

# 九丰能源 (605090)

## LNG “海陆双气源” 布局完善，制氢&加氢优势打开广东、川渝氢能市场

买入 (首次)

2022 年 05 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 18,488 | 21,662 | 22,907 | 23,887 |
| 同比                | 107%   | 17%    | 6%     | 4%     |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 620    | 985    | 1,316  | 1,685  |
| 同比                | -19%   | 59%    | 34%    | 28%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.00   | 1.58   | 2.10   | 2.69   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 20.65  | 13.10  | 9.81   | 7.66   |

### 投资要点

- **深耕 LNG 业务，布局氢能&氨气发展：**公司产品包括 LPG、LNG、甲醇&二甲醚等。公司经过多年布局于 2020 年打通全产业链，形成接收站资源优势；2021 年合作巨正源布局氢能；2022 年拟收购远丰森泰 100% & 华油中蓝 28% 股份，向“海陆双气源”进发，并布局氨气特气。2021 年国际油气价格波动，公司凭借灵活的长约+现货采购策略抗住压力，归母净利润降至 6.2 亿元，同减 19.3%；2022Q1 盈利能力恢复，归母净利润达 3.9 亿元；2021 年公司负债率仅 23.5%，未来 ROE 提升空间大。
- **LNG 主业增量稳价，销售结构保证顺价能力：**国内天然气需求在双碳政策下稳步上升，**2011-2021 年 CAGR10.7%**；供给端国内产量和管道天然气进口量的相对刚性致使国内天然气需求浮动主要靠 LNG 进口补齐，**进口 LNG 地位突显**。1) 量的角度，公司 LNG 接收站处理能力 150 万吨/年；计划收购远丰森泰一期 60 万吨/年产能，二期 60 万吨/年建成后产能翻倍；2025 年江门码头建成 300 万吨，处理能力在 2021 年基础上翻两番。2) 价的角度，海陆双气源稳定成本，推动公司稳健发展；2021 年 LNG 进口价格波动上涨，JKM 最大上浮 300%，布伦特原油最大上浮 30%；公司拟收购的远丰森泰贴近陆气气源，**四川液厂采购成本可控制在 ±20%，陆气+海气稳定成本**。3) 销售结构的角度，公司三种销售方式的毛差水平为国内零售>国内贸易>国外转口，**公司国内零售客户占国内总客户数 70%，未来比例提升至 90%，顺价能力进一步增强**。
- **氢能依托广东&川渝区位优势，主业协同快速入场：**1) 政策带来广东&川渝加氢 132 亿元市场空间；根据我们的假设 2024 年氢能重卡售价因规模效应降至 103 万元/辆，补贴 67 万元/辆，加氢 38 元/千克，**氢能重卡经济性将优于柴油**，加氢市场将进一步打开。2) 公司锁定广东巨正源 2.5 万吨/年氨气产能，二期翻倍，有望分享 2025 年广东省氢能重卡市场（氨气需求量 12.7 万吨）。3) 公司拟收购远丰森泰，具备四川制氢&加氢优势；如使用远丰森泰气源进行天然气重整+碳捕捉制氢，成本在 11.32-13.62 元/千克，**毛利率达 60%，远高于行业平均**；补贴政策刺激气/氢合建站发展，与新建加氢站相比投资&运营成本减半。
- **盈利预测与投资评级：**公司 LNG 业务布局完善，“海陆双气源”格局逐渐形成；依托远丰森泰&巨正源快速入场，氢能业务蓄势待发。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 9.85/13.16/16.85 亿元，同比 59.02%/33.51%/28.08%，EPS 为 1.58/2.10/2.69 元，对应 PE13/10/8 倍（估值日期 2022/5/27），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**天然气价格剧烈波动，氢能政策落地速度不及预期，资产重组进度不及预期，项目投产进度不及预期

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 20.64       |
| 一年最低/最高价      | 16.76/35.03 |
| 市净率(倍)        | 1.49        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,217.95    |
| 总市值(百万元)      | 12,800.06   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 13.82  |
| 资产负债率(% ,LF) | 30.16  |
| 总股本(百万股)     | 620.16 |
| 流通 A 股(百万股)  | 252.81 |

### 相关研究

## 内容目录

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 深耕 LNG 业务，布局氢能&amp;氨气发展</b>              | <b>5</b>  |
| 1.1. 与时俱进，围绕清洁能源，布局氢能&氨气发展                     | 5         |
| 1.2. 业务模式清晰，盈利能力提升空间大                          | 6         |
| <b>2. LNG 主业增量稳价，销售结构保证顺价能力</b>                | <b>9</b>  |
| 2.1. 天然气需求 2011-2021 年 CAGR10.7%，进口 LNG 供给地位突显 | 9         |
| 2.2. 2025 年规划气量翻两番，“海气+陆气”双气源有效降低经营波动          | 10        |
| 2.2.1. 海陆双重气源，2025 年规划气量翻两番                    | 10        |
| 2.2.2. 长期来看海气具备价格优势，陆气+海气共同平稳进价；               | 11        |
| 2.3. 工商业用户占比 70%，顺价能力有保障                       | 13        |
| <b>3. 依托广东、川渝区位优势积极布局氢能市场，协同主业延伸产业链</b>        | <b>14</b> |
| 3.1. 广东、川渝两地政策空间达 132 亿元，重卡经济性逐步体现             | 14        |
| 3.2. 公司锁定广东 2.5 万吨/年制氢产能，二期翻倍                  | 18        |
| 3.3. 收购远丰森泰，公司具备四川制氢&加氢优势                      | 20        |
| 3.3.1. 天然气重整制氢与主业高度协同，公司具备原料优势                 | 20        |
| 3.3.2. 补贴政策驱动加氢站快速放量，依托远丰森泰快速切入加氢终端市场          | 21        |
| <b>4. 盈利预测</b>                                 | <b>24</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                                 | <b>26</b> |

## 图表目录

|       |                                               |    |
|-------|-----------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 公司发展重要节点.....                                 | 5  |
| 图 2:  | 九丰能源股权结构（截至 2022/3/31）.....                   | 5  |
| 图 3:  | 2021 年公司营收结构.....                             | 6  |
| 图 4:  | 2021 年公司毛利结构.....                             | 6  |
| 图 5:  | 公司 LPG 业务模式.....                              | 6  |
| 图 6:  | 公司 LNG 业务模式.....                              | 6  |
| 图 7:  | 2016-2022Q1 年公司收入及同比增长率.....                  | 7  |
| 图 8:  | 2016-2022Q1 年公司归母净利润及同比增长率.....               | 7  |
| 图 9:  | 2016-2021 年公司营收结构变化.....                      | 7  |
| 图 10: | 2016-2021 年公司毛利结构变化.....                      | 7  |
| 图 11: | 毛利率、归母净利率水平受油气价格影响波动.....                     | 8  |
| 图 12: | LNG 业务毛利率高于 LPG、甲醇等业务.....                    | 8  |
| 图 13: | 负债率稳步下降.....                                  | 8  |
| 图 14: | ROE（摊薄）波动性较强.....                             | 8  |
| 图 15: | 2000-2021 年我国天然气消费来源结构.....                   | 9  |
| 图 16: | 2010-2021 年我国天然气进口结构.....                     | 9  |
| 图 17: | 消费量波动主要由 LNG 进口平衡.....                        | 10 |
| 图 18: | 2018-2021 年总销售量稳定在 280-380 吨/年.....           | 11 |
| 图 19: | 2025 年 LNG 处理能力翻两倍.....                       | 11 |
| 图 20: | 2017-08 至 2021-12 海气&陆气价格及价差（元/吨）.....        | 12 |
| 图 21: | 1965-2020 年中国各类能源消费结构.....                    | 12 |
| 图 22: | 2018-2021 年中国天然气月度表观消费量.....                  | 12 |
| 图 23: | 疫情以来美国&加拿大钻机数下降.....                          | 12 |
| 图 24: | 2017-2021 年美国天然气库存（十亿立方英尺）.....               | 12 |
| 图 25: | 四川远丰森泰经营模式.....                               | 13 |
| 图 26: | 陆气采购价波动可控制在±20%.....                          | 13 |
| 图 27: | 截至 2021 年 12 月，我国氢燃料车累计产销均超 8000 辆.....       | 16 |
| 图 28: | 加氢价格将在 2025 年下降至 30 元/千克.....                 | 18 |
| 图 29: | 远丰森泰天然气重整+碳捕捉技术制备氢气的成本在 11.32-13.62 元/千克..... | 20 |
| 图 30: | 2006-2020 年全国加气站数快速提升.....                    | 22 |
| 图 31: | 全国在建成加氢站 146 座（截至 2021/7/1）.....              | 23 |
| 图 32: | 四川仅有 8 座建成加氢站（截至 2021/7/1）.....               | 23 |
| 表 1:  | 政策推动天然气消费量提升.....                             | 9  |
| 表 2:  | 2021 年末公司运输船类别&数量.....                        | 10 |
| 表 3:  | 公司拟收购陆气资源远丰森泰&华油中蓝.....                       | 11 |
| 表 4:  | 四川远丰森泰液厂布局.....                               | 13 |
| 表 5:  | 公司的三种 LNG 贸易模式.....                           | 14 |
| 表 6:  | 广东&川渝地区氢能政策.....                              | 14 |
| 表 7:  | 广东&川渝氢走廊加氢市场空间达 132 亿元.....                   | 15 |
| 表 8:  | 氢燃料重卡经济性逐步显现，2024 年将高于柴油重卡.....               | 15 |

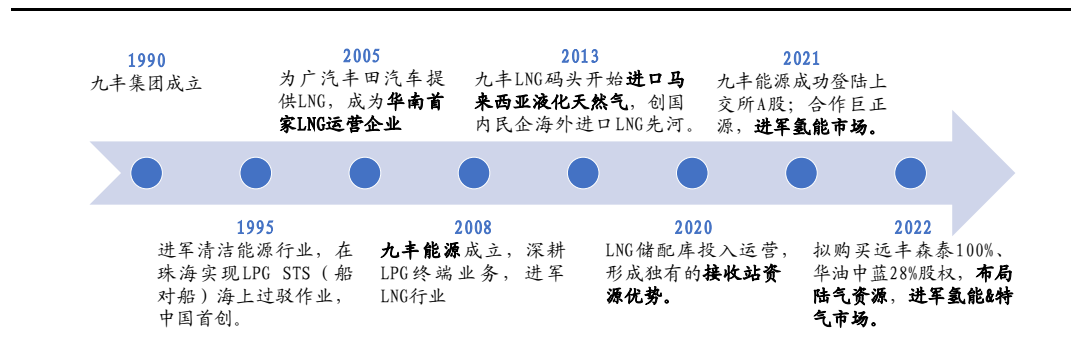
|       |                                       |    |
|-------|---------------------------------------|----|
| 表 9:  | 2025 年全国氢燃料车保有量将达 92000 辆.....        | 16 |
| 表 10: | 2022-2025 年氢能重卡售价将因规模化效应逐年下降 .....    | 17 |
| 表 11: | 2022-2025 年氢能重卡补贴预测 .....             | 17 |
| 表 12: | 全国各地 PDH 副产氢产能&投产进度（截至 2021 年底） ..... | 18 |
| 表 13: | 天然气重整+碳捕捉技术制氢成本与天然气价格密切相关 .....       | 20 |
| 表 14: | 各地加氢站建设&运营补贴 .....                    | 21 |
| 表 15: | 四川省天然气汽车加气站布局方案（2021 - 2025 年） .....  | 23 |
| 表 16: | 加氢站与加气站合建，初始投资及运营成本可减半.....           | 24 |
| 表 17: | 业务拆分与盈利与预测（单位：亿元） .....               | 25 |

