

LNG 进口稀缺标的，内生外延优化业务布局

2023 年 04 月 11 日

➤ **专注于气体能源领域，形成“一主两翼”格局。**公司立足于天然气、石油气等清洁能源产业，进一步延伸了能源服务和特种气体两个业务板块，其中，能源服务业务主要依托于接收站、储罐及槽车等核心资产收取服务费，特种气体业务主要聚焦于氢气和氦气的产能建设。公司的收入和盈利来源主要是 LPG 和 LNG 贸易，2022 年 LPG 和 LNG 业务毛利占比分别为 33.82% 和 55.98%。由于公司强化资源配置及顺价能力，LNG 单吨毛差同比提升，LPG 销量明显上涨，2022 年，公司实现归母净利润 10.90 亿元，同比增长 75.9%。

➤ **自有稀缺资产铸就壁垒，全球 LNG 进口增加的背景下，资产价值凸显。**公司拥有一座大型综合能源基地，位于东莞立沙岛，最大可停靠 5 万吨级船舶，可实现 LNG 和 LPG 年周转能力各 150 万吨，能够提供采购运输、接收仓储、物流配送等中游全产业链服务。**1) 采购运输：**公司可自主控制 4 艘 LNG 船舶（2 艘自有，1 艘待交付，1 艘在建）和 4 艘 LPG 船舶（2 艘租赁，2 艘在建），待全部投运后，年周转能力将达到 400-500 万吨；且在全球 LNG 运力紧张、运费高涨的背景下，公司自有船舶有利于降本增效。**2) 接收仓储：**截至 2022 年底，我国建成投运的 LNG 接收站有 24 座，其中，包括九丰 LNG 项目在内的民营企业控股的仅有 3 个项目，公司接收站资产具备稀缺性。**3) 物流配送：**公司在运营 LNG 槽车超百台，可实现对直接终端用户的销售，有利于增强用户粘性。

➤ **“长约+现货”、气源稳定，加大“陆气”池建设、扩充上游资源。**长约方面，公司与马石油和 ENI 签订了照付不议的 LNG 长约合同，约定将在 2026 年 3 月 31 日之前累计向签约的供应商采购不少于约 495 万吨的 LNG，截至 2022 年末，剩余未提货量为 320 万吨。此外，公司收购了森泰能源 100% 的股权，拥有新增 LNG 在产液化产能近 60 万吨/年以及待投产产能约 61 万吨/年，液化厂气源主要来自周边地区中石油、中石化的油气田，从而公司的资源池有望得到进一步扩充，盈利能力有望进一步增强。

➤ **“内生+外延”，双轮驱动氢气、氦气业务发展。**我国氢能产业空间广阔，中国氢能联盟预计，2030 年国内氢气需求量有望达到 3500 万吨；氦气方面，国内目前处于初步发展阶段，对外依存度高达 94.35%。目前，公司已和巨正源联手投资制氢项目，二期规划项目为 2.5 万吨/年；此外，森泰能源作为国内少有的具有高纯度氦气产能的企业之一，2022 年末产能为 36 万方/年，且已规划建设“天然气液氮生产项目”，进一步扩大氦气产业优势。

➤ **投资建议：**公司拥有 LNG 贸易相关的稀缺资产和稳定的海外资源，同时扩充国内陆气资源，盈利能力有望增强。我们预计，2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.79/15.05/17.83 亿元，对应 EPS 分别为 2.05/2.41/2.85 元/股，对应 2023 年 4 月 10 日股价的 PE 分别为 11/9/8 倍，考虑到短期国际天然气价格波动风险较大，公司主业采购成本易受影响，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**LNG 价格大幅波动的风险，项目投产进度不及预期，汇率变动对成本和费用产生影响的风险，商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23,954	21,536	23,848	27,166
增长率 (%)	29.6	-10.1	10.7	13.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,090	1,279	1,505	1,783
增长率 (%)	75.9	17.4	17.6	18.5
每股收益 (元)	1.74	2.05	2.41	2.85
PE	13	11	9	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

21.92 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

目录

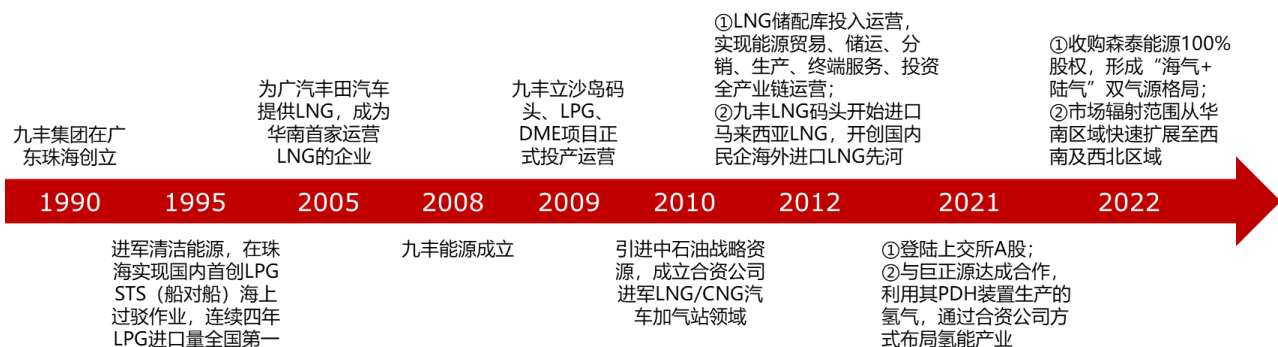
1 九丰能源：专注燃气产业中游，深耕华南 30 余载	3
1.1 国内进口气贸易商，重资产布局燃气中游全环节	3
1.2 盈利能力持续改善，营运能力表现不俗	5
1.3 出台员工持股计划，业绩考核彰显信心	6
2 上游结构转型推动 LNG 发展，下游产业升级拓宽 LPG 空间	7
2.1 LNG：能源转型进行时，进口规模有望扩张	7
2.2 LPG：化工原料轻质化趋势带动需求上行	9
3 资源优势奠定前期地位，版图扩张加速后续成长	11
3.1 拥有稀缺资产，配套设施完善	11
3.2 气源稳定、客户优质，上游资源持续扩充	15
4 内生+外延，双轮驱动氢气、氦气业务发展	18
4.1 氢能产业空间广阔，公司积极探索“新蓝海”	18
4.2 入局氦气市场，业务协同性较强	19
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析	23
6 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 九丰能源：专注燃气产业中游，深耕华南 30 余载

1.1 国内进口气贸易商，重资产布局燃气中游全环节

专注于燃气产业中游，深耕华南 30 余载。公司定位为“具有价值创造力的清洁能源服务商”，立足于天然气、石油气等清洁能源产业，经营产品主要包括 LPG、LNG、甲醇及二甲醚（DME），产品主要应用于燃气发电、工业燃料、城镇燃气、交通燃料、化工原料等领域。1990 年九丰集团成立，以 LPG 业务起步，1995 年公司实现连续四年 LPG 进口量全国第一；2008 年九丰能源成立，深耕 LPG 终端业务，立足华南，并进军 LNG 行业；2013 年公司开始进口马来西亚液化天然气，开创国内民企海外进口 LNG 先河；2021 年九丰能源正式登陆 A 股。

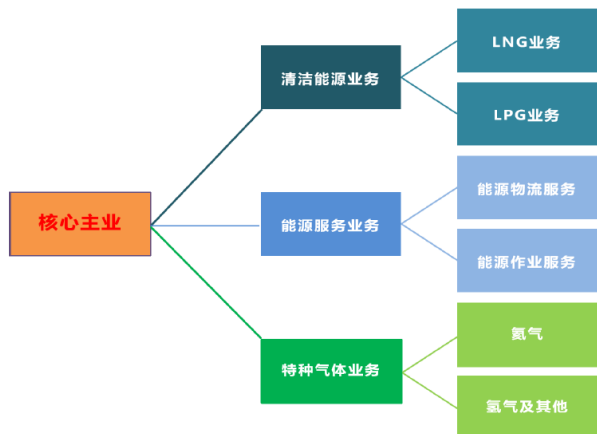
图1：公司的历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

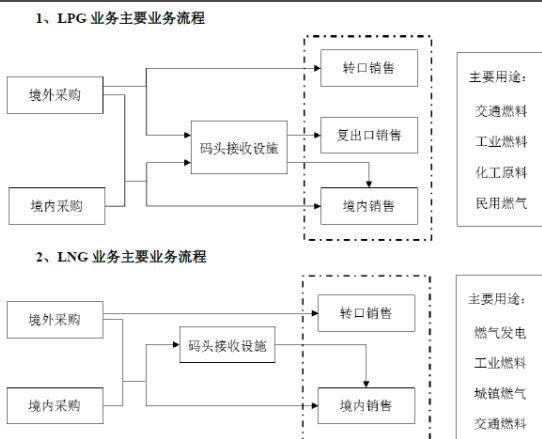
“一主两翼”业务发展格局，“海气+陆气”双资源池。公司经过 30 多年的发展，目前已涵盖清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务等三大业务板块，形成了“一主两翼”的业务发展格局。其中清洁能源业务是公司大力发展的核心主业，通过布局“海气+陆气”双资源池，为客户提供用气保障能力强、具有成本竞争力的 LNG、LPG 产品及服务；能源服务和特种气体业务是公司积极布局和重点发展的新赛道业务，也是清洁能源业务的延伸。

图2：公司的业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司主业的业务流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

业务布局完善，下游客户多元化。公司实现清洁能源“端到端”全产业链布局，业务模式成熟完善。公司业务布局涵盖“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，实现清洁能源“端到端”的全方位布局。公司采用“资源（LNG、LPG）+资产（码头、仓储）+市场”的模式，服务半径覆盖了粤港澳大湾区较密集的用能群体。在下游客户方面，公司实行不同资源匹配不同客户的基本业务逻辑，下游客户多元。2022年，LNG资源的工业（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%，城市燃气、贸易商为代表的中间商客户成为销售重要补充。LPG资源主要匹配国内客户，其中应用于终端居民用气的比例预计超过80%。

