

九丰能源 (605090.SH)

三大业务发展良好, 拟回购彰显发展信心

买入

核心观点

三大业务增长趋势良好, 前三季度归母净利润增长。2023 前三季度, 公司实现营业收入 195.39 亿元 (-3.31%), 主要系 LNG 及 LPG 市场销售价格同比明显下降所致; 实现归母净利润 11.31 亿元 (+20.19%)。**清洁能源业务,** 依托公司“海气+陆气”双资源池形成的顺价能力, LNG 单吨毛差保持稳定, 下游销售量同比增长超过 30%; LPG 单吨毛差有所提升, 销量同比增长 10%。**能源服务业务,** 前三季度作业量约 27 万吨, 单吨收益基本稳定; 第三季度能源物流服务实现收入 0.77 亿元 (+75%)。**特种气体业务,** 前三季度高纯度氦气产销量 23 万方 (+63%); 氢气项目在运产能规模达 2 万方/小时。

控股河南中能和艾尔希, 能服及特气业务规模进一步扩大。公司取得河南中能 70% 股权, 实现天然气辅助排采技术服务落地, 助力能服业务从井口作业延伸到井下作业; 九丰特气与艾尔希签署股权合作协议, 将持有艾尔希 70% 股权, 推动公司工业气体零售领域首个项目落地, 特气业务有望实现“资源+终端”模式并借助艾尔希的客户优势和区位优势, 与株洲正拓协同推动跨区域发展, 拓展江西、贵州等相近省份市场。

国际气价大幅波动, 双资源池顺价能力构筑业务护城河。受巴以冲突等因素影响, 10 月以来国际天然气价格出现明显波动。公司构建“海气+陆气”双资源池, 可通过陆气供应平抑国际气价波动带来的影响, 保持清洁能源业务毛差水平。同时公司自主控制的 3 艘 LNG 船舶和 2 艘 LPG 船舶在运, 可提供船运及出租服务或通过 FOB 形式实现套利。

拟回购公司股份, 彰显未来发展信心。公司拟回购股份并全部用于后期实施员工持股计划或股权激励计划, 回购资金总额 1-2 亿元, 回购价格不超过人民币 35.64 元/股, 在当前股价 23.15 元/股条件下, 回购股份数量约占公司总股本的 0.69%-1.39%。

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: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。预计 2023-2025 年归母净利润 13.50/16.21/17.85 亿元, 同比增速 23.9%/20.1%/10.1%; 每股收益 2.16/2.59/2.85 元。预计 2023 年清洁能源/能源服务/特种气体业务贡献业绩为 9.20/3.65/0.65 亿元, 分别给予 9/20-22/30-32 倍 PE, 公司合理市值为 175.3-183.9 亿元, 对应每股合理价值为 28.03-29.40 元, 较目前股价有 21%-27% 的溢价空间, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

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

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·燃气 II

证券分析师: 黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师: 李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

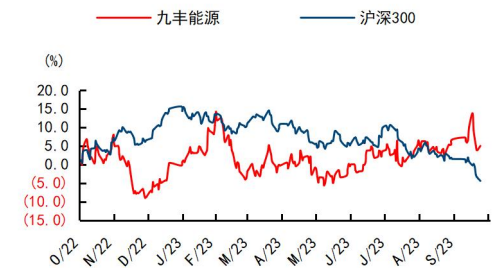
证券分析师: 郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

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	28.03 - 29.40 元
收盘价	23.15 元
总市值/流通市值	14478/6015 百万元
52 周最高价/最低价	27.49/20.48 元
近 3 个月日均成交额	83.92 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

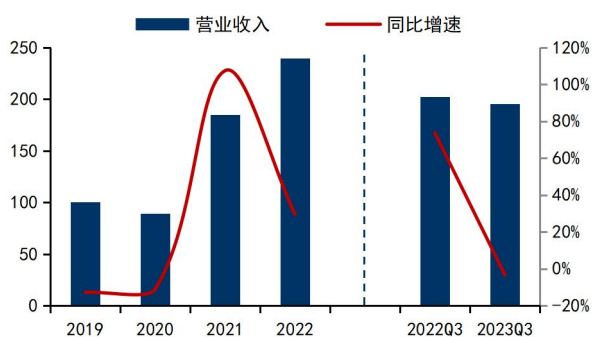
《九丰能源 (605090.SH) - 顺价能力守护清洁能源收益, 能服及特气打开成长空间》——2023-08-18

《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, 布局下游氨业务》——2022-11-07

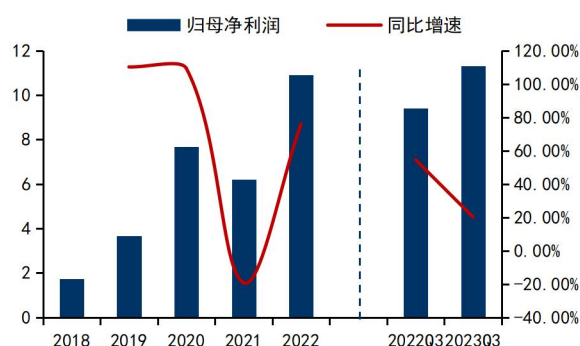
三大业务增长趋势良好，三季度归母净利润增长。2023 前三季度，公司实现营业收入 195.39 亿元，同比下降 3.31%，主要系 LNG 及 LPG 市场销售价格同比明显下降所致；实现归母净利润 11.31 亿元，同比增长 20.19%；扣非归母净利润 11.82 亿元，同比增长 24.48%。公司三大业务业绩增长较好：**1、清洁能源业务方面**，依托公司“海气+陆气双资源池”形成的顺价能力，第三季度 LNG 单吨毛差保持稳定，而下游销售量受气价下降及用户需求增长影响同比增长超过 30%；优化 LPG 运作模式，单吨毛差有所提升，销量同比增长 10%。**2、能源服务业务方面**，第三季度能源服务作业量接近 9 万吨，前三季度累计约 27 万吨，单吨收益基本稳定，在运营接近 100 口天然气井；能源物流服务实现收入 0.77 亿元，同比增长 75%。**3、特种气体业务方面**，第三季度高纯度氦气销量达 9.6 万方，同比增长 85%，前三季度累计产销量 23 万方，同比增长 63%，加快“资源+终端”模式落地；通过现场制气模式提供氢气服务，氢气项目在运产能规模达 2 万方/小时。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



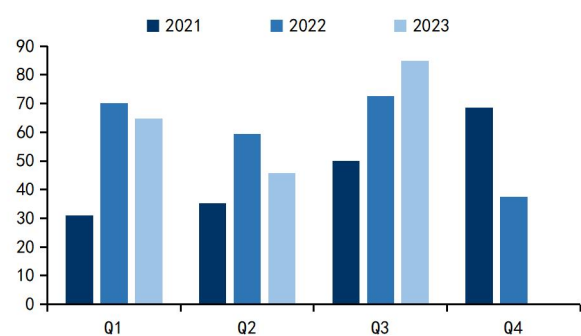
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



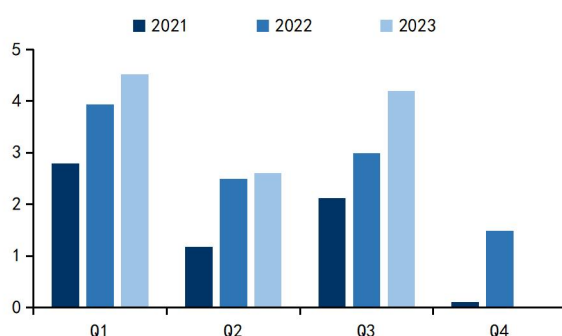
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



