

## 公司研究

## LNG 一体化优势显著，在建 LNG 接收站有望打开公司成长空间

## ——九丰能源（605090.SH）投资价值分析报告

## 要点

**LNG、LPG 为两大业务支柱，长约+现货业务模式保证灵活调配。** 公司是国内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，经营产品包括液化石油气（LPG）、液化天然气（LNG）等清洁能源以及甲醇、二甲醚（DME）等化工产品，其中主营产品为 LNG、LPG，2020 年营收占比分别达到 50.0%、45.2%。公司采购以境外为主，LNG 方面长约与现货灵活调配，其中长约价格挂钩 Brent 和 JCC，现货价格参考 JKM；LPG 方面采取年度合约和现货的方式，价格主要与 CP 或 FEI 指数挂钩。

**LNG 一体化优势显著，在建 LNG 接收站助力公司打开成长空间。** 公司在 LNG 方面，公司已与马来西亚国家石油公司及国际七大石油巨头之一的意大利埃尼集团（ENI）签订了 LNG 长期采购协议，并与国际市场其他知名 LNG 供应商达成框架合作协议；凭借优良的国际能源接收与储备库资源、良好的交易信用，公司与国际原油巨头深入合作，保障自身原料供应。目前公司于东莞拥有一座年周转量 100 万吨的 LNG 接收站，系国内首个民营接收站；规划方面，公司 LNG 管道产能预计于 2021 年 10 月完成扩建，届时其流通量将达到 246 万吨/年；此外，公司控股 30% 的江门接收站有望于 2024 年建成投产，其年周转量为 300 万吨。配套天然气管道以及江门接收站的投产有望进一步提升公司 LNG 业务规模。

**公司是华南地区第一大 LPG 进口商，煤改气政策推动公司 LPG 应用转型。** 公司依托东莞立沙岛综合能源基地，已建立起强大的 LPG 储备和销售网络，连续多年成为华南地区主要的 LPG 进口商之一，并在国际采购市场上具有较高的知名度和一定的影响力，目前公司已与雪佛龙、维多、托克等国际知名能源公司建立了长期的合作关系。公司 LPG 下游主要用于民用燃气领域，目前华南地区工业煤改气进程有所提速，但仍有一定的阻碍：目前广州居民部分老城区并不具备改造条件，因此这部分民用 LPG 应用短期内并不会被 LNG 替代，未来公司也在积极拓展新的下游 LPG 客户群体，把化工原料需求客户作为 LPG 业务新的增长点。

**盈利预测、估值与评级：**公司深耕能源贸易领域 30 年，拥有优良的储备库资源，为华南地区第一大 LPG 进口商，在建 LNG 接收站将助力公司巩固一体化优势，进一步打开成长空间。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 10.38、14.03、18.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.34、3.17、4.10 元/股。通过相对估值和绝对估值公司当前股价均明显被低估。采用相对保守预测，我们给予公司 2021 年约 15 倍 PE，对应目标价为 35.10 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险，人民币兑美元汇率风险，上游采购价格波动风险，次新股股价波动风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,021	8,914	11,627	13,914	16,813
营业收入增长率	-12.82%	-11.05%	30.44%	19.67%	20.83%
净利润（百万元）	367	768	1,038	1,403	1,818
净利润增长率	110.19%	109.31%	35.25%	35.13%	29.61%
EPS（元）	1.02	2.13	2.34	3.17	4.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.50%	30.55%	16.67%	18.38%	19.24%
P/E	29	14	13	9	7
P/B	5.4	4.3	2.1	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-15，2019 年公司总股本为 3.60 亿股，2021 年及以后公司总股本为 4.43 亿股

## 买入（首次）

当前价/目标价：29.72/35.10 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005  
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：王威

执业证书编号：S0930517030001  
021-52523339

wangwei2016@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005  
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.43
总市值(亿元):	131.65
一年最低/最高(元):	26.50/49.78
近 3 月换手率:	106.49%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.59	1.47	-34.68
绝对	-19.02	-2.08	-30.96

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

- 1. LNG:** 随着全球能源结构转型升级, 叠加国内双碳目标的提出, 国内外对于天然气的需求不断提升, 公司规划扩建至 246 万吨/年的 LNG 管道预计于 2021 年底投产, 周转量为 300 万吨/年, 江门 LNG 接收站也将于 2024 年建设完成, 将带动未来几年公司 LNG 业务销量提升; 公司天然气下游主要是工业客户, 价格承受能力较强, 因此公司天然气销售价格有望随着天然气市场价格上涨而上涨, 此外凭借 LNG 一体化优势有望维持现有盈利水平, 因此我们预计 2021-2023 年公司 LNG 销售量分别为 143、200、280 万吨, 平均单价分别为 3450、3600、3600 元/吨, 毛利率分别为 21.6%、21.6%、21.6%。
- 2. LPG:** 由于公司 LPG 板块业务较为稳定, 且公司与上游 LPG 国际供应商合作良好, LPG 业务板块盈利水平较为稳定, 因此我们假设公司 LPG 业务销量、价格及毛利率与 2020 年持平, 预计 2021-2023 年公司 LPG 业务销量分别为 160、160、160 万吨, 平均单价分别为 3800、3800、3800 元/吨, 毛利率分别为 8.5%、8.5%、8.5%。
- 3. 甲醇及二甲醚业务:** 近三年公司甲醇及二甲醚业务的销量规模保持稳定, 且该板块对公司利润影响较小, 因此我们假设公司甲醇及二甲醚业务销量、价格及毛利率与 2020 年持平, 我们预计 2021-2023 年公司甲醇及二甲醚业务销量分别为 15、15、15 万吨, 平均单价分别为 3500、3500、3500 元/吨, 毛利率分别为 15.8%、15.8%和 15.8%。

### 我们区别于市场的观点

在海外天然气价格大幅上涨的背景下, 我国天然气进口成本持续攀升, 市场担心由于国内天然气下游价格上涨弹性有限, 上游成本端的上涨无法有效传导至下游, 引发了对公司是否能在天然气涨价背景下受益的担忧。

我们认为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, 与国际原油巨头深入合作, 有力地保障了自身原料供应, 同时在采购端引入 JKM 市场化定价提高了 LNG 采购定价市场化程度。同时随着公司在建的 LNG 管道、LNG 江门接收站及 LNG 运输船正式建成投产后, 将进一步扩大自身 LNG 板块的一体化优势, 凭借稳定的长协气源以及 LNG 一体化优势, 公司将持续受益于天然气价格的上涨。

### 股价上涨的催化因素

1. 公司在建 LNG 管道、LNG 接收站等产能建成投产, 业绩放量
2. 公司购置 LNG、LPG 运输船如期交付, 进一步降本提效
3. 全球能源转型及双碳目标下, 国内区域煤改气等利好政策

### 估值与目标价

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 10.38、14.03、18.18 亿元, 对应 EPS 分别为 2.34、3.17、4.10 元/股。通过相对估值和绝对估值, 我们测算公司股价的估值区间为 35.10-43.51 元。我们给予公司 2021 年约 15 倍 PE, 对应目标价为 35.10 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

# 目 录

<b>1、专注于 LNG、LPG 的清洁能源供应商</b> .....	<b>6</b>
1.1、起步于 LPG，深耕能源贸易 30 年.....	6
1.2、盈利水平持续提升，LNG 板块比重稳步增长.....	7
<b>2、全球能源消费结构转型，天然气起重要桥梁作用</b> .....	<b>10</b>
2.1、全球天然气需求保持快速增长，供需总体有望延续宽松态势.....	10
2.2、成本支撑叠加“煤改气”政策推进，我国天然气市场长期向好.....	12
2.3、受益于天然气行业景气度提升，公司 LNG 业务成长空间广阔.....	18
<b>3、国内 LPG 市场供需双增长，公司聚焦提升 LPG 单吨盈利水平</b> .....	<b>20</b>
3.1、化工领域需求强劲，支撑国内 LPG 需求持续上行.....	20
3.2、未来国内 LPG 商品供应增量有限，LPG 进口依存度将持续增长.....	21
3.3、公司是华南 LPG 第一大进口商，聚焦提升 LPG 盈利水平.....	22
<b>4、盈利预测</b> .....	<b>23</b>
4.1、关键假设及盈利预测.....	23
4.2、相对估值法.....	25
4.3、绝对估值法.....	25
4.4、投资建议.....	26
<b>5、风险分析</b> .....	<b>27</b>

## 图目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司码头及库区示意图 .....	7
图 3: 九丰能源股权结构.....	7
图 4: 2015-2021H1 公司营业收入及同比增长率.....	8
图 5: 2015-2021H1 公司归母净利润及同比增长率 .....	8
图 6: 2020 年营收拆分 .....	8
图 7: LNG 业务模式.....	8
图 8: LPG 业务模式 .....	8
图 9: 公司营收结构变化.....	9
图 10: 公司毛利结构变化.....	9
图 11: 2015 年来公司毛利率、净利率情况 .....	9
图 12: 公司 LNG 业务毛利率高于 LPG、甲醇等 .....	9
图 13: 2010-2020 年全球天然气消费及同比增速.....	10
图 14: 2010-2020 年全球天然气分部门消费 (十亿立方米) .....	10
图 15: 全球各地区天然气产量与消费量 (十亿立方米) .....	11
图 16: 2010-2020 年全球天然气产量及增速.....	11
图 17: 2012-2020 年全球新增天然气液化产能 (万吨/年) .....	12
图 18: 2020 年全球分国家天然气液化产能占比.....	12
图 19: 我国天然气定价流程 .....	13
图 20: 我国天然气井口价 (出厂价) 定价公式.....	13
图 21: 我国天然气管输费价格决定机制.....	14
图 22: 2011-2020 年我国天然气消费量增长情况.....	15
图 23: 2020 年我国天然气分部门消费情况 .....	15
图 24: 我国分行业天然气消费增长率.....	15
图 25: 我国天然气产量及增速情况 .....	16
图 26: 我国天然气进口量持续攀升, 进口依存度不断提高.....	16
图 27: 2011-2020 年我国 LPG 表观消费量及同比增长率.....	20
图 28: 2020 年国内 LPG 消费结构 .....	20
图 29: 2011-2020 年我国原油年加工量及同比增长率.....	21
图 30: 2011-2020 年我国 LPG 供需及进口状况 .....	21
图 31: 2019 年我国 LPG 进口来源国.....	22
图 32: 2020 年我国 LPG 进口来源国.....	22
图 33: 公司 LPG、LNG 业务部分合作伙伴.....	23