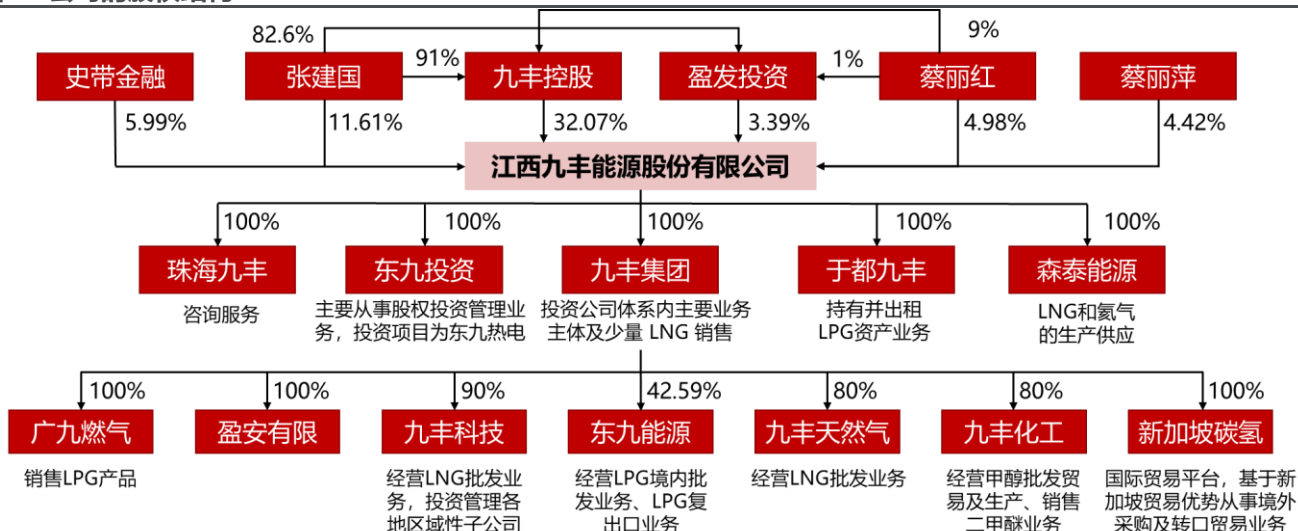
图4：公司的产业布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

创始人夫妇合计持股 51.49%，公司控制权集中稳定。截至 2022 年末，董事长张建国直接持有公司 11.61% 的股份，蔡丽红直接持有 4.98% 的股份；包含间接持股后，夫妇两人合计持有上市公司 51.49% 的股份，股权结构稳定。

图5：公司的股权结构



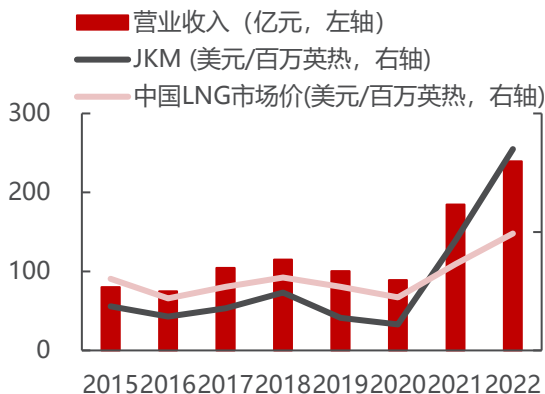
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

注：截至时间为 2022 年 12 月末，持股股东仅画出了持股比例在 3% 以上的股东

1.2 盈利能力持续改善，营运能力表现不俗

收入和业绩受国内外天然气价格波动的影响。2022 年全年公司营收为 239.54 亿元,同比增长 29.56%,主要系公司 LNG 销售单价较上年同期大幅上涨、LPG 销售数量及销售单价同比有所增长;归母净利润为 10.90 亿元,同比增长 75.9%。2022 年国际天然气价格波动幅度较大,面对上游资源价格高位运行的不利环境,公司通过“压力测试”,盈利稳定性得到验证。

图6: 2015-2022 年公司的营业收入



资料来源: BP, 公司公告, 民生证券研究院

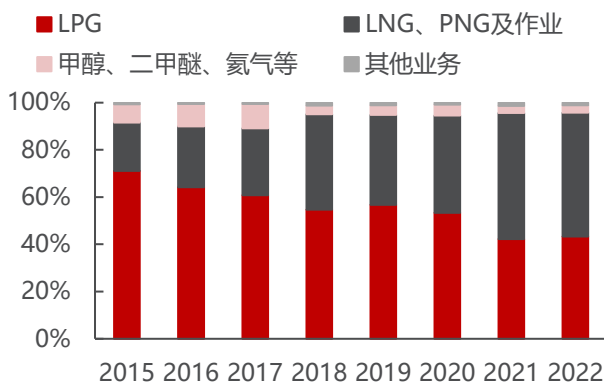
图7: 2015-2022 年公司的归母净利润



资料来源: BP, 公司公告, 民生证券研究院

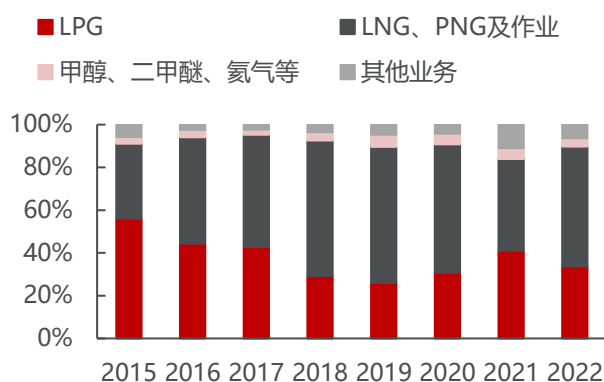
LPG 和 LNG 贸易是公司主要的收入和盈利来源。从 2015-2022 年公司营收构成来看, LNG 和 LPG 两大支柱业务在营收中占绝对主导, 其中 LNG 业务营收占比由 2015 年的 20.43% 提升至 2022 年的 52.47%, LPG 业务收入占比为 43.28%。从 2015-2022 年毛利贡献来看, 2016 年起 LNG 业务毛利贡献占比即超越 LPG, 2022 年 LNG 业务实现毛利润 8.72 亿元, 占比达 55.98%; LPG 业务实现毛利润 5.26 亿元, 占比 33.82%。

图8: 2015-2022 年公司的营收结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 2015-2022 年公司的毛利结构

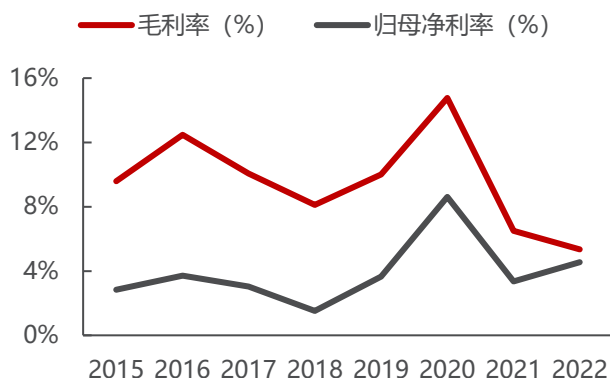


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

盈利能力有所改善, 整体抗波动能力增强。公司毛利率易受能源价格的影响。2015-2022 年间, LPG 业务毛利率相对稳定, 在 4.35%-8.62% 之间; LNG 业务毛利率波动范围较大, 在 5.21%-24.09% 之间。随着公司陆气资源的布局, 海气价

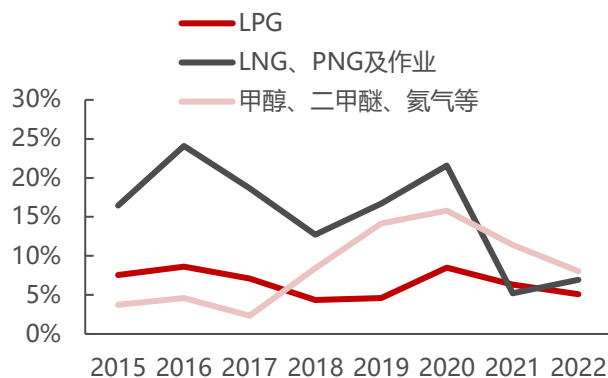
格大幅波动的风险能够得到有效抵御，从而提高公司盈利能力的稳定性。

图10: 公司的盈利能力



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: 公司各业务毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3 出台员工持股计划, 业绩考核彰显信心

员工持股计划彰显发展信心, 第一年业绩考核目标圆满达成。2022年9月, 公司出台了第一期员工持股计划, 参与对象包含公司董事、总经理等核心员工共计23人, 加上预留份额后共涉及的公司股票规模不超过700万股, 约占公司总股本的1.13%, 同时, 持股计划的股份购买价格定为10.77元/股。公司层面定制的业绩考核分为3期, 分别是2022-2024年将实现归母净利润不低于9.5、12、15亿元, 相比2021年的CAGR分别是53.29%、39.15%、34.26%, 较高的业绩增速目标彰显了公司的发展信心。

表1: 员工持股计划的业绩考核情况

解锁期	参考标准	业绩考核指标
第一个解锁期	2021年公司实现归母净利润6.20亿元	2022年, 公司实现归母净利润较2021年增长不低于53.29%, 即不低于9.5亿元
第二个解锁期		2023年, 公司实现归母净利润较2021年增长不低于93.63%, 即不低于12亿元
第三个解锁期		2024年, 公司实现归母净利润较2021年增长不低于142.03%, 即不低于15亿元

