



买入（维持）

所属行业：公用事业/燃气II
当前价格(元)：26.73

九丰能源（605090.SH）：一主两翼持续深化，能服+特气加速成长

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

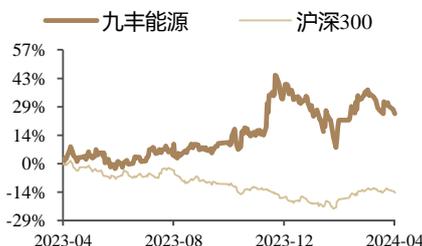
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

研究助理

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.83	2.65	-5.07
相对涨幅(%)	-6.69	-1.50	-11.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《九丰能源（605090.SH）：23年预计归母净利润符合预期，提升股东回报彰显长期发展信心》，2024.1.25
- 《九丰能源（605090.SH）：拟投建海南商发特气项目，特气“自建”模式里程碑》，2023.11.3
- 《九丰能源（605090.SH）：23Q3归母净利润 yoy+40%，能服&特气布局逐渐完善》，2023.10.24
- 《九丰能源（605090.SH）：扣非归母净利润同比增长 20%，能服+特气打开成长空间》，2023.8.15
- 《九丰能源（605090.SH）：23Q1盈利能力稳步提升，氦气业务表现亮眼》，2023.4.18

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年业绩公告，2023 年公司实现营业收入 265.66 亿元，同比增长 10.91%；实现归母净利润 13.06 亿元，同比增长 19.82%；扣非后归母净利润 13.35 亿元，同比增长 26.25%；基本每股收益 2.11 元。单 Q4 实现收入 70.27 亿元，同比增长 87.6%，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 17.29%。
- 气价下降提振下游需求，LNG 销量大幅增长。**2023 年，公司 LNG 业务实现收入 146.9 亿元，yoy+18.64%，毛利率 7.28%，yoy+0.63pct。得益于气价下降背景下大工业客户及燃气电厂需求提升，2023 年 LNG（含 PNG）销气量可比口径下同比增长超 30%，达 227.6 万吨，单吨毛利保持基本稳定。资源方面，公司“海陆双资源池”格局已基本形成，2023 年在继续执行原有长约合同基础上，自主可控的国内天然气回收处理配套服务项目和液厂 LNG 产量超 60 万吨，成为内陆资源压舱石。销售方面，公司已实现广东省以外诸多区域的市场开拓，有望进一步打开大客户直供、燃气电厂等终端需求，实现销量进一步增长。
- LPG 单吨毛利及销量保持稳定，化工原料用气市场拓展顺利。**2023 年公司 LPG 业务实现收入 88.09 亿元，yoy-15.03%，毛利率 5.56%，yoy+0.48pct，销售量 191 万吨，单吨毛利及销量基本持平。公司深耕 LPG 市场多年，具备扎实的民用气基础，并在此基础上积极拓展化工原料用气，公司 LPG 业务有望实现稳定增长。
- 能源服务业务稳定器作用初显，高毛利有望进一步改善公司盈利结构。**2023 年公司能源作业&物流服务分别实现收入 15.58/2.8 亿元，毛利率分别为 19.28%和 32.05%，合计收入占比 6.9%，毛利润合计占比 19%。（1）辅助排采方面：随着国家推进天然气增储上产，低压低效井重要性日益凸显，辅助排采服务有望迎来快速发展期，截至 2023 年，公司服务的低产低效井涉及内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、山西吕梁、四川达州等区域，在运营气井数超 110 口，2024 年，公司将重点拓展神府、临兴区块作业服务项目，并推进川渝地区作业服务项目试点，目标新增 100 口低产低效井辅助排采项目。（2）回收处理方面：商业模式决定了业务自身具备维持单吨毛利基本稳定的特点，2023 年实现配套服务作业量为 38 万吨，公司具有加工处理的 LNG 的自主销售权，回收处理业务可从“资源+毛利”两方面提升能服业务的稳定性。
- 特种气体销量增长迅速，有望乘航空航天快速发展之风起航。**2023 年，特种气体实现收入 1.6 亿，其中氦气 0.49 亿，氢气及其他 1.1 亿，毛利率分别为 83.85%、21.79%，销售量分别为 31 万方（占国产氦气产量的比例 10%）、5258 万方，销售量同比增速达 2984%、100%。公司相继完成正拓气体等项目收购后，前端具备特种气体制取能力，后端连接航空航天等新兴领域，服务终端客户超 800 家，已形成高效的“资源+终端”业务链条。随着特气资源布局落地，后端客户辐射范围拓展，高毛利的特气业务有望进一步增强公司盈利能力。
- 投资建议与估值：**根据公司 2023 年业绩情况，我们调整此前盈利预测，并新增 2026 年预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 294.43 亿元、316.32 亿元、330.02 亿元，增速分别为 10.8%、7.4%、4.3%，归母净利润分别为 15.08 亿元、17.64 亿元、20.27 亿元，增速分别为 15.5%、17%、14.9%。对应 PE 分别为 11.2X、9.6X、8.3X。维持“买入”投资评级。
- 风险提示：**全球经济波动风险，上游采购及其价格波动风险，汇率波动风险，项

