



## 增持（首次）

所属行业：公用事业  
当前价格(元)：21.72

### 证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

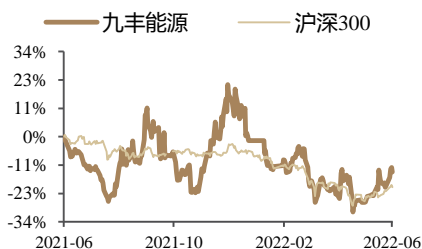
邮箱：nizy@tebon.com.cn

### 联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M   |
|---------|-------|-------|------|
| 绝对涨幅(%) | 16.76 | 11.13 | 4.65 |
| 相对涨幅(%) | 9.93  | 12.43 | 6.75 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 九丰能源（605090.SH）： 九万里风鹏正举，丰标不凡谱氢能序曲

## 投资要点

- 深耕清洁能源 30 余年，LPG+LNG 双轮驱动打造一流综合能源服务商。**公司是专注于燃气产业中游及终端领域的大型清洁能源综合服务提供商，经过 30 多年的发展，公司业务布局已涵盖国际采购—远洋运输—码头仓储—加工生产—物流配送—终端服务等全产业链，实现了清洁能源“端到端”（从资源源头端到直接用户需求端）的全方位布局。公司自主运营的位于东莞立沙岛的综合能源基地主要由一座 5 万吨级综合码头、14.4 万立方米 LPG 储罐以及 16 万立方米 LNG 储罐组成，其中 LPG 是我国第四大 LPG 进口商，是华南地区第一大进口商。2021 年公司 LNG 和 LPG 业务分别占总收入比为 53.43%，42.22%。
- 大力发展核心主业 LNG，不惧市场波动展现全产业链优势。**我国天然气表观消费量由 2011 年的 1308.74 亿立方米，增加至 2021 年的 3726 亿立方米，年复合增长率达 11.03%，进口占比约为 45%。其中，LNG 较管道天然气更具灵活性，因此我国进口天然气以 LNG 为主，2021 年 LNG 占比为 65.37%。受需求增长、地缘政治、疫情解封等因素影响，2021 年以来，国际天然气供需结构性错配推动价格攀升，对公司经营造成较大挑战，但公司具备“长约气+现货气”提供稳定气源和灵活价格双保险、优异的国际能源接收码头与储备库资源、客户结构优质等优势，预计公司盈利有望修复。
- 外延扩张&并购，产能和业务范围双提升。**公司发布公告收购远丰森泰 100% 股权，远丰森泰在四川盆地和鄂尔多斯盆地已投产 4 家 LNG 生产加工厂，年产约 60 万吨 LNG，二期产能逐步释放，2024 年满产后总产能将达到 120 万吨/年，收购完成后，公司 LNG 国内供给产能能够扩张一倍。同时，远丰森泰来源为国内“陆气”，而公司 LNG 为进口“海气”，公司积极构建“海气+陆气”双气源，未来有望优化气源综合成本。此外，公司 4 月份完成华油中蓝 28% 股权收购，华油中蓝建有 3 万立方米 LNG 储罐，一期运行产能约为 30 万吨/年，二期产能 30 万吨/年，目前已完成征地、公用辅助工程建设等，有助于公司积极走出华南市场，提升国内销量。
- 搭乘氢能高速发展快车，提前布局氢能业务。**公司与巨正源合作，其子公司巨正源科技于 2019 年投产了“丙烷脱氢制高性能聚丙烯”一期项目，目前年产 60 万吨聚丙烯、2.5 万吨氢气和 LPG；二期丙烷脱氢装置项目预计在 2022 年投产，年产能约为 2.5 万吨氢气，业务范围主要涵盖东莞-广州-佛山-深圳等地区。此外，2022 年 1 月，公司与广东国鸿氢能签署《战略合作框架协议》，公司未来作为氢能提供方，与国鸿氢能共享其下游信息资源，进一步扩大公司在氢能产业链影响力。广东省是我国氢能产业发展先行区，未来氢能发展潜力巨大，公司具备氢源优势，氢能有望为公司业绩带来新动能。
- 投资建议与估值：**公司当前传统业务底部探明并积极布局氢能业务，作为清洁能源先行者，在“双碳”目标的背景下，未来成长性高。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 224.26 亿元、236.14 亿元、264.39 亿元，增速分别为 21.3%、5.3%、12%，归母净利润分别为 11.01 亿元、12.94 亿元、15.17 亿元，增速分别为 77.6%、17.6%、17.3%。首次覆盖，给予增持投资评级。
- 风险提示：**上游采购价格波动风险；项目推进不及预期；政策推进不及预期；人民

币兑美元汇率波动风险。

| 股票数据          |             | 主要财务数据及预测   |        |        |        |        |        |
|---------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股):     | 620.16      |             | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 流通 A 股(百万股):  | 252.81      | 营业收入(百万元)   | 8,914  | 18,488 | 22,426 | 23,614 | 26,439 |
| 52 周内股价区间(元): | 17.62-30.61 | (+/-)YOY(%) | -11.1% | 107.4% | 21.3%  | 5.3%   | 12.0%  |
| 总市值(百万元):     | 13,469.83   | 净利润(百万元)    | 768    | 620    | 1,101  | 1,294  | 1,517  |
| 总资产(百万元):     | 9,039.75    | (+/-)YOY(%) | 109.3% | -19.3% | 77.6%  | 17.6%  | 17.3%  |
| 每股净资产(元):     | 13.82       | 全面摊薄 EPS(元) | 2.13   | 1.52   | 1.77   | 2.09   | 2.45   |
| 资料来源: 公司公告    |             | 毛利率(%)      | 14.8%  | 6.5%   | 7.6%   | 8.3%   | 8.3%   |
|               |             | 净资产收益率(%)   | 30.5%  | 10.8%  | 17.0%  | 18.2%  | 18.9%  |

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. LPG+LNG 双轮驱动，打造一流综合能源服务商 .....           | 6  |
| 1.1. LPG 起家，深耕清洁能源 30 余年 .....              | 6  |
| 1.2. 市场波动下业绩底部探明，盈利能力改善未来可期 .....           | 7  |
| 2. 能源结构低碳化转型，天然气需求旺盛 .....                  | 9  |
| 2.1. 天然气全球分布不均，产销量总体呈现上升趋势 .....            | 9  |
| 2.2. 我国天然气消费量不断增长，进口依存度提升 .....             | 10 |
| 2.3. 大力发展核心主业 LNG，不惧市场波动展现全产业链优势 .....      | 11 |
| 2.4. 拓展陆气资源池，打造“海陆双气源”优势 .....              | 14 |
| 2.4.1. 两大项目落地后陆上 LNG 资源有望翻倍 .....           | 14 |
| 2.4.2. 积极利用主业优势，拓展汽车加气和氦气市场 .....           | 15 |
| 3. LPG 竞争优势持续走强，未来发展空间仍广 .....              | 16 |
| 3.1. 我国 LPG 进口依存度高，化工原料需求旺盛促 LPG 需求提升 ..... | 16 |
| 3.2. 华南地区最大 LPG 进口商，多重优势保证盈利水平 .....        | 17 |
| 4. 搭乘氢能高速发展快车，提前布局氢能业务 .....                | 19 |
| 4.1. 氢能是我国清洁能源体系重要组成部分，发展前景广阔 .....         | 19 |
| 4.2. 广东省氢能发展基础良好，公司积极布局氢能全产业链 .....         | 21 |
| 5. 盈利预测与投资建议 .....                          | 22 |
| 5.1. 盈利预测 .....                             | 22 |
| 5.2. 投资建议 .....                             | 23 |
| 6. 风险提示 .....                               | 24 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图 1：九丰能源业务概况 .....              | 6 |
| 图 2：公司股权结构图（截至 2022.3.31） ..... | 6 |
| 图 3：公司近年营收（亿元）及增速（%） .....      | 7 |
| 图 4：公司近年归母净利润（亿元）及增速（%） .....   | 7 |
| 图 5：公司近年毛利率和净利率 .....           | 7 |
| 图 6：公司近年主营业务毛利率（%） .....        | 7 |
| 图 7：公司近年各业务收入占比 .....           | 8 |
| 图 8：公司近年各区域收入占比 .....           | 8 |

|   |    |
|---|----|
| 图 9: 公司近年资产负债率 .....  | 8  |
| 图 10: 公司近年费用率.....  | 8  |
| 图 11: 2020 年全球天然气探明储量分布情况.....                              | 9  |
| 图 12: 2020 年全球不同地区天然气产量分布 .....                             | 9  |
| 图 13: 2010-2020 美国&俄罗斯&全球天然气产量变化及同比增速 (单位: 十亿立方<br>米) ..... | 9  |
| 图 14: 2010-2020 全球天然气消费量 (十亿立方米) .....                      | 10 |
| 图 15: 2011-2021 年我国天然气产量&表观消费量&产量缺口 (亿立方米) .....            | 10 |
| 图 16: 2010-2021 中国天然气进口总量 (十亿立方米) .....                     | 11 |
| 图 17: 2010-2021 中国管道&液化天然气进口占比 .....                        | 11 |
| 图 18: 2011-2020 我国能源消费结构.....                               | 11 |
| 图 19: 公司 LNG 业务模式.....                                      | 12 |
| 图 20: 公司码头 .....  | 13 |
| 图 21: 公司仓储 .....  | 13 |
| 图 22: 公司船只情况 (截至 2022 年 5 月) .....                          | 13 |
| 图 23: 公司自有 LNG 远洋运输船.....                                   | 13 |
| 图 24: 远丰森泰&华油中蓝设备图.....                                     | 14 |
| 图 25: 2018-2020 公司 LNG 销售量 .....                            | 14 |
| 图 26: 2021&2022 一季度我国氨气进口量对比 (单位: 吨) .....                  | 15 |
| 图 27: 2021&2022 一季度各主要省份氨气进口量 (单位: 吨) .....                 | 15 |
| 图 28: 2020 年我国氨气进口各公司占比.....                                | 16 |
| 图 29: 2020 年我国 LPG 分部门消费情况.....                             | 16 |
| 图 30: LPG 产业链.....  | 16 |
| 图 31: 2012-2021 中国 LPG 国内产量及表观消费量变化 (万吨) .....              | 17 |
| 图 32: 2021 年我国 LPG 进口来源地进口量分布.....                          | 17 |
| 图 33: 2021 年我国 LPG 进口量前十省市 (万吨) .....                       | 17 |
| 图 34: 公司 LPG 业务模式.....                                      | 17 |
| 图 35: LPG 业务毛利率走势 .....                                     | 18 |
| 图 36: 国内主要 LPG 厂商及其经营区域 .....                               | 18 |
| 图 37: 公司部分合作伙伴.....   | 19 |
| 图 38: 公司 LPG 产品及用途.....                                     | 19 |
| 图 39: 2019 年中国氨气生产结构 .....                                  | 20 |
| 图 40: 中国氨气供给结构预测.....                                       | 20 |

|  |    |
|--|----|
| 图 41: 2012-2021 中国氢气产量 (万吨) .....      | 21 |
| 图 42: 中国工业副产氢制氢供应潜力 .....              | 21 |
| 表 1: 公司与马石油和 ENI“照付不议”条款主要内容 .....     | 12 |
| 表 2: 远丰森泰产能情况 .....                    | 14 |
| 表 3: 远丰森泰 2022-2024 年 LNG 项目投资计划 ..... | 14 |
| 表 4: 我国近期主要氢能发展政策 .....                | 19 |
| 表 5: 主要制氢方法对比 .....                    | 20 |
| 表 6: 广东各城市氢能产业规划 .....                 | 21 |
| 表 7: 公司营收预测 .....                      | 23 |
| 表 8: 九丰能源可比公司估值 .....                  | 24 |