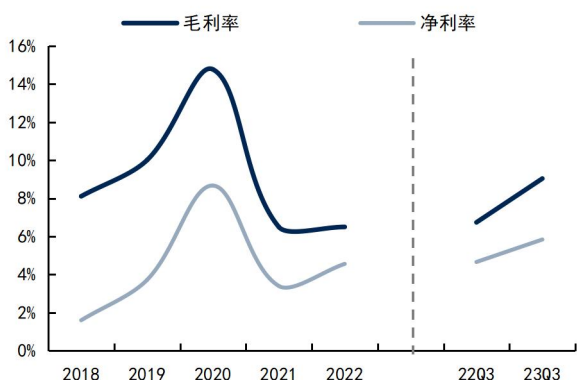
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 年前三季度，公司毛利率为 9.04%，同比提高 2.30pct；净利率 5.84%，同比提高 1.18pct。费用率方面，公司销售费用率为 0.98%，同比降低 0.11pct；管理费用率 1.12%，同比提高 0.57pct；财务费用率-0.21%，同比提高 0.32pct；公司三项费用率合计 1.89%，同比提高 0.78pct。

ROE 相对稳定，投资和融资现金流大幅增长。2023 前三季度，公司 ROE 为 15.43%，

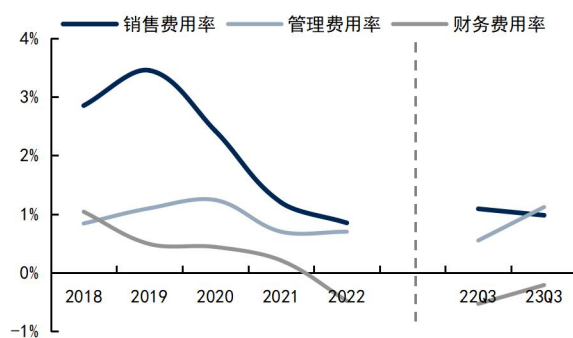
与上年同期基本持平，主要系公司总资产同比增加，资产周转率同比降低抵消了净利率增长所致。公司货币结余增加，船舶构建相关的固定资产、在建工程增加致总资产同比增加 33.65%，达 151.15 亿元。公司经营性净现金流 13.85 亿元，同比增加 13.3%，主要系公司盈利增加及回款状况良好所致；公司上半年购买 1 艘 LNG 运输船，前三季度投资性现金流净流出 19.03 亿元，同比增加 378.1%；2022 年 11 月 10 日，公司发行股份、可转债得到核准，公司已通过发行可转债募集资金 12 亿元，2 月 28 日全部到账，及三季度取得借款增加，前三季度融资性净现金流入 15.00 亿元，同比增加 346.4%。

图5：公司毛利率、净利率情况



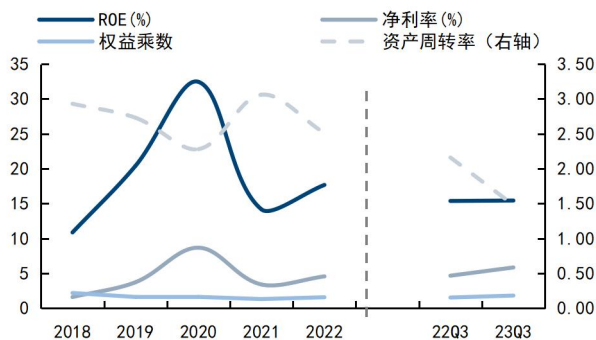
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

控股河南中能，能服业务规模进一步扩大。7月16日，公司与河南中能能源技术有限公司举行全面合作协议签约仪式，合作落地后，公司将持有河南中能70%股份。河南中能及其关联企业主要从事天然气辅助排采技术服务，业务涵盖西北、川渝、贵州等区域，为中石油、中石化、中海油提供混输增压、循环气举、制氮气举、放空气回收回注、移动LNG等能源作业服务，目前在运营超过80口天然气井（近60个作业平台）。公司与河南中能开展深度合作和战略协同，实现天然气辅助排采技术服务落地，助力能服业务从井口作业延伸到井下作业，完善天然气产业链业务布局。

