



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

投资要点

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

● **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； 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。 | 类别 | 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； 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。 |
| 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； 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。 | 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。