# 1. LPG+LNG 双轮驱动，打造一流综合能源服务商

## 1.1. LPG 起家，深耕清洁能源 30 余年

公司主营业务为液化石油气 (LPG) 和液化天然气 (LNG) 以及甲醇、二甲醚等化工产品的生产、销售，是国内燃气产业中游及终端领域的大型清洁能源综合服务提供商。九丰集团创立于 1990 年，以经营液化石油气起步，随后进入液化天然气、二甲醚等清洁能源领域。目前集团已实现国际采购、仓储、加工、生产、物流、销售等全产业链业务覆盖。经过 30 年的发展，公司已经在逐渐成为综合大型清洁能源服务商，并于 2021 年 5 月登陆上交所。此外，公司通过整合方式积极布局“陆气气源”，并适时布局氢能等新赛道业务，业务规模稳步提升。

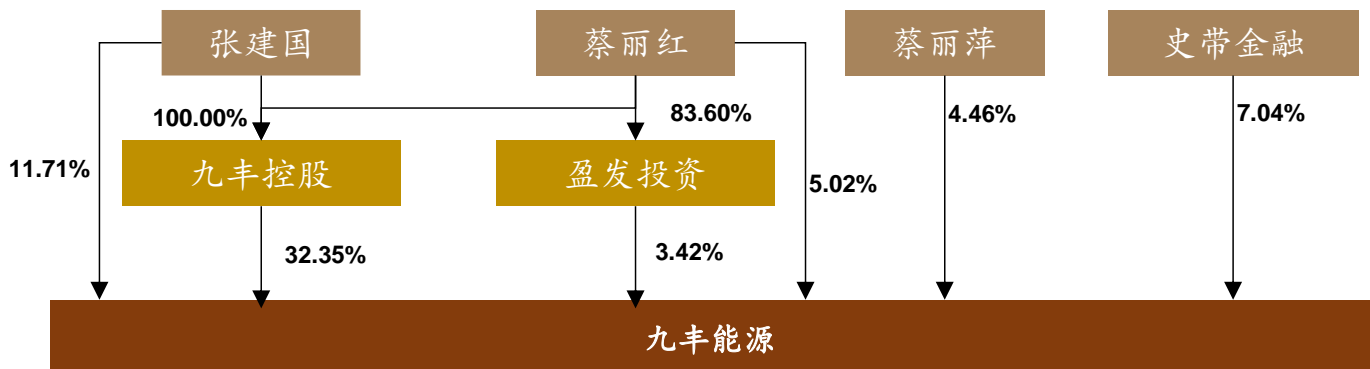
图 1：九丰能源业务概况



资料来源：公司官网，德邦研究所

上市以来股权结构稳定, 创始人夫妇持股超 50%。公司实际控制人为张建国、蔡丽红夫妇, 截至 2022 年一季报, 张建国先生直接持有公司 11.71% 股权, 蔡丽红女士直接持有公司 5.02% 股权, 二人通过九丰投资控股有限公司间接持有 32.35% 股权, 通过盈发投资间接控制公司 3.42% 股权, 共计持股 51.94%。

图 2：公司股权结构图 (截至 2022.3.31)



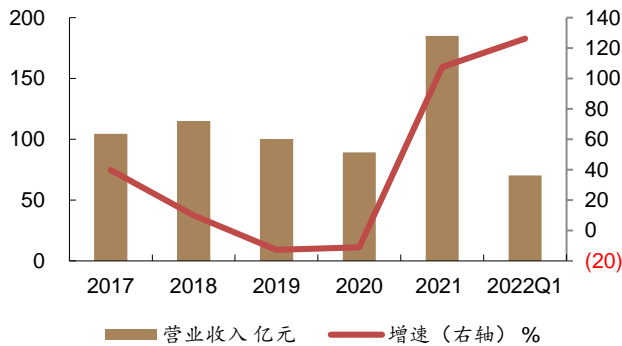
资料来源：公司公告，德邦研究所

**回购方案落地，彰显管理层信心。**2022年5月25日，公司发布回购公司股份方案的公告，公司拟以不低于人民币15,000万元(含)，不超过人民币30,000万元(含)，回购价格不超过人民币29.92元/股(含)，回购公司股份，全部用于后期实施员工持股计划或股权激励计划，充分展现管理层对公司未来发展前景的信心和公司价值的认可。

## 1.2. 市场波动下业绩底部探明，盈利能力改善未来可期

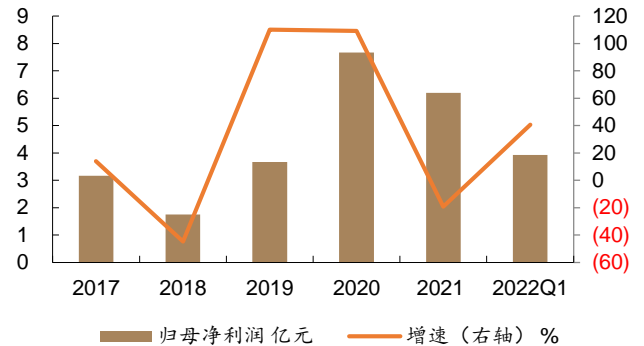
受国际天然气价格波动，公司近年来营收、归母净利润均有波动，**2022年Q1业绩大增，全年盈利有望修复。**受需求增长、地缘政治、极端天气、欧洲天然气库存处于低位及风光发电量供给不足、“北溪-2”通气受阻等因素影响，2021年以来，国际天然气供需结构性错配推动价格攀升，对公司经营造成较大挑战。2021年，公司实现营业收入184.88亿元，同比增加107.42%，主要系公司LNG与LPG产品销售量价齐升；归母净利润6.20亿，同比下降19.27%，主要由于国内外LNG价格非对称性波动压缩毛利空间；毛利率为6.5%，处于历史低位。2022年Q1业绩大幅改善，实现营业收入70.2亿，同比增加126.18%；归母净利润3.9亿元，同比增加40.66%；毛利率8.77%，盈利能力大幅改善。公司毛利率及净利率近两年受到国际天然气价格震荡影响波动较大，预计随着公司产业链布局完善、及时调整营销策略，公司盈利有望修复。

图3：公司近年营收（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图4：公司近年归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图5：公司近年毛利率和净利率

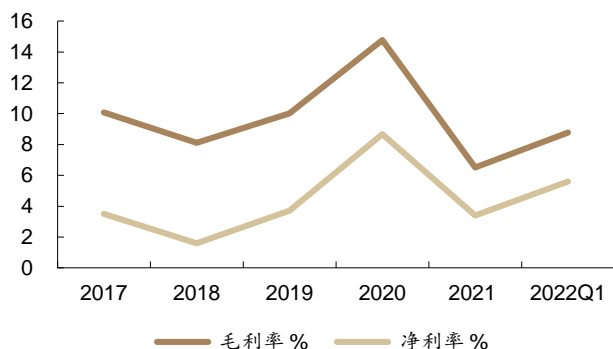
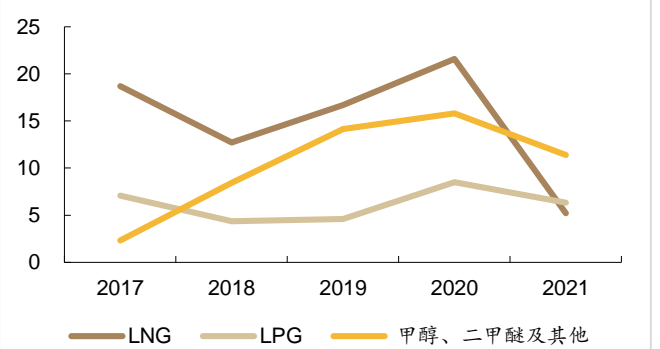


图6：公司近年主营业务毛利率（%）

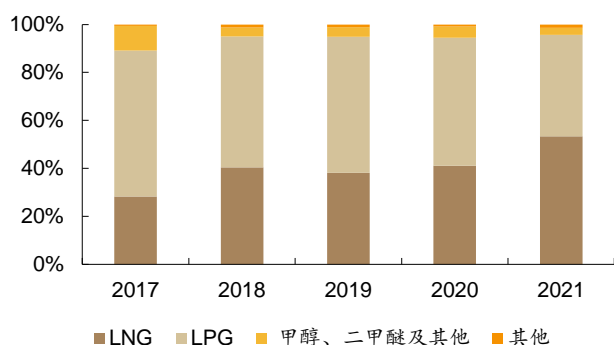


资料来源: wind, 德邦研究所

资料来源: wind, 德邦研究所

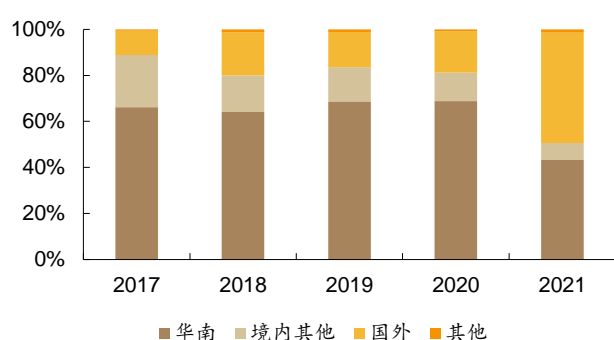
**LNG 和 LPG 是公司占比最大的业务。**公司 2021 年 LNG 和 LPG 业务分别占总收入比为 53.43%，42.22%。依托东莞立沙岛综合能源基地，建立起完善的 LPG 储备与销售网络，以 2020 年进口量计算，公司是我国第四大 LPG 进口商，是华南地区第一大 LPG 进口商。2012 年，公司位于东莞的 LNG 接收站开始投产，目前成为华南 LNG 流通市场的重要补充。从地区分布看，公司主要业务集中在华南地区，2018-2020 占比维持在 60% 以上，境内其他地区业务占比约为 15%，境外业务占比随着国际采购价格波动，2021 年由于国际 LNG 价格波动，公司加大了国际业务比例充分释放“长约气+现货气”优势，平滑业务波动风险，展现公司良好的资源潜力。

图 7: 公司近年各业务收入占比



资料来源: wind, 德邦研究所

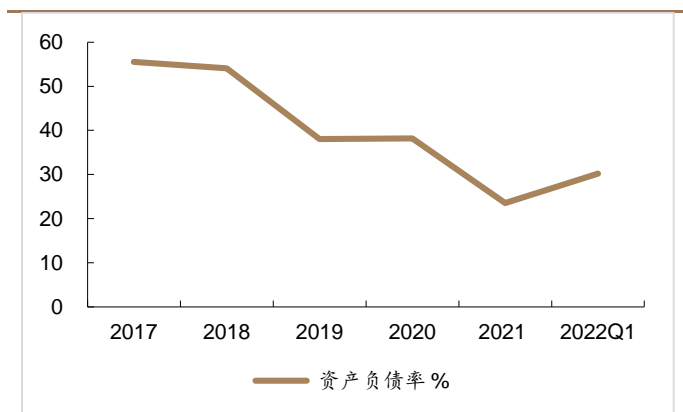
图 8: 公司近年各区域收入占比



资料来源: wind, 德邦研究所

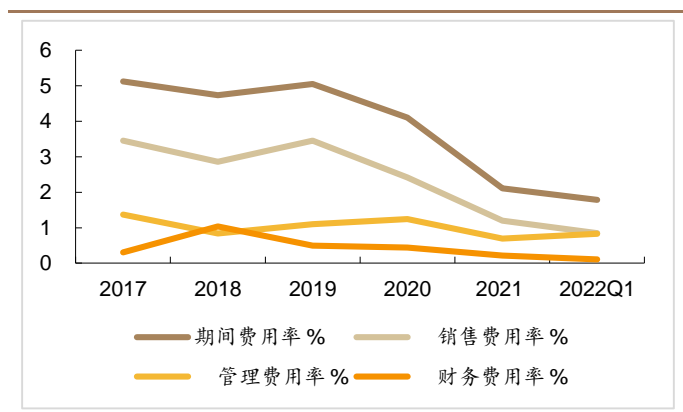
期间费用率方面，公司整体费用率呈现下降，期间费用率 2017 年为 5.12%，2021 年下降为 2.10%，2022 年 Q1 进一步下降到 1.78%，显示了公司优秀管控能力，未来盈利空间有望继续扩大。资产负债率呈现逐年下降趋势，由 2016 年的 55.53% 下降至 2021 年的 23.49%。

图 9: 公司近年资产负债率



资料来源: wind, 德邦研究所

图 10: 公司近年费用率



资料来源: wind, 德邦研究所

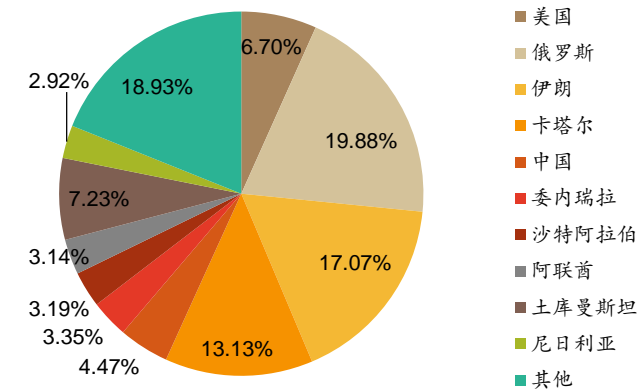


## 2. 能源结构低碳化转型，天然气需求旺盛

### 2.1. 天然气全球分布不均，产销量总体呈现上升趋势

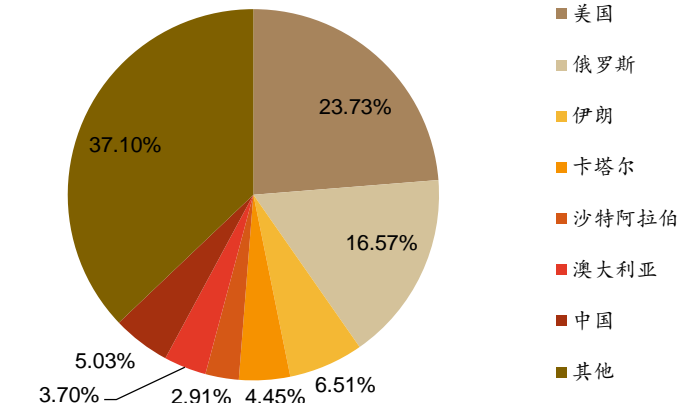
全球天然气探明储量分布不均，富煤贫油少气是我国国情。根据英国石油公司（BP）出具的2021年《bp世界能源统计年鉴》中指出，截至2020年底，全球探明的天然气储量为188.1万亿立方米，超过70%位于独联体国家（主要为俄罗斯联邦）和中东地区，其中俄罗斯以37.4万亿立方米占比为19.88%，我国2020年天然气探明储量为8.4万亿立方米，占比为4.47%。

图 11：2020 年全球天然气探明储量分布情况



资料来源：《2021 bp 世界能源统计年鉴》，德邦研究所

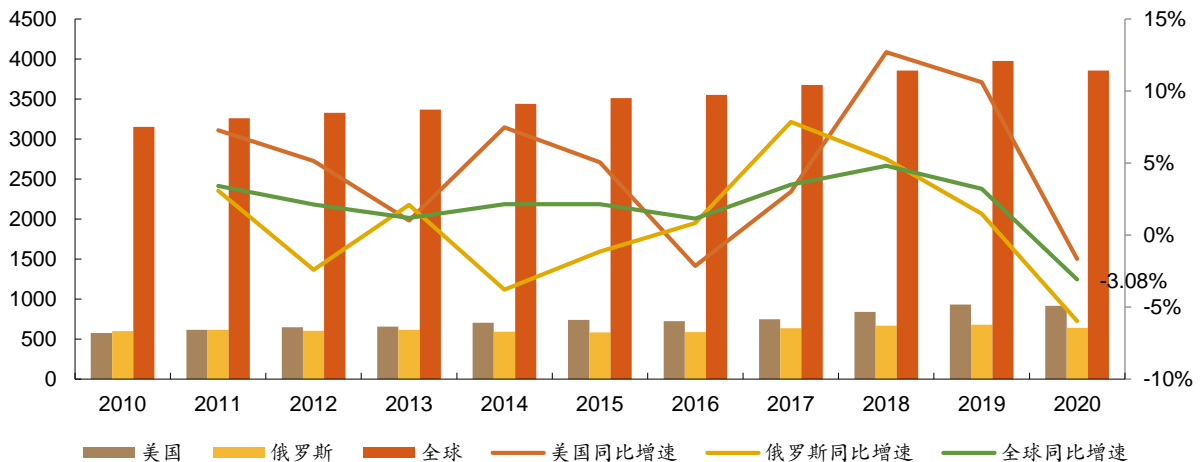
图 12：2020 年全球不同地区天然气产量分布



资料来源：《2021 bp 世界能源统计年鉴》，德邦研究所

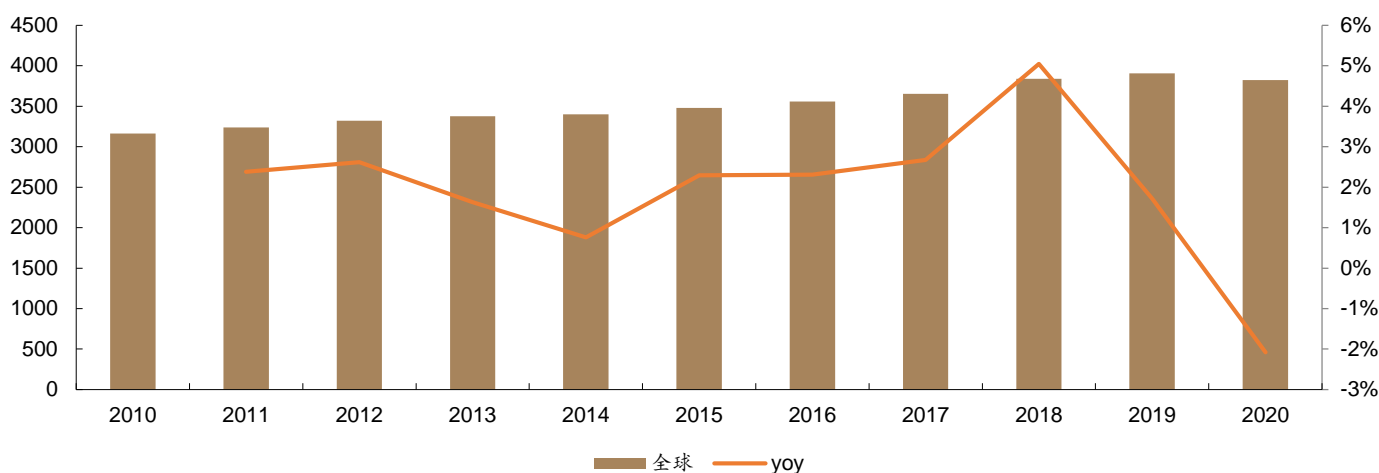
全球天然气需求旺盛，产销量总体呈现上升趋势。从供给端看，2010-2020 年全球天然气产量年复合增速为 2.03%，2020 年受到疫情和油价下降双重影响，全球天然气产量十年来首次出现下滑，同比下滑 3.08%，产量为 3.85 万亿立方米，其中美国产量最大，占比 23.73%，俄罗斯占比 16.57%。从需求端看，2010-2020 年全球天然气消费量稳步上升，年复合增长率为 1.92%，略低于供给端复合增速。2020 年消费量同比下降 2.08%，也是十年来的首次下滑，下降幅度低于供给端。预计未来随着疫情好转，全球天然气产销量将有所恢复。

图 13：2010-2020 美国&俄罗斯&全球天然气产量变化及同比增速（单位：十亿立方米）



资料来源：《2021 bp 世界能源统计年鉴》，德邦研究所

图 14: 2010-2020 全球天然气消费量 (十亿立方米)



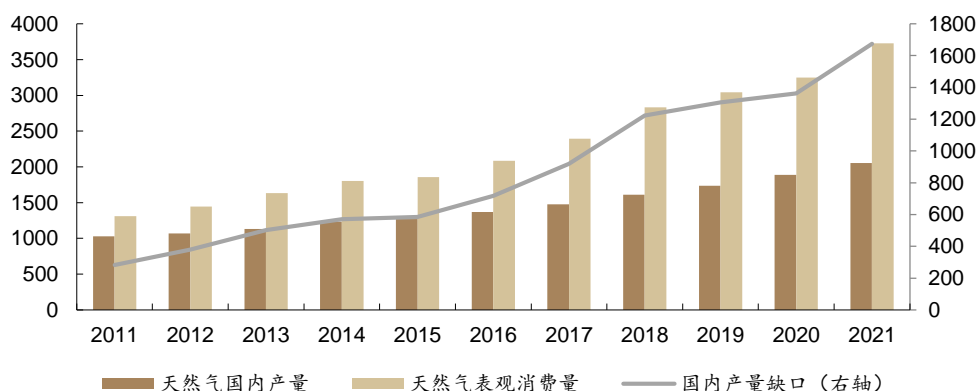
资料来源:《2021 bp 世界能源统计年鉴》, 德邦研究所

## 2.2. 我国天然气消费量不断增长, 进口依存度提升

我国天然气消费量保持高增速, 国内产能不足进口占比上升。受到“煤改气”、供给侧改革等多重政策因素推动, 我国天然气需求量显著上升。一方面, 我国天然气表观消费量由 2011 年的 1308.74 亿立方米, 增加至 2021 年的 3726 亿立方米, 年复合增长率达 11.03%, 但同时 2021 年国内产量仅为 2052.6 亿立方米, 产量缺口不断扩大, 由 2011 年 281.85 亿立方米扩大至 2021 年的 1673.4 亿立方米, 进口占比约为 45%。另一方面, 由于我国天然气管网建设速度放缓, 互联互通程度不够等因素进一步限制我国天然气资源调配能力, 导致我国天然气进口量不断走高, 2021 年同比增长 20.66%, 是全球第一大天然气进口国。

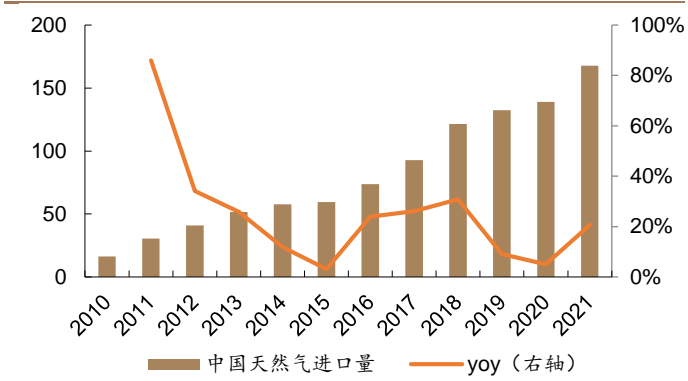
分类型看, LNG 占比超 50%。我国进口天然气分为管道气和液化天然气 (LNG), 进口管道气主要来自土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸等国, 进口 LNG 主要来自澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、印度尼西亚等国。LNG 通过海运以液态形式运输, 到达港口后重新气化进入管道, 较管道天然气更具灵活性, 因此我国进口天然气以 LNG 为主, 2021 年 LNG 占比为 65.37%。

图 15: 2011-2021 年我国天然气产量&表观消费量&产量缺口 (亿立方米)



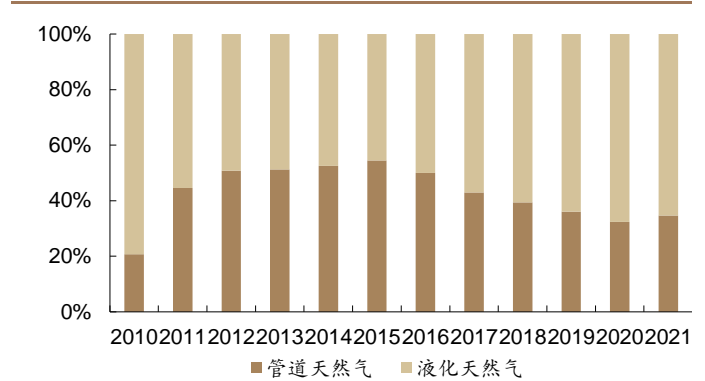
资料来源: 国家统计局, 海关总署, 德邦研究所  
注: 表观消费量=国内产量+净进口量

图 16: 2010-2021 中国天然气进口总量 (十亿立方米)



资料来源:《2021 bp 世界能源统计年鉴》, 海关总署, 德邦研究所

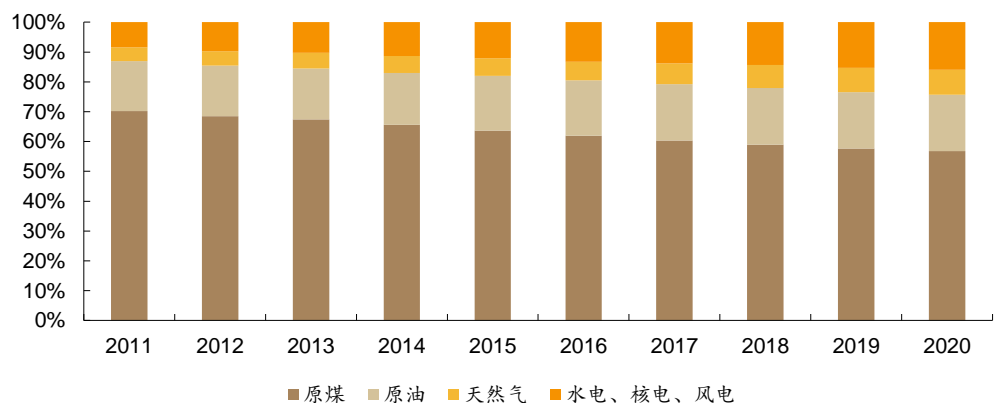
图 17: 2010-2021 中国管道&液化天然气进口占比



资料来源:《2021 bp 世界能源统计年鉴》, 海关总署, 德邦研究所

天然气在我国能源消费中占比仍低, 增长空间广阔。根据《2021 中国天然气发展报告》, 2020 年我国天然气消费量占一次能源消费总量的 8.4%, 同比增加 0.3pct, 但仍低于 2019 年全球 24.2% 的平均水平。天然气作为能源清洁化进程中最重要的过渡能源, 其在能源消费结构中占比的提升具有战略性作用。国家发改委 2017 年发布的《加快推进天然气利用的意见》进一步明确, 到 2030 年力争将天然气在能源消费中的占比提高到 15% 左右。“十三五”期间, 我国进一步完善天然气多元供应体系, 新增 LNG 接收能力 4920 万吨/年, 累计建成长输管道 4.6 万千米, 全国天然气管道总里程达到约 11 万千米。未来随着城镇化推进、管网设施完善、天然气替代煤、发电和交通等领域持续加大应用规模, 我国天然气消费量增长空间仍广。

图 18: 2011-2020 我国能源消费结构



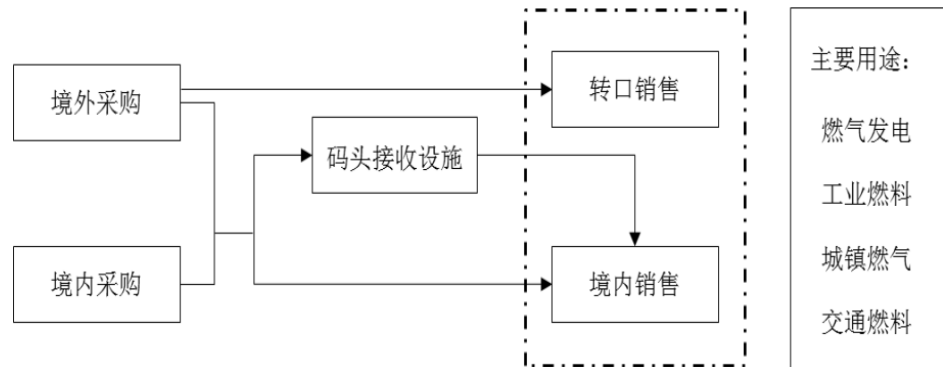
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

### 2.3. 大力发展核心主业 LNG, 不惧市场波动展现全产业链优势

“长约气+现货气”提供稳定气源和灵活价格双保险。公司的 LNG 以境外采购为主, 采取长约气+现货气模式。长约气保证气源稳定: 主要供应商为马来西亚石油公司和意大利埃尼集团 (ENI), 双方通过签订附有照付不议条约的长约采购

合同，最大程度保证公司资源池稳定性。合同约定上也随着国际惯例变动和行业变化不断更新，公司于 2020 年在与马石油和 ENI 的 LNG 定价公式中引入 JKM 指数（日韩综合到岸价格指数），将马石油定价公式中原有的仅挂钩布伦特原油期货价格（Brent）改为同时挂钩 Brent 和 JKM 价格；将 ENI 原本与 JCC（日本原油清关价格指数）挂钩改为与 JKM 挂钩，保证采购定价的灵活性高，有效降低原油价格波动带来的采购成本影响。**现货气提供足够灵活性：**公司与诸多国际知名 LNG 供应商达成框架合作协议以灵活采购 LNG 国际现货。

图 19：公司 LNG 业务模式



资料来源：九丰能源招股说明书，德邦研究所

表 1：公司与马石油和 ENI “照付不议”条款主要内容

|          | 核心约定   | 协商机制  | 新合同约定价公式   |
|----------|--|---|--|
| 马来西亚石油公司 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 若因卖方原因卖方无法按约交货，则买卖双方应尽力就交付该 LNG 货物的交货日期修订达成共识，或由卖方安排其他供给源，将 LNG 货物交付给买方。</li> <li>✓ 若买方能够从其他货源处获得 LNG 货物，则就买方需要额外多支付的费用，卖方将进行补偿；若买方无法从其他货源处获得 LNG 货物，则卖方应向买方进行赔偿。</li> <li>✓ 若因买方原因，买方无法按约提货，则卖方应先尽可能寻找第三方进行转售，买方就损失部分进行赔偿（转售净销售额低于原约定采购金额的部分）；若仍无法实现转售，买方则需支付未提货量对应的货款。</li> </ul> | <p>在发生不利变化时，双方可对交货时间进行友好协商；<br/>双方可协商延长合同期 3 年；<br/>双方可根据现行市场价格，对最后三个合同年期间适用和生效的 LNG 价格进行讨论和修改。</p> | $PLNG = \text{权重 } 1 * \text{斜率} * \text{Brent} + \text{权重 } 2 * \text{JKM} + \text{常数}$ |
| ENI      | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 对于卖方而言，若因卖方原因卖方无法按约交货，则卖方需就短供部分向买方进行赔偿。</li> <li>✓ 对于买方而言，若因买方原因，买方无法按约提货，则卖方应先尽可能寻找第三方进行转售，买方就损失部分进行赔偿（转售净销售额低于原约定采购金额的部分）；若仍无法实现转售，买方则需支付未提货量对应的货款。</li> </ul>  | <p>在发生不利变化时，双方可以对交货时间进行友好协商；<br/>双方可协商延长合同期限 3 年。</p>   | $PLNG = \text{JKM} + \text{常数}$  |

资料来源：九丰能源招股说明书，德邦研究所

**优异的国际能源接收码头与储备库资源。**进口 LNG 主要通过海上 LNG 船运输，拥有位置优越的码头一方面方便货物运输转送，一方面能够灵活与国际大型能源供应商合作。公司在华南地区拥有一座由 5 万吨级综合码头、14.4 万立方米 LPG 储罐和 16 万立方米 LNG 储罐组成的综合能源基地，其中 LNG 储备罐采用被列为重点的天然气应急调峰和储气设施建设项目，是华南地区重要的能源供应基地。

图 20: 公司码头



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 21: 公司仓储



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

**充足自有船运资源实现成本可控。**在运输方面, 公司积极布局专用船运市场, 目前自主控制 8 艘运输船, 其中 5 艘 LNG 运输船 (3 艘自有, 2 艘租赁), 1 艘 LPG 运输船 (租赁), 并利用募投资金在建 2 艘运输船 (1 艘 LNG 船, 1 艘 LPG 船), 在建的 LPG 运输船货物仓容为 9.3 万立方米, 高于传统的 8.4 万立方米, 单次运货量提升约 10%, 且两艘运输船均配备了 BOG 再液化装置, 再液化后可以用作运输燃料, 同时有效降低货损, 实现经济、环保的远洋运输。在建船只交付后, 公司船只资源能够完全满足公司 LNG 及 LPG 产品的周转与运输, 能够有效避免船运市场供给和船运价格波动带来的成本端压力, 根据 2021 年公司年度报告, 在正常的海运假设条件下, 自有 LNG 运输船的单位运输成本较租赁方式降低约 37%。

图 22: 公司船只情况 (截至 2022 年 5 月)

|    | LNG (艘) | LPG (艘) |
|----|---------|---------|
| 自有 | 3       | 0       |
| 租赁 | 2       | 1       |
| 在建 | 1       | 1       |
| 合计 | 6       | 2       |

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 23: 公司自有 LNG 远洋运输船



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**客户结构优质, 直接终端用户销量占比 70%。**公司 LNG 销售以境内销售为主, 同时通过转口贸易形式进行境外销售; 销售类型包括批发及终端零售。根据公司 2021 年年报, 公司客户中工业 (园区) 用户、燃气电厂、大客户等直接终端用户销量占公司国内销量的比重超过 70%; 同时, 以城市燃气、贸易商为代表的中间商客户成为销售重要补充, 公司客户结构与质量有显著优化与提升。由于天然气价格联动机制未完善, 当天然气价格上涨时, 多数地区的最终销售价不能覆盖企业上涨的购气成本, 而解决燃气行业困境的关键在于理顺价格传导机制。由于工商业用户用气价格已部分市场化, 对天然气价格波动承受能力较强, 因此公司高比例的工商业用户能够较好保障价格传导机制。此外, 公司将继续提升直接终端用户销售规模, 力争用 3 年左右时间, 将国内直接终端用户销售比重提升至

90%以上。

## 2.4. 拓展陆气资源池，打造“海陆双气源”优势

### 2.4.1. 两大项目落地后陆上 LNG 资源有望翻倍

**收购远丰森泰，LNG 产能或将翻倍。**公司于 2022 年 1 月公告购买四川远丰森泰 100% 股权，远丰森泰具有 LNG 全产业链布局能力，在四川盆地和鄂尔多斯盆地已投产 4 家 LNG 生产加工厂，年产约 60 万吨 LNG，销售区域辐射西南、西北多个省份，自建多个 LNG/L-CNG 加气站；二期产能逐步释放，2024 年满产后总产能将达到 120 万吨/年。收购完成后，公司 LNG 国内供给产能能够扩张一倍。

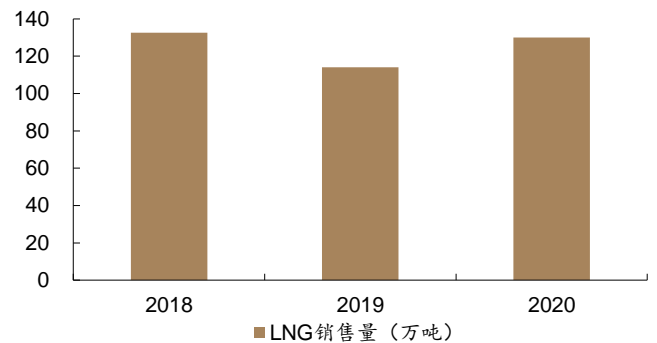
**公司 4 月份完成华油中蓝 28% 股权收购。**华油中蓝位于四川东北部，是西南地区目前单体规模最大的天然气液化工厂，建有 3 万立方米 LNG 储罐，一期运行产能约为 30 万吨/年，二期产能 30 万吨/年，目前已完成征地、公用辅助工程建设等。公司目前已形成稳定可靠的“海气资源池”，两项目落地后陆气资源池将进一步扩大，形成“海气+陆气”双资源池格局，从源头保证供应链稳定。

图 24：远丰森泰&华油中蓝设备图



资料来源：九丰能源公司公告，德邦研究所

图 25：2018-2020 公司 LNG 销售量



资料来源：九丰能源招股书，德邦研究所

表 2：远丰森泰产能情况

|       | 投产时间    | 2020 产量 (万吨) | 2021 产量 (万吨) |
|-------|---------|--------------|--------------|
| 内蒙古森泰 | 2015.3  | 19.63        | 22.19        |
| 筠连森泰  | 2015.11 | 16.06        | 16.6         |
| 叙永森能  | 2018.12 | 5.3          | 8.01         |
| 古蔺森能  | 2018.8  | 2.27         | 3.07         |

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 3：远丰森泰 2022-2024 年 LNG 项目投资计划

| 项目名称                               | 预计投产时间  | 产能 (万吨/年) |
|------------------------------------|---------|-----------|
| 叙永正东<br>年产 2×10 万吨天然气液化项目 (二期)     | 2022.12 | 10.28     |
| 古蔺公司<br>二期 10.5 万吨 LNG 项目          | 2023.3  | 10.5      |
| 川西名山 2×20 万吨液化天然气<br>清洁能源基地项目 (一期) | 2024.12 | 20        |
| 川南能源储备调峰<br>20 万吨 LNG 液化项目         | 2024.12 | 20        |

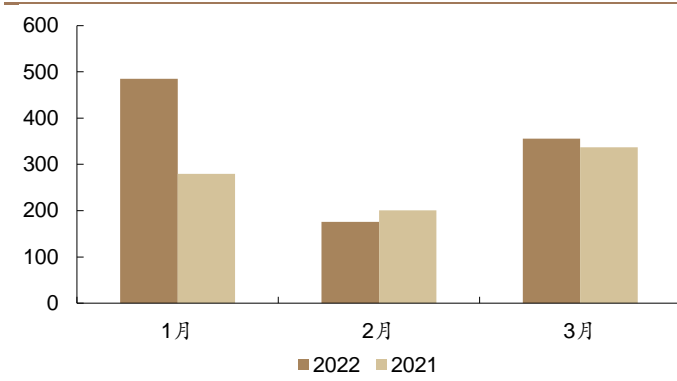
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.4.2. 积极利用主业优势，拓展汽车加气和氨气市场

**切入汽车加气提高终端用户占比。**公司拟通过收购远丰森泰和华油中蓝切入汽车加气市场。根据四川发改委和能源局发布的《四川省天然气汽车加气站布局方案（2021-2025年）》，到2025年，四川省规划新建加气站500座，其中LNG加气站401座，四川省加气需求市场将迎来爆发式增长，公司终端需求用户能够得到有效拓宽。

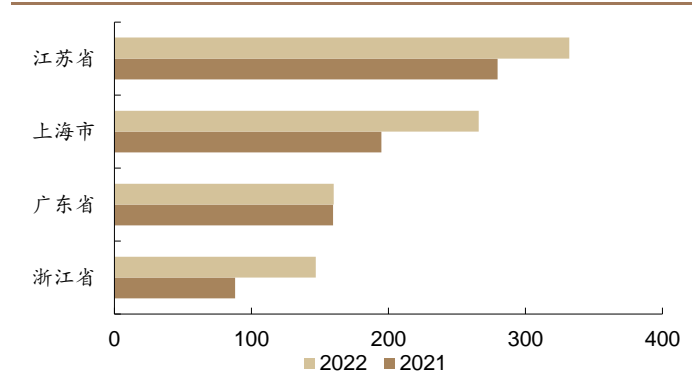
**我国95%以上的氨气依赖于进口，提前布局氨气丰富公司业务布局。**远丰森泰是国内目前少数具备LNG项目提氮技术和运营能力的公司，已建成一套BOG提氮装置，提取氨气纯度高达99.999%。2022年一季度，我国氨气市场整体消费量约1064吨，同比增长27%，进口量共1016.71吨，占比95.56%，同比增长24.44%，国产资源仅占不足5%。按收货地来看，2021年一季度和2022年一季度氨气进口主要收货地是江苏省、上海市、广东省以及浙江省，占比为89%。其中江苏省2022年一季度共进口氨气332吨，同比增长18.74%，排名第一，占总进口量的33%。

图 26：2021&2022 一季度我国氨气进口量对比（单位：吨）



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，德邦研究所

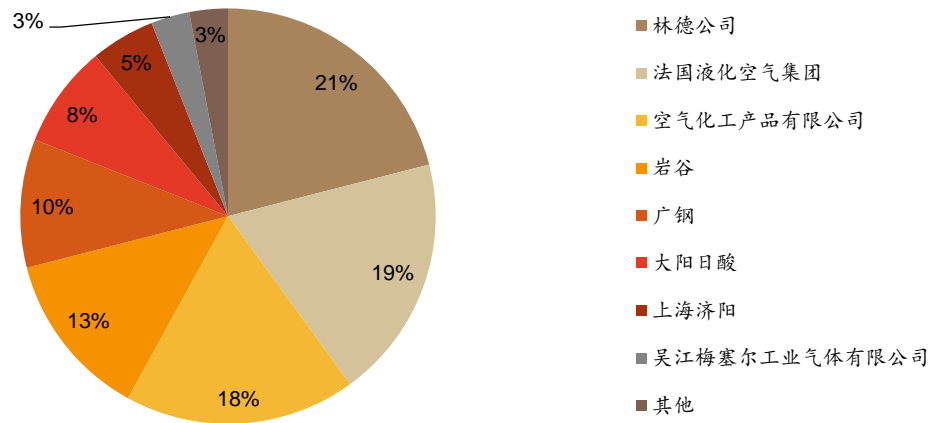
图 27：2021&2022 一季度各主要省份氨气进口量（单位：吨）



资料来源：卓创资讯，中华人民共和国海关总署，德邦研究所

**手握优质氨气项目，为公司业绩贡献新动能。**2020年中国氨气市场主要参与者为进口企业，占比超82%，以林德公司、法国液化空气集团、空气化工产品等公司进口占比最大。近年来国内随着下游需求带动和技术升级，国产氨气产能逐渐增加。根据公司投资者关系活动记录，2021年，森泰能源氨气销售量为8.61万方，销售收入760.20万元，毛利率为68.80%；截至2022年5月，森泰能源氨气产销量已接近去年全年水平，销售价格较去年涨幅较大。森泰能源已规划建设“内蒙古森泰天然气液氨生产项目”，包括100m<sup>3</sup>/h氨气装置、50m<sup>3</sup>/h氨气液化装置及储存、充装系统，进一步丰富公司业务布局。

图 28: 2020 年我国氦气进口各公司占比



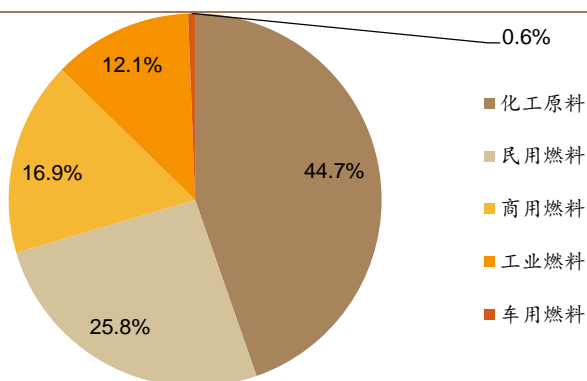
资料来源: 张哲等《中国氦气市场发展前景展望》2022 年, 德邦研究所

### 3. LPG 竞争优势持续走强, 未来发展空间仍广

#### 3.1. 我国 LPG 进口依存度高, 化工原料需求旺盛促 LPG 需求提升

化工原料是 LPG 最主要应用, 亦为我国 LPG 市场的主要增量。液化石油气 (LPG) 是石油炼制或者油气田开采中产生的伴生气体通过加压或降温后形成的液态产品, 主要成分是丙烷和丁烷, 一般有两种存在形式: 纯气, 即气体中仅含有丙烷或者丁烷的单一成分; 另一种是混气, 以丙烷、丁烷为主并混有少量烯烃类成分。LPG 主要有两大用途: 燃料与化工, 用作燃料的 LPG 对气体纯度要求不是很高, 一般为混气; 但化工原料用途中需要纯度高的 LPG, 根据金联创数据, 化工原料需求成为我国 LPG 消费占比最大环节, 2020 年占比约为 44.7%。

图 29: 2020 年我国 LPG 分部门消费情况



资料来源: 金联创, 德邦研究所

图 30: LPG 产业链

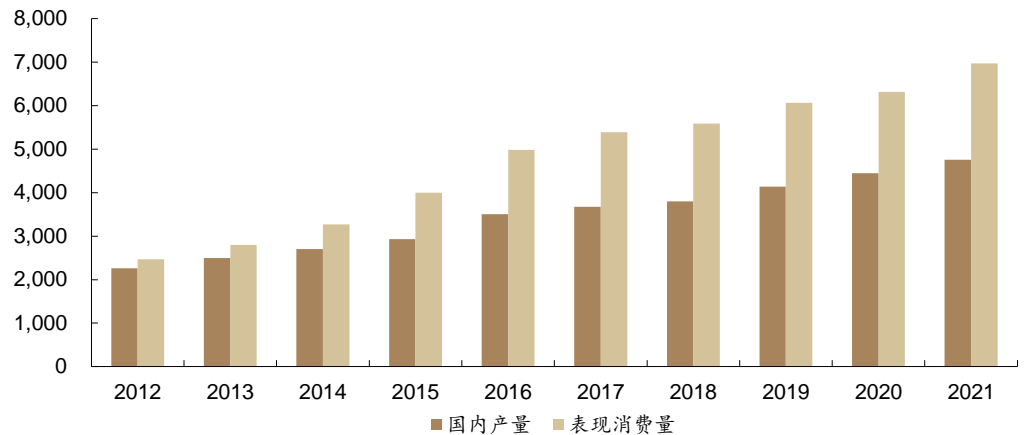


资料来源: 九丰能源招股说明书, 德邦研究所

我国 LPG 进口依赖度高。一方面, 近几年随着国内 LPG 深加工装置产能扩张, 很多石油炼厂将产出的液化气用于 LPG 深加工领域, 导致国内燃料用气供应下降, 需要进口 LPG 进行补充; 另一方面, 丙烷脱氢制丙烯 (PDH) 等 LPG 深加工装置需要进口纯度较高的 LPG 作为原料气, 因此国内对进口气需求量上升较快, 从 2010 年的 319.62 万吨增加至 2021 年的 2308.49 万吨, 年复合增长率 19.69%, 相比之下国内产量 CAGR 仅为 7.67%, 国内供给缺口逐渐增大。



图 31：2012-2021 中国 LPG 国内产量及表现消费量变化（万吨）

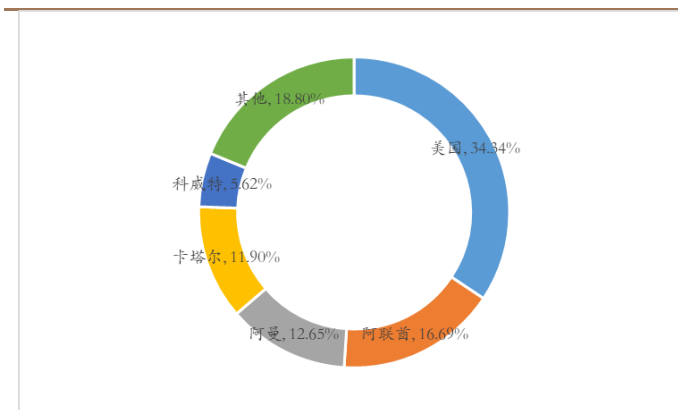


资料来源：国家统计局，海关总署，德邦研究所

注：表现消费量=当年产量+净进口

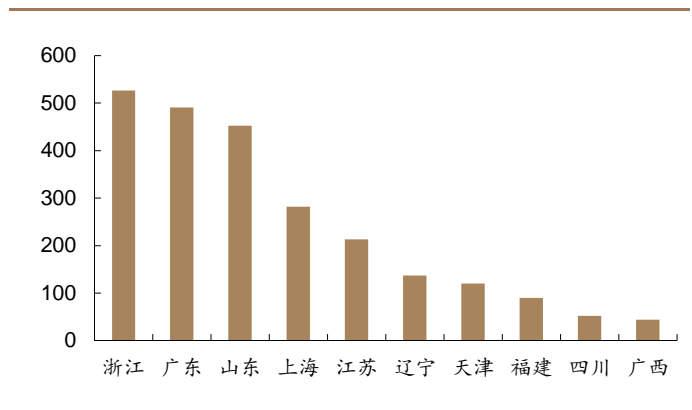
2021 年 LPG 产量分布主要集中在北美、亚太以及中东。根据中国海关统计，我国从 2014 年开始从美国大量进口 LPG，2021 年我国 LPG 主要从美国、阿联酋、阿曼、卡塔尔进口，分别占比 34.34%、16.69%、12.65%与 11.90%。从我国各省市 LPG 进口量来看，浙江省最大，其次是广东省、山东省。随着化工原料轻质化发展、PDH 等 LPG 深加工装置的扩展，预计我国进口 LPG 需求量将进一步提高。

图 32：2021 年我国 LPG 进口来源地进口量分布



资料来源：中国海关，华经产业研究院，德邦研究所

图 33：2021 年我国 LPG 进口量前十省市（万吨）

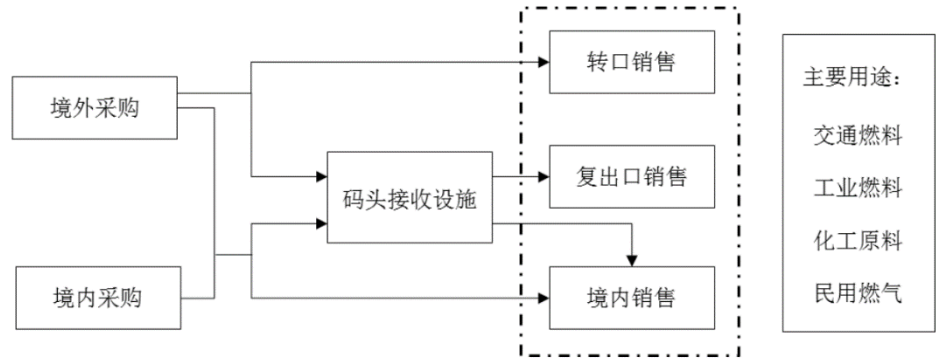


资料来源：中国海关，华经产业研究院，德邦研究所

### 3.2. 华南地区最大 LPG 进口商，多重优势保证盈利水平

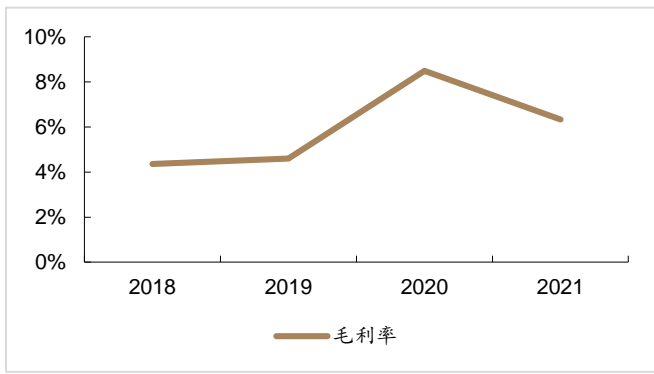
LPG 是公司稳定发展的传统业务。公司已在华南地区 LPG 市场深耕 30 余载，按照 2020 年 LPG 进口量计，公司是华南地区最大、全国第四的 LPG 进口商，业务主要由采购、生产加工、仓储物流、销售等环节组成。2021 年 LPG 业务占营收比为 42.22%，公司 LPG 销售量整体维持在 150 万吨/年以上水平，展现出稳定的业务贡献能力，毛利率整体呈现上升趋势。2021 年 LPG 业务毛利率为 6.33%，同比下降 2.17pct，主要是由于国际 LPG 价格波动频繁，采购价和销售价呈现非对称波动导致。

图 34：公司 LPG 业务模式



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 35: LPG 业务毛利率走势



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36: 国内主要 LPG 厂商及其经营区域

| 公司名称                | 主要经营区域    |
|---------------------|-----------|
| 东华能源股份有限公司          | 华东        |
| 中国燃气股份有限公司          | 全国        |
| 万华化学集团股份有限公司        | 华北        |
| <b>江西九丰能源股份有限公司</b> | <b>华南</b> |
| 天津渤海化工有限责任公司        | 华北        |
| 泰国暹罗石油化工有限公司        | 华南        |
| 浙江卫星石化股份有限公司        | 华东        |
| 浙江物产化工集团有限公司        | 华东        |
| 宁波金发新材料有限公司         | 华东        |
| 东莞巨正源科技有限公司         | 华南        |

资料来源：九丰能源招股书，德邦研究所

**良好资信及丰富贸易经验，保障长期稳定优质国际气源。**公司凭借优良的国际能源接收与储备库资源、良好的交易信用、所处地区广阔的市场容量等优越条件，与国际能源供应商常年保持良好的合作关系，形成了较为完善畅通及稳定优质的国际采购渠道。LPG 方面，公司与 Chevron(雪佛龙)、Vitol(维多)、Trafigura(托克)等国际知名能源公司建立了长期的合作关系。公司在国际能源贸易领域积累起来的品牌资信优势也有利于提升公司在国际采购环节上的议价能力。同时，公司多年参与国际能源采购，对能源价格的走势判断以及采购时点的把握已积累了丰富经验，能够协助公司更好地进行存货管理和采购成本控制，有利于保障公司的长期稳定经营。

**多领域应用需求旺盛，预计行业利润规模整体呈现稳定增长。**公司目前在民用 LPG 市场具有较大优势，但长远看，民用燃料市场会受到 LNG 普及的挤压而有所减少；由于我国 LPG 在化工原料领域的应用低于世界平均水平，随着化工原料的轻质化发展，LPG 深加工装置的蓬勃发展将推动 LPG 在化工原料领域需求的增长，化工燃料市场是未来 LPG 应用的重点领域，预计 LPG 行业的利润规模整体较为稳定的增长。

图 37：公司部分合作伙伴



资料来源：招股说明书，德邦研究所

图 38：公司 LPG 产品及用途



资料来源：招股说明书，德邦研究所

## 4. 搭乘氢能高速发展快车，提前布局氢能业务

### 4.1. 氢能是我国清洁能源体系重要组成部分，发展前景广阔

氢能在终端能源体系占比提升空间广阔。2022 年 3 月，国家发改委与国家能源局联合发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》中提出了氢能产业各阶段发展目标：

- ✓ 到 2025 年，基本掌握核心技术和制造工艺，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设一批加氢站，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年。
- ✓ 到 2030 年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，有力支撑碳达峰目标实现。
- ✓ 到 2035 年，形成氢能多元应用生态，可再生能源制氢在终端能源消费中的比例明显提升。

根据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书 2020》数据，若在 2060 年实现碳中和，我国氢气的年需求量将从 2019 的 3342 万吨增加至 1.3 亿吨，在终端能源体系中占比由目前的不足 5% 增加到 20%，氢能在我国发展空间广阔。

表 4：我国近期主要氢能发展政策

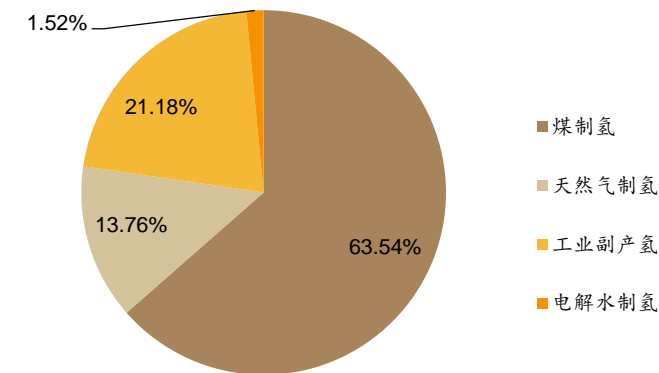
| 发布部门 | 文件名称 | 发布时间 | 主要内容 |
|------|------|------|------|
|------|------|------|------|

|                |                                |         |   |
|----------------|--------------------------------|---------|---|
| 国家发改委<br>国家能源局 | 《氢能产业发展中长期规划<br>(2021-2035年)》  | 2022.3  | 2025年, 燃料电池车辆保有量约5万辆, 部署建设一批加氢站。可再生能源制氢量达到10-20万吨/年;<br>2030年, 形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系;<br>2035年, 形成氢能产业体系, 构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。 |
| 工信部            | 《“十四五”工业绿色发展规划》                | 2021.12 | 提升清洁能源消费比重。鼓励氢能、生物燃料等替代能源应用。提升工业终端用能电气化水平。  |
| 国资委            | 《关于推进中央企业高质量发展做好碳达峰碳中和工作的指导意见》 | 2021.11 | 完善清洁能源装备制造产业链, 支持清洁能源开发利用稳步构建氢能产业体系, 完善氢能制、储、输、用一体化布局。  |
| 国务院            | 《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》             | 2021.11 | 持续打好柴油货车污染治理攻坚战。<br>深入实施清洁柴油车(机)行动, 全国基本淘汰国三及以下排放标准汽车, 推动氢燃料电池汽车示范应用, 有序推广清洁能源汽车。   |
| 国务院            | 《2030年前碳达峰行动方案》                | 2021.10 | 积极扩大电力、氢能、天然气等新能源在交通运输领域的运用。<br>到2030年, 当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右  |

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 工信部, 国资委, 国务院, 德邦研究所

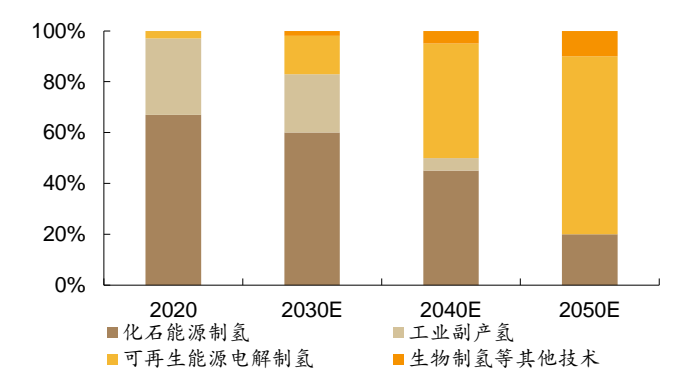
据《中国氢能源及燃料电池产业白皮书 2020》, 目前我国氢气制取主要有三种途径: 一是用煤炭、天然气为原料的化石能源重整制氢: 目前煤制氢技术最为成熟高效, 成本最低, 原煤约占制氢总成本的50%, 以技术较成熟的煤气化技术为例, 每小时产能为54万方合成器的装置, 在原料煤(6000大卡, 含碳量80%以上) 价格600元/吨的价格下, 制氢成本约为8.85元/公斤。天然气制氢中, 主流制氢方式是甲烷水蒸汽重整制氢; 二是以焦炉煤气、氯碱尾气、丙烷脱氢为代表的工业副产气制氢: 目前考虑副产气体成本后综合制氢成本为10-16元/公斤。三是电解水制氢, 主要有碱性水电解槽(AE)、质子交换膜水电解槽(PEM)和固体氧化物水电解槽(SOE)法, 制取成本受电价影响较大, 若采用“谷电”电价, 成本接近传统化石能源制氢。

图 39: 2019 年中国氢气生产结构



资料来源: 《中国氢能源及燃料电池产业白皮书 2020》, 德邦研究所

图 40: 中国氢气供给结构预测



资料来源: 中国氢能联盟, 德邦研究所

表 5: 主要制氢方法对比

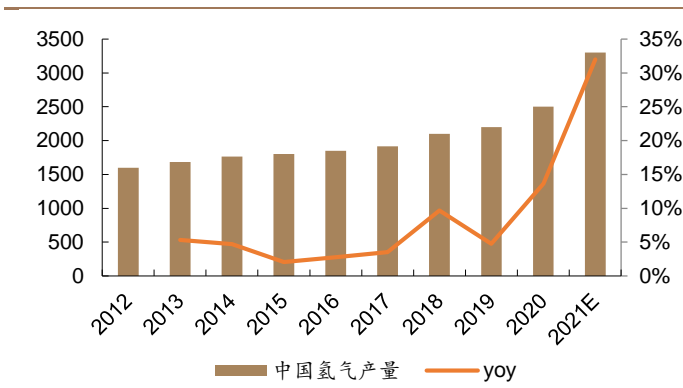
| 制氢方法     | 主要技术  | 制氢成本             | 优点                        | 缺点                    |
|----------|---|------------------|---------------------------|-----------------------|
| 化石能源重整制氢 | 煤制氢天然气制氢  | 8-15 元/公斤        | 技术成熟<br>成本低               | 易受资源禀赋限制              |
| 工业副产制氢   | PSA 法提纯焦炉煤气副产氢<br>PDH 技术提取副产氢                     | 10-16 元/公斤       | 供应量大<br>成本较低              | 存在碳捕捉封存问题             |
| 电解水制氢    | 碱性水电解槽 (AE)<br>质子交换膜水电解槽 (PEM)<br>固体氧化物水电解槽 (SOE) | 市电生产: 30-40 元/公斤 | 纯度高 (99.7%以上)<br>副产品为高价氧气 | 制取受到电价影响<br>火电主流下碳排放高 |

资料来源:《中国氢能及燃料电池产业白皮书 2020》, 德邦研究所

## 4.2. 广东省氢能发展基础良好, 公司积极布局氢能全产业链

全国氢能供需结构失衡, 氢能缺口巨大。我国氢气 2021 年产量预计超 3300 万吨, 是世界上氢气产量最多的国家。但从供需结构看, 我国氢气供需错位情况凸显, 化石能源制氢为主使得我国产氢主要地在西北和华北地区, 而用氢地集中在工业发达的华南、华东地区, 氢气气态下运输半径一般仅为 200km, 且运输损耗和成本较高。短期看, 管道输氢, 液氢等技术难以大规模运用, 推广工业副产氢、天然气产氢和电解水制氢是解决目前用氢紧张的关键因素, 能够在华南、华东等工业密集地区推广。

图 41: 2012-2021 中国氢气产量 (万吨)



资料来源: 中国煤炭工业协会, 国家发改委, 德邦研究所

图 42: 中国工业副产氢制氢供应潜力

| 制气方法        | 现有年制氢潜力 (万吨) | 可供应公交车数量 (万辆) |
|-------------|--------------|---------------|
| 轻烃利用副产氢     | 30           | 6.5           |
| 氯碱副产氢       | 33           | 7.1           |
| 焦炉煤气副产氢     | 271          | 58.9          |
| 合成氨合成甲醇等副产氢 | 118          | 25.6          |
| 合计          | 450          | 97.6          |

资料来源:《中国氢能产业发展报告 2020》, 德邦研究所

广东省是我国氢能产业发展先行区。氢能产业发展呈现区域产业聚集效应, 我国氢能产业以广东、北京、河北、江苏、山东上海六省市发展最为领先, 据中国《氢能及燃料电池产业白皮书 2020》显示, 2019 年相关企业合计全国规模以上企业总数的 51%。2022 年, 广东省发布《广东省能源发展“十四五”规划》明确指出, 要“打造氢能产业发展高地、多渠道扩大氢能应用市场、聚焦氢能核心技术研发和先进设备制造加快培育氢气制储、加运、燃料电池电堆、关键零部件和动力系统集成的全产业链布局电解水制氢、天然气制氢、工业副产氢提纯装备制造产业, 推进高密度储氢装备制造短期加强高压气态储氢建设长期布局低温液氢、低压固态储氢产业利用低温氢燃料电池产业区域先发优势形成广州—深圳—佛山—环大湾区核心区燃料电池产业集群。”后续各城市也相继出台氢能产业规划, 广东省未来氢能发展潜力巨大。

表 6: 广东各城市氢能产业规划

| 城市 | 氢能产业规划  |
|----|---|
| 广州 | 计划约 50 个重点产业项目和 50 个加氢站;<br>打造“一核、一枢纽、三基地”产业布局  |
| 佛山 | 建成广东新能源汽车产业基地等三大氢能产业基地;<br>建成并运营加氢站 15 座;<br>开通氢能源公交线路 28 条, 投运氢燃料电池汽车近 1400 辆;<br>聚集 100 多家氢能企业, 计划氢能产业项目投资超过 400 亿; |
| 东莞 | 到 2025 年, 建设、投入运营加氢站 29 座;<br>2030 年在十四五基础上新投入运营加氢站 25 座, 远期合计 54 座;  |

推广燃料电池 800 辆

深圳

 到 2025 年，形成较为完备的氢能产业发展生态体系  
 2025 年，氢能产业规模达到 500 亿，2035 年达到 2000 亿

资料来源：《2022 广东氢能产业报告》，《东莞市加氢站“十四五”发展规划（2021-2025 年）》，德邦研究所

**公司与巨正源和国鸿氢能合作，布局氢能全产业链。**巨正源股份成立于 1999 年，主要业务涵盖成品油及化工品贸易、仓储、聚丙烯的研发、生产和销售。子公司巨正源科技于 2019 年投产了“丙烷脱氢制高性能聚丙烯”一期项目，目前年产 60 万吨聚丙烯、2.5 万吨氢气和 LPG。二期丙烷脱氢装置项目已在建设中，预计年产能约为 2.5 万吨氢气。公司 2021 年 12 月与巨正源达成框架协议，双方以成立合资公司形式，合作开展氢能产业，巨正源 PDH 装置生产的氢气是合资公司主要氢气来源，业务范围主要涵盖东莞-广州-佛山-深圳等地区。根据高工氢电，目前广东省用氢主要供应商为中石化和巨正源，巨正源一期产能已经成为东莞辐射圈内主要供应商。此外，2022 年 1 月，公司与广东国鸿氢能签署《战略合作框架协议》，公司未来作为氢能提供方，与国鸿氢能共享其下游信息资源，进一步扩大公司在氢能产业链影响力。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

将公司业务分为 LNG、LPG、甲醇+二甲醚及其他、氢能和其他，根据公司当前项目储备情况及规划，对公司做出如下核心假设：

- 1) LNG: 从 LNG 成本看，公司长约采购与 JKM 和 Brent 价格挂钩，现货采购与 JKM 指数挂钩，目前由于俄乌战争，天然气价格仍维持高位，预计 2023 年后有望缓解；从消费端看，公司客户 70% 以上为工业（园区）用户、燃气电厂、大客户等直接终端用户，并计划三年内将直接终端用户提升至 90%，预计销售价格有所提升。2021 年公司 LNG 销量为 202.58 万吨，同比增长 55.77%，结合近期 LNG 需求仍维持在高位的情况以及公司收购的项目进展（假设远丰森泰于 2022 年四季度并表，目前远丰森泰年产能为 60 万吨，2024 年可达 120 万吨），我们假设公司 2022-2024 年 LNG 销售量分别为 270、280、320 万吨（包含远丰森泰销售量）。预计 2022-2024 年，LNG 销售量收入增速分别为 35.9%、6.8%、17.7%，毛利率分别为 6.8%、8%、8%；
- 2) LPG: 预计未来 LPG 销售量维持在 180 万吨左右，2022-2024 年收入增速分别为 4.57%、3%、3%，毛利率维持在 7%；
- 3) 甲醇、二甲醚及其他: 该部分业务占比较低，因此假设营收基本维持不变，毛利率维持在 13%；
- 4) 其他业务: 假设 2022-2024 年其他收入增速保持在 10%，毛利率假设维持在 50%；

**表 7: 公司营收预测**

| 业务类别      | 项目        | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| LNG       | 营业收入 (亿元) | 98.79   | 134.28 | 143.43 | 168.84 |
|           | 增速        | 169.48% | 35.93% | 6.81%  | 17.71% |
|           | 销量 (万吨)   | 202.6   | 270    | 280    | 320    |
|           | 毛利 (亿元)   | 5.15    | 9.13   | 11.47  | 13.51  |
|           | 毛利率       | 5.21%   | 6.80%  | 8.00%  | 8.00%  |
| LPG       | 营业收入 (亿元) | 78.07   | 81.63  | 84.08  | 86.60  |
|           | 增速        | 63.98%  | 4.57%  | 3.00%  | 3.00%  |
|           | 销量 (万吨)   | 177.3   | 180    | 180    | 180    |
|           | 毛利 (亿元)   | 4.94    | 5.71   | 5.89   | 6.06   |
|           | 毛利率       | 6.33%   | 7%     | 7%     | 7%     |
| 甲醇、二甲醚及其他 | 营业收入 (亿元) | 5.45    | 5.50   | 5.50   | 5.50   |
|           | 增速        | 32.22%  | 1%     | 0.00%  | 0.00%  |
|           | 毛利 (亿元)   | 0.62    | 0.71   | 0.71   | 0.71   |
|           | 毛利率       | 11.40%  | 13%    | 13%    | 13%    |
| 其他        | 营业收入 (亿元) | 2.59    | 2.85   | 3.13   | 3.44   |
|           | 增速        | 244.42% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
|           | 毛利 (亿元)   | 1.32    | 1.42   | 1.56   | 1.72   |
|           | 毛利率       | 50.93%  | 50%    | 50%    | 50%    |
| 总计        | 营业收入 (亿元) | 184.88  | 224.26 | 236.14 | 264.39 |
|           | 增速        | 126.18% | 21.30% | 5.30%  | 11.96% |
|           | 毛利 (亿元)   | 12.03   | 16.98  | 19.64  | 22.01  |
|           | 毛利率       | 6.50%   | 7.57%  | 8.32%  | 8.32%  |

资料来源: 公司公告, 德邦研究所预测

注: 2022-2024 年 LNG 销售量系九丰能源和远丰森泰合并销售量, 我们假设远丰森泰于 2022 年四季度并表。

## 5.2. 投资建议

公司当前传统业务底部探明并积极布局氢能业务, 作为清洁能源先行者, 在“双碳”目标的背景下, 未来成长性高。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 224.26 亿元、236.14 亿元、264.39 亿元, 增速分别为 21.3%、5.3%、12%, 归母净利润分别为 11.01 亿元、12.94 亿元、15.17 亿元, 增速分别为 77.6%、17.6%、17.3%。首次覆盖, 给予增持投资评级。

表 8：九丰能源可比公司估值

| 公司代码      | 公司简称 | 股价 (元) | EPS         |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        | 2021        | 2022E | 2023E | 2021  | 2022E | 2023E |
| 600256.SH | 广汇能源 | 11.29  | 0.77        | 1.60  | 2.30  | 12.67 | 7.05  | 4.92  |
| 600803.SH | 新奥股份 | 18.43  | 1.46        | 1.71  | 1.99  | 12.85 | 10.78 | 9.26  |
| 600642.SH | 申能股份 | 5.65   | 0.33        | 0.60  | 0.70  | 12.73 | 9.43  | 8.11  |
| 601139.SH | 深圳燃气 | 7.37   | <b>0.47</b> | 0.49  | 0.60  | 17.72 | 15.03 | 12.31 |
| 可比公司平均估值  |      |        |             |       |       | 13.99 | 10.46 | 8.74  |
| 605090.SH | 九丰能源 | 21.72  | 1.52        | 1.77  | 2.09  | 23.14 | 12.24 | 10.41 |

资料来源：wind，德邦研究所（股价为 6 月 9 日收盘价，数据除九丰能源外，其他采用 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

### 1) 上游采购价格波动风险：

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。若 LPG 或 LNG 市场指数或原油市场指数剧烈波动，公司上游国际采购价格也将随之波动，公司将面临采购成本波动风险。

### 2) 项目推进不及预期：

公司新建项目较多，包括远丰森泰中新建项目、与巨正源合作的氢能项目等，项目建设周期仍然存在一定不确定性。

### 3) 政策推进不及预期：

广东省政府官网发布的《广东省能源发展“十四五”规划》，提出广东要打造氢能产业发展高地。若政策推动不及预期，将影响企业氢能业务开展。

### 4) 人民币兑美元汇率波动风险：

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。



## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |       |       |       |
| 每股收益      | 1.52   | 1.77  | 2.09  | 2.45  |
| 每股净资产     | 9.25   | 10.41 | 11.49 | 12.93 |
| 每股经营现金流   | 0.14   | 2.38  | 2.17  | 2.29  |
| 每股股利      | 0.25   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 23.14  | 12.24 | 10.41 | 8.88  |
| P/B       | 3.80   | 2.09  | 1.89  | 1.68  |
| P/S       | 0.52   | 0.60  | 0.57  | 0.51  |
| EV/EBITDA | 12.40  | 6.72  | 6.03  | 5.31  |
| 股息率%      | 0.7%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 6.5%   | 7.6%  | 8.3%  | 8.3%  |
| 净利润率      | 3.4%   | 4.9%  | 5.5%  | 5.7%  |
| 净资产收益率    | 10.8%  | 17.0% | 18.2% | 18.9% |
| 资产回报率     | 8.0%   | 9.4%  | 9.7%  | 9.9%  |
| 投资回报率     | 9.9%   | 11.3% | 11.4% | 11.5% |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | 107.4% | 21.3% | 5.3%  | 12.0% |
| EBIT 增长率  | -14.2% | 67.1% | 16.9% | 17.2% |
| 净利润增长率    | -19.3% | 77.6% | 17.6% | 17.3% |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 23.5%  | 38.3% | 36.1% | 34.2% |
| 流动比率      | 3.7    | 3.7   | 5.3   | 6.6   |
| 速动比率      | 3.1    | 3.2   | 4.6   | 5.8   |
| 现金比率      | 2.5    | 2.7   | 3.4   | 3.8   |
| 经营效率指标    |        |       |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 10.8   | 8.4   | 8.6   | 9.3   |
| 存货周转天数    | 14.5   | 17.0  | 17.0  | 16.1  |
| 总资产周转率    | 2.4    | 1.9   | 1.8   | 1.7   |
| 固定资产周转率   | 10.2   | 9.6   | 8.4   | 8.1   |

| 现金流量表(百万元) | 2021  | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润        | 620   | 1,101 | 1,294  | 1,517  |
| 少数股东损益     | 8     | 13    | 14     | 18     |
| 非现金支出      | 272   | 179   | 199    | 222    |
| 非经营收益      | 77    | -52   | -40    | -97    |
| 营运资金变动     | -888  | 236   | -121   | -242   |
| 经营活动现金流    | 90    | 1,477 | 1,346  | 1,418  |
| 资产         | -728  | -937  | -877   | -843   |
| 投资         | -132  | -23   | -962   | -959   |
| 其他         | 48    | 137   | 143    | 211    |
| 投资活动现金流    | -812  | -823  | -1,697 | -1,591 |
| 债权募资       | -19   | 1,921 | 316    | 473    |
| 股权募资       | 2,711 | 177   | 0      | 0      |
| 其他         | -254  | -88   | -107   | -121   |
| 融资活动现金流    | 2,438 | 2,010 | 209    | 351    |
| 现金净流量      | 1,702 | 2,663 | -141   | 179    |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 9 日  
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 18,488 | 22,426 | 23,614 | 26,439 |
| 营业成本        | 17,286 | 20,728 | 21,650 | 24,238 |
| 毛利率%        | 6.5%   | 7.6%   | 8.3%   | 8.3%   |
| 营业税金及附加     | 14     | 26     | 28     | 27     |
| 营业税金率%      | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 营业费用        | 221    | 276    | 286    | 317    |
| 营业费用率%      | 1.2%   | 1.2%   | 1.2%   | 1.2%   |
| 管理费用        | 129    | 161    | 187    | 185    |
| 管理费用率%      | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%   | 0.7%   |
| 研发费用        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 研发费用率%      | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| EBIT        | 825    | 1,379  | 1,611  | 1,888  |
| 财务费用        | 39     | 40     | 44     | 61     |
| 财务费用率%      | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| 资产减值损失      | -37    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | -97    | 135    | 142    | 212    |
| 营业利润        | 763    | 1,347  | 1,575  | 1,839  |
| 营业外收支       | 3      | 5      | 6      | 6      |
| 利润总额        | 766    | 1,352  | 1,581  | 1,845  |
| EBITDA      | 1,073  | 1,558  | 1,811  | 2,111  |
| 所得税         | 138    | 238    | 273    | 310    |
| 有效所得税率%     | 18.1%  | 17.6%  | 17.3%  | 16.8%  |
| 少数股东损益      | 8      | 13     | 14     | 18     |
| 归属母公司所有者净利润 | 620    | 1,101  | 1,294  | 1,517  |

| 资产负债表(百万元) | 2021  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 3,168 | 5,831  | 5,690  | 5,868  |
| 应收账款及应收票据  | 636   | 787    | 842    | 927    |
| 存货         | 686   | 963    | 1,006  | 1,072  |
| 其它流动资产     | 302   | 372    | 1,359  | 2,316  |
| 流动资产合计     | 4,792 | 7,954  | 8,898  | 10,183 |
| 长期股权投资     | 200   | 225    | 255    | 281    |
| 固定资产       | 1,810 | 2,335  | 2,805  | 3,246  |
| 在建工程       | 166   | 356    | 506    | 656    |
| 无形资产       | 143   | 190    | 254    | 291    |
| 非流动资产合计    | 2,952 | 3,736  | 4,445  | 5,095  |
| 资产总计       | 7,744 | 11,690 | 13,343 | 15,277 |
| 短期借款       | 579   | 800    | 300    | 200    |
| 应付票据及应付账款  | 139   | 646    | 568    | 529    |
| 预收账款       | 30    | 36     | 38     | 42     |
| 其它流动负债     | 539   | 660    | 781    | 765    |
| 流动负债合计     | 1,287 | 2,142  | 1,687  | 1,536  |
| 长期借款       | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其它长期负债     | 532   | 2,332  | 3,132  | 3,682  |
| 非流动负债合计    | 532   | 2,332  | 3,132  | 3,682  |
| 负债总计       | 1,819 | 4,475  | 4,819  | 5,218  |
| 实收资本       | 443   | 620    | 620    | 620    |
| 普通股股东权益    | 5,738 | 6,458  | 7,126  | 8,022  |
| 少数股东权益     | 187   | 758    | 1,397  | 2,038  |
| 负债和所有者权益合计 | 7,744 | 11,690 | 13,343 | 15,277 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；           | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。