## 1. 深耕 LNG 业务，布局氢能&氨气发展

### 1.1. 与时俱进，围绕清洁能源，布局氢能&氨气发展

深耕能源贸易 30 年，国内首个 LNG 接收站运营商。九丰集团成立于 1990 年，以经营液化石油气起步，1995 年进军清洁能源行业，在珠海实现 LPG 海上过驳，连续四年 LPG 进口量全国第一；2005 年，为广汽丰田汽车提供 LNG，成为华南首家运营 LNG 企业。2008 年九丰能源成立，全力进军 LNG 业务，2013 实现海外进口，2020 年配置完全套接收站设备。2021 年 5 月登陆上交所。2021 年 12 月，公司与巨正源签订合作协议，布局氢能发展；2022 年 1 月，拟收购远丰森泰 100% 股权，5 月发布收购草案，远丰森泰承诺 2022-2024 年归母净利润累计不低于 4.76 亿元，LNG “海陆双气源” 布局完善，向氨气业务进发；2022 年 4 月，公司拟购买华油中蓝 28% 股权，陆气布局进一步完善。

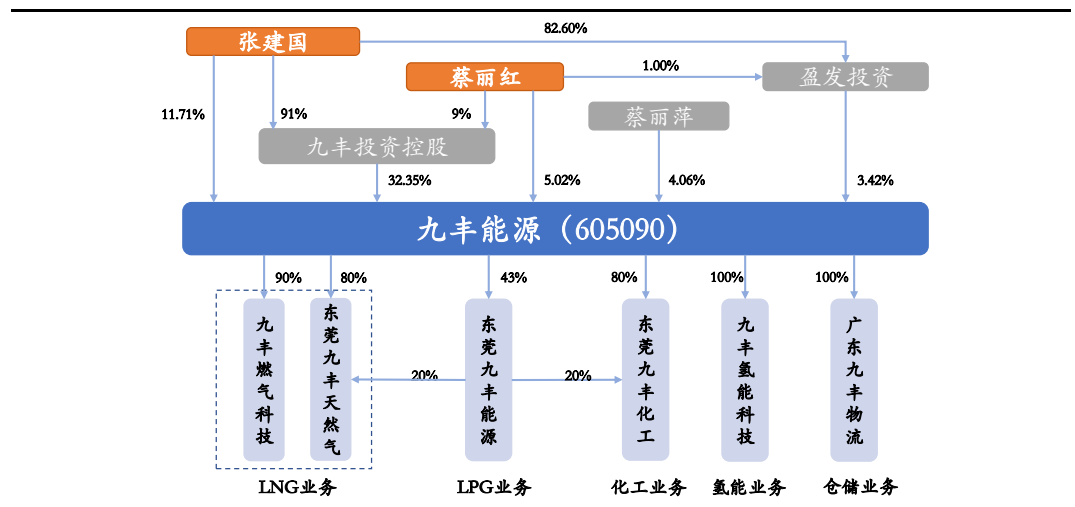
图1：公司发展重要节点



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

张建国&蔡丽红夫妇是公司实控人，共计持股 51.9%。截至 2022.3.31，董事长张建国直接持股 11.71%、蔡丽红直接持股 5.02%，二人通过广东九丰投资有限公司间接持股 32.35%，通过盈发投资间接持股 2.86%。公司作为大型控股集团，主要通过参控股公司开展 LPG、LNG 等相关业务。

图2：九丰能源股权结构（截至 2022/3/31）

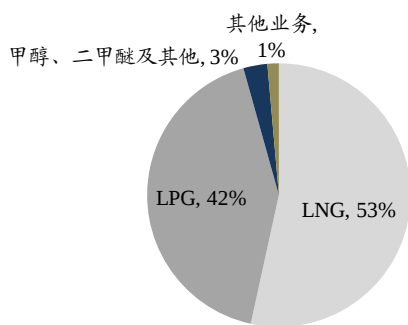


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 业务模式清晰，盈利能力提升空间大

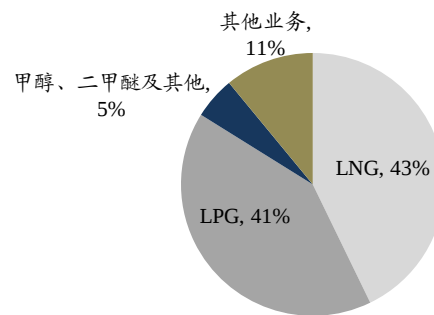
两大支柱产业 LPG、LNG 业务模式清晰，长约+现货灵活调配。公司专注于提供大型清洁能源综合服务，经营产品包括液化石油气(LPG)、液化天然气(LNG)以及甲醇、二甲醚(DME)等，主营产品 LPG、LNG，2021 年营收占比分别为 53%、42%；2021 年毛利占比分别为 43%、41%。公司 LNG&LPG 的业务模式包含采购、生产加工、仓储物流、销售等环节。采购以境外采购为主，LPG 的采购定价与 CP 或 FEI 等国际指数挂钩；LNG 的采购模式主要为长约+现货，长约采购价格与 Brent 和 JKM 挂钩，现货采购价格与供应商协商定价。

图3：2021 年公司营收结构



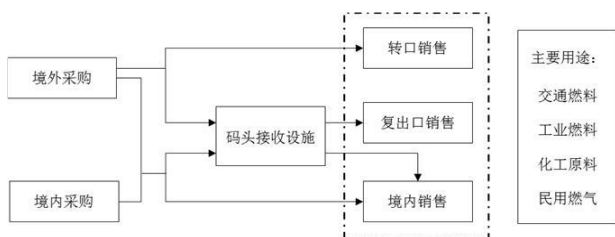
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2021 年公司毛利结构



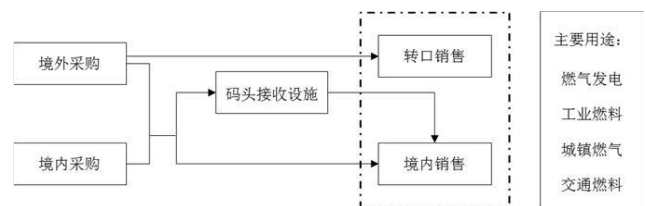
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司 LPG 业务模式



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图6：公司 LNG 业务模式

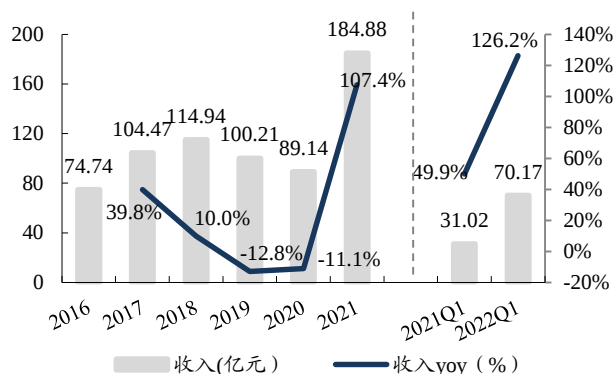


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2016-2021 年公司收入、归母净利润波动，2022 年 Q1 盈利能力恢复。从营收端看，公司营收规模受国际油气价格波动以及公司采购及销售变动量的共同作用，2021 年收入翻倍增长，达到 184.88 亿元，主要原因为 2021 年国际油气价格大涨；从利润端看，

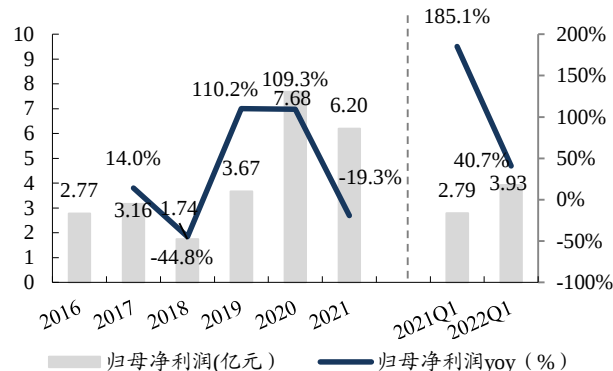
公司归母净利润规模存在波动, 2019 和 2020 年归母净利润均实现同比翻倍增长, 核心原因在于采购价格随国际油气价格下降而下降, 提升了整体盈利水平, 2021 年国际油气价格上行, 公司净利润承压, 公司及时调整优化, 最大程度降低市场波动影响, 取得较为稳健的经营业绩, 2021 年实现归母净利润 6.2 亿元。2022 年一季报, 公司盈利能力已恢复, 归母净利润同增 40.7%, 达到 3.93 亿元。

图7: 2016-2022Q1 年公司收入及同比增长率



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 东吴证券研究所

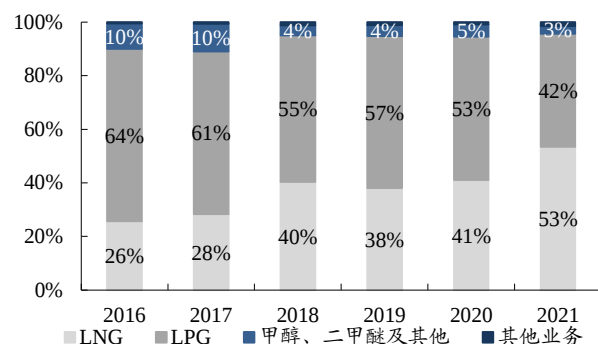
图8: 2016-2022Q1 年公司归母净利润及同比增长率



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 东吴证券研究所

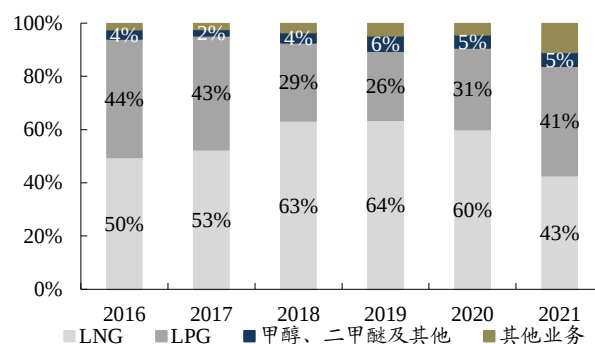
**LNG 业务营收毛利占比提升, 业务重要性逐步体现。**LNG 销量稳步提升, LNG 营收占比从 2016 年的 26%提升到 2021 年的 53%; LNG 销量增长叠加高毛利水平, LNG 毛利占比从 2016 年的 50%提升到 2020 年的 60%, 2021 年 LNG 业务因油气价格上涨, 毛利占比下滑至 43%。LNG 业务仍为重要发展业务方向。

图9: 2016-2021 年公司营收结构变化



数据来源: 招股说明书, 年报, 东吴证券研究所

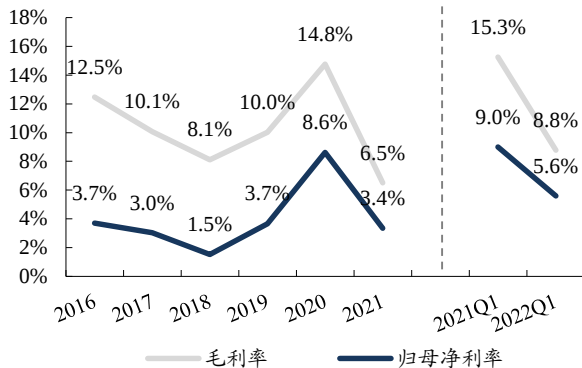
图10: 2016-2021 年公司毛利结构变化



数据来源: 招股说明书, 定期报告, 东吴证券研究所

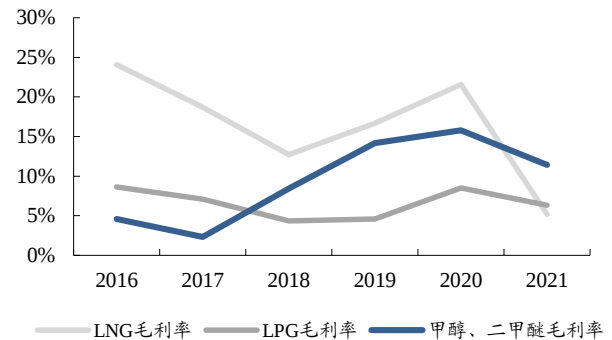
公司的毛利率、归母净利率随成本存在波动，LNG 业务毛利率较高。2016-2018 年，公司气源成本承压，主营业务 LNG 及 LPG 毛利率受损；2018-2020 年，压力逐渐释放，毛利率呈现上升趋势；2021 年气源成本上行毛利率承压，2022 年 Q1 已好转；2018-2020 年，接收站的建立使得长约与现货的调配更加灵活，LNG 毛利率增长迅速，从 2018 年低点 12.71% 回升至 2020 年 21.56%，毛利率水平高于 LPG、甲醇等业务。

