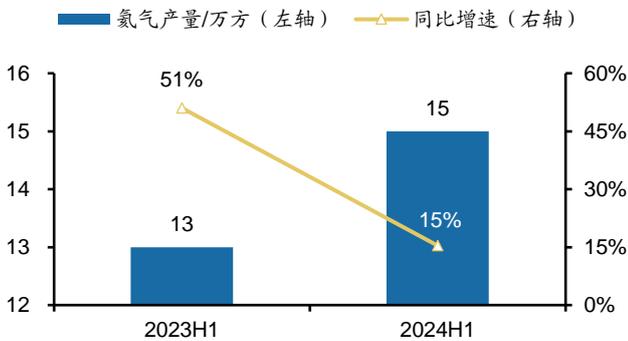
表 3: 公司已建成或在建的特气资源项目（截至2024H1）

产品	已/在建产能	资源解决方案/工艺技术
氦气	50 万方/年	资源保障:天然气伴生自产氦气+进口液氦
液氢	333 吨/年	资源保障:公司 LNG 双资源池, 甲醇采购、运输、保供综合优势; 工艺技术:甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺
氫气	2 万方/小时	工艺技术:天然气重整制氢、氯碱尾气提纯制氢
液氧	4.8 万吨/年	工艺技术:空气增压循环+高低温双膨胀+双塔精馏工艺
液氮	4.8 万吨/年	
高纯液态甲烷	9,400 吨/年	资源保障:国际资源池+自产 LNG; 工艺技术:液态甲烷纯化工艺

数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

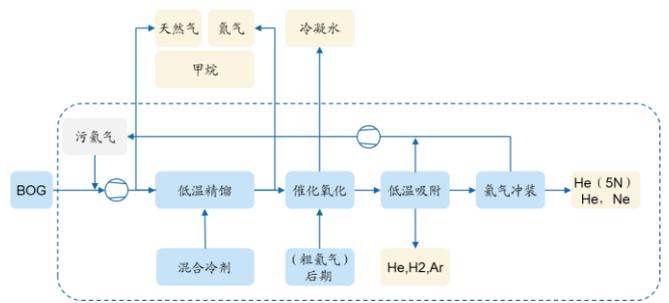
氦气: 2024H1 氦气产销量同比增长 15%，未来通过“国产气氦+进口液氦”多元化布局氦气资源。目前利用国内 LNG 工厂 BOG 提取高纯氦气为提升国产率最有效的途径，截至 2023 年底公司高纯度氦气产能已达到 36 万方/年，此外公司正推进新提氦工厂建设以提升产能，预计产能 50 万方/年。2024H1 已实现高纯度氦气产销量 15 万方，同比增长 15%，未来公司将积极布局液氦槽罐等资产，多元化布局氦气资源。

图 19: 2024H1公司氦气产销量同比增长15%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 公司收集LNG生产过程伴生的氦气



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

氦气: 收并购正拓气体 70%股权，工业用户现场制氦业务加速。公司采购天然气、氯碱尾气等原料实现制氦，业务模式包括现场制气和零售供气。2023 年公司以 1.04 亿元完成对于正拓气体 70%股权的收购，加速推进工业、化工客户的现场制氦业务，氦气现场制气项目在运行产能规模达 2 万方/小时。此外公司持续推进广州市南沙区制氦加氢一体站建设，并参与投资设立氦能产业基金，未来将更加侧重于氦气能源属性布局，并有望进一步拓展氦气能源物流领域，与公司 LNG 主业形成协同效应。

表 4: 公司氢气业务中短期侧重气体属性布局, 长期侧重能源属性

属性	技术	输氢模式	应用
中短期布局	气体属性 (高纯度) 天然气重整制氢、甲醇制氢、焦炉煤气制氢、氯碱尾气副产氢提纯、PDH副产氢提纯	现场制氢、管道输氢	半导体、工业、化工、冶金、轻工业、航空航天
长期布局	能源属性 可再生能源电解水制氢相关技术 (如ALK、PEM、AEM等)	液氢、氯化、管道输氢	加氢站、制氢加氢一体站

数据来源: 《2023年3月9日投资者关系活动记录表》, 广发证券发展研究中心

广东引领我国氢能发展, 计划2025年末实现供氢超10万吨。广东为我国氢能发展的“排头兵”, 2021年底广东省发改委发布《广东省加快建设燃料电池汽车示范城市群行动计划(2021-2025年)》(征求意见稿)催化广东省氢能发展, 计划到2025年末实现年供氢10万吨, 随后2022年2月广东发布了全国首个省级加氢一体站地方标准, 加速氢能建设落地。