目推进不及预期风险，政策推进不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
			2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	632.89	营业收入(百万元)	23,954	26,566	29,443	31,632	33,002
流通 A 股(百万股):	268.58	(+/-)YOY(%)	29.6%	10.9%	10.8%	7.4%	4.3%
52 周内股价区间(元):	20.82-30.85	净利润(百万元)	1,090	1,306	1,508	1,764	2,027
总市值(百万元):	16,917.23	(+/-)YOY(%)	75.9%	19.8%	15.5%	17.0%	14.9%
总资产(百万元):	14,409.20	全面摊薄 EPS(元)	1.76	2.11	2.38	2.79	3.20
每股净资产(元):	12.13	毛利率(%)	6.5%	7.8%	8.4%	8.6%	9.0%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	15.7%	16.8%	17.9%	19.0%	19.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.11	2.38	2.79	3.20
每股净资产	12.29	13.28	14.64	16.44
每股经营现金流	3.41	2.35	3.95	3.88
每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	13.24	11.22	9.59	8.34
P/B	2.27	2.01	1.83	1.63
P/S	0.63	0.57	0.53	0.51
EV/EBITDA	8.33	7.35	6.26	5.25
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7.8%	8.4%	8.6%	9.0%
净利润率	4.9%	5.1%	5.6%	6.1%
净资产收益率	16.8%	17.9%	19.0%	19.5%
资产回报率	9.1%	9.4%	9.8%	10.1%
投资回报率	11.6%	11.3%	11.7%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.9%	10.8%	7.4%	4.3%
EBIT 增长率	40.1%	16.9%	13.1%	11.8%
净利润增长率	19.8%	15.5%	17.0%	14.9%
偿债能力指标				
资产负债率	43.4%	39.4%	36.1%	32.9%
流动比率	2.6	3.2	3.7	4.2
速动比率	2.2	2.7	3.1	3.5
现金比率	1.8	2.2	2.5	2.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.4	6.9	5.6	6.3
存货周转天数	14.5	15.3	15.3	15.1
总资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.6
固定资产周转率	9.8	9.4	9.0	8.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,306	1,508	1,764	2,027
少数股东损益	9	11	10	14
非现金支出	445	270	279	307
非经营收益	199	214	162	129
营运资金变动	199	-515	287	-22
经营活动现金流	2,158	1,488	2,502	2,455
资产	-1,181	-1,254	-1,299	-1,118
投资	-1,305	-201	-249	-223
其他	188	-70	-47	-7
投资活动现金流	-2,298	-1,526	-1,595	-1,348
债权募资	1,853	372	-217	58
股权募资	10	4	0	0
其他	-678	-172	-153	-151
融资活动现金流	1,186	204	-370	-93
现金净流量	1,025	167	537	1,013

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,566	29,443	31,632	33,002
营业成本	24,489	26,965	28,897	30,042
毛利率%	7.8%	8.4%	8.6%	9.0%
营业税金及附加	30	27	30	33
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	204	277	297	291
营业费用率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	298	296	327	348
管理费用率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%
研发费用	4	2	2	3
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	1,588	1,857	2,101	2,349
财务费用	-17	90	63	47
财务费用率%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-93	0	0	0
投资收益	-23	-57	-26	10
营业利润	1,488	1,775	2,046	2,313
营业外收支	-1	3	2	2
利润总额	1,487	1,778	2,048	2,315
EBITDA	1,933	2,127	2,380	2,656
所得税	172	259	274	274
有效所得税率%	11.6%	14.5%	13.4%	11.9%
少数股东损益	9	11	10	14
归属母公司所有者净利润	1,306	1,508	1,764	2,027

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,463	5,629	6,166	7,179
应收账款及应收票据	532	654	588	669
存货	975	1,132	1,213	1,239
其它流动资产	1,063	1,022	1,146	1,195
流动资产合计	8,032	8,436	9,112	10,282
长期股权投资	621	769	958	1,123
固定资产	2,699	3,131	3,515	3,871
在建工程	1,575	1,765	1,915	2,065
无形资产	298	351	421	469
非流动资产合计	6,378	7,542	8,800	9,814
资产总计	14,409	15,978	17,913	20,096
短期借款	939	800	300	200
应付票据及应付账款	849	572	739	816
预收账款	14	16	17	18
其它流动负债	1,251	1,212	1,404	1,418
流动负债合计	3,054	2,600	2,460	2,452
长期借款	793	993	1,093	1,093
其它长期负债	2,408	2,708	2,908	3,058
非流动负债合计	3,201	3,701	4,001	4,151
负债总计	6,255	6,301	6,461	6,603
实收资本	629	633	633	633
普通股股东权益	7,775	8,407	9,263	10,406
少数股东权益	379	1,270	2,188	3,087
负债和所有者权益合计	14,409	15,978	17,913	20,096

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

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： 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；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	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。
	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。