## 表目录

表 1: 2020 年及未来我国 LNG 接收站投产情况.....	16
表 2: 2018-2020 公司 LNG 销售情况.....	18
表 3: 公司 LNG 采购合同补充协议情况.....	18

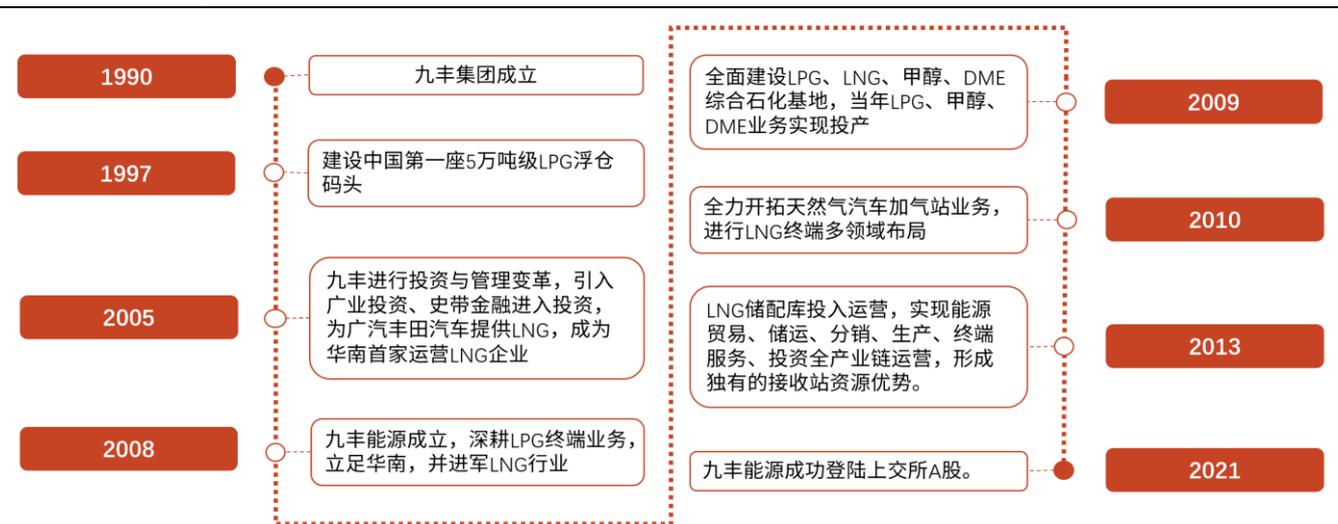
表 4: 公司募投资金用途.....	19
表 5: 华南地区 LNG 接收站分布情况 .....	19
表 6: 国内 2021 年投产 PDH 投产项目情况 .....	20
表 7: 2020 年 LPG 进口量排名 .....	22
表 8: 2018-2020 公司 LPG 销售情况 .....	23
表 9: 九丰能源分业务营收预测 (百万元) .....	24
表 10: 九丰能源可比公司估值 .....	25
表 11: 绝对估值核心假设表 .....	25
表 12: 现金流折现及估值表 .....	26
表 13: 敏感性分析表 .....	26

# 1、专注于 LNG、LPG 的清洁能源供应商

## 1.1、起步于 LPG，深耕能源贸易 30 年

深耕能源贸易 30 年，成为国内首个民营 LNG 接收站运营商。九丰集团成立于 1990 年，起步于 LPG 贸易，于 1997 年在珠海港投建中国第一座 LPG 浮仓码头。2008 年，九丰能源成立，进军 LNG 行业。2012 年东莞九丰 LNG 接收站完工为公司重要节点，公司成为我国首个民营 LNG 接收站运营商，步入能源贸易新阶段。在能源贸易领域发展近 30 年后，公司已发展成为国内大型清洁能源综合服务供应商，并于 2021 年 5 月成功登陆上交所。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

**自有东莞立沙岛综合能源基地，储备库资源丰富、地理位置优越。**目前，公司自主运营的综合能源基地主要由 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 LNG 储备设施被《广东省能源发展“十二五”规划》列为重点的天然气应急调峰和储气设施建设项目，是保障粤港澳大湾区工业及民生的天然气应急调峰储备库，发挥着重要的天然气应急调峰作用。该基地位于东莞立沙岛，地处珠江三角洲中心地带，水陆交通便捷，毗邻广州、深圳、珠海等重要能源消费城市，是华南地区主要的能源供应基地，目前公司 LNG 接收站的 LNG 年周转量超过 100 万吨/年。

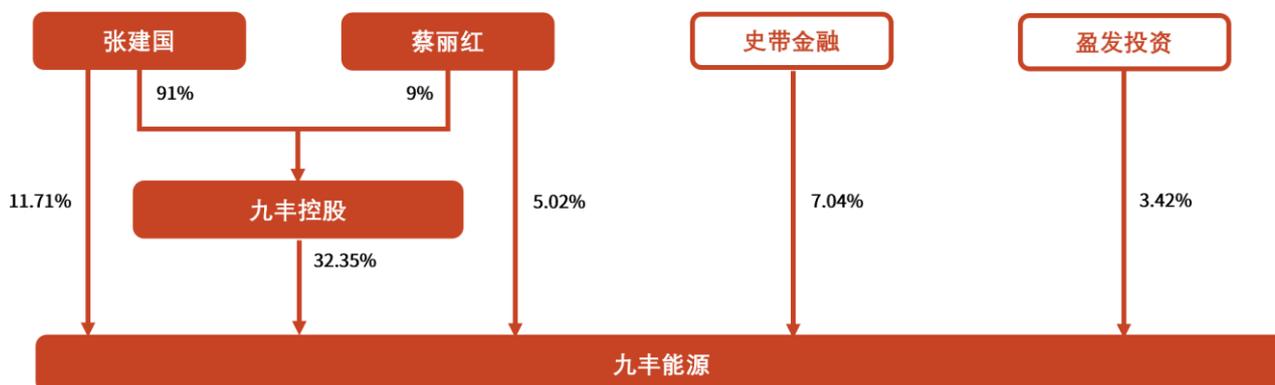
图 2：公司码头及库区示意图



资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

张建国、蔡丽红夫妇为公司实际控制人，共计持股超 50%。截止 2021 年 9 月，董事长张建国直接持有公司 11.71% 股份，其妻蔡丽红直接持有公司 5.02% 股份，二人通过九丰控股间接持股 32.35%，同时两人通过盈发投资间接控制公司 3.42% 股权，合计控股九丰能源 52.50%，为公司实际控制人。

图 3：九丰能源股权结构

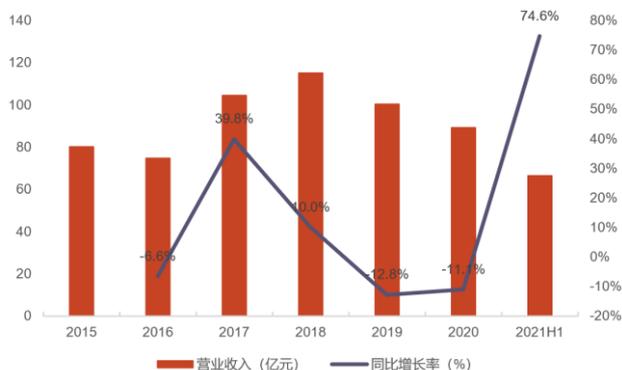


资料来源：iFind，光大证券研究所整理，数据截至 2021-10-15

## 1.2、盈利水平持续提升，LNG 板块比重稳步增长

疫情缓解需求复苏 LNG 销量大幅增长，公司 21 年 H1 业绩实现高增长。营收端，公司整体营收规模较为稳定，20 年实现营收 89 亿元，同比-11.1%，主要由于疫情背景下需求萎靡带来的量价齐跌。利润端，公司 19、20 年归母净利润均呈现翻倍增长，核心原因在于成本端国际油气价格的降低，公司整体盈利水平得到显著提升。21 年以来，随着疫情缓解下游需求持续复苏，公司 LNG 销量大幅增长，21 年 H1 公司营收、归母净利润分别同比+74.6%、+12.9%。

图 4：2015-2021H1 公司营业收入及同比增长率



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

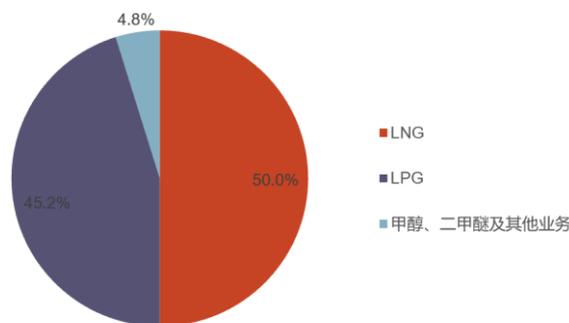
图 5：2015-2021H1 公司归母净利润及同比增长率



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

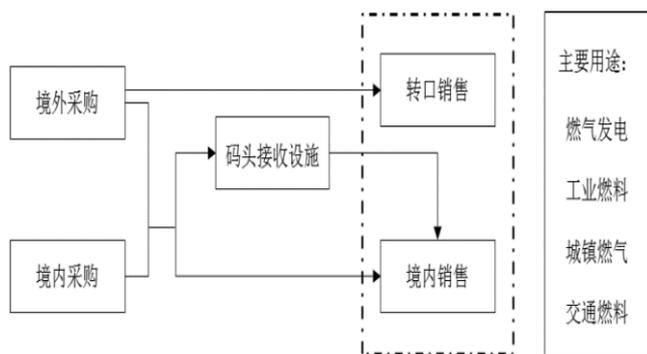
LNG、LPG 为两大业务支柱，长约+现货业务模式保证灵活调配。公司是国内专注于燃气产业中游及终端领域的大型清洁能源综合服务提供商，经营产品包括液化石油气 (LPG)、液化天然气 (LNG) 等清洁能源以及甲醇、二甲醚 (DME) 等化工产品，其中主营产品为 LNG、LPG，2020 年营收占比分别达到 50.0%、45.2%。公司采购以境外为主，LNG 方面长约与现货灵活调配，其中长约价格挂钩 Brent 和 JCC，现货价格参考 JKM；LPG 方面采取年度合约和现货的方式，价格主要与 CP 或 FEI 指数挂钩。