图 21: 广东计划2025年末实现供氢超10万吨



数据来源: 定期报告, 广东省发改委, 广东省工信部, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

预计公司2024-2026年实现归母净利润15.82、17.88和20.68亿元, 同比增长21.1%、13.0%和15.7%。考虑到商业模式、业务属性相似性等因素, 对应三大业务我们选取新奥股份、深圳燃气、天壕能源(清洁能源)、海油发展(能源服务)、金宏气体(特种气体)为可比公司, 目前三大业务可比公司2024年PE估值分别为10.36、11.11、21.04倍。清洁能源业务方面, 公司打造海气+陆气LNG的多元化气源组合, 大力开拓终端直销客户, 此外向前延申能源服务业务, 向后前瞻布局氢能+氦气等特种气体。参考可比公司估值, 给予公司2024年14倍PE, 对应合理价值为34.84元/股, 维持“买入”评级。

表 5: 同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2024/8/19)

对应主业	代码	简称	市值/亿元	收盘价		归母净利润/亿元					PE/倍				
				元/股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
清洁能源	600803.SH	新奥股份	576.16	18.60	58.44	70.91	65.62	74.12	86.09	8.54	7.35	8.78	7.77	6.69	
清洁能源	601139.SH	深圳燃气	195.33	6.79	12.22	14.40	17.19	19.30	21.48	15.39	13.76	11.36	10.12	9.09	
清洁能源	300332.SZ	天壕能源	44.06	5.07	3.65	2.40	4.03	5.41	6.96	28.93	29.31	10.93	8.15	6.33	

平均										17.62	16.81	10.36	8.68	7.37
能源服务	600968.SH	海油发展	398.47	3.92	24.16	30.81	35.87	40.06	45.36	12.12	9.40	11.11	9.95	8.78
平均										12.12	9.40	11.11	9.95	8.78
特种气体	688106.SH	688106.SH	金宏气体	84.80	17.39	2.29	3.15	4.03	5.03	6.23	39.76	37.24	21.04	16.86
平均										39.76	37.24	21.04	16.86	13.60
605090.SH 九丰能源			172.05	27.07	10.90	13.06	15.82	17.88	20.68	11.85	13.38	10.88	9.62	8.32

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同行业公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

采购价格波动风险。公司主营产品为LPG、LNG，采购主要来源于国际市场，采购定价主要挂钩国际市场指数。2020年前公司的LNG国际长约采购定价主要挂钩国际原油价格指数Brent及JCC，2020年公司签订的新协议中引入了JKM指数，若JKM价格指数大幅增长并明显高于国际原油价格指数，公司的上游国际LNG采购价格将高于按原LNG长约采购公式采购的情况，公司将面临盈利水平低于按原LNG长约采购公式采购的风险。

采购模式调整风险。“照付不议”是天然气长约采购的国际惯例和规则：若因公司原因导致公司的实际提货量未达到“照付不议”合同约定量，且公司与上游供应商无法进行协商调整或公司无法协助卖方寻找合适第三方进行转售，则公司可能会面临就未完成合同约定采购量的部分对给卖方造成的损失进行赔偿的风险。若上游供应商无法按约定供货，则可能会对公司LNG供应的稳定性带来一定风险。