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

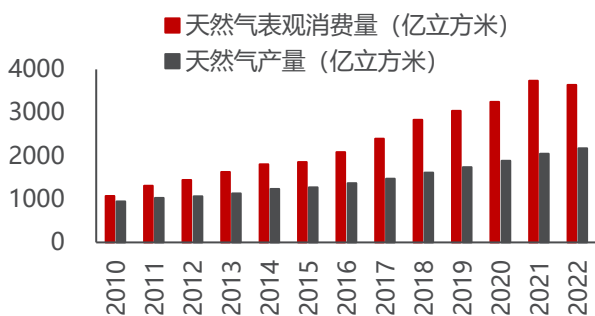
2 上游结构转型推动 LNG 发展, 下游产业升级拓宽

LPG 空间

2.1 LNG: 能源转型进行时, 进口规模有望扩张

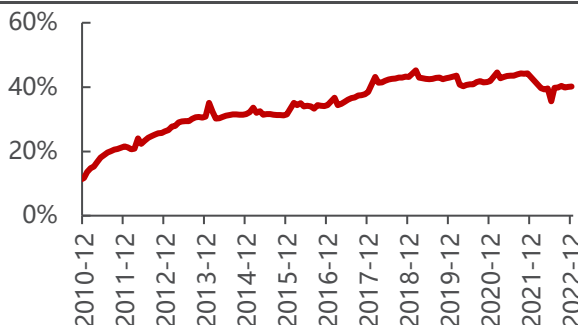
我国天然气的对外依存度较高。随着我国对环境保护和碳排放的日益重视以及日益旺盛的下游需求, 国内天然气需求呈现持续增长态势, 2022 年国内天然气表观消费量达到 3638.12 亿立方米。然而, 受制于国内天然气产量不足, 我国天然气供需缺口不断拉大, 对外依存度在不断提升, 截至 2022 年 12 月份, 我国天然气的进口依存度达到 40.14%。

图12: 国内天然气供需缺口不断扩大



资料来源: wind, 民生证券研究院

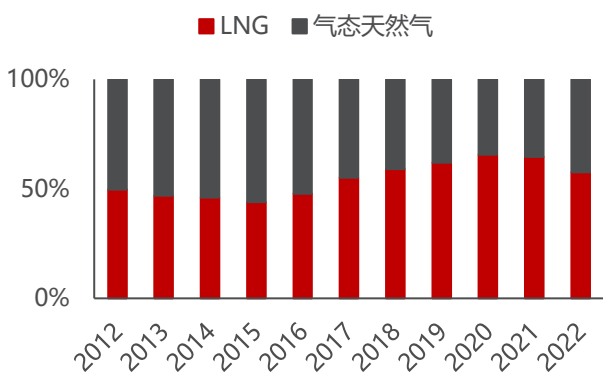
图13: 国内天然气对外依存度提升



资料来源: wind, 民生证券研究院

我国进口天然气的管道和基建资源受限, LNG 为主要进口形式。中国大陆进口天然气分为进口管道气 (PNG) 和液化天然气 (LNG), 2022 年, 我国天然气进口总量为 1519.02 亿立方米, 其中, 进口 LNG 数量为 6344.25 万吨, 约 875.51 亿立方米, 占总进口量的比重为 57.64%; 进口管道气占比约 42.36%, 主要是我国管道和配套的国内管网及储气库等基础设施不足, 从而使得进口管道气数量受限。据海关总署数据, 2022 年我国 PNG 进口气源地主要包括中亚的土库曼斯坦、哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦以及缅甸和俄罗斯等; 海上 LNG 进口则通过沿海地区的 LNG 接收站, 主要气源地为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、俄罗斯等国。

图14: 2022 年 LNG 进口比重为 57.64%



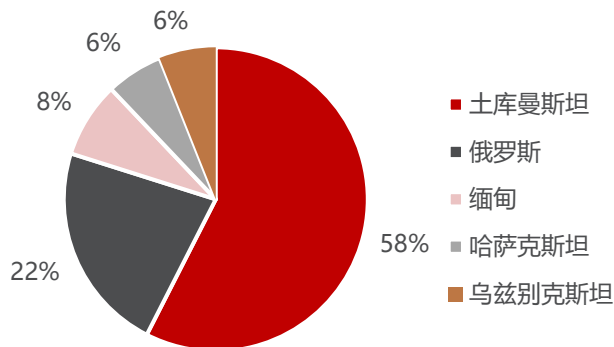
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 中国进口管道天然气的管道资源

天然气管道	气源	管长 (公里)	设计运量 (亿立方米/年)	管径 (mm)	境内管线	建成时间
中亚A线		1833	150	1067	西气东输二线	2009年12月
中亚B线	土库曼斯坦	1833	150	1067	西气东输二线	2010年10月
中亚C线	乌兹别克斯坦	1830	250	1219	西气东输三线	2014年5月
中亚D线	哈萨克斯坦	1000	300	1219	西气东输五线	" 十三五 "期间
中缅天然气	缅甸	2520	120	1016	中贵线、西气东输线	2013年7月
中俄东线	俄罗斯中部	4000	380	1420	国营管线在建	2020年
中俄西线	俄罗斯西伯利亚	-	300	-	西气东输	2020年

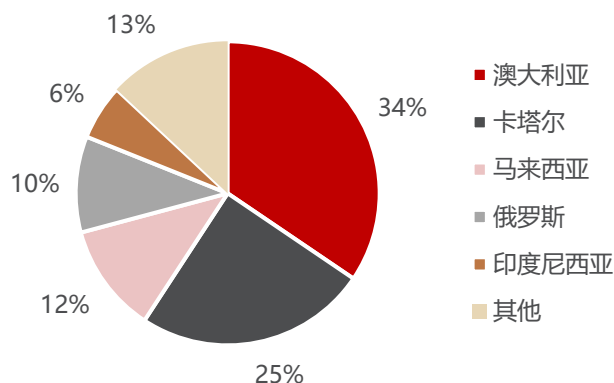
资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

图16: 中国 PNG 进口主要来源于土库曼斯坦和俄罗斯



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 民生证券研究院

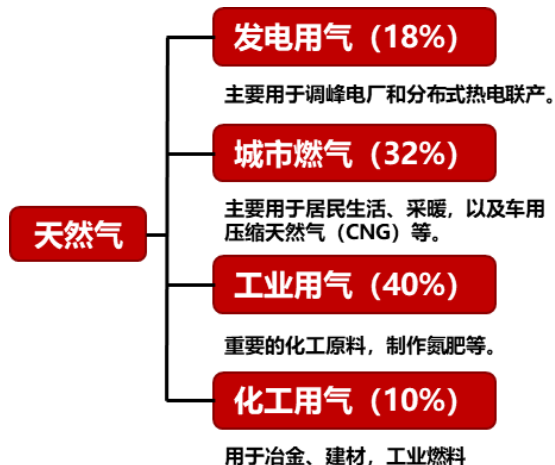
图17: 中国 LNG 进口主要来源于澳大利亚、卡塔尔等



资料来源: 中华人民共和国海关总署, 民生证券研究院

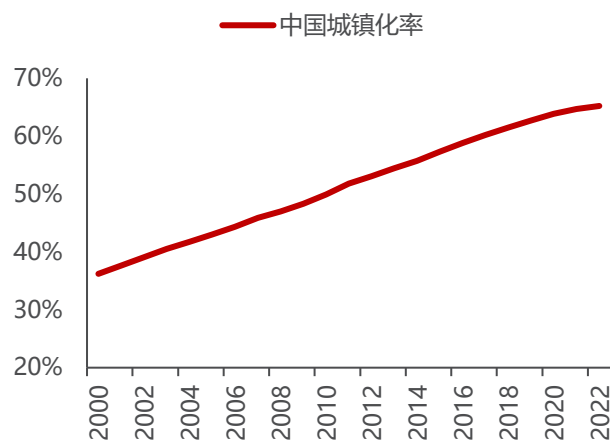
城镇化进程和能源清洁化将推动天然气消费持续增长。天然气利用途径主要是作为城市燃气、工业燃料、发电和化工用气等, 2021 年, 城市燃气和工业用气分别占据天然气消费总量的 32%和 40%。据《天然气发展“十三五”规划》, 城镇化率每提高一个百分点, 每年将增加相当 8000 万吨标准煤的能源消费量, 截至 2022 年我国城镇化率为 65.22%, 相比欧美国家基本稳定于 80%的水平, 我国城镇化率还有较大提升空间, 从而天然气消费有望实现持续增长。据国家能源局预测, 2025 年我国天然气消费量将达到 4300-4500 亿立方米, 到 2030 年将达到 5500-6000 亿立方米。

图18: 2021 年我国天然气主要用于工业、城燃



资料来源: 《中国天然气发展报告 (2022)》, 民生证券研究院

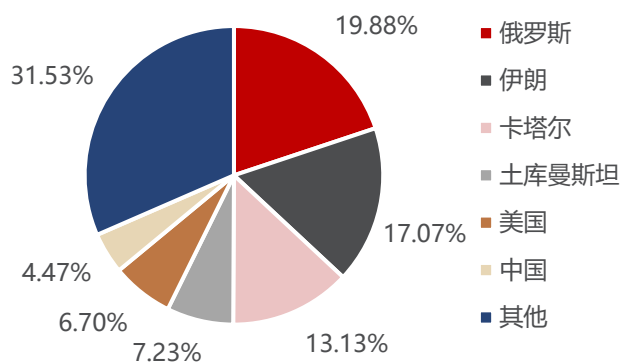
图19: 2022 年中国的城镇化率为 65.22%



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

国内天然气资源量稀缺, LNG 进口具有长期发展空间。天然气的全球资源分布不均衡, 2020 年全球天然气储量为 188.1 万亿立方米, 其中, 俄罗斯、伊朗和卡塔尔分别占全球天然气储量的 19.88%、17.07%和 13.13%; 而我国天然气资源稀缺, 仅占全球的 4.47%。考虑到国内天然气储量和产量的不足, 我国 LNG 进口有望长期维持增长。