图 6：2020 年营收拆分



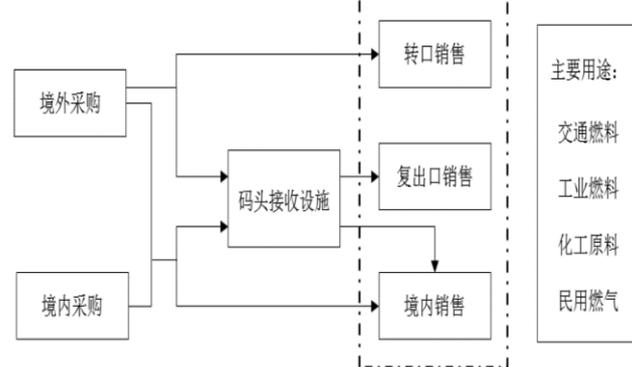
资料来源：iFind，光大证券研究所整理

图 7：LNG 业务模式



资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

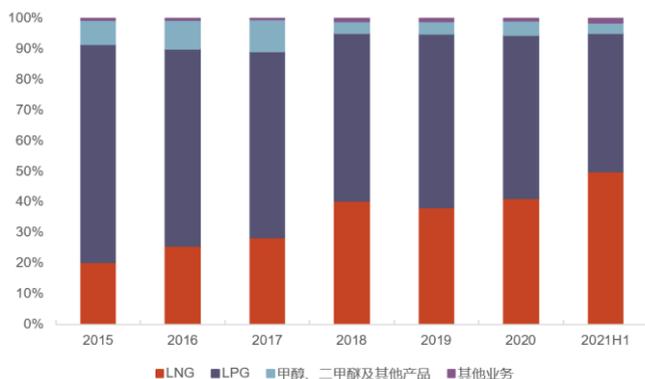
图 8：LPG 业务模式



资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

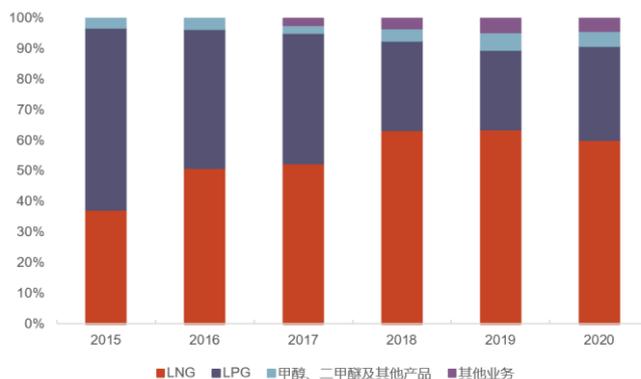
**LNG 营收、毛利占比持续提高。**营收结构方面，公司 LNG 业务在 LNG 销量持续增长及 LPG 销量规模维稳的情况下，其营收占比持续走高，从 2015 年的 20% 提升至 2020 年的 41%；毛利占比方面，LNG 销量的增长叠加其盈利水平高于以批发为主的 LPG，公司 LNG 业务毛利占比自 2015 年的 35% 大幅提升至 2020 年的 60%。

图 9：公司营收结构变化



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

图 10：公司毛利结构变化



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

**公司毛利率、净利率水平与国际油气价格整体呈负相关。**受国际油气价格高位运行影响，公司 2016-2018 年 LPG 与 LNG 业务的毛利率水平均有下滑；2019 年，国际油气价格开始回落，并在 2020 年疫情冲击下加速走低，公司成本端优化明显，整体毛利率水平大幅提升；而 2021 年初以来，国际油气价格持续上行，增大公司成本端压力，21 年 H1 公司毛利率为 10.4%，较 20 年下跌 4.4pct，净利率 6.0%，较 20 年下跌 2.7pct。但受益于公司 LNG 业务销量的大幅提升以及 LPG 业务盈利水平的提升，21 年上半年净利润达 3.97 亿元，同比+12.9%。

图 11：2015 年来公司毛利率、净利率情况



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

图 12：公司 LNG 业务毛利率高于 LPG、甲醇等



资料来源：iFind，光大证券研究所整理

## 2、全球能源消费结构转型，天然气起重要桥梁作用

### 2.1、全球天然气需求保持快速增长，供需总体有望延续宽松态势

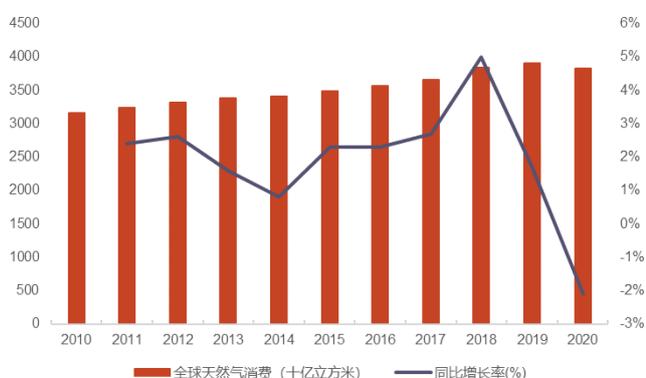
天然气是指天然蕴藏于地层中的烃类和非烃类气体的混合物，其主要用途是作燃料，可制造炭黑、化学药品和液化石油气，由天然气生产的丙烷、丁烷是现代工业的重要原料。如今，全球主要的天然气产品分为两类：液化天然气（LNG）、管道天然气（气态）。

#### 全球天然气需求保持快速增长

随着全球环保低碳发展日益受到关注，天然气作为清洁的化石能源，在全球能源结构转型中发挥了重要作用，2016-2020年，全球天然气需求持续较快增长，天然气消费量由2016年的3.56万亿立方米增至2020年的3.81万亿立方米，年均增速1.4%，高于2011-2015年1%的平均增速，是增长最快的化石能源。

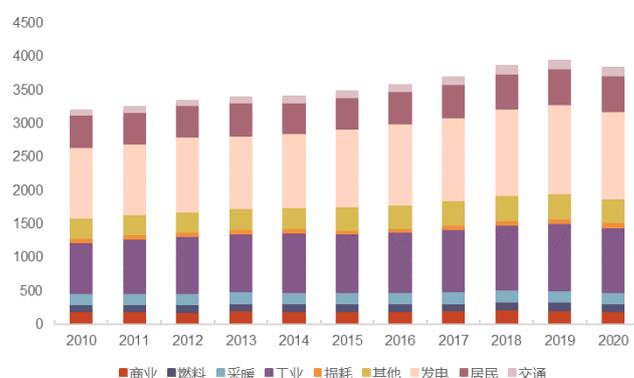
发电和工业是推动天然气需求增长的主要部门。从消费结构看，发电和工业用气是全球天然气市场消费的主要部门。多数天然气消费国出于环保和碳减排考虑，“弃煤”行动逐步盛行。2016-2020年，全球发电用气需求由1.2万亿立方米增至1.33万亿立方米，年均增速为1.5%，占比由37%上升至40%，发电用气在天然气消费结构中排名第一。其次是工业用气，消费量由8990亿立方米增至9770亿立方米，年均增速1.7%，占比由27.6%升至30%。

图 13：2010-2020 年全球天然气消费及同比增速



资料来源：BP，光大证券研究所整理

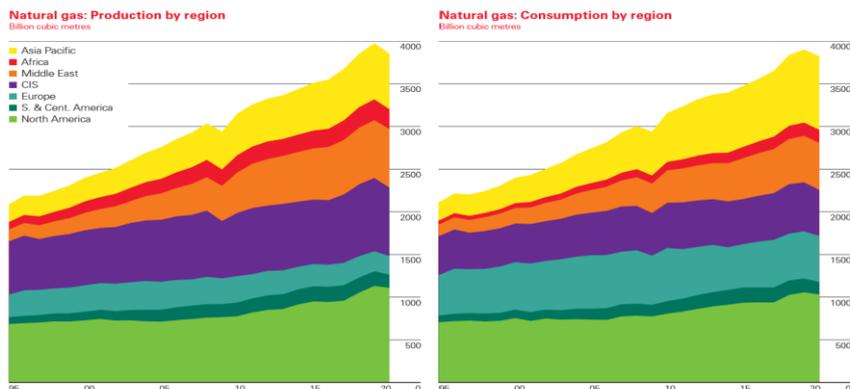
图 14：2010-2020 年全球天然气分部门消费（十亿立方米）



资料来源：Rystad Energy，光大证券研究所整理

全球天然气消费增量主要来自亚太地区。亚太地区是全球主要天然气消费区，天然气消费量占全球的比重从2016年的20.7%上升至2020年的24%。天然气资源除了区域内主要国家自产气外，主要依靠管道气和液化天然气LNG进口。2016-2020年，亚太地区天然气消费保持较快增长，消费量从7375亿立方米上升至8740亿立方米。除2020年受新冠疫情影响外，年均增速保持在3%以上，是推动全球天然气消费增长的重点地区。

图 15: 全球各地区天然气产量与消费量 (十亿立方米)

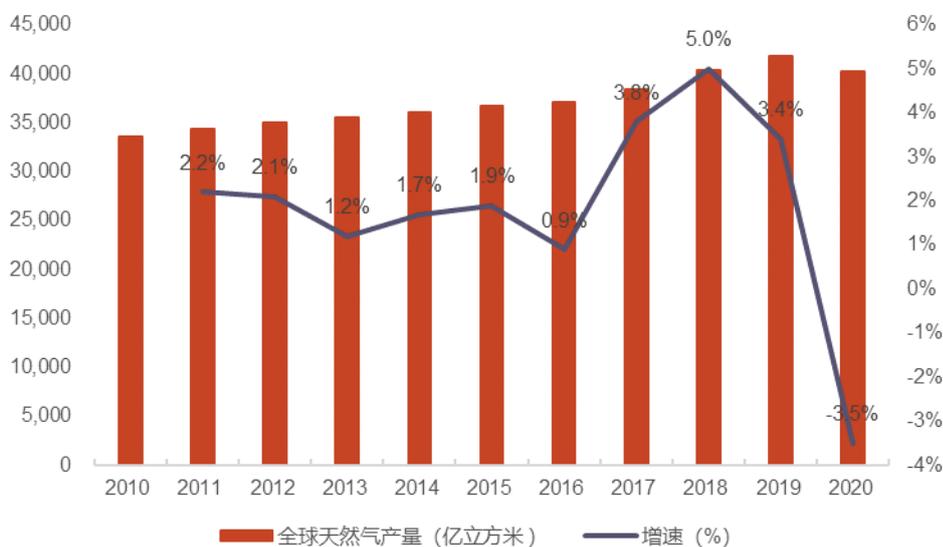


资料来源: BP, 光大证券研究所整理

### 全球天然气生产及供应保障能力持续增强

**上游产量持续增长。**2016-2020 年, 全球天然气产量快速增长, 由 3.54 万亿立方米上升至 4.03 万亿立方米, 年均增速 2.7%, 高于 2011-2015 年平均 1.5% 的速度, 全球天然气供应安全保障能力持续提升。美国是全球最大天然气生产国, 2020 年产量已突破 1 万亿立方米大关, 年均增速 5.0%, 占全球比重约 25.3%, 并实现 LNG 出口, 供应能力快速增长, 对全球 LNG 供应格局重塑起到较大影响。