汇率波动风险。目前公司的上游采购主要来源于国际市场，采购结算货币主要为美元。若人民币兑美元汇率剧烈波动，公司结算的采购成本也将随之波动。此外，公司主要通过信用证等进口融资方式向国际供应商采购LPG及LNG等产品，融资期限一般为3个月到6个月不等，在还款前若人民币贬值将导致公司形成一定金额的汇兑损失。尽管公司在国际采购环节为锁定汇率会执行部分远期购汇操作，但仍然难以完全消除各类政治、市场变化引致的美元汇率波动对采购成本和汇兑损益的影响，尤其在国际政治经济局势不稳定的情况下，若美元形成较长时间的单边持续、快速升值趋势，公司将面临采购成本和汇兑损失增加或国际采购无法正常开展的风险。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,419	8,032	7,921	8,793	10,075
货币资金	4,633	5,463	4,644	5,165	6,080
应收及预付	549	867	1,108	1,185	1,265
存货	988	975	1,076	1,130	1,197
其他流动资产	250	727	1,093	1,313	1,533
非流动资产	4,890	6,378	7,934	8,716	9,372
长期股权投资	463	621	821	1,021	1,221
固定资产	2,245	2,699	3,266	3,515	3,643
在建工程	768	1,575	1,853	2,131	2,409
无形资产	280	298	383	466	544
其他长期资产	1,134	1,184	1,611	1,583	1,555
资产总计	11,309	14,409	15,855	17,509	19,447
流动负债	2,591	3,054	3,359	3,624	3,793
短期借款	913	939	1,339	1,439	1,439
应付及预收	475	864	613	655	698
其他流动负债	1,202	1,251	1,406	1,530	1,657
非流动负债	1,538	3,201	2,698	2,298	1,998
长期借款	223	793	1,193	1,393	1,393
应付债券	860	2,024	1,224	624	324
其他非流动负债	454	384	281	281	281
负债合计	4,128	6,255	6,057	5,922	5,792
股本	625	629	636	636	636
资本公积	3,163	3,286	3,385	3,385	3,385
留存收益	2,982	3,917	5,491	7,270	9,328
归属母公司股东权益	6,942	7,775	9,411	11,190	13,248
少数股东权益	239	379	387	396	407
负债和股东权益	11,309	14,409	15,855	17,509	19,447

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23954	26566	28850	30901	33026
营业成本	22397	24489	26305	28078	29921
营业税金及附加	20	30	38	40	43
销售费用	205	204	289	309	264
管理费用	167	298	361	386	413
研发费用	0	4	0	0	0
财务费用	-115	-17	97	99	96
资产减值损失	-47	-93	-64	-64	-54
公允价值变动收益	-13	-18	0	0	0
投资净收益	8	-23	29	31	33
营业利润	1245	1488	1797	2032	2350
营业外收支	26	-1	1	1	1
利润总额	1270	1487	1798	2033	2351
所得税	178	172	209	236	273
净利润	1093	1315	1590	1797	2078
少数股东损益	3	9	8	9	10
归属母公司净利润	1090	1306	1582	1788	2068
EBITDA	1417	1933	2252	2508	2849
EPS (元)	1.76	2.11	2.49	2.81	3.25

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,696	2,158	1,529	2,302	2,580
净利润	1,093	1,315	1,590	1,797	2,078
折旧摊销	284	345	356	376	402
营运资金变动	202	199	-592	-66	-67
其它	118	299	175	196	167
投资活动现金流	-207	-2,298	-2,197	-1,355	-1,251
资本支出	-111	-1,181	-1,285	-984	-882
投资变动	-161	-1,305	-500	-400	-400
其他	66	188	-412	29	31
筹资活动现金流	-227	1,186	-150	-427	-413
银行借款	557	596	800	300	0
股权融资	78	10	38	0	0
其他	-862	580	-989	-727	-413
现金净增加额	1,390	1,025	-818	520	915
期初现金余额	2,873	4,263	5,288	4,470	4,990
期末现金余额	4,263	5,288	4,470	4,990	5,906

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	29.6%	10.9%	8.6%	7.1%	6.9%
营业利润	63.2%	19.6%	20.8%	13.0%	15.7%
归母净利润	75.9%	19.8%	21.1%	13.0%	15.7%
获利能力					
毛利率	6.5%	7.8%	8.8%	9.1%	9.4%
净利率	4.6%	4.9%	5.5%	5.8%	6.3%
ROE	15.7%	16.8%	16.8%	16.0%	15.6%
ROIC	10.4%	11.6%	12.2%	12.4%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	43.4%	38.2%	33.8%	29.8%
净负债比率	57.5%	76.7%	61.8%	51.1%	42.4%
流动比率	2.48	2.63	2.36	2.43	2.66
速动比率	1.99	2.17	1.89	1.96	2.18
营运能力					
总资产周转率	2.51	2.07	1.91	1.85	1.79
应收账款周转率	62.21	77.18	52.10	46.54	46.50
存货周转率	26.75	24.95	25.65	25.46	25.72
每股指标 (元)					
每股收益	1.76	2.11	2.49	2.81	3.25
每股经营现金流	2.71	3.43	2.41	3.62	4.06
每股净资产	11.10	12.36	14.81	17.61	20.84
估值比率					
P/E	11.73	13.24	10.88	9.62	8.32
P/B	1.86	2.26	1.83	1.54	1.30
EV/EBITDA	7.39	8.33	7.34	6.27	5.09

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：高级分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：高级分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 嘉 晟：研究员，耶鲁大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。