图11：毛利率、归母净利率水平受油气价格影响波动



数据来源：招股说明书，定期报告，东吴证券研究所

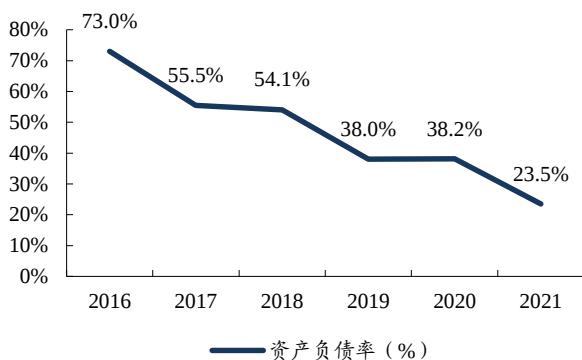
图12：LNG 业务毛利率高于 LPG、甲醇等业务



数据来源：招股说明书，定期报告，东吴证券研究所

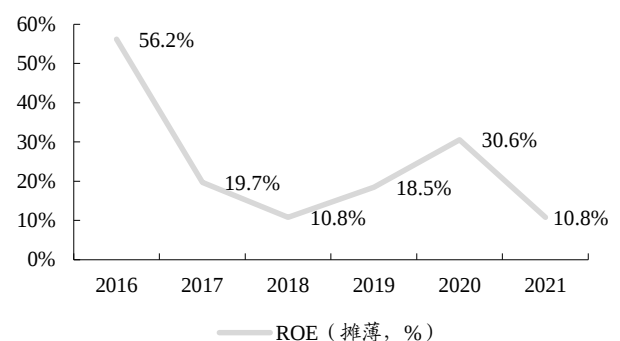
公司负债率稳步下降，ROE 提升空间大。在增资及偿债作用下，公司负债率水平趋降，从 2016 年的 73.0% 降至 2021 年 23.5%；净利率随油气价格变动，2018 年降至 1.5% 后触底回升，2020 年升至 8.6%；利润率和负债率的双重下降导致 2016 至 2018 年公司 ROE（摊薄）走低，随着 2018-2020 年油气价格逐渐降温，负债率企稳，公司 ROE（摊薄）于 2018 年开始触底反弹，2020 年 ROE（摊薄）提升至 30.6%；2021 年油气价格波动，公司盈利能力下降，ROE（摊薄）降至 2018 年同等水平。公司资产负债率低，未来 ROE（摊薄）提升空间较大。

图13：负债率稳步下降



数据来源：招股说明书，定期报告，东吴证券研究所

图14：ROE（摊薄）波动性较强



数据来源：招股说明书，定期报告，东吴证券研究所

## 2. LNG 主业增量稳价，销售结构保证顺价能力

### 2.1. 天然气需求 2011-2021 年 CAGR10.7%，进口 LNG 供给地位突显

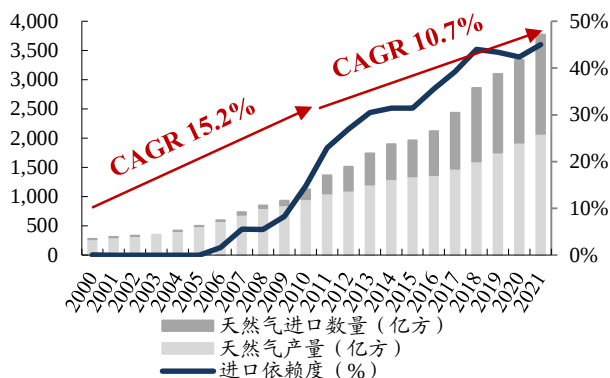
我国天然气依赖进口，进口 LNG 供给地位突显。从我国天然气的消费结构来看，进口依赖程度逐年提升，2021 年进口依赖度达到 45%；从我国天然气进口结构来看，液化天然气（LNG）逐渐成为主要方式，占总进口数量的 65%。进口结构变化的原因主要有两点：1）我国天然气需求总量在政策推动下逐年提升，2011-2021 年，十年 CAGR10.7%，未来天然气进一步替代煤和石油，需求将持续增长；2）由于国内产量（由气田储量和开采技术&进度决定）和气态天然气（存在管道建设期，受地缘政治因素影响较大）供给相对刚性，国内天然气需求浮动主要靠 LNG 进口补齐；以上两点原因促成了进口 LNG 在我国天然气消费中的地位提升。

表1：政策推动天然气消费量提升

| 时间   | 文件                                       | 发布单位  | 天然气相关内容                       |
|------|------------------------------------------|-------|-------------------------------|
| 2013 | 《大气污染防治行动计划》                             | 国务院   | 加快推进集中供热、“煤改气”、“煤改电”工程建设      |
| 2016 | 《能源生产和消费革命战略(2016-2030)》                 | 国家能源局 | 设定了 2030 年天然气占比要达到 15% 的发展目标。 |
| 2016 | 《天然气发展“十三五”规划》                           | 发改委   | 提高天然气发电比重，扩大天然气利用规模           |
| 2017 | 《加快推进天然气利用的意见》                           | 发改委   | 逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一。  |
| 2018 | 《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》                     | 发改委   | 充分利用天然气等各种清洁能源，多渠道、多途径推进煤炭替代。 |
| 2021 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 新华社   | 加快建设天然气主干管道                   |

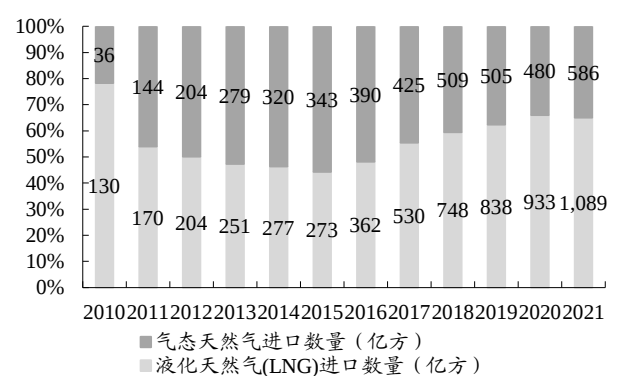
数据来源：人民政府网，发改委，国家能源局，新华社，东吴证券研究所

图15：2000-2021 年我国天然气消费来源结构



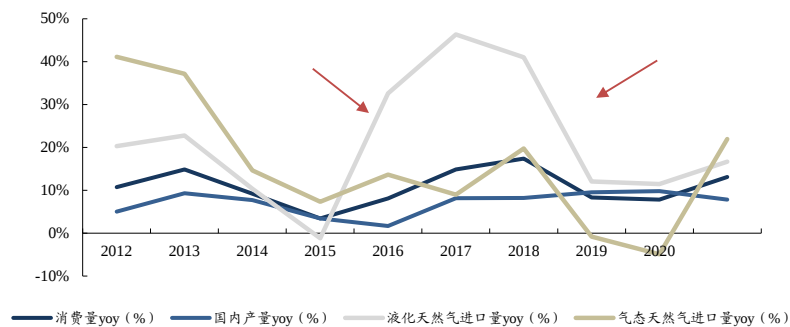
数据来源：国家统计局，海关总署，东吴证券研究所

图16：2010-2021 年我国天然气进口结构



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图17: 消费量波动主要由 LNG 进口平衡



数据来源: 国家统计局, 海关总署, 东吴证券研究所

## 2.2. 2025 年规划气量翻两番, “海气+陆气” 双气源有效降低经营波动

### 2.2.1. 海陆双重气源, 2025 年规划气量翻两番

**收购陆气+新建码头, 2025 年接收能力翻两番。**公司依托东莞立沙岛的综合能源基地(一座 5 万吨级泊位、两座 3 千吨级泊位、14.4 万立方米 LPG 储罐、16 万立方米 LNG 储罐)和 8 艘运输船(6 艘运行、2 艘在建), 总接收能力 300 万吨。2021 年销售量大幅增长, LNG/LPG 销售量 203/177 万吨。截至 2022 年 4 月, 公司公告两例陆气收购事件:

- 2022 年 1 月 17 日, 公司发布公告称购买四川远丰森泰能源集团股份有限公司 100%股份, 标的公司在四川、内蒙古已建成投产 4 家 LNG 液化工厂, 具备年产近 60 万吨 LNG 的液化生产能力, 二期产能逐步释放, **2024 年满产后翻倍达到 120 万吨/年**; 且已具备 LNG 项目 BOG 提氮的关键技术和运营能力, 为国内少有的具有高纯度氮气生产能力的企业之一。2022 年 5 月 23 日发布收购草案, 远丰森泰承诺 2022-2024 年归母净利润累计不低于 4.76 亿元。
- 2022 年 4 月 13 日, 公司公告拟购买华油中蓝 28%股份, 标的公司在四川巴中, **一期运行 LNG 液化产能 30 万吨/年; 二期产能 30 万吨/年**, 已完成征地、公用辅助工程建设。

此外, 公司计划在江门新建广海湾码头, 2022 年底开工, 我们预计 **2025 年码头建成将新增 LNG 300 万吨/年处理量, 整体处理量翻两番**, 公司计划通过国家管网公司的接收站码头实现 LNG 异地上岸, 走出华南市场, 接收量将有更大提升空间。

表2: 2021 年末公司运输船类别&amp;数量

|       | LNG 运输船 | LPG 运输船 |
|-------|---------|---------|
| 自有(艘) | 3       | -       |
| 租赁(艘) | 2       | 1       |
| 在建(艘) | 1       | 1       |
| 合计(艘) | 6       | 2       |

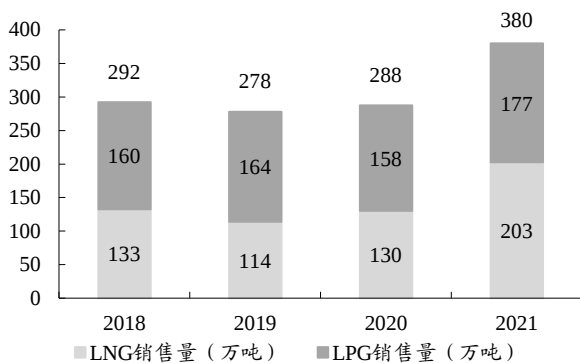
数据来源: 年报, 东吴证券研究所

表3: 公司拟收购陆气资源远丰森泰&amp;华油中蓝

| 收购详情  | 远丰森泰                                                   | 华油中蓝               |
|-------|--------------------------------------------------------|--------------------|
| 交易方   | 远丰森泰全体股东                                               | 蓝金能源               |
| 标的资产  | 100%股份                                                 | 28%股权              |
| 交易价格  | 18 亿元                                                  | 人民币 22,578.6652 万元 |
| 交易方式  | 公司以发行股份（1.2 亿元）、可转债（不超过 10.8 亿元）以及支付现金（6 亿元）的方式支付收购价款。 | 公司以现金方式购买          |
| 发行股份  | 非公开发行，发行价格 22.83 元/股                                   | -                  |
| 发行可转债 | 债券期限 6 年，转股价 22.83 元/股，转股期限为自发行结束之日起 6 个月-6 年。         | -                  |
| 业务范围  | LNG 液厂、BOG 提氮                                          | LNG 液厂             |