图20: 截至 2020 年末国内天然气资源储量较少

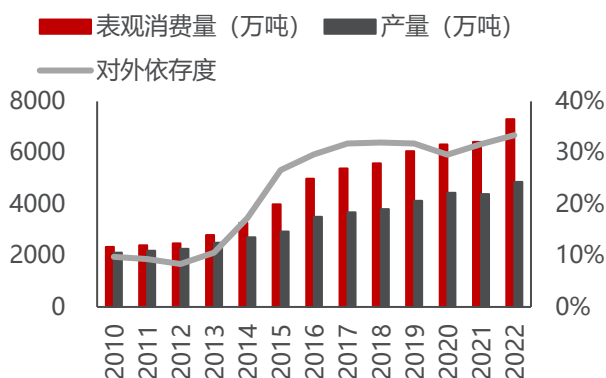


资料来源: BP, 民生证券研究院

2.2 LPG: 化工原料轻质化趋势带动需求上行

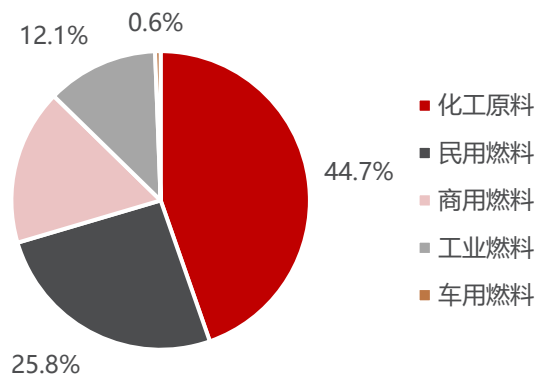
我国 LPG 主要用于化工原料和民用燃料，进口依赖性强。我国 LPG 的下游用途包括化工原料、民用燃料、商用燃料、工业燃料和车用燃料。目前，化工原料用气已成为占比最高的 LPG 消费用途，2020 年占比 44.7%。受近年来我国化工原料向轻质化方向发展的影响，LPG 作为比石油脑、煤等经济性及环保性更优的原料被大量应用；随着 LPG 深加工装置产能的不断扩大，用于化工原料的 LPG 需求量得以持续增长。2022 年我国 LPG 表观消费量达到 7308.87 万吨，对外依存度达 33.41%。

图21: 我国液化石油气的对外依存度呈上升趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

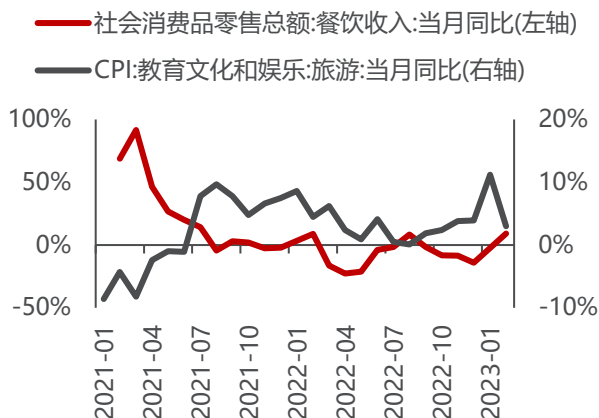
图22: 2020 年我国液化石油气分部门消费情况



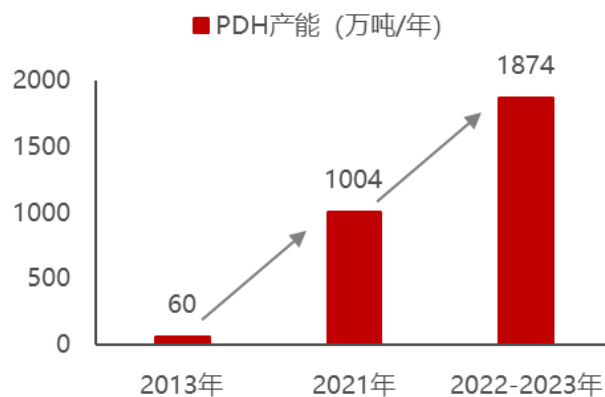
资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

短期需求复苏有望刺激 LPG 消费增长，长期化工原料轻质化将推动 LPG 行业发展。2023 年以来，随着疫情政策放松，国内对餐饮、旅游业的需求逐步复苏，短期来看，LPG 在商用燃料领域的需求有望增加，且汽油消费有望带动汽油添加剂 MTBE 等对 LPG 的化工需求。长期来看，化工原料在朝向轻质化发展，即从石油脑油向轻烃、石油气、天然气等气体资源方向转变，因为轻质化原料生产路线具有产品收率高、成本低、项目投资少、能耗低、污染小等优势。据卓创资讯数据，国

内在建及未来拟建丙烯产能有 1272 万吨/年，其中，丙烷脱氢法即 PDH 工艺占未来新增产能的 63.84%，从而有望拉动未来国内对于 LPG 的需求。

图23：国内需求正在复苏


资料来源：wind，民生证券研究院

图24：我国 PDH 产能快速扩张


资料来源：立鼎产业研究网，民生证券研究院

表2：PDH 路线的在建产能占比最高

工艺	现有产能	占比	在建/拟建产能	占比	合计	占比
油制烯烃	2887	54.56%	220	17.30%	3107	47.34%
PDH	1021	19.30%	812	63.84%	1833	27.93%
CTO	480	9.07%	60	4.72%	540	8.23%
MTO	398	7.52%	160	12.58%	558	8.50%
CTP	145	2.74%	20	1.57%	165	2.51%
MTP	360	6.80%	0	0.00%	360	5.49%
合计	5291	100.00%	1272	100.00%	6563	100.00%

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

3 资源优势奠定前期地位，版图扩张加速后续成长

3.1 拥有稀缺资产，配套设施完善

公司拥有码头、海域使用权、存储设施等稀缺资产，集采购运输、接收仓储、物流配送于一体。LNG 和 LPG 的进口需要良好的岸线码头和仓储设施做支撑，具体流程是通过码头接收设施将境内外采购的 LNG 和 LPG 进行转口和境内销售。公司拥有一座大型综合能源基地，位于东莞立沙岛，地处珠江三角洲的中心地带，水陆交通便捷，是华南地区主要的能源供应基地，能够实现船舶进出港靠离泊、装卸入库、装车/装船出库等多流程的有效运转，提供采购运输、接收仓储、物流配送等中游全产业链服务。

图25：公司位于东莞市立沙岛的 LNG、LPG 接收码头及库区效果图



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：公司 LNG 船舶、接收站、储罐及槽车等能源物流相关核心资产



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1.1 采购运输

自有在运营运力超 10 万吨，搭配租赁运输船灵活调配运力。公司采用自有+租赁运输船的形式实现产品运输、提高船舶周转效率、保障采购的及时性和灵活性。运输船舶方面，目前公司自主控制 8 艘运输船，其中 4 艘 LNG 船舶（2 艘自有，1 艘待交付，1 艘在建），4 艘 LPG 船舶（2 艘租赁，2 艘在建），经公司测算，全部 LNG、LPG 船舶投运后，年周转能力预计达 400-500 万吨。

表3：公司自主控制 8 艘运输船

类型	自有	待交付	租赁	在建	总计
LNG 运输船	2	1	0	1	4
LPG 运输船	0	0	2	2	4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

自有船舶降本增效，相比租赁船只更具经济性。公司可自主控制的运输船中有 75% 是公司自己投资建设的船舶，根据招股书测算，自建船舶无论是在年度的固定支出、还是在单位运输成本方面都要优于租赁船舶。此外，2022 年在俄乌冲突的影响下，国际天然气价格高涨、LNG 贸易需求大增，导致 LNG 船的租金和运输费用均在 2022 年下半年出现大幅上涨，在此背景下，公司的自有 LNG 船更具供应稳定性和经济性。

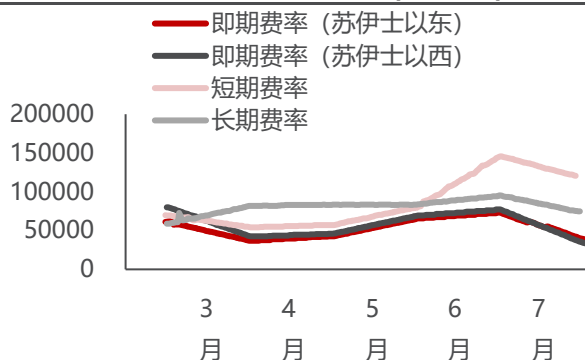
表4：自建 LNG 船的经济效益好于租赁船舶

	自建 LNG 船	租赁中型 LNG 运输船
船舶费用		
新增固定资产 (万元)	93199	-
年折旧费用 (万元)	2951	-
年运营成本 (万元)	2212	LNG Lerici 租金: 39000 美元/天 Saga Dawn 租金: 43800 美元/天
年费用合计 (万元)	5164	8584- 9640
运输费用		
单位运输成本 (美元/百万英热)	0.52	0.83

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

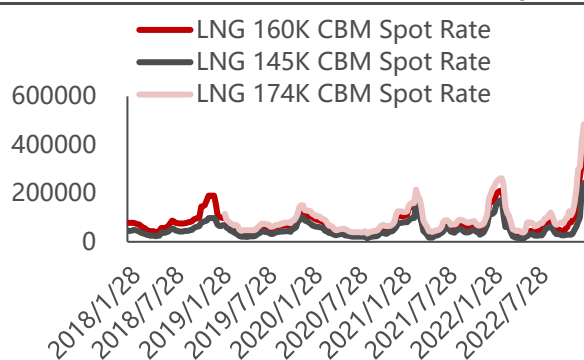
- 注：1) LNG 船的折旧按照 5% 的残值率及 30 年折旧期进行折旧；
2) 假设 LNG 运输船的使用率平均为 90%，即全年投入运营时间约 328.5 天；
3) 汇率假设为 1 美元=6.7 元。

图27：2022 年 LNG 船租金上涨 (美元/天)



资料来源：Datayes!，民生证券研究院

图28：LNG 船即期运价自 2022 年快速上涨 (美元/天)



资料来源：Datayes!，民生证券研究院

3.1.2 接收仓储

拥有稀缺 LNG 接收站资源，全球能源紧张背景下战略价值凸显。截至 2022 年底，我国建成投运的 LNG 接收站有 24 座，年设计接收能力达 1.0957 亿吨，储罐能力达 1398 万立方米。现已投运的 24 座 LNG 接收站中，民营企业控股的仅有新奥股份的舟山 LNG 项目、广汇能源的启东 LNG 项目和九丰能源的九丰 LNG 项目。3 座民营 LNG 接收站总设计能力占全国总设计能力的 10.5%。由于俄罗斯对欧盟的出口天然气大幅下降，全球 LNG 进口需求预计将会提升，在此背景下，接收站作为 LNG 进口的关键资源，战略价值凸显。

表5：我国 LNG 接收站项目

序号	LNG 项目	所属企业	设计能力 (万吨/年)	储罐 (万立方米)	投产时间
1	天津 LNG 项目一二期	国家管网	600	36.5	2014 年
2	海南洋浦 LNG 项目	国家管网	300	32	2014 年
3	广西北海 LNG 项目	国家管网	600	64	2016 年
4	粤东惠来 LNG 项目	国家管网	200	48	2017 年
5	深圳迭福 LNG 项目	国家管网	400	64	2018 年
6	广西防城港	国家管网	60	6	2019 年
7	辽宁大连 LNG 项目	国家管网	600	48	2009 年
8	江苏如东 LNG 项目一二三期	中石油	1000	108	2011 年
9	河北曹妃甸 LNG 项目一二期	中石油	650	128	2013 年
10	中油深南 LNG 项目	中石油	27	4	2014 年
11	山东青岛 LNG 项目一二期	中石化	700	96	2014 年
12	天津 LNG 项目一二期	中石化	1080	64	2018 年
13	广东大鹏 LNG 项目	中海油	680	64	2006 年
14	福建莆田 LNG 项目	中海油	630	96	2008 年
15	浙江宁波 LNG 项目一期	中海油	700	96	2012 年
16	珠海金湾 LNG 项目一期	中海油	350	64	2013 年
17	盐城绿能港 LNG 项目	中海油	300	88	2022 年
18	新奥舟山 LNG 项目一二期	新奥股份	500	64	2018 年
19	深圳华安 LNG 项目	深圳燃气	80	8	2019 年
20	上海洋山 LNG 项目	申能集团/中海油	600	89.5	2009 年
21	上海五号沟 LNG 项目	申能集团	150	32	2000 年
22	九丰 LNG 项目	九丰能源	150	16	2012 年
23	广汇启东 LNG 项目	广汇能源	500	62	2018 年
24	杭嘉鑫 LNG 项目	嘉兴燃气/杭州燃气	100	20	2022 年

资料来源：立鼎产业研究网，民生证券研究院

开创国内民企进口 LNG 先河，业务布局具有前瞻性。2003 年公司的东莞立沙岛综合能源基地就已获得立项核准；2009 年九丰立沙岛码头正式投产运营；2012 年 LNG 储配库也投产运营，从而九丰立沙岛综合能源基地进入全面运营阶段；次年，九丰 LNG 码头开始进口马来西亚液化天然气，开创了国内民企海外进口 LNG 的先河，且 LNG 销量自此快速增长。公司业务规划早，布局具有前瞻性。

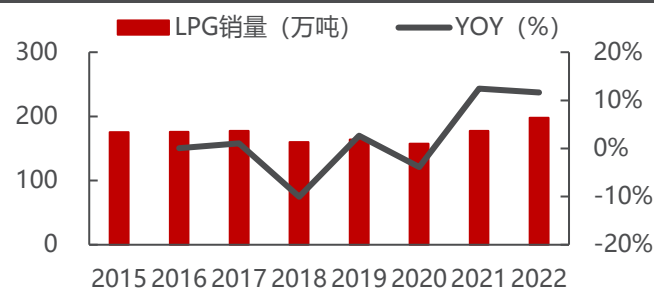
接收仓储设施配备齐全，储罐容量高，周转能力强。公司接收站位于东莞市立沙岛，码头岸线 301 米，海域面积 16.59 公顷，共设有 3 个泊位，最大可停靠 5 万吨级船舶。公司拥有 LNG、LPG 和甲醇的储罐容量分别为 16、14.4、12.5 万立方米，可实现 LNG 年周转能力 150 万吨、LPG 年周转能力 150 万吨。截至 2022 年，公司实现 LNG 销量 146.35 万吨和 LPG 销量 197.90 万吨。

表6：公司东莞码头情况

码头设施	具体情况	
海域面积	16.59 公顷	
泊位	1*5 万吨, 2*3000 吨	
库区储存品种	数量和罐容	储罐类型
LNG	2*8 万立方米	低温常压
LPG	3*4 万立方米	低温常压
甲醇	3*2 万立方米, 6*1 万立方米, 1*0.5 万立方米	常温常压

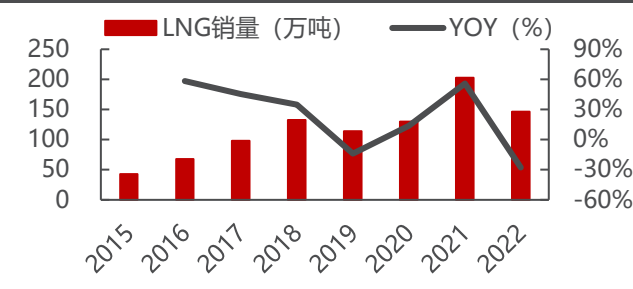
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：公司 LPG 销量保持稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：公司 LNG 销量快速提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.3 物流配送

“液进液出” + “液进气出” 拓宽市场，专门的物流车队保障 LNG 的配送。

公司的销售模式包括“液进液出”和“液进气出”，多样化的销售模式有益于公司扩大市场，形成客户结构的多元化。在“液进液出”方面，公司拥有专门的物流配送车队，截至 2022 年末，公司在运营的 LNG 槽车过百台；在“液进气出”方面，公司在东莞市立沙岛有气化项目，总气化规模为 40 万方/小时，并经东莞市城市管网实现输送。

图31：公司自有 LNG 槽车过百台



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2 气源稳定、客户优质，上游资源持续扩充

“长约+现货”，采购形式灵活。公司 LNG 和 LPG 的采购以境外采购为主，境内采购为辅，主要包括长约采购和现货采购两种采购模式。长约方面，公司与马来西亚石油公司和意大利埃尼集团（ENI）签订了照付不议的 LNG 长约合同，保证海气供应的稳定性；现货方面，公司与国际市场诸多知名 LNG 供应商达成合作协议，如马石油、卡塔尔液化天然气有限公司、Vitol（维多）、Glencore（嘉能可）、Marubeni（丸红）、Pavilion（兰亭）、Chevron（雪佛龙）等。

表7：公司已和马石油、ENI 签订了长约合同

长协供应商	合同内容	补充协议
马石油	2021-2025 年内需完成提货量 416 万吨	$P(LNG) = \text{权重 } 1 * \text{斜率} * \text{Brent} + \text{权重 } 2 * \text{JKM} + \text{常数}$
ENI	2021-2024 年内需完成长约提货量 81 万吨	$P(LNG) = \text{JKM} + \text{常数}$

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：公司 LNG、LPG 的海外资源池分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

提升终端客户规模和用户黏性，持续优化价格弹性和顺价能力。以 LNG 业务为例，国内业务按客户类型划分，可以分为以工业（园区）用户、燃气电厂、大客户为代表的直接终端用户，以及以城市燃气、贸易商为代表的中间商客户。公司将直接终端用户作为 LNG 市场开拓的重中之重，为客户提供专业、灵活的定制化一站式综合能源解决方案。截至 2021 年末，公司服务的直接终端用户超过 100 家，终端销气规模占国内销售量的比重超过 70%，客户黏性不断增强，价格弹性与顺价能力持续优化。

图33：公司“X 优势+目标客户”业务模式

- | | | |
|---|---|---|
| <p>✓ 国内直接终端用户</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 资源池/保供优势 ▶ 气源综合成本优势 ▶ 品牌优势 ▶ 工程、运营服务优势 | <p>✓ 国内中间商客户</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 资源供应优势 ▶ 接收站及其区位优势 ▶ 管网、物流配送优势 | <p>✓ 国际业务</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 国际信用优势 ▶ 资源池优势 ▶ 自有船运优势 ▶ 信息优势 ▶ 专业优势 |
|---|---|---|

资料来源：公司公告，民生证券研究院

收购森泰能源，加大“陆气资源池”建设。在海气资源池之外，公司积极布局陆气资源池，构建“海气+陆气”双气源，提升公司资源保障与配置能力。2022年1月17日，公司首次公告，拟向53名森泰能源的股东发行股份、可转债及支付现金购买其持有的森泰能源100%股权，目前交易标的资产已过户，公司支付的交易价格为18亿元。森泰能源主要从事LNG和高纯度氮气的生产、物流配送、销售和LNG加气站、LNG/L-CNG加气站零售业务。

图34：森泰能源的LNG液化工厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：森泰能源的LNG/L-CNG加气站