控股艾尔希，特气业务终端项目落地。9月28日，公司下属特气业务平台九丰特

气与湖南艾尔希科技发展有限公司及其相关方签署股权合作协议，合作落地后，九丰特气将持有艾尔希 70% 股权。这是继正拓气体后，公司第二个工业气体落地项目，也是工业气体零售领域首个项目。艾尔希为华中地区规模最大的综合、高端气体生产及供应商之一，生产方式包括产品分装、纯化、多元混配等，并提供多种包赚和储运方式；产品种类涵盖了普通工业气体（氧/氮/氩/二氧化碳等）、特种气体（激光气等）、电子气体（超纯氮/超纯氢/超纯氦/超纯氯化氢/硅烷等）及化学品（六氟化硫/三氟化硼等）等 40 多个品种；下游领域涉及电子、半导体、生物医药等，服务客户超 800 家，包括中国电科、中车半导体、TCL、中科院高物所等企业和机构。公司与艾尔希在氦气、氢气资源端的协同，有望推动特气业务“资源+终端”模式落地，并借助艾尔希的客户优势和区位优势，与株洲正拓协同推动跨区域发展，拓展江西、贵州等相近省份市场。

国际气价大幅波动，双资源池顺价能力构筑业务护城河。受巴以冲突、雪佛龙 Tamar 天然气平台停产及波罗的海天然气管道泄漏等因素影响，10 月以来国际天然气价格出现明显波动，10 月 13 日欧洲天然气 TTF 天然气期货价格一度升破 56 欧元/兆瓦时。公司构建“海气+陆气”双资源池，截至 2023H1 可自主控制的 LNG 产能规模已提高到 70 万吨，可通过陆气供应平抑国际气价波动带来的影响，保持毛差水平。同时公司自主控制 4 艘 LNG 船舶（3 艘自有、1 艘在建）和 4 艘 LPG 船舶（2 艘租赁，2 艘在建），可通过 FOB（装运港船上交货）形式实现套利；若国际天然气供应形势紧张，LNG 运输船运力不足，公司也可通过提供船运及出租服务实现盈利。

拟回购公司股份，彰显未来发展信心。公司 10 月 23 日发布公告，自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内，计划以自有资金或自筹资金，以集中竞价交易方式回购公司股份，并全部用于后期实施员工持股计划或股权激励计划。回购资金总额 1-2 亿元，回购价格不超过人民币 35.64 元/股，在价格上限 35.64 元/股条件下，回购股份数量约占公司总股本的 0.45%-0.90%；在当前股价 23.15 元/股条件下，回购股份数量约占公司总股本的 0.69%-1.39%。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2023-2025 年收入 237.2/284.1/313.4 亿元，同比增速 -1.0/19.8/10.3%，归母净利润 13.50/16.21/17.85 亿元，同比增速 23.9/20.1/10.1%；每股收益 2.16/2.59/2.85 元。预计 2023 年清洁能源业务贡献业绩为 9.20 亿元，能源服务业务贡献业绩为 3.65 亿元，特种气体业务贡献业绩为 0.65 亿元。给予清洁能源业务 9 倍 PE 估值，能源服务业务 20-22 倍 PE 估值，特种气体业务 30-32 倍 PE 估值，公司合理市值为 175.3-183.9 亿元，对应每股合理价值为 28.03-29.40 元，较目前股价有 21%-27% 的溢价空间，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE			PEG	投资评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	23E	
600803.SH	新奥股份	16.23	503	1.90	2.17	2.51	2.86	8.5	7.5	6.5	5.7	0.53	买入
600583.SH	海油工程	6.00	265	0.33	0.48	0.60	0.71	18.2	12.6	10.0	8.5	0.28	无
688268.SH	华特气体	63.20	76	1.71	1.93	2.59	3.43	36.9	32.8	24.4	18.4	2.57	无
002549.SZ	凯美特气	10.34	74	0.23	0.25	0.34	0.44	44.6	41.0	30.8	23.4	4.63	无
688106.SH	金宏气体	23.47	114	0.47	0.67	0.85	1.06	49.9	35.0	27.5	22.2	0.82	无

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

财务预测与估值

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

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

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

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032