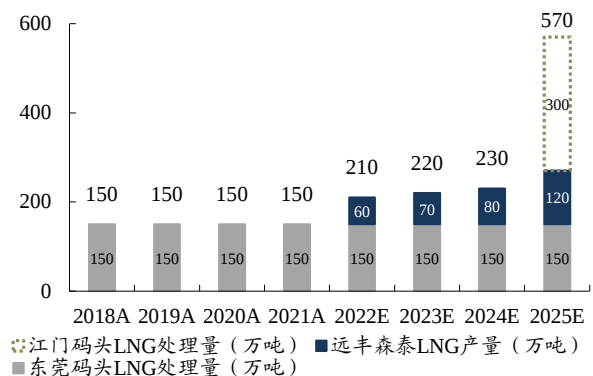
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 2018-2021 年总销售量稳定在 280-380 吨/年



数据来源：招股说明书，定期报告，东吴证券研究所

图19: 2025 年 LNG 处理能力翻两倍

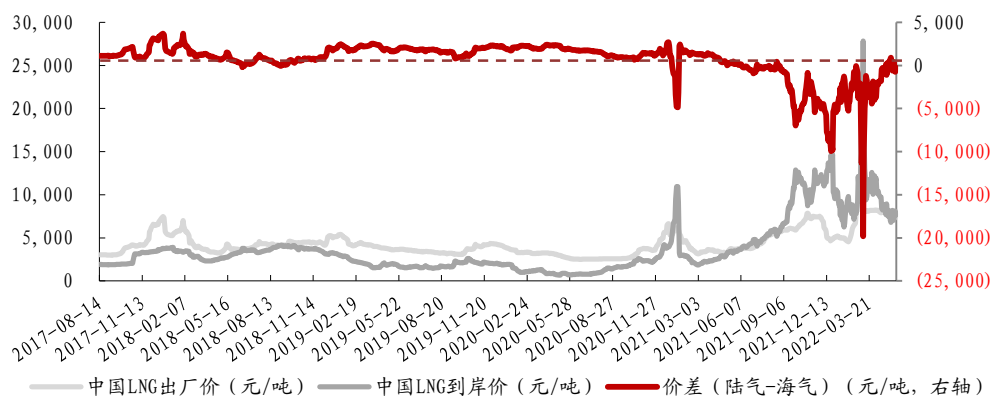


数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

### 2.2.2. 长期来看海气具备价格优势，陆气+海气共同平稳进价；

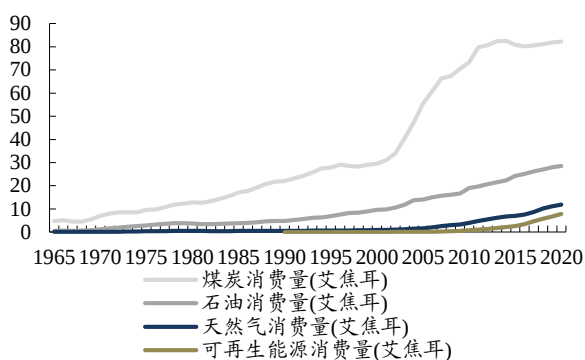
短期供需错配导致海气价格高涨，长期来看海气仍具价格优势。从2017年8月至2021年12月的海气&陆气价格走势来看，海气在2021年1月和6月-12月出现了价格倒挂的现象，与之前海气价格一向较低的情形相反。通过分析原因，我们认为倒挂的原因主要在于短期供需错配：1) 供给端，①疫情期间全球天然气投资强度下降，天然气生产和出口大国（美国、加拿大）天然气钻机数下降；②美国天然气库存低位，供需紧张，出口潜能低；③北溪二线尚未通气，拉低俄罗斯出口潜能。2) 需求端，①双碳政策持续推动天然气需求增长，天然气和清洁能源逐步取代煤和石油；②极端天气导致用气需求增加；我们认为，长期来看海气有价格优势：1) 天然气出口大国早已碳达峰，天然气进口数量有保障；2) 疫情情况转好，美国、加拿大钻机数逐步恢复；3) 北溪二线开通后550亿立方米/年的输气能力将大幅缓解欧洲用气压力，进而缓解中国LNG到岸价高涨局面。海气价格倒挂在22年4月底已有消失迹象。

图20: 2017-08 至 2021-12 海气&amp;陆气价格及价差 (元/吨)



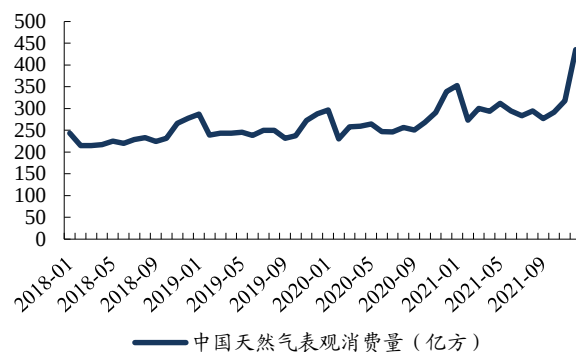
数据来源: 上海石油天然气交易中心, 金联创, 东吴证券研究所

图21: 1965-2020 年中国各类能源消费结构



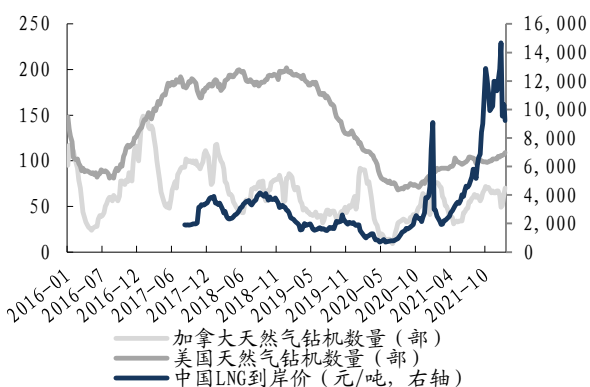
数据来源: BP, 东吴证券研究所

图22: 2018-2021 年中国天然气月度表观消费量



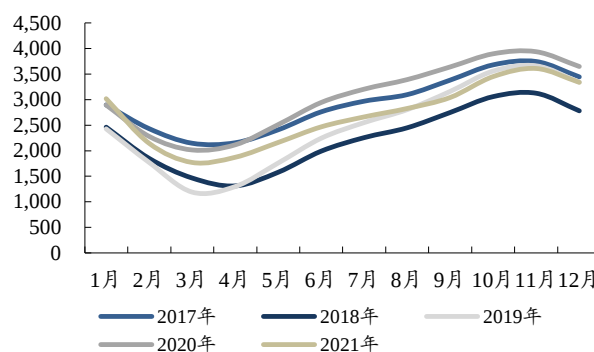
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 疫情以来美国&amp;加拿大钻机数下降



数据来源: 贝克休斯, 金联创, 东吴证券研究所

图24: 2017-2021 年美国天然气库存 (十亿立方英尺)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

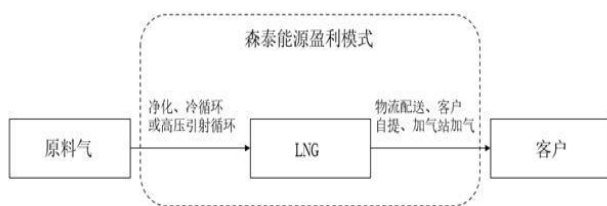
“海气+陆气”双气源格局形成，有效降低经营波动。远丰森泰主要向中石油采购天然气原料气，在自有液化厂进行脱硫、脱碳、脱水、脱汞等净化处理，并通过混合制冷循环或高压引射循环工艺加工成 LNG 后，通过自有槽车或客户自提等销售模式向下游客户销售 LNG 产品并实现收入，销售网络覆盖四川、云南、贵州、内蒙古、宁夏、山西等地区。通过对比公司陆气采购价格（四川省门站价最大上浮 20%）和海外天然气采购价格（与布伦特原油指数和 JKM 指数挂钩）。我们发现从 2018 年初以来，陆气的价格波动可控制在  $\pm 20\%$  以内；而 JKM 价格最大上浮 300%，最大下调 80%；布伦特原油价格最大上浮 30%，最大下调 70%，远丰森泰项目能够起到平稳成本的作用，推动公司稳健发展。

表4：四川远丰森泰液厂布局

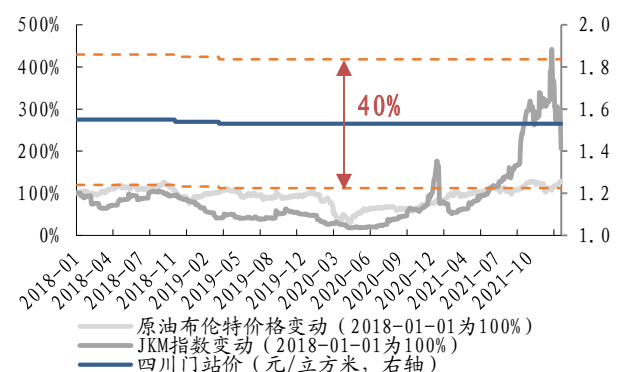
| 地理位置 | 油气田         | 液厂             | 天然气类型 | 采购价格                           | 销售半径                             |
|------|-------------|----------------|-------|--------------------------------|----------------------------------|
| 四川   | 中石油浙江和西南油气田 | 筠连森泰 30 万方/日   | 煤层气   | 以四川省天然气门站价为基础,分采暖季与非采暖季协调 20%。 | 800 公里范围内,客户集中在四川、云南、贵州等地。       |
|      |             | 筠连森泰 50 万方/日   |       |                                |                                  |
|      |             | 叙永森能 30 万方/日   | 页岩气   |                                |                                  |
|      |             | 古蔺森能 12 万方/日   |       |                                |                                  |
| 内蒙古  | 中石油长庆油田     | 内蒙古森泰 125 万方/天 | 常规天然气 | 按照区域内各期竞拍价加权平均进行确定。            | 300 至 500 公里范围,客户集中在内蒙古、宁夏、山西等地。 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：四川远丰森泰经营模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：陆气采购价波动可控制在  $\pm 20\%$ 

数据来源：Bloomberg，百川盈孚，金联创，东吴证券研究所

### 2.3. 工商业用户占比 70%，顺价能力有保障

客户结构优质，工商业用户占比 70%。公司的 LNG 销售量主要包括国外转口和国内上岸销售两部分，国内上岸销售又可分为贸易和零售两种模式；其中，国外转口客户

主要为国外天然气贸易商，国内零售客户主要为大型工商业用户，国内批发客户主要为城燃公司。公司动用码头、运输船和储罐资产，可根据对进口 LNG 价格变化的判断灵活调整 LNG 国外/国内销售结构，由于没有保供压力，公司的三种 LNG 销售模式均可实现顺价，但顺价程度有所不同，不同销售模式毛差水平为国内零售>国内贸易>国外转口。2021 年年报披露，公司工商业客户售气量占国内销售量的 70%，公司提出用 3 年左右时间，提升终端用户比例至 90%以上，由于工商业用户具有很高的价格承受能力，可以接受较大的顺价程度，因此公司的高工商业用户销售比例能够较好保障顺价能力。

表5: 公司的三种 LNG 贸易模式

|      | 气源        | 客户                  |
|------|-----------|---------------------|
| 国外转口 | 国外现货      | 国外燃气贸易商             |
| 国内零售 | 国外长协、国外现货 | 如工业（园区）用户、燃气电厂等终端用户 |
| 国内贸易 | 国外长协、国外现货 | 城燃公司、燃气贸易商          |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 依托广东、川渝区位优势积极布局氢能市场，协同主业延伸产业链