资料来源：公司公告，民生证券研究院

森泰能源已投产液化气产能近60万吨/年。在LNG业务方面，森泰能源和中石油各分支机构建立了长期稳定的良好供应合作关系，较好地保证气源稳定供应，且已在国内两大天然气资源丰富区域——四川盆地和鄂尔多斯盆地建成投产4家LNG生产加工厂，具备年产近60万吨LNG的生产能力，市场销售区域辐射西南的川云贵和西北的蒙宁晋等多个省份。其中，位于川南的筠连森泰、叙永森能、古蔺森能3座LNG液化工厂上游原料气来自于中石油浙江油田和中石油西南油气田，气源采购价格以四川省天然气基准门站价为基础，分采暖季与非采暖季进行协商调整；位于内蒙古的LNG液化工厂上游原料气来自于中石油长庆油田，气源采购价格按照区域内各期竞拍价加权平均进行确定。此外，公司以液化工厂为中心，在四川省内的国道、省道沿线和内蒙古省道沿线等交通要道布局及合作经营了多家LNG加气站。

表8：森泰能源已投产项目情况（单位：万吨）

液化厂名称	投产时间	设计产能	2020年产量	2021年产量	2022年1-5月产量
内蒙古森泰	2015年3月	28	19.63	22.19	8.6
筠连森泰	2015年11月	20	16.06	16.6	6.62
叙永森能	2018年12月	6.52	5.3	8.01	3.53
古蔺森能	2018年8月	3.3	2.27	3.07	1.22
合计	—	57.82	43.26	49.87	19.97

资料来源：公司公告，民生证券研究院

森泰能源待投产产能约61万吨/年，至2024年底LNG产能有望翻倍。森泰

能源收购完成后，九丰能源将支持其继续推进 LNG 项目建设，据森泰能源公司规划，2022-2024 年将陆续有 4 个改扩建和新增投资项目投产，预计到 2024 年森泰能源将新增约 60.78 万吨/年的产能。

表9：森泰能源待投产项目情况

项目名称	预计投资金额 (万元)	预计投产时间	年设计产能 (万吨/年)
叙永正东年产 2×10 万吨天然气液化项目 (二期)	6000	2022 年 12 月	10.28
古蔺公司二期 10.5 万吨 LNG 项目	16062	2023 年 3 月	10.5
川西名山 2×20 万吨液化天然气清洁能源基地项目 (一期)	60000	2024 年 12 月	20
川南能源储备调峰 20 万吨 LNG 液化项目	60000	2024 年 12 月	20
合计	—	—	60.78

资料来源：公司公告，民生证券研究院

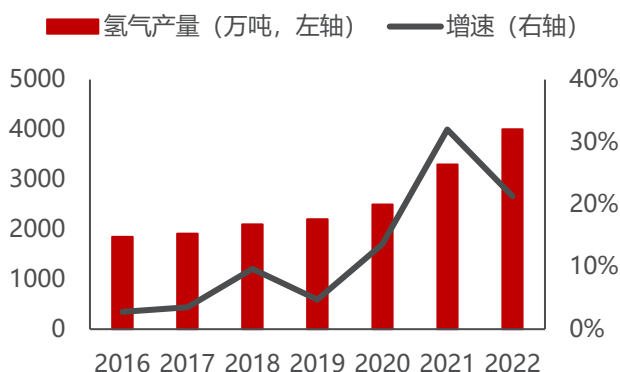
参股华油中蓝，液化权益产能进一步提升。2022 年 4 月，公司公告拟以现金 2.26 亿元购买蓝金能源持有的华油中蓝 28% 的股权。华油中蓝位于四川省巴中市，占地 355 亩，专注于陆上 LNG 的生产、流通、销售，该公司建有 3 万立方米的 LNG 储罐，且一期在运行的 LNG 液化产能为 150 万方/天（折合 30 万吨/年），项目实施地邻近中石化元坝气田、普光气田（两者皆为国内十大气田）及中石油龙岗气田、罗家寨气田，气源保障充足、并具备一定的采购成本优势。此外，华油中蓝还有二期规划的 LNG 液化产能 150 万方/天，目前已完成征地、公用辅助工程建设，且中国石化西南油气分公司已于 2021 年 7 月复函同意为华油中蓝二期项目提供气源保障。

4 内生+外延，双轮驱动氢气、氦气业务发展

4.1 氢能产业空间广阔，公司积极探索“新蓝海”

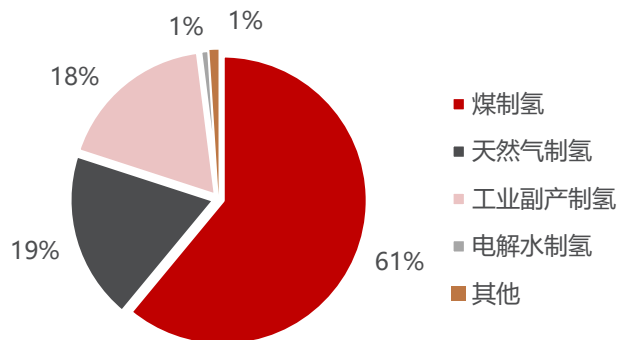
氢能是未来能源体系的重要组成部分，未来空间广阔。目前我国已成为世界上最大的氢气生产国，中国煤炭工业协会数据显示，2022年我国氢气产量达4004万吨，同比增速达21%。据中国氢能联盟预计，到2030年，中国氢气需求量将达到3500万吨，在终端能源体系中占比5%；到2050年，需求量将提升至6000万吨，在终端能源体系中占比10%。目前，氢能产业下游应用领域包含交通运输业，钢铁、化工等工业行业，以及发电和采暖供热等领域；上游制氢方法则包括煤制氢、天然气制氢、工业副产制氢、电解水制氢等方法，我国制氢主要依赖化石能源以及工业副产氢，其中，通过煤化工制取氢气的比例达到61%。

图36：2022年我国氢气产量达4004万吨



资料来源：中国煤炭工业协会，中国氢能联盟，民生证券研究院

图37：国内氢气来源分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表10：氢气的下游应用场景

应用行业	细分领域	作用	2060年国内需求结构预测
交通	公路、铁路	应用于加氢站为燃料电池汽车加注能源	31%
	航空、航运	是重要燃料和推进剂	
工业	钢铁	作为有色金属生产和加工中的还原剂和保护气；在硅钢片、磁性材料和磁性合金生产中，也需要高纯氢气作保护气，以提高磁性和稳定性	60%
	化工	是合成氨、甲醇等的主要原料之一；广泛用于对石脑油、粗柴油、燃料油、重油的脱硫、石油炼制、催化裂化以及不饱和烃等的加氢精制	
	轻工业	作为石英玻璃、人造宝石制造和加工、浮法玻璃生产中的燃烧气或保护气，也可作为汽轮发电机的冷却剂	
发电	氢能发电、氢储能	—	5%
建筑	采暖、供热	—	4%

资料来源：公司公告，中国氢能联盟，毕马威，民生证券研究院

定位氢能产业中上游，联手巨正源投资制氢项目。2021年12月，公司与巨正源签署《共同开发氢能的合作协议》，双方以成立合资公司的形式，开展氢能产业深度合作，其中，公司全资子公司拟出资60%。目前，巨正源旗下PDH装置一期年产氢气能力为2.5万吨/年，二期项目规划为2.5万吨/年。依托巨正源PDH

副产氢项目，合资公司在氢气资源方面具有明显优势，且公司在东莞立沙岛的码头仓储基地与巨正源聚丙烯项目实施地邻近，具有较强的协同性。由于氢气兼具气体属性和能源属性，因此，中短期内，公司将侧重于气体属性的布局，利用天然气重整制氢、PDH 副产氢提纯等技术及工艺，为下游半导体用户、工业用户、化工用户等提供（高纯度）氢气；在长期，公司将侧重于氢气能源属性的布局，即：可再生能源电解水制氢相关技术与装备制造能力的研发与储备，输氢模式方面的技术选择与布局，以及基于氢能利用场景的示范性项目建设。

表11：公司与巨正源共同开发氢能合作情况

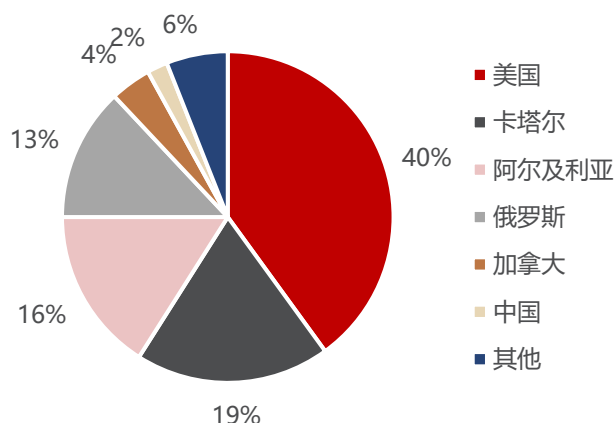
项目	内容
巨正源简介	巨正源股份成立于1999年，主要业务涵盖成品油及化工品贸易、仓储、聚丙烯的研发、生产和销售。子公司巨正源科技于2019年投产了“丙烷脱氢制高性能聚丙烯”一期项目，目前年60万吨聚丙烯、2.5万吨氢气和LPG。二期丙烷脱氢装置项目已在建设中，预计年产能约为2.5万吨氢气。
合作方式	双方拟成立合资公司，，注册资本为人民币5000万元，九丰能源出资60%，巨正源出资40%。
合作内容	双方计划共同推进氢能的技术开发与市场化运营，包括关键技术开发、储运、充装、销售等。
氢源供应	巨正源旗下PDH装置一期（已投产）的2.5万吨/年氢气和二期规划项目的2.5万吨/年氢气。在合资项目建成后及实际对外供应产能范围内，向合资公司供应氢气，具体数量由双方另行商定。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 入局氢气市场，业务协同性较强