图 16: 2010-2020 年全球天然气产量及增速



资料来源: 中国石油集团经济技术研究院, 光大证券研究所整理

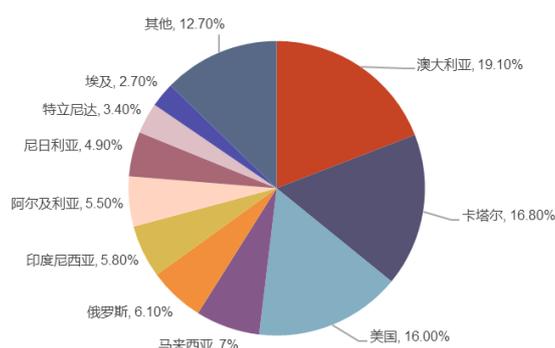
**新增液化天然气产能主要集中于美、俄、澳三国。**全球 LNG 供应能力持续提升, 天然气液化产能由 2016 年的 3.42 亿吨/年提升至 2020 年的 4.58 亿吨, 年均增速 6.0%, 高于 2011-2016 年年均 4.7% 的增速。其中, 2019 年新增天然气液化产能约 3880 万吨/年, 创历史新高, 同比增长 9.2%。新增能力主要集中在美国、俄罗斯和澳大利亚。截至 2020 年底, 美国天然气液化产能达到 7400 万吨/年, 占全球比重超过 16%, 仅次于澳大利亚 (8780 万吨/年) 和卡塔尔 (7740 万吨/年), 是全球天然气液化产能第三大国。

图 17: 2012-2020 年全球新增天然气液化产能 (万吨/年)



资料来源: IHS Markit, 光大证券研究所整理

图 18: 2020 年全球分国家天然气液化产能占比



资料来源: IHS Markit, 光大证券研究所整理

### 未来 5 年全球天然气需求有望快速增长, 供需总体延续宽松态势

受宏观经济增长、环保政策推进等因素拉动, 中国石油集团经济技术研究院预计 2021-2025 年全球天然气需求将保持 1.5%-2.0% 的增速, 高于过去 5 年, 天然气将是需求增长最快的化石能源。从地区和国家看, 全球需求增量近一半来自亚洲。中国、印度及亚洲新兴国家是需求增长的主要动力。从需求部门看, 全球需求增量主要来自发电和工业部门, 工业用气增速有望达到 3%, 超过 2.8% 的发电用气增速。

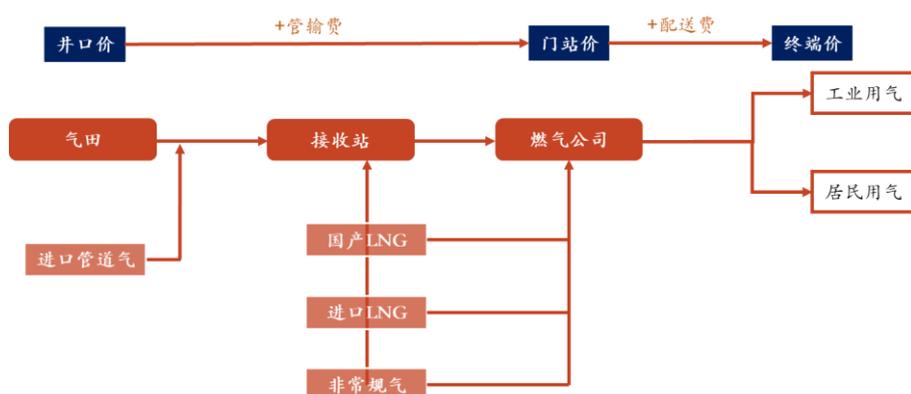
2021-2025 年, 受碳排放达峰和碳中和目标、国际油价水平、成本上升等因素影响, 全球天然气产量增长或将趋缓, 中国石油集团经济技术研究院预测其年均增速约 1.5%-1.7%, 低于过去 5 年平均增速, 但天然气整体供需仍趋宽松, 局部短期或将收紧。全球天然气产量增长主要来自美国、俄罗斯, 占全球比重将达 45%。综合来看, 需求增长快于产量增长。中国石油集团经济技术研究院预计全球天然气供需差由 2021 年的 700 亿立方米降至 2025 年 120 亿立方米, 供需宽松逐步转化为供应趋紧。

## 2.2、成本支撑叠加“煤改气”政策推进, 我国天然气市场长期向好

### 我国天然气定价以政府指导为主

天然气的主要存在形式可分为液化气 (LNG) 和管道气 (PNG) 两大类; 按照来源分为贸易气和自产气; 按照开采手段可分为常规气和非常规气, 包括煤层气、页岩气等。天然气的定价分为三部分: 天然气开采方的开采成本加上利润形成的井口价, 以及贸易商的贸易成本加上利润形成的到岸价; 井口价/到岸价加上管输费称为门站价; 门站价格基础上加上城市配气费即为终端价。

图 19: 我国天然气定价流程



资料来源: 光大证券研究所整理

### 国内终端价格受政府指导

目前,我国 LNG、非常规气价格机制已全部实现市场化,而管道气井口价、管输费和配气费受到政府指导价管制。

井口价:目前国内气田井口价的决定机制为“净回值法”,选取上海市场(中心市场)作为计价基准点,中心市场天然气门站价格按照略低于等热值可替代能源价格的原则确定。可替代能源品种选择燃料油和液化石油气(LPG),权重分别为60%和40%。

图 20: 我国天然气井口价(出厂价)定价公式

$$P_{\text{天然气}} = K \left( \alpha \times P_{\text{燃料油}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} + \beta \times P_{\text{燃料油}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} \right) \times (1 + R)$$

$P_{\text{天然气}}$ ——上海市场门站价格(含税),元/m<sup>3</sup>

$K$ ——折价系数,暂定0.9

$\alpha$ 、 $\beta$ ——燃料油和液化石油气的权重,分别为60%和40%

$P_{\text{燃料油}}$ 、 $P_{\text{LPG}}$ ——计价周期内海关统计进口燃料油和液化石油气的价格,元/kg

$H_{\text{天然气}}$ 、 $H_{\text{燃料油}}$ 、 $H_{\text{LPG}}$ ——燃料油、液化石油气和天然气的净热值(低位热值),分别取10000 kcal/kg (1 kcal = 4184 J)、12000 kcal/kg和8000 kcal/kg

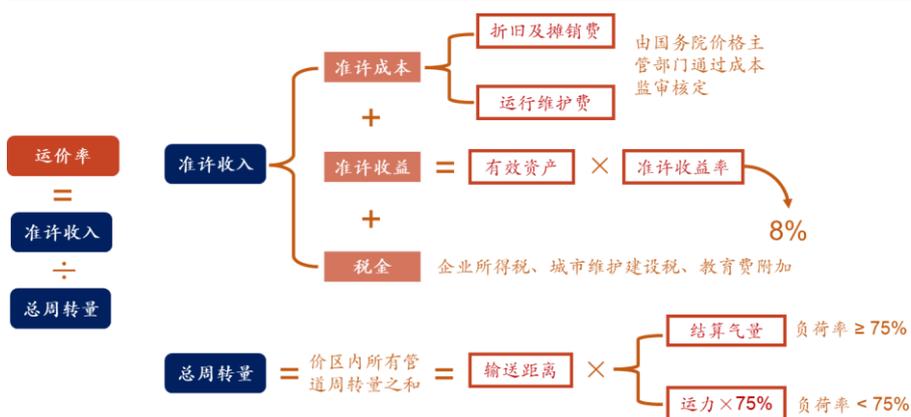
$R$ ——天然气增值税税率,目前为13%

资料来源:《中国天然气价格形成机制改革的经济分析》,汪锋等,光大证券研究所整理

管输费:管道运输价格实行政府定价,按照“准许成本加合理收益”的方法制定,即通过核定准许成本、监管准许收益确定准许收入,核定管道运价率。准许收入=准许成本+准许收益+税金;准许收益=有效资产×准许收益率,准许收益率按8%核算;运价率=准许收入÷总周转量,总周转量为价区内所有管道周转量之和。单条管道周转量=管道运输合同约定路径的距离×结算气量。区管道负荷率(总结算气量除以总设计输气能力)低于75%时,按75%负荷率对应的气量确定周转量。

配气费:配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定,即通过核定城镇燃气企业的准许成本,监管准许收益,考虑税收等因素确定年度准许总收入,制定配气价格。年度准许总收入由准许成本、准许收益以及税费之和扣减其他业务收支净额确定。配气费的决定机制与管输费基本相同,但是准许收益率为7%。

图 21：我国天然气管输费价格决定机制



资料来源：国家发改委，光大证券研究所整理

### 进口天然气长协定价为主

国际贸易天然气价格一般都采用“照付不议”长期合同，一般与国际原油价格或石油产品价格联动。我国进口天然气的长期合同价格都与石油或油品等替代能源挂钩联动，中亚天然气管道进口天然气价格（土库曼斯坦离岸价）与新加坡的燃料油等油品价格挂钩联动中缅管道天然气价格与国际原油价格挂钩联动。

我国进口 LNG 价格采用与日本 JCC 挂钩联动的方式。例如 2006 年中海油广东大鹏与澳大利亚西北大陆架液化天然气有限公司签订的 25 年长期“照付不议”合同中，规定的 LNG 基准气源价格公式如下：

$$P = [(0.0525 \times JCC + 1.535) \times \text{汇率} / 1.0551] \times (1 + 0.3\%)$$

式中，P 为基准气源单价，元/GJ；JCC 为日本原油进口 CIF 均价，其中  $15 \leq JCC \leq 25$ ，美元/bbl；汇率为即期人民币兑换美元的汇率；1.0551 为 MMBtu 与 GJ 的转换系数，0.3% 为保险费率。