#### 3.1. 广东、川渝两地政策空间达 132 亿元，重卡经济性逐步体现

政府计划 2025 年在广东和川渝地区分别实现一万辆和一万一千辆燃料电池汽车推广目标，并建成配套加氢站，制氢、加氢产业急需落地。从经济性和技术可行性来看，推广车辆会以重卡为主，根据重卡相关行驶参数，我们认为，依托广东和川渝地区氢燃料电池汽车的大力推广，广东加氢市场空间为 76.2 亿元/年，川渝氢能市场空间为 55.9 亿元/年，两地合计加氢市场空间达 132.1 亿元。

表6: 广东&川渝地区氢能政策

| 政府机构   | 氢能目标                                      |
|--------|-------------------------------------------|
| 广东省发改委 | 到 2025 年实现推广 1 万辆以上燃料电池汽车目标               |
|        | 广东年供氢超过 10 万吨                             |
|        | 建成加氢站约 200 座                              |
| 四川经信厅  | 车用氢气终端售价降到 30 元/千克以下                      |
|        | 到 2025 年，燃料电池汽车（含重卡、中轻型物流、客车）应用规模达 6000 辆 |
|        | 建成多种类型加氢站 60 座                            |
| 重庆经信委  | 2025 年前推广氢燃料电池汽车 5000 辆                   |
|        | 建成加氢站 10 座                                |

数据来源：中国汽车工业网、重庆经信委，东吴证券研究所

表7：广东&川渝氢走廊加氢市场空间达 132 亿元

|                 | 广东    | 川渝地区  |
|-----------------|-------|-------|
| 氢燃料车数量（辆）       | 10000 | 11000 |
| 平均百公里耗氢(千克/百公里) | 8.7   | 8.7   |
| 车辆年运营里程(百公里/辆)  | 1460  | 1460  |
| 车辆年消耗氢气（千克/辆）   | 12702 | 12702 |
| 氢气需求量（万吨）       | 12.7  | 14.0  |
| 加氢价格（元/千克）      | 60    | 40    |
| 加氢能市场空间（亿元）     | 76.2  | 55.9  |
| 两地总市场空间（亿元）     | 132.1 |       |

数据来源：中国产业发展促进会，氢燃料电池汽车发展高峰论坛，东吴证券研究所

氢燃料重卡经济性逐步显现，我们预计 2024 年经济性将高于柴油机。1) 购车价格方面，考虑政策驱动下的增产放量，单车成本有望下降。我们认为，氢燃料重卡整机售价将在 2023/2024/2025 年分别下降 14.9%/26.5%/35.4%，达到 119/103/90 万元/辆。2) 购车补贴方面，考虑政策提到的国家补贴和地方政府设置的地补/国补比例，并借鉴新能源汽车的退坡进度，我们预计 2022/2023/2024/2025 年氢能重卡总购车补贴为 92/76/67/59 万元/辆。3) 加氢价格方面，考虑广东省发改委提到的到 2025 年末，车用氢气终端售价降到 30 元/公斤以下，我们预计 2022/2023/2024/2025 年的加氢价格将分别降至 53/45/38/30 元/千克。未来氢燃料汽车将迎来销量扩大&售价下降、购车补贴刺激消费以及终端加氢价格下降的局面，总使用成本持续降低，制氢、加氢市场进一步打开。

表8：氢燃料重卡经济性逐步显现，2024 年将高于柴油重卡

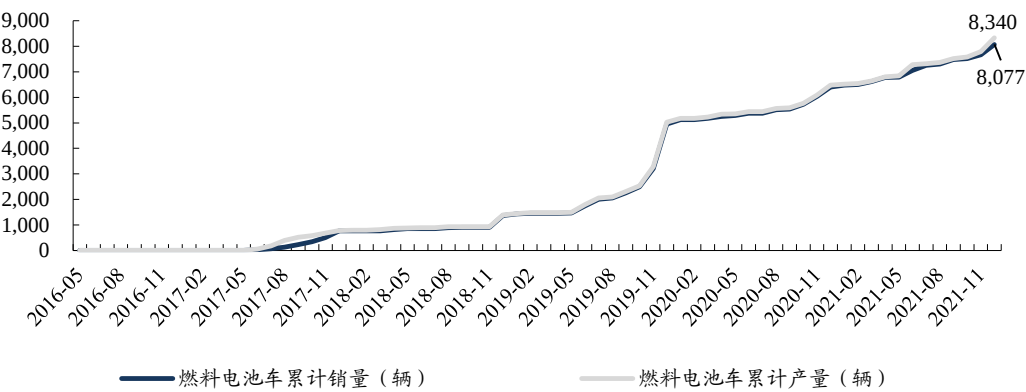
|                   | CNG/LNG | 柴油  | 氢气     |        |        |        |
|-------------------|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
|                   |         |     | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
| 1) 固定成本           |         |     |        |        |        |        |
| 售价（万元）            | 45      | 40  | 140    | 119    | 103    | 90     |
| 购车补贴（万元）          |         |     | 92     | 76     | 67     | 59     |
| 购置成本（万元）          | 45      | 40  | 48     | 43     | 36     | 32     |
| 使用年限（年）           | 5       | 5   | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 残值率（%）            | 5%      | 5%  | 5%     | 5%     | 5%     | 5%     |
| 年折旧（万元/年）         | 8.6     | 7.6 | 9.0    | 8.3    | 6.8    | 6.0    |
| 2) 可变成本           |         |     |        |        |        |        |
| 日常保养费用（万元/年）      | 1.3     | 2.0 | 1.3    | 1.3    | 1.3    | 1.3    |
| 其他费用（万元/年，保险、过路费） | 0.5     | 0.5 | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| 每日里程（公里）          | 400     | 400 | 400    | 400    | 400    | 400    |

|                      |       |       |       |       |       |       |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 百公里燃料消耗（立方米/升/千克）    | 43.5  | 42.0  | 8.7   | 8.7   | 8.7   | 8.7   |
| 年燃料消耗（立方米/升/千克）      | 63510 | 61320 | 12702 | 12702 | 12702 | 12702 |
| 燃料单价（元/立方米、元/升、元/千克） | 3     | 8     | 53    | 45    | 38    | 30    |
| 燃料费用（万元/年）           | 20    | 50    | 67    | 57    | 48    | 38    |
| 总使用成本（万元/年）          | 30    | 60    | 77    | 67    | 56    | 45    |

数据来源：中国政府网，GGII，佛山市政府，亿华通年报，东吴证券研究所测算

➤ **氢能重卡售价 2023/2024/2025 年分别下降 14.9%/26.5%/35.4%，达到 119/103/90 万元/辆。**根据中国汽车工业协会数据，截至 2021 年 12 月，我国氢燃料车累计产量 8340 辆，累计销量 8077 辆；按照政策计划，2025 年全国要达到保有量 92000 辆，尚有超 8 万辆产量空间。根据 SA 咨询报告，年产放量将带来规模效应，降低电池和电堆系统成本；根据车百智库，燃料电池系统/储氢系统/蓄电池系统成本分别占整车成本的 53%/17%/10%，我们假设燃料电池系统/储氢系统/蓄电池系统成本年均降幅分别为 25%/7%/5%。因此我们认为，氢燃料重卡整机售价将在 2023/2024/2025 年分别下降 14.9%/26.5%/35.4%，达到 119/103/90 万元/辆。

图27：截至 2021 年 12 月，我国氢燃料车累计产销均超 8000 辆



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

表9：2025 年全国氢燃料车保有量将达 92000 辆

| 政策发布地 | 2025 年氢燃料电池车推广量（辆） |
|-------|--------------------|
| 上海    | 10000              |
| 京津冀   | 10000              |
| 广东    | 10000              |
| 江苏    | 10000              |
| 山东    | 10000              |
| 内蒙古   | 10000              |
| 四川    | 6000               |

|           |              |
|-----------|--------------|
| 河北        | 10000        |
| 重庆        | 5000         |
| 河南        | 10000        |
| 深圳        | 1000         |
| <b>总计</b> | <b>92000</b> |

数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所

**表10：2022-2025 年氢能重卡售价将因规模化效应逐年下降**

|               | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E     |
|---------------|------------|------------|------------|-----------|
| 燃料电池系统（万元）    | 59         | 45         | 33         | 25        |
| 年均降幅          |            | 25%        | 25%        | 25%       |
| 储氢系统（万元）      | 19         | 18         | 16         | 15        |
| 年均降幅          |            | 7%         | 7%         | 7%        |
| 蓄电池系统（万元）     | 11         | 11         | 10         | 10        |
| 年均降幅          |            | 5%         | 5%         | 5%        |
| 制造成本（万元）      | 112        | 95         | 82         | 72        |
| <b>售价（万元）</b> | <b>140</b> | <b>119</b> | <b>103</b> | <b>90</b> |

数据来源：SA，车百智库，东吴证券研究所

- 考虑国补退坡和地补/国补比例，我们预计 2022/2023/2024/2025 年氢能重卡总购车补贴为 92/76/67/59 万元/辆。借鉴《燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系》的补贴（包含国家和地方）方式以及退坡进度，我们假设 1）国家针对氢能重卡的补贴将逐步下调，2022/2023/2024/2025 年将在补贴系数分别为 1.1/0.9/0.8/0.7；2）地方补贴与国家补贴的比例为 1: 1；考虑以上两个因素，我们预计 2022/2023/2024/2025 年氢能重卡总购车补贴为 92.4/75.6/67.2/58.8 万元/辆。

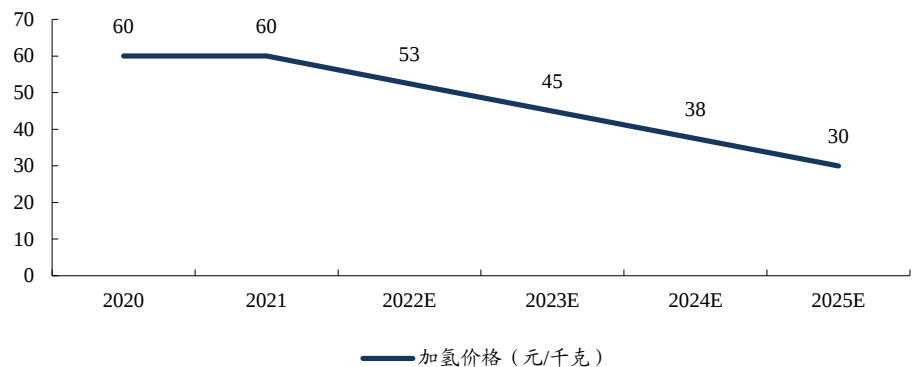
**表11：2022-2025 年氢能重卡补贴预测**

|                  | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 国家补贴（万元/辆）       | 46.2        | 37.8        | 33.6        | 29.4        |
| 地方补贴（万元/辆）       | 46.2        | 37.8        | 33.6        | 29.4        |
| 国补: 地补           |             |             | 1: 1        |             |
| 补贴系数             | 1.1         | 0.9         | 0.8         | 0.7         |
| <b>总补贴（万元/辆）</b> | <b>92.4</b> | <b>75.6</b> | <b>67.2</b> | <b>58.8</b> |

数据来源：《燃料电池汽车城市群示范目标和积分评价体系》，东吴证券研究所测算

➤ 在加氢价格方面，我们预计 2022/2023/2024/2025 年的加氢价格将分别降至 53/45/38/30 元/千克。《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）》征求意见稿提到，到 2025 年末，车用氢气终端售价降到 30 元/公斤以下；我们假设按照 2021 年 60 元/千克的价格线性下降至 2025 年的 30 元/千克，2022/2023/2024/2025 年的加氢价格将分别降至 53/45/38/30 元/千克。