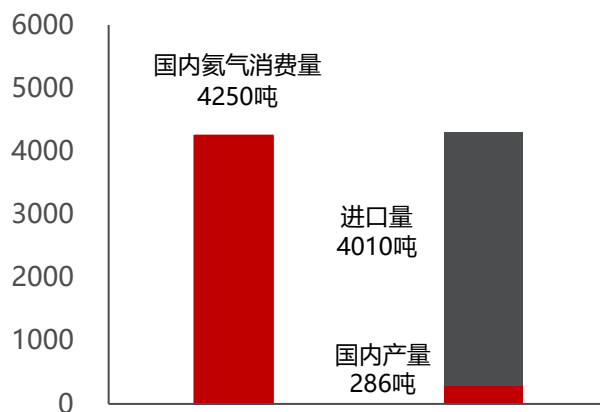
全球氢气资源分布不均，我国氢气供需缺口巨大。根据美国地质调查局对氢资源的估计，全球氢气资源总量519亿立方米。其中，美国、卡塔尔、阿尔及利亚和俄罗斯分别拥有206、101、82和68亿立方米，该四国资源量总和占全球总量的88%。中国氢气资源量为11亿立方米，占全球氢气资源总量的2.12%，氢气资源相对贫乏。据卓创资讯数据，2022年，我国氢气消费量约4250吨（约2380万立方米），同比增长6.25%，然而，国内氢气产量仅为286吨，进口量为4010吨，对外依存度高达94.35%，可见我国氢气供需缺口巨大。

图38：2020年全球氢气资源分布格局



资料来源：美国地质勘探局，公司公告，民生证券研究院

图39：2022年国内氢气供需情况



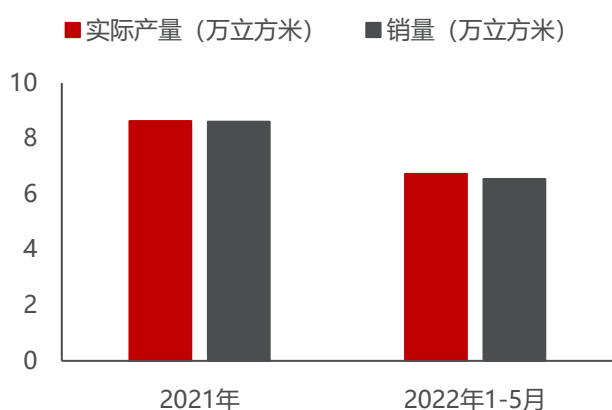
资料来源：卓创资讯，公司公告，民生证券研究院

森泰能源是国内少有的具有高纯度氮气产能的企业之一，2022 年末产能为 36 万方/年。国内氮气行业正处于起步阶段，拥有核心技术和运营能力的企业较少，其中，公司已收购的森泰能源是国内少有的具有高纯度氮气生产能力的企业之一，目前已建成一套 BOG 提氮装置，项目提取的氮气纯度高达 99.999%。2021 年起，森泰能源就已经实现了氮气的规模化销售，且 2021 年、2022 年 1-5 月氮气业务毛利率高达 68.80%和 90.93%。截至 2022 年底，公司高纯度氮气设计产能为 36 万方/年，全年氮气产量约 18 万方。目前，森泰能源已规划投资建设“天然气液氮生产项目”，包括 50m³/h 氮气装置及储存、充装系统，进一步扩大氮气产业优势。

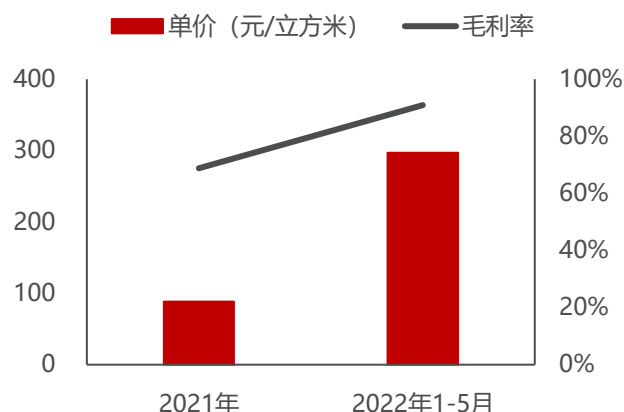
表12：行业主要企业氮气市场布局情况

公司名称	行业布局
广钢气体	2020 年 3 月，收购德国林德集团剥离的每年 9000 万标准立方英尺（约 425 吨）的氮气资源；自主研发的超高纯制氮机装置—“Super-N”系列调试成功，PPB 级的氮气品质填补了国产化空白，能胜任目前最严格的芯片项目对制氮装置的纯度要求，在助力攻关电子气体“卡脖子”技术上取得重大突破。
川空集团	2020 年 8 月，第一套从液化天然气 BOG 中提氮的装置调试成功并成功生产高纯度氮气。
中科富海	2020 年 7 月，成功研制出国内首套液化天然气闪蒸汽（LNG-BOG）低温提氮装置，打通 BOG 提氮联调全流程，顺利产出液氮产品，达到设计要求，这是国内首次实现 BOG 提氮生产线的产业示范运行，填补了国内大型低温领域的空白，捍卫了国家氮气战略安全。
内蒙古万瑞	2021 年 12 月，BOG 提氮项目试生产成功；项目采用先进的闪蒸气提氮工艺，通过低温分离技术从 LNG 闪蒸气中提取氮气并提纯、精致，生产高纯氮气及液态氮气，将以往未被利用的宝贵氮气资源实现商业化生产和利用，年产总量达 40 万方。项目于 2021 年 5 月初开工建设，计划于 2022 年 9 月底完工
森泰能源	标的公司已具备 LNG 项目 BOG 提氮的关键技术和运营能力，并已建成一套 BOG 提氮装置，且运行情况良好，项目提取的氮气纯度高达 99.999%。目前，标的公司已规划投资建设“天然气液氮生产项目”。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：森泰能源的氮气产销量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

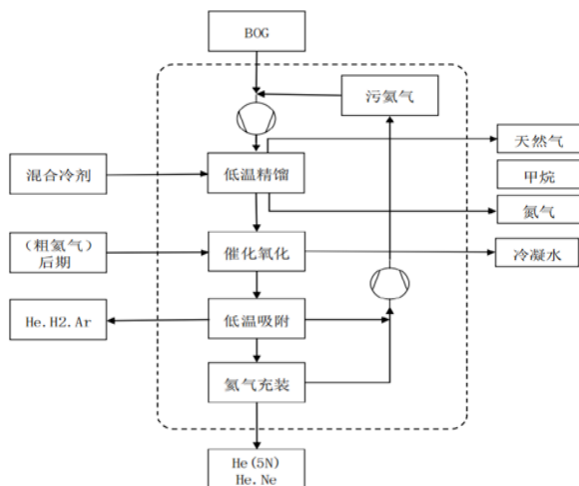
图41：森泰能源的氮气业务毛利率高达 90%以上


资料来源：公司公告，民生证券研究院

森泰能源具备较高 LNG 液化产能，和提氮业务形成良好的协同效应。氮气在空气中的含量仅为 0.0005%，从空气中分离氮气难度和能耗巨大，而天然气中氮含量最高可达 7.5%，是空气中氮含量的 1.5 万倍，因此，天然气提氮是当前商业氮获取的唯一来源，且全球已发现规模氮气储量均为天然气伴生气，所以，氮气生产行业要求企业能够掌握天然气资源。森泰能源作为自有天然气气源稳定且拥有

70 万吨/年的 LNG 液化产能规模的企业，在获取 BOG 粗氦资源并供应保障方面具有先天优势，同时在成本端（主要为设备折旧和人工）优势明显，有利于提升公司氦气业务整体竞争力及抗价格波动能力。

图42：公司氦气生产工艺流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：内蒙森泰 BOG 提氦项目实景



资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

销量：随着公司海陆气资源的逐步扩充，我们预计公司 LPG 和 LNG 的销量均呈现上升趋势。其中，2023-2025 年 LPG 销量分别为 203.8/214.0/224.7 万吨；公司海气长约未提取量截至 2026 年 3 月 31 日之前还有 320 万吨，假设 2023-2025 年每年提取海气长约的量为 100.0/100.0/100.0 万吨；随着公司和供应商关系逐步紧密，海气现货量分别为 28.0/35.0/40.0 万吨；随着森泰能源 LNG 项目陆续投产，国内陆气销量分别为 64.1/72.2/100.2 万吨。

表13：主营业务销量假设（万吨）

	2022A	2023E	2024E	2025E
LPG	197.9	203.8	214.0	224.7
LNG	146.4	192.1	207.2	240.2
海气长约	—	100.0	100.0	100.0
海气现货	—	28.0	35.0	40.0
国内陆气	—	64.1	72.2	100.2

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

毛差：LPG 业务毛差基本稳定，假设 2023-2025 年分别为 280/300/300 元/吨。LNG 方面，由于近期国际天然气价格下跌幅度较大，以及国内需求有所回暖，LNG 国内外价差逐步修复，我们假设 2023-2025 年公司海气长约毛差为 720/760/800 元/吨；海气现货毛差稳定，分别为 80/80/80 元/吨；国内陆气投产规模逐步扩大，规模化效益提升，国内陆气毛差为 680/720/760 元/吨。

表14：LNG 和 LPG 业务毛差（元/吨）

	2022A	2023E	2024E	2025E
LPG	266.0	280.0	300.0	300.0
LNG	595.6	613.4	631.2	663.4
海气长约	—	720.0	760.0	800.0
海气现货	—	80.0	80.0	80.0
国内陆气	—	680.0	720.0	760.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

根据相关假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入将分别实现 215.4/238.5/271.7 亿元。

表15：主营业务收入预测（亿元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
LPG	103.7	98.2	108.3	117.1
YOY	32.8%	-5.2%	10.3%	8.2%
毛利率	5.1%	5.8%	5.9%	5.8%
LNG、PNG 及作业	125.7	106.1	118.5	142.3
YOY	27.2%	-15.6%	11.7%	20.1%
毛利率	6.9%	11.1%	11.0%	11.2%
甲醇、二甲醚、氦气等	7.5	8.6	9.1	9.6
YOY	37.2%	15.4%	5.8%	5.7%
毛利率	8.0%	9.8%	17.4%	21.1%
其他业务	2.7	2.4	2.6	2.6
YOY	4.8%	-10.0%	5.0%	2.0%
毛利率	36.4%	30.0%	40.0%	45.0%
合计	239.5	215.4	238.5	271.7
YOY	29.6%	-10.1%	10.7%	13.9%
毛利率	6.5%	8.9%	9.3%	9.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司专注于 LNG 和 LPG 中游产业，掌握配套的核心资产，我们选取同样致力于天然气销售、且分别拥有接收站和管道核心资产的新奥股份和深圳燃气作为可比公司，从而可比公司 2023-2024 年 PE 均值为 11/9 倍。我们预计，2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.79/15.05/17.83 亿元，对应 EPS 分别为 2.05/2.41/2.85 元/股，对应 2023 年 4 月 10 日股价的 PE 分别为 11/9/8 倍。

表16：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600803.SH	新奥股份	21.15	1.90	2.20	2.51	11	10	8
601139.SH	深圳燃气	6.77	0.41	0.55	0.65	17	12	10
可比公司均值						14	11	9
605090.SH	九丰能源	21.92	1.74	2.05	2.41	13	11	9

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司为未覆盖公司，采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 4 月 10 日

在全球能源紧张以及国内 LNG 进口依赖度较高的背景下，LNG 进口资源和资产的稀缺价值凸显，公司拥有接收站等 LNG 贸易相关的核心资产，同时布局国内陆气资源，未来盈利能力有望增强；同时，公司再次以前瞻性眼光布局了氢气和氦气业务，有望形成第二增长曲线。短期来看，由于当前国际天然气价格波动风险较大，公司主业采购成本易受影响，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

1) LNG 价格大幅波动的风险。国际天然气价格若出现大幅波动,会影响公司的采购成本和 LNG 毛差,进而对公司主业的盈利能力产生影响。

2) 项目投产进度不及预期。若子公司森泰能源的 LNG 项目投产进度较预期慢,则公司 LNG 的国内陆气销量可能不达预期,同时成本端的规模化效益也可能不及预期,从而造成盈利能力不及预期。

3) 汇率变动对成本和费用产生影响的风险。公司的采购业务主要以美元结算,且公司持有美元等外币资产,若美元兑人民币的汇率出现较大波动,可能对公司的采购成本和汇兑损益产生影响。

4) 商誉减值风险。公司已就收购森泰能源事项确认商誉 9.22 亿元,该交易所形成的商誉需在未来每年年度终了进行减值测试,若森泰能源未来不能实现预期收益,则商誉将存在减值风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23,954	21,536	23,848	27,166
营业成本	22,397	19,629	21,637	24,577
营业税金及附加	20	17	19	22
销售费用	205	208	231	263
管理费用	167	150	166	189
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,134	1,534	1,798	2,118
财务费用	-115	34	33	27
资产减值损失	-47	-8	-9	-10
投资收益	8	7	8	9
营业利润	1,245	1,501	1,767	2,092
营业外收支	26	13	14	18
利润总额	1,270	1,514	1,781	2,110
所得税	178	227	267	316
净利润	1,093	1,287	1,514	1,793
归属于母公司净利润	1,090	1,279	1,505	1,783
EBITDA	1,417	1,831	2,053	2,418

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,633	5,395	6,500	7,938
应收账款及票据	325	438	485	553
预付款项	224	168	186	211
存货	988	829	913	1,038
其他流动资产	250	215	224	237
流动资产合计	6,419	7,046	8,309	9,976
长期股权投资	463	470	478	487
固定资产	2,245	2,626	2,964	3,302
无形资产	280	280	279	279
非流动资产合计	4,890	5,118	5,368	5,531
资产合计	11,309	12,163	13,676	15,507
短期借款	913	993	1,073	1,153
应付账款及票据	468	326	359	408
其他流动负债	1,209	951	904	1,008
流动负债合计	2,591	2,270	2,337	2,570
长期借款	223	323	423	523
其他长期负债	1,315	1,297	1,358	1,331
非流动负债合计	1,538	1,620	1,781	1,854
负债合计	4,128	3,890	4,118	4,424
股本	625	625	625	625
少数股东权益	239	247	256	267
股东权益合计	7,181	8,273	9,558	11,083
负债和股东权益合计	11,309	12,163	13,676	15,507

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.56	-10.09	10.74	13.91
EBIT 增长率	37.38	35.23	17.24	17.80
净利润增长率	75.87	17.37	17.62	18.48
盈利能力 (%)				
毛利率	6.50	8.85	9.27	9.53
净利润率	4.55	5.94	6.31	6.56
总资产收益率 ROA	9.64	10.52	11.00	11.50
净资产收益率 ROE	15.70	15.94	16.18	16.48
偿债能力				
流动比率	2.48	3.10	3.56	3.88
速动比率	1.99	2.64	3.06	3.37
现金比率	1.79	2.38	2.78	3.09
资产负债率 (%)	36.50	31.98	30.11	28.53
经营效率				
应收账款周转天数	3.38	5.86	5.86	5.86
存货周转天数	16.10	15.57	15.57	15.57
总资产周转率	2.51	1.83	1.85	1.86
每股指标 (元)				
每股收益	1.74	2.05	2.41	2.85
每股净资产	11.10	12.83	14.87	17.29
每股经营现金流	2.71	2.22	2.86	3.35
每股股利	0.30	0.37	0.43	0.51
估值分析				
PE	13	11	9	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.05	5.90	4.78	3.53
股息收益率 (%)	1.37	1.67	1.96	2.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,093	1,287	1,514	1,793
折旧和摊销	284	297	255	300
营运资金变动	202	-276	-67	-92
经营活动现金流	1,696	1,387	1,788	2,092
资本开支	-111	-410	-370	-385
投资	-161	0	0	0
投资活动现金流	-207	-410	-370	-385
股权募资	78	0	0	0
债务募资	267	180	62	180
筹资活动现金流	-227	-214	-313	-270
现金净流量	1,390	763	1,105	1,437

插图目录

图 1: 公司的历史沿革	3
图 2: 公司的业务布局	3
图 3: 公司主业的业务流程	3
图 4: 公司的产业布局	4
图 5: 公司的股权结构	4
图 6: 2015-2022 年公司的营业收入	5
图 7: 2015-2022 年公司的归母净利润	5
图 8: 2015-2022 年公司的营收结构	5
图 9: 2015-2022 年公司的毛利结构	5
图 10: 公司的盈利能力	6
图 11: 公司各业务毛利率	6
图 12: 国内天然气供需缺口不断扩大	7
图 13: 国内天然气对外依存度提升	7
图 14: 2022 年 LNG 进口比重为 57.64%	7
图 15: 中国进口管道天然气的管道资源	7
图 16: 中国 PNG 进口主要来源于土库曼斯坦和俄罗斯	8
图 17: 中国 LNG 进口主要来源于澳大利亚、卡塔尔等	8
图 18: 2021 年我国天然气主要用于工业、城燃	8
图 19: 2022 年中国的城镇化率为 65.22%	8
图 20: 截至 2020 年末国内天然气资源储量较少	9
图 21: 我国液化石油气的对外依存度呈上升趋势	9
图 22: 2020 年我国液化石油气分部门消费情况	9
图 23: 国内需求正在复苏	10
图 24: 我国 PDH 产能快速扩张	10
图 25: 公司位于东莞市立沙岛的 LNG、LPG 接收码头及库区效果图	11
图 26: 公司 LNG 船舶、接收站、储罐及槽车等能源物流相关核心资产	11
图 27: 2022 年 LNG 船租金上涨 (美元/天)	12
图 28: LNG 船即期运价自 2022 年快速上涨 (美元/天)	12
图 29: 公司 LPG 销量保持稳定	14
图 30: 公司 LNG 销量快速提升	14
图 31: 公司自有 LNG 槽车过百台	14
图 32: 公司 LNG、LPG 的海外资源池分布	15
图 33: 公司“X 优势+目标客户”业务模式	15
图 34: 森泰能源的 LNG 液化工厂	16
图 35: 森泰能源的 LNG/L-CNG 加气站	16
图 36: 2022 年我国氢气产量达 4004 万吨	18
图 37: 国内氢气来源分布	18
图 38: 2020 年全球氢气资源分布格局	19
图 39: 2022 年国内氢气供需情况	19
图 40: 森泰能源的氢气产销量	20
图 41: 森泰能源的氢气业务毛利率高达 90%以上	20
图 42: 公司氢气生产工艺流程图	21
图 43: 内蒙森泰 BOG 提氢项目实景	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 员工持股计划的业绩考核情况	6
表 2: PDH 路线的在建产能占比最高	10
表 3: 公司自主控制 8 艘运输船	12

表 4: 自建 LNG 船的经济效益好于租赁船舶.....	12
表 5: 我国 LNG 接收站项目	13
表 6: 公司东莞码头情况.....	14
表 7: 公司已和马石油、ENI 签订了长约合同	15
表 8: 森泰能源已投产项目情况 (单位: 万吨)	16
表 9: 森泰能源待投产项目情况	17
表 10: 氢气的下游应用场景	18
表 11: 公司与巨正源共同开发氢能合作情况.....	19
表 12: 行业主要企业氮气市场布局情况	20
表 13: 主营业务销量假设 (万吨)	22
表 14: LNG 和 LPG 业务毛差 (元/吨)	22
表 15: 主营业务收入预测 (亿元)	23
表 16: 可比公司 PE 数据对比	23
公司财务报表数据预测汇总.....	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026