### 我国天然气需求快速增长

能源清洁化趋势推动我国天然气消费量快速增长。随着对环境保护日益重视，加快建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系成为当前社会发展的一项重要课题。为了实现低碳经济转型，国家陆续出台了《大气污染防治行动计划》、《“十三五”生态环境保护规划》等环境保护的纲领性文件，各地相继出台了与大气污染治理和“煤改气”相关的政策，鼓励企业使用清洁能源替代煤、重油及低品质柴油等污染较严重的燃料。在我国能源消费结构转型升级背景下，我国天然气需求保持快速增长势头，2011-2020 年我国天然气表观消费量复合增长率为 10.6%。

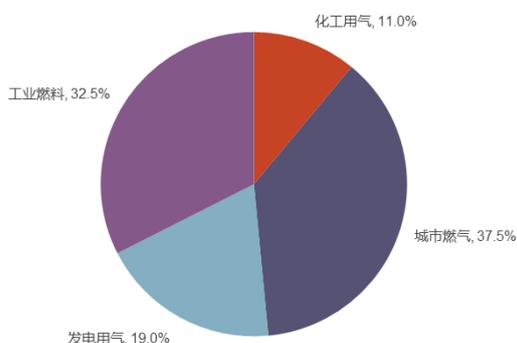
图 22: 2011-2020 年我国天然气消费量增长情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

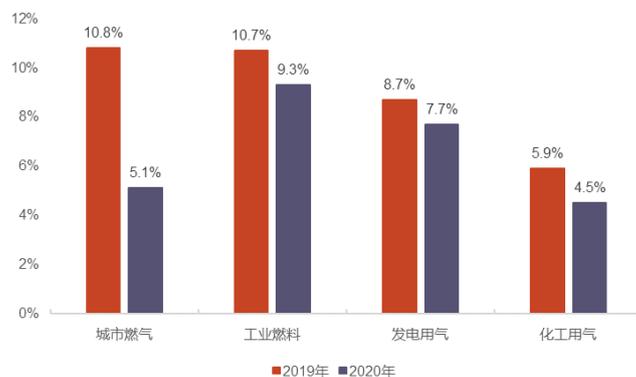
**发电和工业用气快速增长, 气电灵活性优势彰显。**受“煤改气”政策推动等多重因素影响, 2020 年我国工业、发电用天然气的需求增长显著, 工业用气全年用量达到 1290 亿立方米, 增幅为 9.3%。2020 年中国发电用气量为 571 亿立方米, 增幅为 7.7%, 天然气发电在极端情境下发挥了重要的灵活优势: 一季度疫情导致经济停滞, 公路封锁, 部分煤电厂难以获得足够的煤炭进行发电, 而天然气主要通过管道运输, 可根据下游需求及时调整供应量。

图 23: 2020 年我国天然气分部门消费情况



资料来源: 金联创, 光大证券研究所整理

图 24: 我国分行业天然气消费增长率



资料来源: 中国国家统计局, 光大证券研究所整理

### 天然气增储上产效果明显, 天然气产量维持快速增长

**增储上产计划持续推进, 天然气产量增速逐步提升。**自 2018 年国家发展和改革委员会提出加快天然气产供储销体系建设, 及 2019 年制定油气行业“增储上产七年行动计划”以来, 上游企业纷纷加大勘探开发力度, 中国天然气产量增速已连续两年超过消费增速。2020 年全国天然气产量为 1926 亿立方米, 同比增长 8.4%。

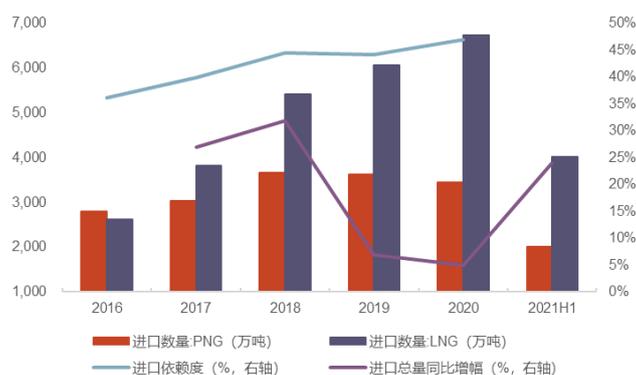
**我国天然气进口量持续攀升，对外依存度不断提高。**尽管我国天然气产量增速已连续两年超过消费需求的增长，但我国天然气行业仍处于供不应求局面，天然气进口量持续增长，进口依赖度仍呈现不断增长态势。2021年上半年，我国天然气进口量同比增长24%，其中LNG进口量占比达到67%，同比增长高达92%。此外，天然气进口量占消费量比例不断上升，由2016年的36%逐渐增长至2020年的47%，我国天然气市场对外依存度上升，国际市场波动对于我国天然气市场的影响逐渐增大。

图 25: 我国天然气产量及增速情况



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

图 26: 我国天然气进口量持续攀升，进口依存度不断提高



资料来源: iFind, 光大证券研究所整理

**配套设施建设逐步推进，LNG接收能力持续提升。**截至2020年12月，中国天然气长输管道总里程近8.3万千米，其中中俄东线中段、新粤浙线潜江至郴州段正式投产。青宁天然气管道全线贯通，中俄东线南段（永清-上海）开始建设，同时省级管网、管网互联互通均如期推进。此外，2020年中国共完成4座LNG接收站的扩建，分别为广西北海LNG（二期）、浙江宁波LNG（二期）、江苏启东LNG（三期）、天津LNG（二期），合计新增LNG接收能力1085万吨。截至2020年12月，全国已建成并投运22座LNG接收站，总接收能力达8700万吨/年。正在建设10座LNG接收站，一期接收能力为3600万吨/年；7座接收站正在进行扩建，投产后新增接收能力2090万吨/年。预计到2025年，全国LNG总接收能力将接近1.8亿吨/年。

表 1: 2020年及未来我国LNG接收站投产情况

项目名称	所在位置	新增能力	所属公司	状态
广西北海二期	广西北海铁山港	300万吨/年	国家管网	已投产
浙江宁波二期	宁波市北仑白峰镇	300万吨/年	中海油、浙能	已投产
江苏启东三期	江苏南通吕四港区	185万吨/年	新疆广汇	已投产
天津LNG二期	天津南港工业区	300万吨/年	中石化	已投产
新奥舟山接收站及加注站二期	浙江舟山	200万吨/年	新奥股份	2021年
龙口港LNG项目	山东龙口港	600万吨/年	中海油、龙口港集团	2021年H2
华电赣榆LNG项目	江苏	600万吨/年	华电	2021年H2
东营港LNG项目	山东东营港	200万吨/年	中海油、海诺港务	2021年H2
潮州华丰中天LNG储配站	广东潮州	100万吨/年	中天能源	2021年H2
中天江阴LNG储配站	江苏	200万吨/年	中天	2021年H2
新奥舟山接收站及加注站二期	浙江舟山	200万吨/年	新奥股份	2021年H2
温州LNG项目	浙江温州	300万吨/年	浙江浙能	2022年
漳州LNG项目	福建漳州	300万吨/年	国家管网、中海油	2022年

广州 LNG 应急调峰气源站	广东广州	100 万吨/年	广州燃气	2022 年
中石油深圳 LNG 接收站	广东深圳	600 万吨/年	中石油	2022 年
惠州 LNG 项目	广东惠州	280 万吨/年	广东能源	2023 年
潮州华瀛 LNG 项目	广东潮州	300 万吨/年	华瀛天然气	2023 年
茂名协鑫粤西 LNG 接收站	广东茂名	600 万吨/年	协鑫	2023 年
揭阳 LNG 项目	广东揭阳	650 万吨/年	中石油	2023 年
山东龙口 LNG 一期	龙口南山	500 万吨/年	国家管网	2023 年
中海油滨海 LNG 项目	江苏	601 万吨/年	中海油	2023 年
河北新天唐山 LNG	曹妃甸新天唐山	1200 万吨/年	河北建投	2024 年
阳江 LNG 调峰储气库	广东阳江	100 万吨/年	粤电、太平洋油气	2024 年
珠海直湾岛 LNG	广东珠海	500 万吨/年	澳门天然气	2025 年
江门广海湾 LNG 项目	广东江门	600 万吨/年	九丰能源	/

资料来源：中国石油集团经济技术研究院，前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

### “十四五”期间天然气供需将持续较快增长

**多因素推动 2021 年国内天然气消费较快增长。**2021 年，中国天然气消费增长潜力依然较大，主要原因：一是预计全球新冠肺炎疫情将持续好转，推动全球经济和消费复苏，拉动全球产业链不断恢复；二是国家将继续推进扩大内需战略，促进制造业升级，提升国内经济的活力；三是国家持续实施环保政策，继续推进“2+26”重点地区清洁采暖改造工程，但考虑到地方政府因地制宜采取清洁煤或电力取暖，燃气补贴受到限制，北方地区采暖用气增速将有所回落；四是提高民生水平，长江中下游、华中等地推进冬季供暖，拉动南方地区居民和采暖用气增长。中石油经济技术研究院预计 2021 年全国天然气消费量 3542-3640 亿立方米，比上年增长 8.6-11.5%。

**2021 年国内天然气供应将较快增长。**国内天然气生产商将继续增储上产，但由于 2020 年天然气供需宽松，国产气受到压减和限产，预计 2021 年生产商将对上游投资进行调整，国产天然气产量增速将有所下降。进口方面，中俄东线天然气管道进口气量将快速增长，中亚天然气管道进口气量将有所回升，拉动管道气进口总量较快增长。天津南港、江苏如东、浙江舟山等 LNG 接收站的扩建将相继完工，江苏江阴和中天能源广东潮州等 LNG 接收站项目将持续投产，新增 LNG 接收能力共计 2130 万吨/年，中国 LNG 总接收能力将超过 1 亿吨/年。总体上看，中石油经济技术研究院预计 2021 年中国天然气进口量为 1585 亿立方米，比上年增长 12.5%。

**“十四五”期间，国内天然气供需将保持较快增长。**2020 年，国家主席习近平提出中国“碳达峰碳中和”，这一减排的宏伟目标提出将进一步推动中国能源加速转型。中国石油集团经济研究院预计，2025 年我国天然气消费量将增至 4200-4400 亿立方米，年均增量超 200 亿立方米，增速约 6%。同时，随着 21 年来煤炭价格的不断攀升，煤炭发电的成本不断上升，天然气在工业发电领域的需求将更加广阔。供应方面，“十四五”期间，中国将持续推进天然气产供储销体系建设，预计国产天然气供应将继续稳健增长；中俄东线天然气管道逐渐达产，将拉动中国进口管道气量的持续增加，沿海 LNG 接收站建设的快速推进也将带动中国 LNG 进口量的稳步提升。