图28：加氢价格将在 2025 年下降至 30 元/千克



数据来源：广东省发改委，东吴证券研究所

### 3.2. 公司锁定广东 2.5 万吨/年制氢产能，二期翻倍

合作巨正源，分享广东燃料电池用氢市场。化石燃料制氢与工业副产制氢凭借较低的成本占据制氢结构的主体地位，而工业副产氢能够提高资源有效利用率和经济效益，在碳排放量方面比化石燃料制氢具有相对优势，将是氢能产业发展初期和中期的主要氢气来源之一；其中的丙烷脱氢制丙烯副产氢气纯度高，发展迅速，将会成为新增的氢源供应主力军。2021 年 12 月，公司发布公告称全资子公司“九丰集团”拟与“巨正源”成立合资公司，开展氢能产业发展合作。合作协议锁定了巨正源丙烷脱氢制丙烯（PDH）副产 2.5 万吨/年氢气产能，二期工程建成后产能翻倍至 5.0 万吨/年。考虑广东省内其他 PDH 产能（东华能源预计 2022 年建成 2.5 万吨/年，揭阳巨正源 3.8 万吨/年已签约），基本满足广东省燃料电池用氢量（根据前文测算，2025 年广东省氢能重卡氢气需求量达 12.7 万吨），地理位置分别分布在东莞、茂名和揭阳，公司分享燃料电池车带来的制氢行业市场空间值得期待。

表12：全国各地 PDH 副产氢产能&投产进度（截至 2021 年底）

| 省份 | 城市 | 公司名称             | 丙烯产能（万吨/年） | 副产氢产能（万吨/年） | 投产年份 |
|----|----|------------------|------------|-------------|------|
| 天津 | 天津 | 天津渤化石化有限公司（一期）   | 60         | 2.5         | 2013 |
| 浙江 | 平湖 | 浙江卫星石化股份有限公司（一期） | 45         | 1.9         |      |
| 浙江 | 宁波 | 宁波海越新材料有限公司（一期）  | 60         | 2.5         | 2014 |
| 浙江 | 绍兴 | 浙江绍兴三锦石化有限公司     | 45         | 1.9         |      |

|    |     |                     |      |      |      |
|----|-----|---------------------|------|------|------|
| 江苏 | 张家港 | 东华能源张家港扬子江石化有限公司    | 60   | 2.5  | 2015 |
| 山东 | 烟台  | 万华化学集团股份有限公司        | 75   | 3.1  |      |
| 浙江 | 宁波  | 东华能源（宁波）新材料有限公司（一期） | 66   | 2.8  | 2016 |
| 河北 | 衡水  | 河北海伟交通设施集团有限公司      | 50   | 2.1  |      |
| 福建 | 福州  | 福建美得石化有限公司          | 66   | 2.8  | 2018 |
| 浙江 | 平湖  | 浙江卫星石化股份有限公司（二期）    | 45   | 1.9  |      |
| 浙江 | 宁波  | 东华能源（宁波）新材料有限公司（二期） | 60   | 2.5  | 2019 |
| 天津 | 天津  | 天津渤化石化有限公司（二期）      | 60   | 2.2  |      |
| 广东 | 东莞  | 深圳巨正源股份有限公司（一期）     | 60   | 2.5  | 2020 |
| 河北 | 沧州  | 河北海伟兰航化工有限公司        | 50   | 2.1  |      |
| 宁夏 | 宁东  | 宁夏润丰新材料科技有限公司       | 30   | 1.2  |      |
| 浙江 | 嘉兴  | 浙江华泓新材料             | 45   | 1.6  |      |
| 江苏 | 如东  | 江苏威名石化有限公司          | 60   | 2.5  | 2021 |
| 河南 | 洛阳  | 河南南浦环保科技有限公司        | 17   | 0.7  |      |
| 山东 | 青岛  | 金能科技股份有限公司（一期）      | 90   | 3.8  |      |
| 山东 | 临淄  | 淄博齐翔腾达化工股份有限公司      | 70   | 2.9  |      |
| 福建 | 福清  | 中景石化有限公司            | 75   | 3.1  | 2022 |
| 浙江 | 宁波  | 东华能源（宁波）新材料有限公司（三期） | 60   | 2.5  |      |
| 浙江 | 宁波  | 台塑（宁波）有限公司          | 60   | 2.5  |      |
| 江苏 | 邳州  | 徐州海鼎化工技术有限公司        | 70   | 2.9  |      |
| 山东 | 滨州  | 山东滨华新材料有限公司         | 60   | 2.5  | 2023 |
| 江苏 | 泰兴  | 江苏延长中燃化学有限公司        | 60   | 2.5  |      |
| 广东 | 茂名  | 东华能源(广东茂名)有限公司（一期）  | 60   | 2.5  | 建设中  |
| 广西 | 钦州  | 广西华谊                | 75   | 3.1  |      |
| 山东 | 青岛  | 金能科技股份有限公司（二期）      | 90   | 3.8  | 已签约  |
| 广东 | 东莞  | 深圳巨正源股份有限公司（二期）     | 60   | 2.5  |      |
| 海南 | 海南  | 中科海南新材料有限公司         | 60   | 2.5  | 建设中  |
| 山东 | 东营  | 振华石油化工有限公司          | 100  | 4.2  |      |
| 辽宁 | 营口  | 向辉化工科技有限公司          | 60   | 2.5  |      |
| 江苏 | 连云港 | 江苏瑞恒新材料科技有限公司       | 60   | 2.5  |      |
| 山东 | 淄博  | 淄博鑫泰石化有限公司          | 30   | 1.3  |      |
| 江苏 | 连云港 | 江苏斯尔邦石化有限公司         | 70   | 2.9  |      |
| 山东 | 淄博  | 睿泽化工有限公司            | 30   | 1.3  |      |
| 广东 | 揭阳  | 揭阳巨正源股份有限公司         | 90   | 3.8  | 已签约  |
| 福建 | 泉州  | 国乔石油化学股份有限公司        | 100  | 4.2  |      |
| 合计 |     |                     | 2384 | 98.7 |      |

数据来源：公司公告，环评报告书，设备招标书，政府新闻，东吴证券研究所

注：仅有渤化石化、巨正源、润丰新材料、华泓新材料公布了项目副产氢产能，其他公司副产氢项目产能按照巨正源公告同比例换算。

### 3.3. 收购远丰森泰，公司具备四川制氢&加氢优势

#### 3.3.1. 天然气重整制氢与主业高度协同，公司具备原料优势

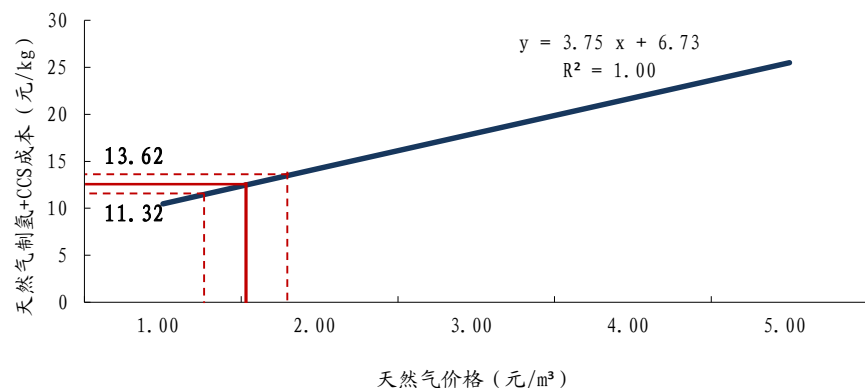
天然气重整制氢与主业高度协同，公司凭借天然气原料优势制氢毛利率可达60%。通过测算，我们认为天然气重整制氢+碳捕捉技术成本与天然气采购价格密切相关。公司在国内即将拥有四川远丰森泰液厂，在国外与马来西亚和印度尼西亚国家天然气开采公司签订气源采购协议，离天然气气源距离最近，便于获取低价制氢原料。按照森泰在四川的液厂天然气采购价格 1.53 元/方上下浮动 20% 的价格水平来计算，我们认为远丰森泰使用天然气重整+碳捕捉技术制备氢气的成本在 11.32-13.62 元/千克，按照 2020 年 12 月 3 日隆众资讯的高纯氢报价（31.36-33.6 元/立方米），远丰森泰制氢毛利率可达 60%，远高于行业平均水平。

表13: 天然气重整+碳捕捉技术制氢成本与天然气价格密切相关

| 天然气价格（元/m³）                               | 1.00         | 2.00         | 3.00         | 4.00         | 5.00         |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 制取 1 千克氢气所需天然气（m³）                        | 3.75         | 3.75         | 3.75         | 3.75         | 3.75         |
| 天然气（元/kg）                                 | 3.75         | 7.51         | 11.26        | 15.02        | 18.77        |
| 辅助材料（元/kg）                                | 0.16         | 0.16         | 0.16         | 0.16         | 0.16         |
| 燃料动力能耗（元/kg）                              | 2.06         | 2.06         | 2.06         | 2.06         | 2.06         |
| 直接工资（元/kg）                                | 0.13         | 0.13         | 0.13         | 0.13         | 0.13         |
| 制造费用（元/kg）                                | 0.73         | 0.73         | 0.73         | 0.73         | 0.73         |
| 财务及管理费（元/kg）                              | 0.32         | 0.32         | 0.32         | 0.32         | 0.32         |
| <b>天然气制氢成本（元/kg）</b>                      | <b>7.16</b>  | <b>10.91</b> | <b>14.67</b> | <b>18.42</b> | <b>22.18</b> |
| 碳排放（kgCO <sub>2</sub> /kgH <sub>2</sub> ） | 9.5          | 9.5          | 9.5          | 9.5          | 9.5          |
| CCS 单价（元/kgCO <sub>2</sub> ）              | 0.35         | 0.35         | 0.35         | 0.35         | 0.35         |
| <b>CCS 成本（元/kg）</b>                       | <b>3.33</b>  | <b>3.33</b>  | <b>3.33</b>  | <b>3.33</b>  | <b>3.33</b>  |
| <b>天然气制氢+CCS 成本（元/kg）</b>                 | <b>10.48</b> | <b>14.24</b> | <b>17.99</b> | <b>21.75</b> | <b>25.50</b> |

数据来源：《煤制氢与天然气制氢成本分析及发展建议》，东吴证券研究所

图29: 远丰森泰天然气重整+碳捕捉技术制备氢气的成本在 11.32-13.62 元/千克



数据来源：发改委，《煤制氢与天然气制氢成本分析及发展建议》，东吴证券研究所

### 3.3.2. 补贴政策驱动加氢站快速放量，依托远丰森泰快速切入加氢终端市场

**补贴政策驱动，加氢站有望快速放量。**包括上海、重庆、广东、浙江在内的多省市都明确提出对加氢站建设和运营环节进行补贴，补贴期限一般到 2023 年或 2025 年，并逐步退坡。**在建设环节**，补贴金额数百万，具有高压强的固定式加氢站、混合加氢站可以获得更高补贴，最高补贴比例一般限定在 30%-50%。**在运营过程中**，一般对不超过限定售价的氢气进行补贴，同样具有补贴上限。**对于川渝和广东地区**，重庆新建加氢站首年可以获得最高不超过 300 万元的建造补贴和 300 万元的运营补贴；成都新建加氢站可以获得最高不超过 1500 万元的建造&运营补贴，广东新建加氢站可以获得最高不超过 250 万元建造补贴，运营补贴可达 20 元/千克，**加氢站有望在政策支持下快速放量。**

表14: 各地加氢站建设&运营补贴

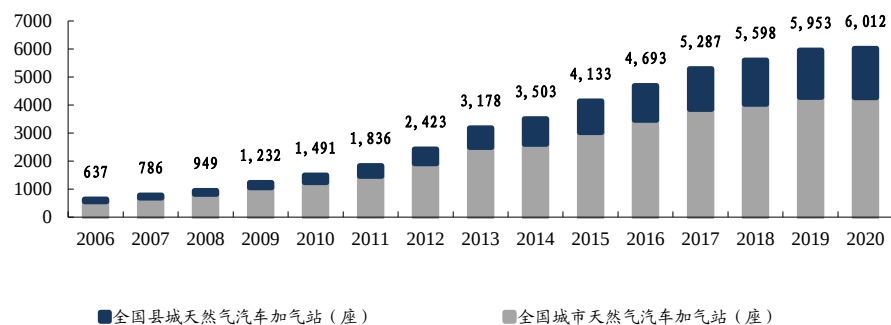
| 地区   | 政策文件                                                 | 加氢站建设补贴                                                                                                                 | 加氢站运营补贴                                                                                                      |
|------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 上海   | 《关于支持本市燃料电池汽车产业发展若干政策》                               | 2025 年前：补贴不超过总额 30%，向具备 70MPa 加注能力的加氢站适当倾斜。<br>2022/2023/2024-2025 年：补贴最高不超过 500 万元、400 万元、300 万元。补助资金分三年拨付，市级财政和区 1:1。 | 2025 年前：价格≤35 元/公斤的，按照年度氢气实际销售量，2021/2022-2023/2024-2025 年补贴标准分别为 20/15/10 元/公斤。资金由统筹资金和加氢站所在区按照 1:1 比例安排。   |
| 上海临港 | 《临港新片区关于加快氢能和燃料电池汽车产业发展及示范应用的若干措施》                   | 2025 年前：对于加油站改建、油氢合建站、大型公交停保场内部加氢站、产业园区、港区等区域一体化母站补贴不超过 30%，最多不超过 600 万，70MPa 高压加氢站上浮 20%。非固定式下调 20%。                   | 2025 年前：价格≤35 元/公斤的，按照年度氢气实际销售量，2021-2023/2024-2025 年补贴标准分别为 20/15 元/公斤。可再生能源近零碳制氢提高到 25 元/公斤，且 2025 年底前不退坡。 |
| 河南濮阳 | 濮阳市支持氢能与燃料电池产业发展若干政策                                 | 补贴加氢能力不低于 500 公斤的固定式加氢站，不超过总额 40%或 1000 万元。                                                                             | /                                                                                                            |
| 重庆   | 关于印发重庆市支持氢燃料电池汽车推广应用政策措施（2021—2023 年）的通知             | 2021-2023 年：建成运行的前 10 座加氢站补贴实际投资 30%，最高不超过 300 万元。                                                                      | 2021-2023 年：氢价≤25 元/千克的加氢站，按年度累计加氢量，补贴每千克 30 元、单站最高不超过 300 万元的运营补贴。                                          |
| 广东省  | 广东省加快氢燃料电池汽车产业发展实施方案、<br>佛山市南海区促进加氢站建设运营及氢能源车辆运行扶持办法 | 2022 年前：加氢能力≥500kg 的一体化综合能源补给站/固定式加氢站/撬装式加氢站分别补贴 250/200/150 万元。<br>各级财政补贴合计不超过 500 万元/站或加氢站固定资产投资 50%。                 | 2018-2021/2022 年：氢价≤40/36 元每千克，每千克补贴 20/18 元                                                                 |
| 浙江省  | 浙江省加快培育氢燃料电池汽车产业发展实施方案的通知                            | 对加氢站补贴不超过固定资产投资额的 50%。                                                                                                  | /                                                                                                            |
| 浙江宁波 | 关于印发宁波市氢能示范应用扶持暂行办法的通知                               | 2025 前：加氢能力≥1000/500-1000/≤500kg：补贴 500 万元、300 万元、150 万元。最高不超过固定资产投资的 50%。                                              | 2025 年前：价格≤35 元/公斤的，2021-2022/2023/2024-2025 年补贴标准分别为 14/12/8 元每公斤。                                          |
| 浙江嘉兴 | 嘉兴市推动氢能产业发展财政补助实施细则                                  | 2025 年前：日加氢能力≥500kg 的固定式加氢站或综合供能站，补贴总额 20%给予，最高不超                                                                       | 2025 年底前，按照氢气实际销售量给予补助，补贴 2021 年 6 月-2022 年 6 月 15 元                                                         |

| 则                                             | 过 400 万元。                                                                                                                                                           | /kg, 每年 6 月 1 日退坡 3 元/kg。                                                                       |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 山东省济宁市人民政府关于支持氢能产业发展的意见                       | 2025 年前: 日加氢能力 $\geq 500\text{kg}$ 的固定式加氢站或综合供能站, 补贴总额 25-35% 给予, 最高不超过 400 万元。                                                                                     | 2025 年前: 日加氢能力 $\geq 500\text{kg}$ 、价格 $\leq 35$ 元/公斤, 按国补标准 1:1 补助。每年最高不超过 200 万元。             |
| 《关于进一步鼓励氢能产业发展的意见》<br>《关于支持氢能产业发展的若干政策》       | 2022 年前: 日加氢能力 $\geq 500\text{kg}$ 的固定式加氢站或综合供能站, 补贴总额 30-40% 给予, 最高不超过 500 万元。                                                                                     | 2022 年前: 日加氢能力 $\geq 500\text{kg}$ 、价格 $\leq 45$ 元/公斤, 2021/2022 年补贴 15/10 元/千克。每年每座不超过 200 万元。 |
| 《关于支持氢能产业发展的若干政策(征求意见稿)》                      | 2022/2023 年: 对日加氢 $\geq 1000\text{kg}$ 的加氢站分别补贴 350/300 万元, 对 500-1000kg 的加氢站分别补贴 160/120 万元, 对 $\leq 500\text{kg}$ 的加氢站分别补贴 40/30 万元。                              | 2022 年/2023 年: 日价格 $\leq 38/35$ 元/公斤, 补贴 15/10 元/千克。                                            |
| 关于印发福州市促进氢能源产业发展扶持办法的通知                       | 2023 年前: 日加氢 $\geq 500\text{kg}$ 的 35Mpa 加氢站, 补贴总额 30%, 最高不超过 300 万元。日加氢 $\geq 500\text{kg}$ 的 70Mpa 加氢站或 $\geq 1000\text{kg}$ 的 35Mpa 加氢站, 补贴总额 30%, 最高不超过 500 万元。 | 2020-2021/2022/2023 年对终端售价 $\leq 40/35/30$ 元/kg 的加氢站给予 20/14/9 元/kg 补贴,                         |
| 《成都市能源结构调整十条政策措施》《成都市能源结构调整行动方案(2021-2025 年)》 | 最高给予 1500 万元建设运营补助                                                                                                                                                  |                                                                                                 |

数据来源: 各政府部门网站, 东吴证券研究所

远丰森泰布局四川省加气站, 凭借天然气原料优势锁定更多加气站资源。全国加气站数量自 2010 年以来快速提升, 2020 年底已达 6000 座。远丰森泰下游端自有加气站 7 座, 合作加气站 20 余座, 总计约 30 座, 加气站服务重卡, 占省内 110 座加气站约 30%, 在省内终端的市占率较高。2021 年 11 月,《四川省天然气汽车加气站布局方案(2021-2025 年)》发布, 提出到 2025 年, 规划新建加气站 500 座(含高速公路服务区 141 座), 远丰森泰依托自身天然气原料优势, 通过合作方式锁定更多加气站资源, 省内加气行业地位将进一步提升。

图 30: 2006-2020 年全国加气站数快速提升



数据来源: 住建部, 东吴证券研究所

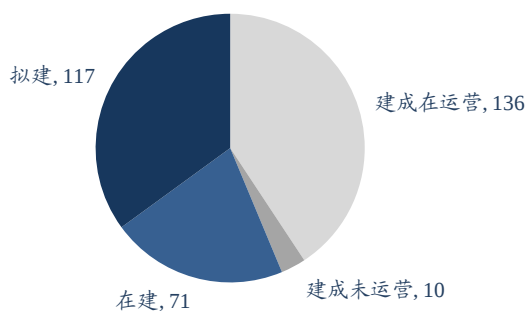
表15: 四川省天然气汽车加气站布局方案 (2021-2025 年)

| 加气站类型       | 数量    |
|-------------|-------|
| CNG/LNG 合建站 | 76 座  |
| L-CNG 加气站   | 8 座   |
| LNG 加气站     | 401 座 |
| CNG 加气站     | 15 座  |
| 合计          | 500   |

数据来源: 四川省发改委, 东吴证券研究所

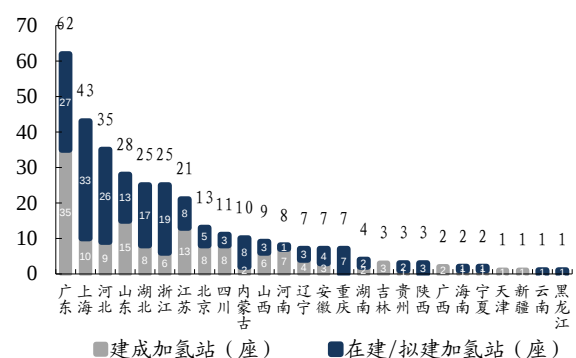
加气/加氢站合建投资及运营成本减半, 公司加气站优势有望向加氢站延伸。截至 2021/7/1, 我国加氢站的数量共有 334 座, 其中建成的有 146 座, 广东占据 35 座, 川渝氢走廊仅占 8 座; 广东尚有 27 座在建/拟建, 川渝氢走廊加快加氢站布局, 四川和重庆共计 10 座在建/拟建。我国加氢站建设&运营成本较高, 根据我们测算, 新建一座日加氢能力 500 公斤、加注压力为 35MPa 的固定式加氢站投资达 2440 万元(含土地费用); 考虑设备维护、运营、人工等费用, 运营成本为 162 万元/年; 而加油/加氢/加气站合建, 可节约土地费用和运营成本中的人力成本, 减少初始投资 1600 万元, 减少后期运营费用 81 万元/年。公司的加气站优势有望向加氢站延伸, 享受四川省加氢市场空间。

图31: 全国在建成加氢站 146 座 (截至 2021/7/1)



数据来源: 香橙会, 东吴证券研究所

图32: 四川仅有 8 座建成加氢站 (截至 2021/7/1)



数据来源: 香橙会, 东吴证券研究所

表16: 加氢站与加气站合建, 初始投资及运营成本可减半

|                    | 加氢站新建       | 加氢站改建       |
|--------------------|-------------|-------------|
| 加注能力 (35MPa, 固定式)  | ≤500kg/d    | ≤500kg/d    |
| 占地面积(方)            | 4000        | -           |
| 地价 (万/方)           | 0.4         | -           |
| 土地购置费 (万元)         | 1600        | -           |
| 设备购置 (万元)          | 480         | 480         |
| 安装工程费 (万元)         | 300         | 300         |
| 土建工程费 (万元)         | 120         | 120         |
| 设计评估验收费 (万元)       | 150         | 150         |
| 预备费 (万元)           | 100         | 100         |
| 流动资金 (万元)          | 50          | 50          |
| 建设投资 (万元)          | 1200        | 1200        |
| <b>总投资 (万元)</b>    | <b>2800</b> | <b>1200</b> |
| 补贴比例 (仅补贴建设投资, 万元) | 30%         | 30%         |
| 建设补贴 (万元)          | 360         | 360         |
| <b>实际投资 (万元)</b>   | <b>2440</b> | <b>840</b>  |
| 人力成本 (万元/年)        | 81          | -           |
| 用电成本 (万元/年)        | 56          | 56          |
| 维护成本 (万元/年)        | 25          | 25          |
| <b>运营成本 (万元/年)</b> | <b>162</b>  | <b>81</b>   |

数据来源: 成都市经信局, 资阳市政府, 中国氢能联盟, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

基于以上分析, 我们认为:

- 1) **LNG 业务:** ①**LNG 接收站。**自有接收站上岸规模直至 2024 年保持 150 万吨/年, 2022 年起借助国家码头窗口期上岸, 转口数量随天然气国际价格波动灵活调整; 考虑到公司客户结构多以工商业为主, 且无民用端保供压力, 毛差可保持在 400-550 元/吨。②**远丰森泰。**2022-2024 年产能逐渐爬坡, 年底产能达到 70/80/120 万吨, 我们预计销售量达到 55/63/90 万吨, 气源成本相对固定, 毛差可保持在 400-500 元/吨。
- 2) **LPG 业务:** 销售量小幅增长, 2022-2024 年分别达到 160/165/170 万吨, 毛差稳定在 270 元左右。
- 3) **甲醇、二甲醚及其他:** 甲醇采用外部采购的经营模式, 销售量和毛差保持稳定; 二甲醚自产自销, 产能利用率、产销比和销售单价保持稳定; 该业务整体毛利率保持在 12.5%左右的水平。

4) **氦气业务:** 远丰森泰内蒙古提氦项目 2021 年 5-12 月产生 8.63 万方氦气, 随着 BOG 提氦项目产能爬坡及新建项目落地, 我们预计 2022-2024 年销售量分别为 28.4/38.4/44.6 万方, 毛利率保持在 76%左右的水平。

5) **氢气业务:** 公司与巨正源合作签署的合作框架协议稳步推进, 一期(已投产)年产 2.5 万吨氢气, 二期年产 2.5 万吨预计 2024 年投产。考虑广东省内其他产能投放节奏及广东省氢气需求量, 我们预计氢气销售量在 2023、2024 年分别达到 0.6、1 万吨; 当前氢气价格较高, 随放量价格下降, 我们预计终端售价在 2023、2024 年分别达到每千克 45、38 元, 公司能够拿到巨正源低成本氢气, 叠加运输、气化成本, 总成本在 2023、2024 年分别达到每千克 32、26 元, 毛利率保持在 30%左右的水平。

表17: 业务拆分与盈利与预测 (单位: 亿元)

|                 | 2019A  | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>LNG 业务</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 38.19  | 36.66  | 98.79  | 149.23 | 151.10 | 160.52 |
| yoy             | -17.7% | -4.0%  | 169.5% | 51.1%  | 1.3%   | 6.2%   |
| 毛利              | 6.37   | 7.90   | 5.15   | 9.08   | 12.09  | 16.02  |
| yoy             | 8.0%   | 24.0%  | -34.9% | 76.4%  | 33.1%  | 32.5%  |
| 毛利率             | 16.69% | 21.56% | 5.21%  | 6.08%  | 8.00%  | 9.98%  |
| <b>LPG 业务</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 56.87  | 47.61  | 78.07  | 59.38  | 66.94  | 66.03  |
| yoy             | -9.5%  | -16.3% | 64.0%  | -23.9% | 12.7%  | -1.4%  |
| 毛利              | 2.61   | 4.04   | 4.94   | 4.28   | 4.51   | 4.60   |
| yoy             | -4.5%  | 54.9%  | 22.1%  | -13.3% | 5.3%   | 2.0%   |
| 毛利率             | 4.59%  | 8.50%  | 6.33%  | 7.21%  | 6.73%  | 6.96%  |
| <b>甲醇、二甲醚业务</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入              | 4.08   | 4.12   | 5.45   | 5.29   | 5.17   | 5.26   |
| yoy             | -5.4%  | 0.9%   | 32.2%  | -2.9%  | -2.3%  | 1.9%   |
| 毛利              | 0.58   | 0.65   | 0.62   | 0.63   | 0.65   | 0.68   |
| yoy             | 58.9%  | 12.7%  | -4.6%  | 2.2%   | 1.8%   | 6.0%   |
| 毛利率             | 14.15% | 15.80% | 11.40% | 12.00% | 12.50% | 13.00% |
| <b>氦气业务</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 收入              |        |        |        | 0.14   | 0.58   | 0.67   |
| yoy             |        |        |        |        | 305.7% | 16.3%  |
| 毛利              |        |        |        | 0.11   | 0.44   | 0.52   |
| yoy             |        |        |        |        | 311.1% | 17.8%  |
| 毛利率             |        |        |        | 75.00% | 76.00% | 77.00% |
| <b>氢气业务</b>     |        |        |        |        |        |        |
| 收入              |        |        |        |        | 2.70   | 3.80   |

|           |        |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| yoy       |        |        |        |        |        | 40.7%  |
| 毛利        |        |        |        | 0.78   |        | 1.20   |
| yoy       |        |        |        |        |        | 53.8%  |
| 毛利率       |        |        |        | 28.89% |        | 31.58% |
| <b>合计</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入        | 100.21 | 89.14  | 184.88 | 216.62 | 229.07 | 238.87 |
| yoy       | -12.8% | -11.1% | 107.4% | 17.2%  | 5.7%   | 4.3%   |
| 毛利        | 10.04  | 13.16  | 12.03  | 15.42  | 19.77  | 24.33  |
| yoy       | 7.6%   | 31.2%  | -8.6%  | 28.2%  | 28.2%  | 23.0%  |
| 毛利率       | 10.01% | 14.77% | 6.50%  | 7.12%  | 8.63%  | 10.19% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：其他业务收入占比不足 2%，未体现在表中；我们预计远丰森泰 2022 年四季度并表。

公司 LNG 业务布局完善，“海陆双气源”格局逐渐形成；依托远丰森泰&巨正源快速入场，氢能业务蓄势待发。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 9.85/13.16/16.85 亿元，同比 59.02%/33.51%/28.08%，EPS 为 1.58/2.10/2.69 元，对应 PE13/10/8 倍（估值日期 2022/5/27），首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) **天然气价格剧烈波动**: 受国际局势影响,天然气供需不平衡,如气源供给不足,海外气价维持高位,可能对公司盈利能力造成影响。
- 2) **氢能政策落地速度不及预期**: 广东省和川渝地区分别提出 2025 年氢能推广目标,但具体目标落实进度涉及到制氢、储运、加氢全产业链建设进度,同时也受到车企技术进步和规模扩张带来的降本效应影响。整体氢能政策推广进度存在不及预期的风险。
- 3) **资产重组进度不及预期**: 我们预计远丰森泰 2022 年四季度并表,但公司当前仅发布了收购预案,资产重组存在进度不及预期风险。
- 4) **项目投产进度不及预期**: 公司计划新建项目较多,包括远丰森泰四个液厂、两个提氦项目,华油中蓝一个液厂项目,另外,公司的江门码头也在建设之中。以上项目的建设进度存在不及预期的风险,如未能在计划时间内建成投产,将对公司净利润造成影响。

九丰能源三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2021A        | 2022E         | 2023E         | 2024E         | 利润表(百万元)        | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>4,792</b> | <b>5,514</b>  | <b>6,650</b>  | <b>8,381</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>18,488</b> | <b>21,662</b> | <b>22,907</b> | <b>23,887</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 3,191        | 3,947         | 5,017         | 6,699         | 营业成本(含金融类)      | 17,286        | 20,120        | 20,929        | 21,454        |
| 经营性应收款项          | 736          | 606           | 638           | 664           | 税金及附加           | 14            | 25            | 27            | 29            |
| 存货               | 686          | 773           | 799           | 823           | 销售费用            | 221           | 227           | 275           | 299           |
| 合同资产             | 0            | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 129           | 130           | 142           | 155           |
| 其他流动资产           | 180          | 189           | 196           | 195           | 研发费用            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>非流动资产</b>     | <b>2,952</b> | <b>5,295</b>  | <b>5,514</b>  | <b>5,506</b>  | 财务费用            | 39            | 30            | 58            | 44            |
| 长期股权投资           | 200          | 426           | 426           | 426           | 加:其他收益          | 10            | 17            | 14            | 16            |
| 固定资产及使用权资产       | 2,043        | 3,516         | 3,490         | 4,187         | 投资净收益           | -97           | 69            | 137           | 167           |
| 在建工程             | 166          | 816           | 1,066         | 366           | 公允价值变动          | 71            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 143          | 138           | 133           | 128           | 减值损失            | -24           | -21           | -22           | -22           |
| 商誉               | 2            | 2             | 2             | 2             | 资产处置收益          | 2             | 0             | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 13           | 13            | 13            | 13            | <b>营业利润</b>     | <b>763</b>    | <b>1,194</b>  | <b>1,604</b>  | <b>2,067</b>  |
| 其他非流动资产          | 385          | 385           | 385           | 385           | 营业外净收支          | 3             | 16            | 3             | 3             |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,744</b> | <b>10,810</b> | <b>12,164</b> | <b>13,887</b> | <b>利润总额</b>     | <b>766</b>    | <b>1,211</b>  | <b>1,608</b>  | <b>2,071</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,287</b> | <b>789</b>    | <b>814</b>    | <b>831</b>    | 减:所得税           | 138           | 214           | 278           | 366           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 787          | 208           | 208           | 208           | <b>净利润</b>      | <b>628</b>    | <b>997</b>    | <b>1,330</b>  | <b>1,705</b>  |
| 经营性应付款项          | 169          | 197           | 206           | 211           | 减:少数股东损益        | 8             | 12            | 14            | 20            |
| 合同负债             | 116          | 135           | 140           | 144           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>620</b>    | <b>985</b>    | <b>1,316</b>  | <b>1,685</b>  |
| 其他流动负债           | 215          | 249           | 260           | 268           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.00          | 1.58          | 2.10          | 2.69          |
| 非流动负债            | 532          | 2,802         | 2,802         | 2,802         | EBIT            | 825           | 1,159         | 1,533         | 1,951         |
| 长期借款             | 0            | 0             | 0             | 0             | EBITDA          | 1,073         | 1,552         | 1,932         | 2,458         |
| 应付债券             | 0            | 2,280         | 2,280         | 2,280         | 毛利率(%)          | 6.50          | 7.12          | 8.63          | 10.19         |
| 租赁负债             | 116          | 116           | 116           | 116           | 归母净利率(%)        | 3.35          | 4.55          | 5.74          | 7.06          |
| 其他非流动负债          | 416          | 406           | 406           | 406           | 收入增长率(%)        | 107.42        | 17.16         | 5.75          | 4.28          |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,819</b> | <b>3,590</b>  | <b>3,615</b>  | <b>3,633</b>  | 归母净利润增长率(%)     | -19.27        | 59.02         | 33.51         | 28.08         |
| 归属母公司股东权益        | 5,738        | 7,021         | 8,337         | 10,022        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 187          | 198           | 213           | 233           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>5,925</b> | <b>7,219</b>  | <b>8,549</b>  | <b>10,254</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>7,744</b> | <b>10,810</b> | <b>12,164</b> | <b>13,887</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 90    | 1,478  | 1,650 | 2,114 | 每股净资产(元)       | 9.25  | 11.23 | 13.33 | 16.02 |
| 投资活动现金流    | -812  | -2,650 | -477  | -329  | 最新发行在外股份(百万股)  | 620   | 625   | 625   | 625   |
| 筹资活动现金流    | 2,438 | 1,928  | -103  | -103  | ROIC(%)        | 13.20 | 11.47 | 12.09 | 13.38 |
| 现金净增加额     | 1,702 | 756    | 1,071 | 1,682 | ROE-摊薄(%)      | 10.80 | 14.04 | 15.78 | 16.82 |
| 折旧和摊销      | 248   | 392    | 399   | 508   | 资产负债率(%)       | 23.49 | 33.21 | 29.72 | 26.16 |
| 资本开支       | -728  | -2,494 | -615  | -497  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 20.65 | 13.10 | 9.81  | 7.66  |
| 营运资本变动     | -888  | 65     | -75   | -67   | P/B(现价)        | 2.23  | 1.84  | 1.55  | 1.29  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