## 2.3、 受益于天然气行业景气度提升，公司 LNG 业务成长空间广阔

公司 LNG 近三年销量规模略有波动，销售毛利率快速提升。2019 年公司 LNG 销量同比下降 13.9%，一方面由于国外天然气产量大幅增长，供给充足，转口贸易客户有了更多的选择，导致公司转口业务量有所减少；另一方面境内市场受国际原油价格变动影响，2019 年 LNG 价格下行，公司适当减少定价较低的国内客户交易量。2020 年，公司 LNG 销量达 130.05 万吨，与 2018 年的 132.55 万吨水平相近。毛利率方面，公司 2018-2020 年 LNG 销售毛利率逐年上升，在 2020 年达到 21.6%。

表 2：2018-2020 公司 LNG 销售情况

	销量 (万吨)	销售收入 (亿元)	单位成本 (元/吨)	单吨毛利 (元/吨)	毛利率 (%)
2018	132.55	46.42	3057.03	445.27	12.71
2019	114.14	38.19	2787.44	558.53	16.69
2020	130.05	36.66	2210.98	607.83	21.56

资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

**采购端引入 JKM 市场化定价，绑定国际原油巨头保障原料供应。**公司与马来西亚国家石油公司（以下简称“马石油”）2020 年 11 月最新签订的 LNG 长约采购合同补充协议中约定，2020 年 7 月-2026 年 3 月，马石油 LNG 长约采购定价将部分挂钩 LNG 自身的国际价格指数 JKM。随着公司采购端引入 JKM，未来公司 LNG 长约采购价格将更能反映 LNG 国际市场供需关系的变化，在保障 LNG 供应同时，提高了 LNG 采购定价市场化程度。此外，公司在 LNG 方面，公司已与马来西亚国家石油公司及国际七大石油巨头之一的意大利埃尼集团（ENI）签订了 LNG 长期采购协议，并与国际市场其他知名 LNG 供应商达成框架合作协议，包括世界主要的 LNG 生产商之一卡塔尔液化天然气有限公司、Trafigura（托克）、PAVILIONGASPT.E.LTD.（新加坡国有能源企业）等；凭借优良的国际能源接收与储备库资源、良好的交易信用，公司与国际原油巨头深度合作，保障自身原料供应。

表 3：公司 LNG 采购合同补充协议情况

	马石油	ENI
原协议	马石油原 LNG 长约采购合同的采购定价主要与国际原油价格指数 Brent 挂钩，采购定价公式为： $P_{LNG} = \text{斜率} * \text{Brent}$	ENI 原 LNG 长约采购合同中的采购定价与国际原油价格指数 JCC 挂钩，采购定价公式为： $P_{LNG} = \text{斜率} * \text{JCC} + \text{常数}$
补充协议/新协议	根据原协议约定，买卖双方有权对后续合同年的 LNG 长约采购定价公式进行协商调整。据此，马石油补充协议中约定，2020 年 7 月至 2026 年 3 月 LNG 长约采购定价公式变更为，与国际原油价格指数 Brent 及国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩，采购定价公式为： $P_{LNG} = \text{权重 1} * \text{斜率} * \text{Brent} + \text{权重 2} * \text{斜率} * \text{JKM} + \text{常数}$	ENI 新协议中约定，2021 年至 2023 年（视情况可继续延期至 2024 年）LNG 长约采购定价公式为，与国际 LNG 价格指数 JKM 挂钩，采购定价公式为： $P_{LNG} = \text{JKM} + \text{常数}$

资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

**自购运输船助力公司降本提效。**公司于 2021 年 5 月上市，拟使用 21.27 亿元募集资金购建 2 艘 LNG 运输船，建设期预计 3 年，完全达产后预计税后内部收益率 10.66%，投资回收期 12.27 年。根据公司 2021 年中报，因公司主要向境外供应商采购 LNG，为合理配置运力，公司增加全资境外子公司和谐船运为项目实施主体，由九丰集团和和谐船运各负责购建 1 艘 LNG 运输船，募投项目其他内容不变。而根据 2021 年 8 月 23 日发布公告，公司拟终止由九丰集团负责购建的 1 艘 LNG 运输船，变更募集资金 4.6 亿元投入“购建 1 艘 LPG 运输船”

项目。LNG 运输船为行业的核心资产，购建自有 LNG 运输船有利于掌握行业稀缺资源，加强对 LNG 运输环节的自主性与控制力。

LNG 船运为 LNG 运输的主要方式，海上 LNG 运量占世界 LNG 运量的 80% 以上。此外，LNG 运输船是国际公认高技术、高难度、高附加值的“三高”产品，被喻为世界造船业“皇冠上的明珠”。LNG 船通常造价高且建造周期长，一般需要 2-3 年。目前只有美国、中国、日本、韩国和欧洲的少数几个国家的少数船厂能够建造 LNG 运输船。规模较大的 LNG 运输需求叠加 LNG 运输船建造的高难度，使 LNG 运输船成为 LNG 行业的核心资产。公司通过购建自有 LNG 运输船，有利于掌握行业稀缺资源，提升业务经营话语权，也有助于公司降低对船舶租赁的依赖度和不稳定性。此外，公司目前租赁的 LNG 运输船的 LNG 单位运输成本约为 0.83 美元/百万英热，而新购建 LNG 运输船的 LNG 单位运输成本约为 0.52 美元/百万英热，因此公司通过购建 LNG 运输船能够有效降低单位运输成本，提升盈利能力。

**表 4：公司募投资金用途**

项目名称	预计投资总额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)	实施主体
1 艘 LNG 运输船	10.64	10.64	和谐船运
1 艘 LPG 运输船	5.11	4.60	前进者船运
补充流动资金、偿还银行借款	5.50	5.50	九丰能源
未明确用途资金	6.03	6.03	/

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

**接收站为核心稀缺资产，江门接收站未来有望进一步提升公司 LNG 业务规模。**公司位于东莞的 LNG 接收站于 2012 年开始投产，系国内首个民营接收站，发展至今已积累了稳定优质的国际气源采购渠道和较高的市场知名度。截止 2020 年底，华南地区仅有 10 座接收站，其中八座归属于中石油、中石化和中海油，一座归属于国有企业深圳燃气，接收站资源对于民企而言极具稀缺性。规划方面，公司 LNG 管道产能预计于 2021 年 10 月完成扩建，届时其流量将达到 246 万吨/年；此外，公司控股 30% 的江门接收站有望于 2024 年建成投产，其年周转量为 300 万吨。配套天然气管道以及江门接收站的投产有望进一步提升公司 LNG 业务规模。

**表 5：华南地区 LNG 接收站分布情况**

投产时间	经营者	位置
2006	中国海油	广东深圳大鹏
2012	九丰能源	广东东莞
2013	中国海油	广东珠海金湾
2014	中国石油	海南
2014	中国海油	海南
2016	中国石化	广西北海
2017	中国海油	广东粤东
2018	中国海油	广东深圳送福
2019	深圳燃气	广东深圳
2019	中国海油	广西防城港

资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

**华南地区煤改气提速，公司 LNG 板块或受益。**在双碳背景下，华南地区工业煤改气进程或有提速，根据《广东省加快推进城市天然气事业高质量发展实施方案》：到 2025 年，广东省城市居民管道天然气普及率要达到 70%，用气量要

达到 200 亿立方米以上，省生态环境厅表示下一步将继续推进工业煤改气工作。煤改气政策的推进能够加大天然气在民用、工业、商业等领域的推广使用，在未来进一步扩大公司 LNG 业务的盈利空间。

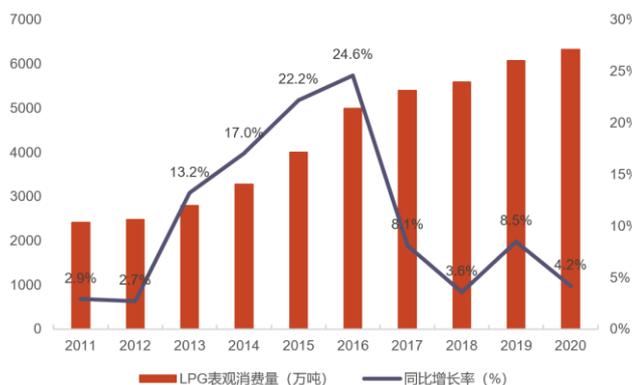
### 3、国内 LPG 市场供需双增长，公司聚焦提升 LPG 单吨盈利水平

#### 3.1、化工领域需求强劲，支撑国内 LPG 需求持续上行

液化石油气 LPG，是丙烷和丁烷的混合物，通常伴有少量的丙烯和丁烯。LPG 是在提炼原油时生产出来的，或从石油或天然气开采过程挥发出来的气体。

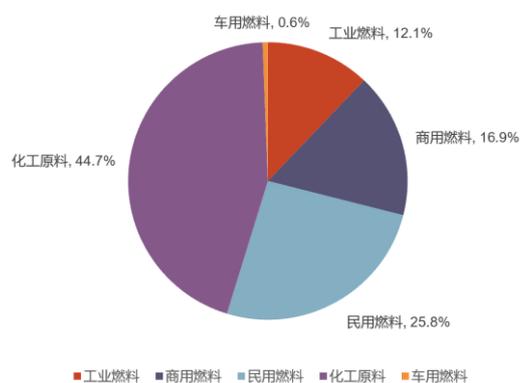
LPG 消费总量持续高速增长，化工原料需求为未来 LPG 需求的主要增量。我国 LPG 的用途包括化工原料、民用燃料、商用燃料、车用燃料和工业燃料。目前，化工原料已成为占比最高的 LPG 消费用途，2020 年化工原料占 LPG 总消费结构的 44.7%，化工原料需求也成为我国 LPG 市场的主要增量。受近年来我国化工原料向轻质化方向发展，LPG 作为比石油脑、煤等经济性及环保性更优的原料被大量运用；随着 LPG 深加工装置产能的不断扩大，用于化工原料的 LPG 需求量得以持续增长。2020 年，我国 LPG 表观消费量达 6319 万吨，2011-2020 年年均复合增长率为 11.3%。

图 27：2011-2020 年我国 LPG 表观消费量及同比增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 28：2020 年国内 LPG 消费结构



资料来源：九丰能源招股说明书，光大证券研究所整理

表 6：国内 2021 年投产 PDH 投产项目情况

公司名称	产能 (万吨)	投产及预计投产时间
山东东明石化集团有限公司	30	2021 年 3 月
东华能源股份有限公司	60	2021 年 2 月
金能化学 (青岛) 有限公司	90	2021 年 6 月
宁波远东化工集团有限公司	15	2021 年 Q3
山东汇丰石化集团有限公司	25	2021 年 Q3
宁夏润丰新材料科技有限公司	30	2021 年 H2
盛虹炼化 (连云港) 有限公司	70	2021 年

资料来源：隆众资讯，同花顺，各公司官网，光大证券研究所整理

### 3.2、未来国内 LPG 商品供应增量有限，LPG 进口依存度将持续增长

国内 LPG 产量增长，但市场供应增量有限。2011 年来，我国原油加工量持续上涨，按每桶原油 0.137 吨测算，2020 年我国原油加工量达 6.93 亿吨，2011-2020 年年均复合增长率为 5.3%。中石化经济技术研究院预计 2020-2025 年我国原油加工量将增加 8400 万吨左右，相应 LPG 产量将增加 690 万吨。但是，市场供应量预计仅增长 215 万吨左右，主要由于烷基化、C4 深加工等装置用原料气大部分来自炼厂或者炼化一体化企业自用，导致可供市场流通的原料气量增长有限。

图 29：2011-2020 年我国原油年加工量及同比增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

供需缺口增大，进口量将持续突破新高。2020 年，我国 LPG 产量达 4448 万吨，2011-2020 年 LPG 产量复合增速达 8.2%。近几年随着国内 LPG 深加工装置产能的不断扩张，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，PDH 等 LPG 深加工装置的扩产也需要以大量的 LPG 作为原料气，故国内液化气市场对进口气依赖度逐渐提升。我国 LPG 对外依存度从 2011 年 11.7% 大幅提升至 2020 年 30.6%。

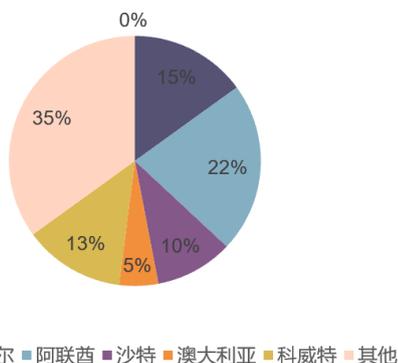
图 30：2011-2020 年我国 LPG 供需及进口状况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

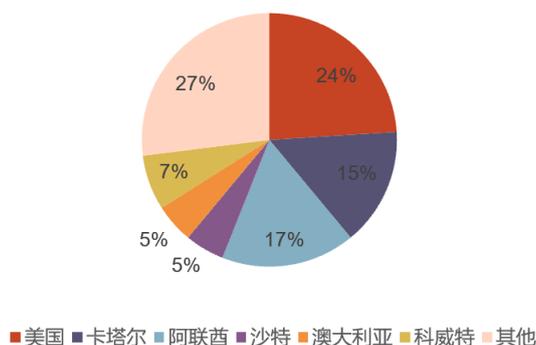
中美关系走向未定，中东地区成为 LPG 重要进口来源地。中国从 2014 年开始从美国大量进口 LPG，2017 年达到峰值 354 万吨；然而 LPG 进口量或许受到中美贸易摩擦的影响，2019 年下降至 0.4 万吨；随着 2020 年中国实行对美 LPG 税收减免后，进口量超 400 万吨。可见，税收是影响中国自美国进口 LPG 的重要因素，未来中美关系不确定性较大，中东地区仍然是中国进口的重要来源地。

图 31：2019 年我国 LPG 进口来源国



资料来源：中国海关总署，光大证券研究所整理

图 32：2020 年我国 LPG 进口来源国



资料来源：中宇资讯，光大证券研究所整理

### 3.3、公司是华南 LPG 第一大进口商，聚焦提升 LPG 盈利水平

公司是华南地区第一大 LPG 进口商。公司起家于 LPG，经过多年的发展，依托东莞立沙岛综合能源基地，建立起强大的 LPG 储备和销售网络，已连续多年成为华南地区主要的 LPG 进口商之一，位居国内前十大 LPG 进口商，在国际采购市场上具有较高的知名度和一定的影响力。根据 2020 年进口量数据，公司为华南地区第一、全国第四大 LPG 进口商。

表 7：2020 年 LPG 进口量排名

序号	公司名称	主要经营区域
1	东华能源股份有限公司	华东地区
2	中国燃气控股有限公司	全国
3	万华化学集团股份有限公司	华北地区
4	江西九丰能源股份有限公司	华南地区
5	天津渤海化工集团有限责任公司	华北地区
6	泰国暹罗石油化工有限公司	华南地区
7	浙江卫星石化股份有限公司	华东地区
8	浙江物产化工集团有限公司	华东地区
9	宁波金发新材料有限公司	华东地区
10	东莞巨正源科技有限公司	华南地区

资料来源：九丰能源招股说明书，金联创，光大证券研究所整理

公司在全球范围内建立了良好的合作关系。公司凭借优良的国际能源接受和储备库资源、良好的交易信用、所处地区广阔的市场容量等优越条件，已成为国际能源贸易市场具有良好声誉的重要参与者，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。截至 2020 年底，在 LPG 方面，公司与雪佛龙、维多、托克等国际知名能源公司建立了长期的合作关系。

图 33: 公司 LPG、LNG 业务部分合作伙伴



资料来源: 九丰能源招股说明书, 光大证券研究所整理

LPG 规模稳定, 自有运输船带动盈利水平进一步提升。2018-2020 年, 公司 LPG 销量规模稳定在 155-165 万吨间, 2020 年达 157.69 万吨; 产品单位成本显著下降, 单位毛利及毛利率逐年上升, LPG 毛利率在 2020 年达 8.5%。同时, 公司于 2021 年 6 月, 签订了购建 LPG 运输船的合同, 预计公司 2024 年拥有一艘自有的 LPG 运输船, 在降低 LPG 业务对租赁船舶依赖的同时, 也助力采购端成本优化, 带动 LPG 板块的盈利水平进一步提升。

表 8: 2018-2020 公司 LPG 销售情况

	销量 (万吨)	销售收入 (亿元)	单位成本 (元/吨)	单吨毛利 (元/吨)	毛利率 (%)
2018	159.78	62.84	3761.68	171.18	4.35
2019	164.02	56.87	3307.75	159.23	4.59
2020	157.69	47.61	2762.65	256.48	8.50

资料来源: 九丰能源招股说明书, 光大证券研究所整理

部分老城区暂时不具备 LNG 管道改造条件, 煤改气政策短期难以影响公司民用 LPG 业务。公司 LPG 下游主要用于民用燃气领域。双碳目标下, 华南地区工业煤改气进程有所提速, 发布了《广东省加快推进城市天然气事业高质量发展实施方案》。然而具体实施过程中仍会有一些的阻碍: 局部来看, 目前广州居民部分老城区并不具备改造条件, 因此这块民用 LPG 领域短时间内并不会被 LNG 替代; 整体来看, 国内一线城市能源消费逐步向 LNG 转型, 而二、三线城市目前的经济实力并不足以支撑使用 LNG, 故二、三线城市 LPG 需求随之提升。总体上, 公司 LPG 业务短期内不会受煤改气政策影响大幅波动, 未来公司也在积极拓展新的下游 LPG 客户群体, 把化工原料需求客户作为 LPG 业务新的增长点。

## 4、盈利预测

### 4.1、关键假设及盈利预测

**LNG 业务:** 随着全球能源结构转型升级, 叠加国内双碳目标的提出, 国内外对于天然气这一清洁化石能源的需求不断提升, 叠加公司规划扩建至 246 万吨/年的 LNG 管道预计于 2021 年底投产, 周转量为 300 万吨/年江门 LNG 接收站也将于 2024 年建设完成, 将带动未来几年公司 LNG 业务销量提升; 公司天然气下游主要是工业客户, 价格承受能力较强, 因此公司天然气销售价格有望随着天然气市场价格上涨而上涨, 此外凭借 LNG 一体化优势有望维持现有盈利水

平，因此我们预计 2021-2023 年公司 LNG 销售量分别为 143、200、280 万吨，平均单价分别为 3450、3600、3600 元/吨，毛利率分别为 21.6%、21.6%、21.6%。

**LPG 业务：**公司 LPG 下游主要用于民用燃气领域，在双碳目标下，华南地区工业煤改气进程或有提速，发布了《广东省加快推进城市天然气事业高质量发展实施方案》。然而具体实施过程中仍会有一定的阻碍，局部来看，目前广州居民部分老城区并不具备 LNG 管道改造条件，因此这部分民用 LPG 领域短时间内并不会被 LNG 替代。由于公司 LPG 板块业务较为稳定，且公司与上游 LPG 国际供应商合作良好，LPG 业务板块盈利水平较为稳定，因此我们假设公司 LPG 业务销量、价格及毛利率与 2020 年持平，预计 2021-2023 年公司 LPG 业务销量分别为 160、160、160 万吨，平均单价分别为 3800、3800、3800 元/吨，毛利率分别为 8.5%、8.5%、8.5%。

**甲醇及二甲醚业务：**近三年公司甲醇及二甲醚业务的销量规模保持稳定，且该板块对公司利润影响较小，因此我们假设公司甲醇及二甲醚业务销量、价格及毛利率与 2020 年持平，我们预计 2021-2023 年公司甲醇及二甲醚业务销量分别为 15、15、15 万吨，平均单价分别为 3500、3500、3500 元/吨，毛利率分别为 15.8%、15.8%和 15.8%。

**表 9：九丰能源分业务营收预测（百万元）**

主营业务情况		2019	2020	2021E	2022E	2023E
LNG	营收（百万元）	3818.96	3665.75	4935.40	7209.97	10093.96
	YOY	-17.74%	-4.01%	34.64%	46.09%	40.00%
	销售量（万吨）	114	130	143	200	280
	平均单价（元/吨）	3346	2819	3450	3600	3600
	毛利率	16.70%	21.60%	21.60%	21.60%	21.60%
LPG	营收（百万元）	5686.52	4760.84	6080.00	6080.00	6080.00
	YOY	-9.51%	-16.28%	27.71%	0.00%	0.00%
	销售量（万吨）	164	158	160	160	160
	平均单价（元/吨）	3467	3019	3800	3800	3800
	毛利率	4.60%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
甲醇及二甲醚	营收（百万元）	408.00	411.84	525.00	525.00	525.00
	YOY	-5.42%	0.94%	27.48%	0.00%	0.00%
	销售量（万吨）	14.76	13.03	15.00	15.00	15.00
	平均单价（元/吨）	2764	3161	3500	3500	3500
	毛利率	14.20%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%
其他业务	营收（百万元）	107.80	75.09	86.36	99.31	114.21
	YOY	-21.11%	-30.34%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.72%	75.02%	45.00%	45.00%	45.00%
营业总收入	营收（百万元）	10021.29	8913.52	11626.76	13914.28	16813.17
	YOY	-12.82%	-11.05%	30.44%	19.67%	20.83%
	毛利率	10.01%	14.77%	14.65%	15.80%	16.82%

资料来源：九丰能源公司公告，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们预计公司 2021-2023 年公司营收分别为 116.27、139.14、168.13 亿元，净利润分别为 10.38、14.03、18.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.34、3.17、4.10 元。

## 4.2、相对估值法

我们采用相对估值法进行估值，公司为国内能源贸易龙头企业，我们选取同为国内能源贸易的龙头企业深圳燃气（LNG，LPG 贸易）、广汇能源（LNG 贸易）和新奥股份（LNG 贸易）共三家公司作为可比公司。截至 2021 年 10 月 15 日，可比公司 21 年 P/E 位于 12-17 之间，平均 P/E 为 15。我们以可比公司 2021 年的平均 P/E 作为参考，给予九丰能源目标价 35.10 元。

表 10：九丰能源可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)		
			20 年	21 年	22 年	20 年	21 年	22 年	20 年	21 年	22 年
601139.SH	深圳燃气	9.68	0.46	0.55	0.64	21	17	15	2.4	2.2	2.0
600256.SH	广汇能源	6.81	0.20	0.54	0.72	33	12	9	2.7	2.2	1.8
600803.SH	新奥股份	17.12	0.82	1.11	1.34	23	15	13	6.0	4.3	3.4
	平均值					26	15	12	3.7	2.9	2.4
605090.SH	九丰能源	29.72	2.13	2.34	3.17	14	13	9	4.3	2.1	1.7

资料来源：Wind，iFind，九丰能源为光大证券研究所预测，深圳燃气、广汇能源、新奥股份为 iFind 一致预期，股价时间为 2021.10.15

## 4.3、绝对估值法

关于基本假设的几点说明：

1. 长期增长率：长期增长率指标主要与 FCFF 估值中第三阶段相关，我们假定第三阶段公司已经十分成熟，公司经营情况趋于稳定，每年能实现一定程度的业绩增长，同时全球天然气需求增速在 1%-2% 之间，由于亚太地区增速相对较快，因此我们假设公司长期增长率为 2.00%。
2.  $\beta$  值选取：为较好地反映公司所处行业的风险报酬系数，我们以 WIND 主题行业类指数分份类“石油天然气指数成份”近十年的加权剔除财务杠杆原始  $\beta$  作为公司无杠杆  $\beta$  系数的假设值，并结合其他参数给出公司的有杠杆情形下的  $\beta$  系数为 1.07。
3. 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司 2020 年的实际税率，假设公司未来税率为 16.16%。

我们根据 FCFF 估值方法得出的结果如下。

表 11：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ (levered)	1.07
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.82%
税率	16.16%
Kd	3.65%
Ve	5622.30
Vd	1356.13
目标资本结构	19.43%
WACC	7.01%

资料来源：光大证券研究所预测

表 12: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1074.14	5.46%
第二阶段	(296.25)	-1.51%
第三阶段 (终值)	18904.36	96.05%
企业价值 AEV	19682.25	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1313.25	6.67%
减: 少数股东权益 (市值)	363.84	-1.85%
减: 债务价值	1356.13	-6.89%
总股本价值	19275.53	97.93%
股本 (百万股)	442.97	
每股价值 (元)	43.51	
PE (隐含)	18.57	
PE (动态)	12.68	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 13: 敏感性分析表

WACC	长期增长率				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.01%	48.98	54.50	61.40	70.26	82.07
6.51%	41.88	46.17	51.40	57.95	66.35
7.01%	36.06	39.45	<b>43.51</b>	48.48	54.69
7.51%	31.21	33.94	37.15	41.01	45.72
8.01%	27.13	29.35	31.93	34.98	38.65

资料来源: 光大证券研究所预测

基于上述假设, 根据 FCFE 法估值得出公司合理价格为 43.51 元, 截至 2021 年 10 月 15 日公司股价仅为 29.72 元, 被明显低估。

#### 4.4、投资建议

公司为国内知名的能源贸易企业, 经过在能源贸易领域发展近 30 年后, 公司目前已发展成为国内大型清洁能源综合服务供应商, 经营产品包括 LPG、LNG 两大清洁能源以及甲醇、二甲醚 (DME) 等化工产品。伴随着全球能源结构转型升级及国内双碳目标提出所带动的 LNG 等清洁能源需求的不断向好, 叠加公司在建产能的未来落地, 我们认为公司的业务发展将长期向好。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 10.38、14.03、18.18 亿元, 对应 EPS 分别为 2.34、3.17、4.10 元/股。

根据相对估值法, 公司可比公司的 2021 年平均 PE 为 15 倍; 根据绝对估值法, 公司股票每股价值 43.51 元, 对应 2021 年的 PE 约为 19 倍。根据上述两种估值方法, 公司股价的估值区间为 35.10-43.51 元。采用相对保守预测, 我们给予公司 2021 年约 15 倍 PE, 对应目标价为 35.10 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

## 5、风险分析

### 宏观经济波动风险

公司所处的能源领域与国民经济发展密切相关,如宏观经济出现波动或者宏观政策发生变化,则公司的经营及市场开拓可能受到不利影响。此外,如果未来因为地缘政治、国际政治冲突以及全球新冠疫情冲击、金融危机的发生等,全球经济发展出现衰退,公司的收入和利润也存在下降的风险。

### 上游采购价格波动风险

公司主营产品为 LNG、LPG,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。其中,公司 LPG 国际采购定价一般与 CP 或 FEI 等 LPG 市场指数挂钩,LNG 国际采购一般与原油的某种市场指数或 LNG 国际价格指数挂钩。若 LNG 或 LPG 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。

### 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。此外,公司主要通过信用证等进口融资方式向国际供应商采购 LPG 及 LNG 等产品,融资期限一般为 3 个月到 6 个月不等,在还款前若人民币贬值将导致公司形成一定金额的汇兑损失。

### 次新股股价波动风险

公司于 2021 年 5 月登陆上交所上市,上市时间未超过一年,其原始股东股票均未解禁,流通市值较小,易被主力资金操控,出现股价剧烈波动的现象。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,021	8,914	11,627	13,914	16,813
营业成本	9,018	7,597	9,924	11,715	13,985
折旧和摊销	93	101	125	146	173
税金及附加	11	15	19	23	28
销售费用	346	215	281	336	406
管理费用	110	111	144	173	209
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	49	39	10	-15	-4
投资收益	-5	57	10	10	10
营业利润	461	933	1,243	1,679	2,176
利润总额	458	922	1,238	1,673	2,169
所得税	86	149	200	270	351
净利润	373	773	1,038	1,403	1,818
少数股东损益	6	6	0	0	0
归属母公司净利润	367	768	1,038	1,403	1,818
EPS(元)	1.02	2.13	2.34	3.17	4.10

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,175	825	601	1,307	1,725
净利润	367	768	1,038	1,403	1,818
折旧摊销	93	101	125	146	173
净营运资金增加	-742	126	962	556	688
其他	1,457	-170	-1,525	-798	-955
投资活动产生现金流	-66	-705	-1,081	-1,030	-1,015
净资本支出	-59	-663	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	136	178	0	0	0
其他资产变化	-143	-220	-81	-30	-15
融资活动现金流	-856	-78	2,029	43	38
股本变化	0	0	83	0	0
债务净变化	-696	116	-666	5	5
无息负债变化	-79	224	106	114	160
净现金流	253	16	1,548	320	748

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.0%	14.8%	14.6%	15.8%	16.8%
EBITDA 率	6.6%	12.3%	11.9%	13.1%	14.1%
EBIT 率	5.6%	11.2%	10.9%	12.0%	13.0%
税前净利润率	4.6%	10.3%	10.7%	12.0%	12.9%
归母净利润率	3.7%	8.6%	8.9%	10.1%	10.8%
ROA	10.7%	17.8%	13.8%	15.5%	16.5%
ROE (摊薄)	18.5%	30.5%	16.7%	18.4%	19.2%
经营性 ROIC	16.5%	25.4%	20.7%	21.5%	23.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	38%	15%	14%	13%
流动比率	1.52	1.56	5.31	5.48	5.89
速动比率	1.27	1.27	4.69	4.82	5.19
归母权益/有息债务	3.24	3.45	100.76	114.21	131.58
有形资产/有息债务	5.44	5.76	118.89	132.81	151.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,472	4,352	7,509	9,030	11,014
货币资金	1,261	1,263	2,811	3,131	3,879
交易性金融资产	0	1	1	1	1
应收帐款	213	160	209	250	302
应收票据	19	174	227	272	329
其他应收款 (合计)	24	24	32	38	46
存货	321	404	528	624	745
其他流动资产	94	130	184	230	288
流动资产合计	1,961	2,235	4,489	5,132	6,288
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	136	178	178	178	178
固定资产	1,184	1,681	1,949	2,323	2,765
在建工程	30	59	569	952	1,239
无形资产	121	141	138	136	133
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	12	31	58	58	58
非流动资产合计	1,511	2,118	3,020	3,899	4,726
总负债	1,320	1,661	1,101	1,220	1,386
短期借款	552	671	0	0	0
应付账款	414	300	392	462	552
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	123	7	9	11	13
其他流动负债	0	15	15	15	15
流动负债合计	1,288	1,437	845	936	1,067
长期借款	0	1	6	11	16
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	4	31	54	83
非流动负债合计	33	224	256	284	318
股东权益	2,152	2,692	6,407	7,810	9,628
股本	360	360	443	443	443
公积金	719	713	3,411	3,506	3,506
未分配利润	903	1,440	2,375	3,683	5,501
归属母公司权益	1,982	2,513	6,229	7,632	9,450
少数股东权益	169	179	179	179	179

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.45%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%
管理费用率	1.10%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
财务费用率	0.49%	0.44%	0.09%	-0.11%	-0.02%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	19%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.26	2.29	1.36	2.95	3.89
每股净资产	5.51	6.98	14.06	17.23	21.33
每股销售收入	27.84	24.76	26.25	31.41	37.96

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	14	13	9	7
PB	5.4	4.3	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	17.7	10.6	8.8	6.7	5.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE