九丰能源（605090.SH）

优质资产高标 ROE，产业布局成长高股息

公司评级	买入
当前价格	28.56 元
合理价值	35.61 元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-05

核心观点：

- **高资产周转率驱动高 ROE，分红成长兼备的燃气中上游公司。**公司于 1990 年以 LPG 业务起家，凭借码头及运输船等核心资产深耕华南市场，拥有良好的下游基础。2010 年进军 LNG 业务，凭借低价灵活的海外长协/现货+西南陆气聚焦高增速下游。凭借优秀的资产布局能力：**（1）扣非归母净利润高增**（9 年复合增速 22%、24 年为 13.5 亿，另 24Q2 高位出售 LNG 运输船收益 3 亿元），员工持股计划目标业绩复合增速 15%；**（2）超 15%的 ROE，**优质资产使得其资产周转率 150%以上远超同业，25Q1 负债率仅 33%；**（3）超 4%的股息回报，**今明年承诺现金分红不低于 8.5 亿、10 亿元，另有回购注销股份，25Q1 账面现金 54 亿元。
- **低价气源扩张驱动 LNG 增长，LPG 业务看好市占率提升。**在资产优势的基础上，探讨核心业务的驱动点：**（1）LNG 挂钩低价气源获取和高增速下游：**公司国内 188 万吨销气量（总销气量 274 万吨）中含两大天然气需求高增行业（69 万吨系渗透率提升的 LNG 重卡、29 万吨为装机高增的天然气电厂），气源侧拥有年均 83 万吨/年的海外低价长协和 70 万吨/年的西南内陆气源，因此气源资源池的低成本扩张驱动成长；**（2）LPG 挂靠高市占率下的量价提升：**公司在华南地区市占率领先，且下游 73%为顺价能力良好的居民用户，毛差过去稳定在 270 元/吨左右，24 年销气量 184 万吨，看好通过码头建设/整合提升市占率和毛差。
- **特种气体业务提供潜在增量和想象空间。**公司此前收购西南陆气的森泰能源、北京正拓为公司带来了特种气体的增量业务，涵盖氦、氢等特种气体，国产替代需求旺盛。同时，公司也是海南商业航天发射场的特燃特气方，关注商用火箭发射带来的业绩和估值的想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年净利润分别为 15.8、18.1、21.3 亿元，对应 PE 估值 12.0、10.5 和 8.9 倍。成长兼具分红，给予 2025 年 15 倍 PE，对应合理价值 35.61 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**采购价格波动风险；采购模式调整风险；汇率波动风险。

盈利预测：

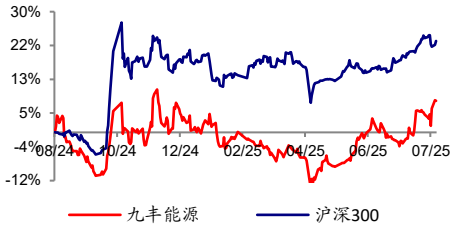
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26566	22047	23031	23801	26919
增长率（%）	10.9%	-17.0%	4.5%	3.3%	13.1%
EBITDA（百万元）	1933	1950	2246	2547	2984
归母净利润（百万元）	1306	1684	1581	1805	2131
增长率（%）	19.8%	28.9%	-6.1%	14.2%	18.0%
EPS（元/股）	2.11	2.71	2.37	2.71	3.20
市盈率（P/E）	13.24	10.53	12.03	10.53	8.92
ROE（%）	16.8%	18.2%	15.8%	16.7%	18.0%
EV/EBITDA	8.33	8.36	7.83	6.98	5.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	665.88/664.31
总市值/流通市值（百万元）	19017.6/18972.8
一年内最高/最低（元）	30.20/23.50
30 日日均成交量/成交额（百万）	5.58/153.11
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	16.90/9.83

相对市场表现



分析师：郭鹏
SAC 执证号：S0260514030003
SFC CE No. BNX688
021-38003655
guopeng@gf.com.cn
分析师：姜涛
SAC 执证号：S0260521070002
021-38003624
shjiangtao@gf.com.cn
分析师：陈舒心
SAC 执证号：S0260524030004
021-38003790
shchenshuxin@gf.com.cn

请注意，姜涛,陈舒心并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

九丰能源（605090.SH）:清洁能源毛差修复，能服+特气如期成长 2024-10-25

联系人：刘恒君 021-38003779
liuhengjun@gf.com.cn

目录索引

一、从高 ROE 的角度出发，理解公司的资产优势.....5
（一）九丰能源高 ROE 本质上源于对各项资产的前瞻布局.....5
（二）资产优势也塑造了优质的财务指标，高 ROE 主要系高周转率.....8
（三）高分红提升股东价值，回购和股权激励指引业绩高增.....10
二、LNG 扩张锚定气源获取，LPG 增长挂靠接收能力.....12
（一）LNG 成长性良好，利润扩增的根本是低价气源获取.....12
（二）LPG 已是华南市占率领先，成长驱动锚定码头资源.....18
三、特种气体提供未来增量，航天特气提升估值空间.....20
（一）氦气：通过 LNG 伴生气提纯，积极探索管道气提氦+资源进口.....21
（二）氢气：侧重氢气能源布局，24 年氢气产销量约 8768 万方.....22
四、盈利预测和投资建议.....24
五、风险提示.....25

图表索引

图 1：2019-2024 年九丰能源同业公司扣非-ROE 对比 5
图 2：公司发展历程：LPG 业务—LNG 业务—能服特气业务 6
图 3：公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业 6
图 4：2015-2024 年公司营业收入复合增速达 12% 7
图 5：2015-2024 年扣非归母净利润复合增速达 22% 7
图 6：2019-2024 年公司毛利润构成/亿元 7
图 7：2015-2024 年公司毛利率、净利率变化 8
图 8：2015-2024 年公司分业务毛利率 8
图 9：九丰能源同业公司资产周转率对比 9
图 10：九丰能源同业公司权益乘数对比 9
图 11：2015-2024 年公司经营、投资、融资现金流 9
图 12：2024 年公司自由现金流约 11 亿元 9
图 13：2024 年公司现金分红 7.8 亿元、回购 1.0 亿元 10
图 14：2021-2024 年公司股息率逐步提升至 4.31% 10
图 15：公司清洁能源“哑铃型”业务发展模式 12
图 16：2016-2024 年 LNG 销气量复合增速为 18.2% 12
图 17：2016-2024 年天然气及作业的收入和毛利润 12
图 18：九丰能源 LNG 业务上游资源和下游客户匹配 13
图 19：打造海气+陆气双气源、并拓宽终端应用 15
图 20：森泰能源为公司开拓了 “辅助排采”+“回收处理”的能源服务业务 15
图 21：2024 年末全国天然气发电装机约 1.4 亿千瓦 15
图 22：2024 年末广东省气电装机全国第一 15
图 23：中国天然气重卡市场预测 16
图 24：中国天然气重卡加注量预测 16
图 25：2017-2024 年 JKM 价格指数与公司 LNG 吨毛利 16
图 26：能源物流依托运输船、接收站等核心资产 18
图 27：能源物流的收入利润和毛利率 18
图 28：公司 LPG 业务资源模式与服务模式协同并进 18
图 29：2016-2024 年公司 LPG 销气量基本稳定 19
图 30：2017-2024 年 CP 价格指数与公司 LPG 吨毛差 19
图 31：公司自主运营东莞立沙岛综合能源基地 19
图 32：截至 2020 年中国氦气资源量占全球总量的 2% 21
图 33：我国氦气对外依存度高达 90%以上 21
图 34：2024 年公司氦气产量同比增长 27% 21
图 35：公司收集 LNG 生产过程伴生的氦气 21
图 36：天然气提氦膜分离工艺常用流程 22
图 37：广东计划 2025 年末实现供氢超 10 万吨 23

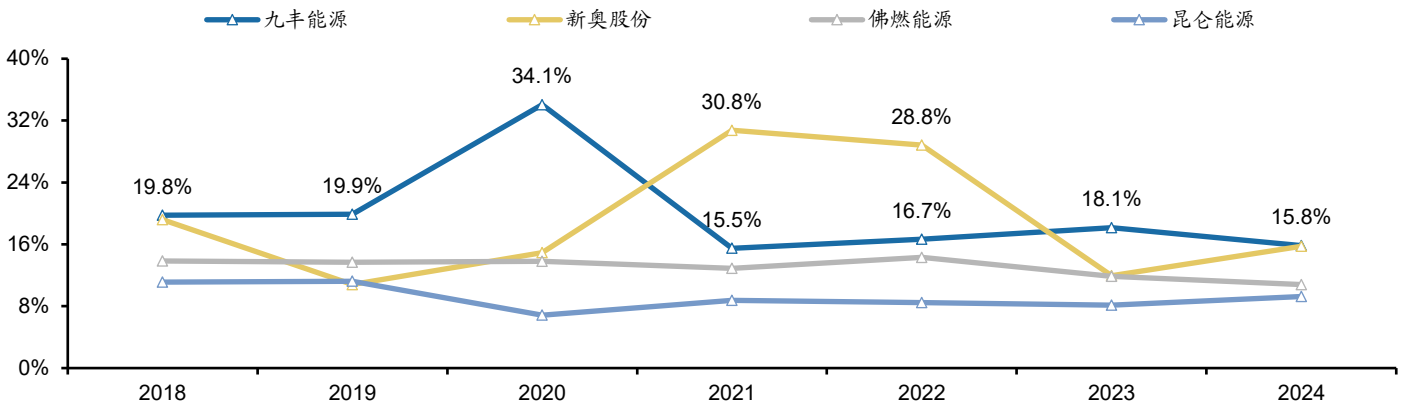
表 1：2021-2024 年九丰能源同业公司扣非归母利润和净利润两个口径的杜邦分析（单位：亿元） 8

表 2：九丰能源主要控股、参股公司 ROE 和净利润（单位：亿元）.....9
表 3：公司近年来的股权激励和员工持股计划.....10
表 4：2022-2025 年公司回购事项.....11
表 5：2022-2024 年均 103 万吨长协提货量确保气源稳定.....13
表 6：与马石油和 ENI 新签长约采购协议中引入 JKM 指数.....14
表 7：公司拥有华南地区唯一民营 LNG 接收站.....17
表 8：公司多艘 IPO 募投 LPG 运输船投建完成.....20
表 9：公司已建成或在建的特气资源项目（2024 年末）.....20
表 10：《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》主要内容.....22
表 11：氢气业务中短期侧重气体属性布局，长期侧重能源属性.....24
表 12：公司主营业务收入拆分.....24
表 13：同业公司盈利预测及估值表（最新收盘价日期：2025/8/4）.....25

一、从高 ROE 的角度出发，理解公司的资产优势

引言：九丰能源ROE显著高于同业，我们认为源于资产的底部布局，并且为公司提供了优异的报表和良好的股东回报。从2018-2024年扣非净资产收益率来看，九丰能源的均值为20.0%，新奥股份18.9%，佛燃能源和昆仑能源分别13.0%和9.1%，整体来看，公司近年来保持了良好的ROE稳定性，我们试图探究其原因。九丰能源作为偏中上游的燃气资产，其高ROE主要源于资产周转率较高，即在低位的资产布局，因此我们首先分析其从LPG到LNG到特种气体的商业布局过程。

图 1：2019-2024年九丰能源同业公司扣非-ROE对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：此处对比扣非净资产收益率-平均（扣非归母净利润*2/（期初归母净资产+期末归母净资产）

（一）九丰能源高 ROE 本质上源于对各项资产的前瞻布局

公司深耕清洁能源业务三十余年，经历从LPG业务到LNG业务再到能服特气的全过程。回顾公司业务发展历程，公司1990年成立后以LPG行业为切入口进入清洁能源领域，并于2009年在东莞立沙岛设立LPG接收站及仓储基地，逐渐完善LPG业务中下游布局。2010-2016年公司全面进军LNG行业开辟第二赛道，推动东莞立沙岛LNG接收站投运并向下游终端用户提供服务，2016-2023年公司进一步发展LNG业务，成功打通“海气长约资源-自主船运-接收仓储-终端运营”服务，实现LNG海气一体化，并完成陆气资源布局。2023年后公司以清洁能源业务为基础开拓能源服务及特种气体业务，形成“一主两翼”的业务格局，未来成长空间广阔。

图 2：公司发展历程：LPG业务—LNG业务—能服特气业务

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

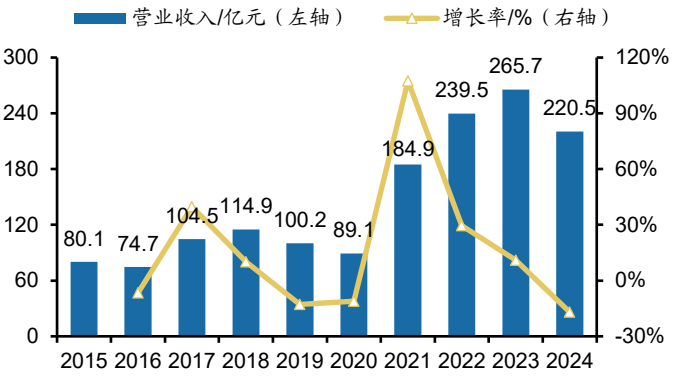
公司三大业务结构清晰，致力于成为清洁能源综合服务商。公司将主营业务分类为**清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务**三大板块，将天然气、石油气、其他化工产品业务合并为清洁能源业务；将能源服务业务拆分为能源作业和能源物流业务；特种气体业务包含氦气、氢气及其他。清洁能源业务聚焦LNG、LPG销售，作为核心业务实现稳健增长，24年毛利润占比高达73%（LNG占比48%、LPG占比24%）；能源服务聚焦辅助排采和回收，推动能源物流业务，为公司贡献稳定营收利润，24年毛利润占比为24%；特种气体方面，公司24年特种气体总销量达9290万方，初步搭建航天特气供应与服务链，氢气现场制气项目运行良好，24年毛利润占比3%。

图 3：公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

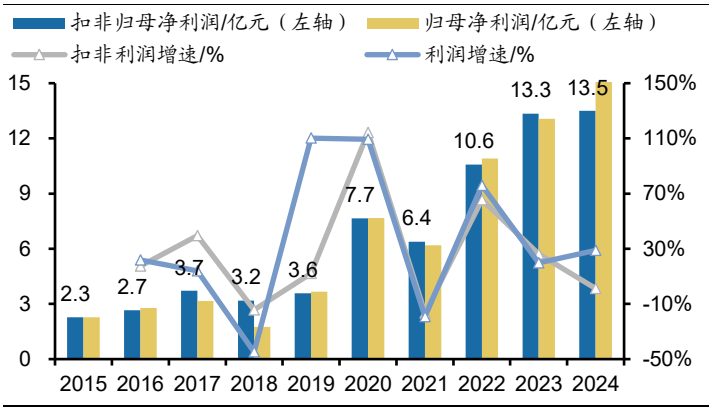
公司近十年营收、扣非业绩复合增速达12%、22%，2024年扣非归母净利润为13.50亿元。2021年上市后，公司一方面从原有的清洁能源购销模式向能源服务模式拓展，收益更加稳定；另一方面从LNG、LPG领域向工业气体、特种气体领域延伸，实现清洁能源、能源服务、特种气体三大业务板块协同发展的格局。受国内LNG、LPG销售单价同比下降及国际天然气价格波动影响，2024年公司实现营收220.47亿元（同比-17.0%）和扣非归母净利润13.50亿元（同比+1.1%），2015-2024年营业收入、扣非归母净利润复合增速达12%、22%。

图 4：2015-2024年公司营业收入复合增速达12%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

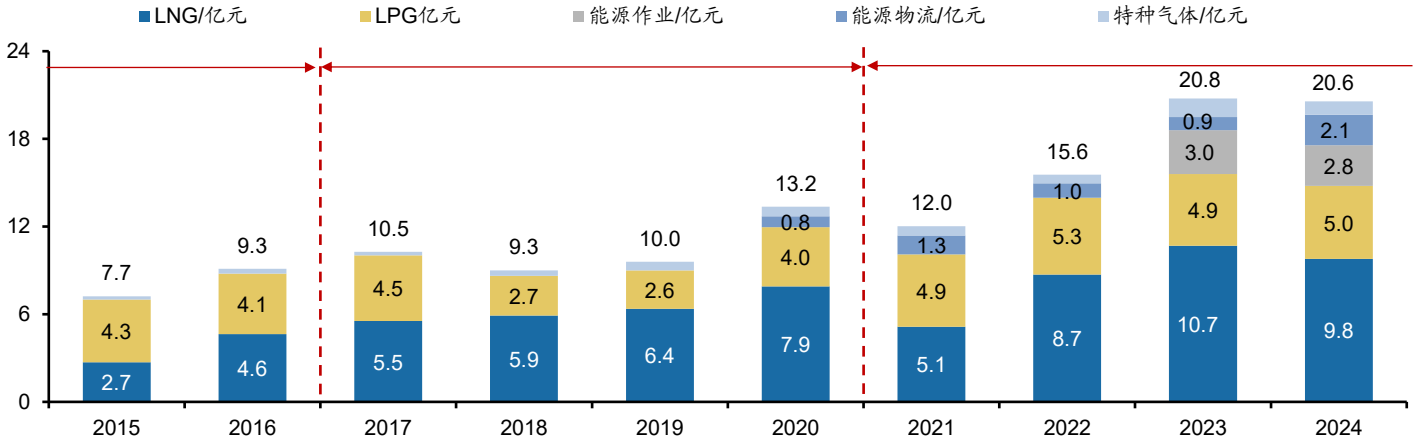
图 5：2015-2024年扣非归母净利润复合增速达22%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

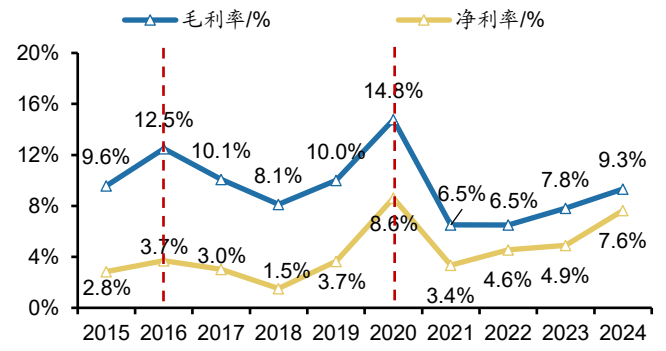
公司利润主要来自LNG、LPG两大业务。分业务来看，早期LPG贡献主要利润，随后LNG规模不断扩大，利润占比提升，2020年前后特种气体和能源服务开始贡献利润，2023年收购森泰能源贡献3亿毛利润。2024年公司LNG、LPG和能源服务业务分别贡献毛利润9.80、4.98、4.87亿元，占比47.6%、24.2%、23.7%。毛利率方面，2021年公司LNG毛利率下滑，2022年起公司布局“海气+陆气”多气源组合，并拓展LNG作业，毛利率实现小幅回升，2024年毛利率回升至10.0%。同时，2022年起公司开拓能服业务，2022-2024年能服业务毛利率均超过20%，带动整体毛利率结构性提升。

图 6：2019-2024年公司毛利润构成/亿元



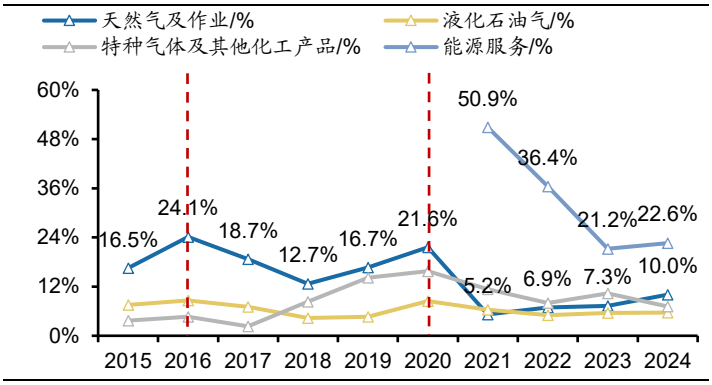
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：2015-2024年公司毛利率、净利率变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：2015-2024年公司分业务毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）资产优势也塑造了优质的财务指标，高 ROE 主要系高周转率

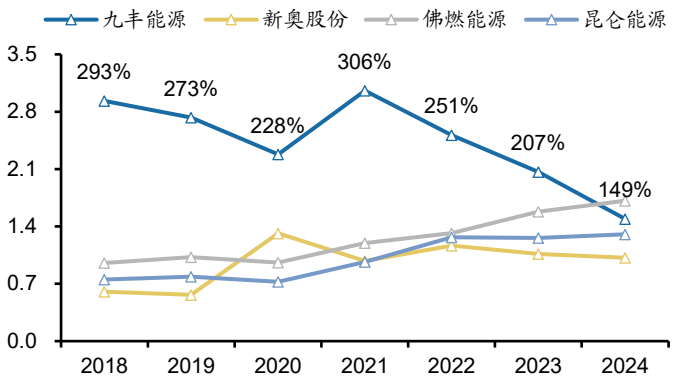
从扣非ROE的杜邦拆解角度出发，公司高ROE主要系周转率和净利率高于同业。从引言我们可以看出，公司的ROE显著高于同业，杜邦拆解来看，从2023-2024年来看，公司利润率相较同业偏高（我们认为主要源于海气的高毛差、且居民顺价和接驳等因素影响）、资产周转率显著高于同业（源于资产的优质布局）、权益乘数反而远低于同业（公司负债率相对偏低）。从下表数据比较和主业类型比较来看，我们认为九丰能源与新奥股份有异曲同工之处，其实新奥股份的归母净利率低和权益乘数高主要系少数股东损益影响。若将此指标还原为净利润/收入（新奥股份近三年中枢为6%，九丰2024年为6.1%，2022-2023年约5%），从资产负债率来看，九丰能源资产负债率36%，低于新奥股份的55%左右，从杜邦拆解来看对ROE的支持作用低于其他公司。因此我们认为高ROE主要源于高周转率。

表 1：2021-2024年九丰能源同业公司扣非归母利润和净利润两个口径的杜邦分析（单位：亿元）

归母口径（使用扣非净利润）		扣非-净资产收益率 ROE				扣非归母净利率				总资产周转率				权益乘数			
同业公司	市值	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
九丰能源	184	15%	17%	18%	16%	3.5%	4.4%	5.0%	6.1%	306%	251%	207%	149%	147%	150%	175%	174%
新奥股份	571	31%	29%	12%	16%	3.0%	3.0%	1.7%	2.7%	98%	117%	106%	102%	1034%	815%	657%	567%
佛燃能源	135	13%	14%	12%	11%	3.7%	3.7%	2.8%	2.6%	120%	132%	158%	171%	289%	290%	270%	246%
昆仑能源	678	9%	8%	8%	9%	3.5%	2.9%	2.8%	3.2%	97%	127%	126%	130%	262%	234%	229%	223%
总利润口径		净资产收益率 ROE				（净利润-非经常损益）/营业收入				总资产周转率				权益乘数			
同业公司	市值	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
九丰能源	184	19%	19%	20%	16%	3.5%	4.4%	5.1%	6.1%	306%	251%	207%	149%	180%	173%	188%	171%
新奥股份	571	26%	21%	14%	15%	8.6%	6.4%	5.5%	6.7%	98%	117%	106%	102%	314%	279%	244%	223%
佛燃能源	135	14%	12%	12%	11%	4.1%	3.7%	3.1%	2.9%	120%	132%	158%	171%	290%	246%	254%	229%

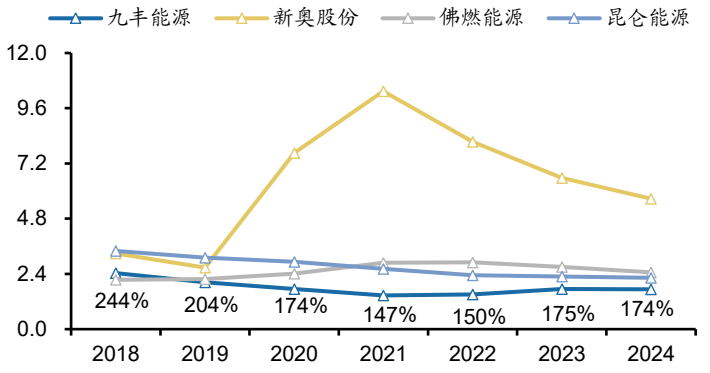
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：九丰能源同业公司资产周转率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：九丰能源同业公司权益乘数对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

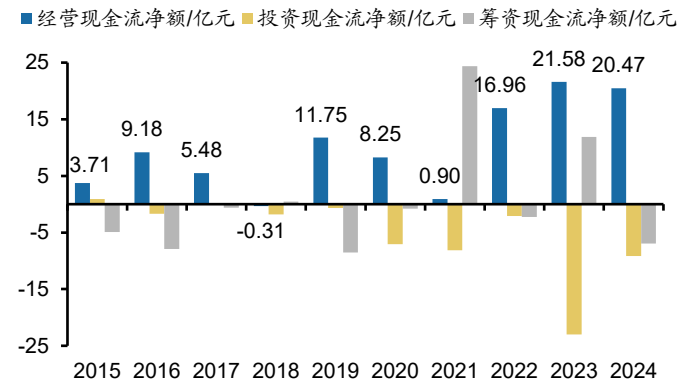
表 2：九丰能源主要控股、参股公司ROE和净利润（单位：亿元）

公司名称	主营业务	持股比例/%	2023 年			2024 年		
			ROE	净利润	净利润占比	ROE	净利润	净利润占比
东九能源	LPG 采购、销售	53.57	16.1%	0.91	6.9%	15.8%	0.91	5.4%
森泰能源	股权投资、LNG 销售	100	29.8%	2.38	18.1%	68.0%	3.78	22.4%
筠连森泰	天然气回收处理 配套服务	100	32.1%	0.96	7.3%	51.9%	1.17	6.9%
叙永森能	天然气回收处理 配套服务	100	59.7%	1.08	8.2%	42.0%	0.97	5.8%
合计				**5.33**	**40.5%**		**6.84**	**40.5%**

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

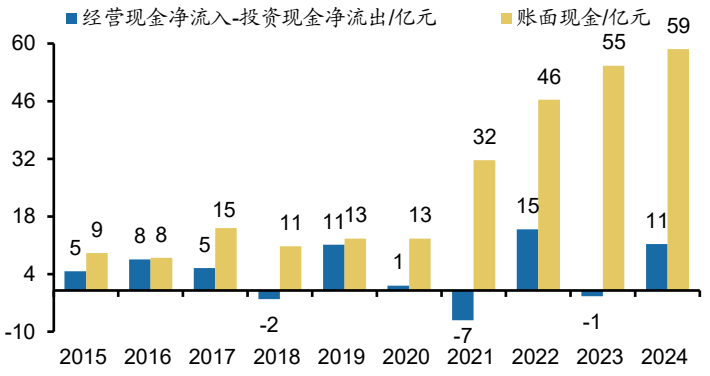
2024年经营性现金流净额20.47亿元，自由现金流约11.29亿元。过去公司经营性现金流主要来自LPG和LNG销售，2021Q4公司因保障国内天然气供应任务进行冬季补库，此外一笔3.69亿元交易出现跨期回款，导致2021年经营性现金流大幅下降至0.90亿元，2022年已恢复至16.96亿元，2023、2024年维持在20亿元左右，2024年经营性现金流净额20.47亿元。从自由现金流来看，2023年公司购买LNG船、支付IPO募投项目，投资活动现金流净流出22.98亿元，2024年IPO募投项目顺利投建，公司经营现金流净流入-投资现金流净流出约11亿元。公司在手现金充裕，2024年末账面现金59亿元，25Q1账面现金54亿元。

图 11：2015-2024年公司经营、投资、融资现金流



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2024年公司自由现金流约11亿元

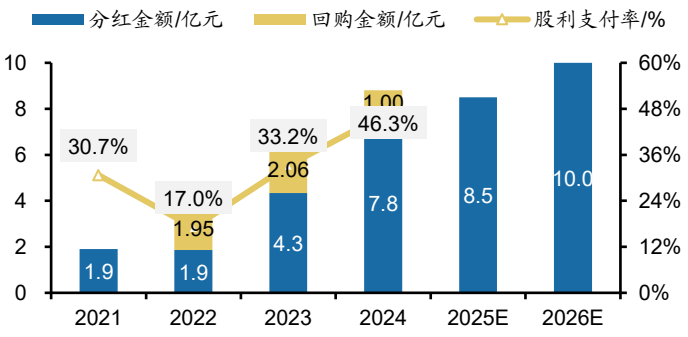


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）高分红提升股东价值，回购和股权激励指引业绩高增

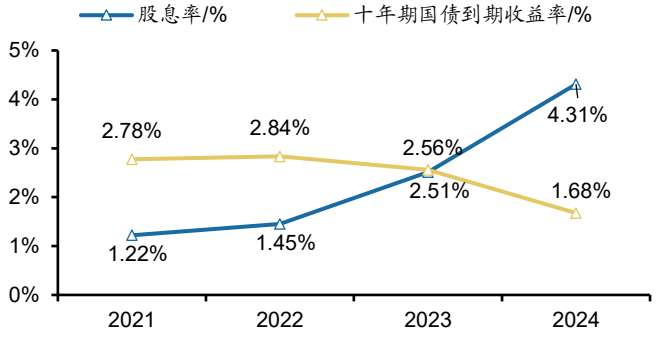
2024-2026年公司全年固定分红金额分别为7.5、8.5、10.0亿元。2024年6月，公司发布《未来三年（2024-2026年）现金分红规划》的公告，现金分红的方式包括固定现金分红和特别现金分红。以2023年归母净利润为基准，24-26年的归母净利润较上年同比增长超18%时，公司实施不低于0.2亿元的特别分红。未来三年，公司各年度固定分红发放频次为2次，半年度分红占该年度固定分红比例的30%-40%，年度分红占该年度固定分红比例的60%-70%。根据上述规划，24年公司固定+特别分红累计7.8亿元，占全年归母净利润的46.3%，兼具成长性和稳定分红预期。21-24年公司股息率逐步提升至4.31%，若不考虑特别分红，按2025年固定分红8.5亿元计算，当前股息率约4.5%（8月4日）。

图 13：2024年公司现金分红7.8亿元、回购1.0亿元



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 14：2021-2024年公司股息率逐步提升至4.31%



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心
备注：股息率为年末收盘价对应股息率

2024年6月6日公司发布2024年限制性股权激励计划，分别授予282.85万股限制性股票及282.85万份股票期权（分别占总股本0.45%），用于激励在公司任职的中层管理人员及核心业务骨干134人。

公司持续开展员工持股计划，目前第二期存续中。2022年9月6日公司开展第一期员工持股计划，参加对象包括高管、各事业部总经理及部分核心骨干共23人，受让价格为10.77元/股，公司层面业绩考核指标为2022-2024年归母净利润不低于9.5、12、15亿元。2024年6月发布第二期持股计划，后因考虑2024年船舶优化等非经常性损益影响，新发布2025年员工持股计划，考核2025-2027年归母净利润不低于15.5、17.8、20.5亿元。

表 3：公司近年来的股权激励和员工持股计划

激励计划	时间	激励形式	解除限售/行权期	业绩指标
2024 年限制性股票激励计划	发布日：2024/6/6 首次授予日：2024/6/21	拟授予限制性股票共计 282.85 万股（占总股本 0.45%）；首次授予 234.85 万股（占总股本 0.37%）；	第一个解除限售期（2025/6/21-2026/6/20） 第二个解除限售期（2026/6/21-2027/6/20） 第三个解除限售期（2027/6/21-2028/6/20）	（1）2024 年归母净利润不低于 15 亿元； （2）2025 年归母净利润不低于 17.25 亿元，或 2024-2025 年累计不低于 32.25 亿元； （3）2026 年归母净利润不低于 19.84 亿元，或 2024-2026 年累计不低于 52.09 亿元；

		预留 42 万股 （占总股本 0.08%）		
《2025 年员工持股计划》	/	持股计划的份额为 9458 万份（9458 万元）；全部用于认购股票 750 万股，受让价格为 12.61 元/股；参与员工总人数预计为 23 人	第一个解除限售期 （自公司公告最后一笔标的股票过户至本持股计划名下之日起满 12 个月） 第二个解除限售期 （2026 年年度报告实际披露日） 第三个解除限售期 （2027 年年度报告实际披露日）	**（1）2025 年归母净利润不低于 15.50 亿元；** **（2）2026 年归母净利润不低于 17.83 亿元，**或 2025-2026 年累计不低于 33.33 亿元； **（3）2027 年归母净利润不低于 20.50 亿元，**或 2025-2027 年累计不低于 53.82 亿元；
《第一期员工持股计划》	/	持股计划的份额为 7539 万份（7539 万元）；全部用于认购股票 700 万股，受让价格为 10.77 元/股；参与员工总人数预计为 23 人	第一个解除限售期 （自公司公告最后一笔标的股票过户至本持股计划名下之日起满 12 个月） 第二个解除限售期 （2023 年年度报告实际披露日） 第三个解除限售期 （2024 年年度报告实际披露日）	（1）2022 年归母净利润不低于 9.5 亿元； （2）2023 年归母净利润不低于 12.0 亿元，或 2022-2023 年累计不低于 21.5 亿元； （3）2024 年归母净利润不低于 15.0 亿元，或 2022-2024 年累计不低于 36.5 亿元；

数据来源：《2024年限制性股票与股票期权激励计划（草案）》、《第一期员工持股计划》、《第二期员工持股计划》、《2025年员工持股计划（草案）摘要》，广发证券发展研究中心

备注：考虑到船舶优化等非经常性损益因素影响，公司调整第二期员工持股计划的业绩标准，以2024年扣非归母净利润为参考基准

2022年5月25日公司首次披露股份回购计划，截至目前已是第五次股份回购计划进展中。回购资金总额预计在2亿元至3亿元之间。本次回购的主要用途是减少注册资本。2025年6月4日，公司完成了首次股份回购，回购股数15.57万股，占总股本0.02%，成交价区间为26.96-27.05元/股，已支付总金额420.67万元（当时公告价格未进行前复权处理）。

表 4：2022-2025年公司回购事项

公告时间	回购开始	回购完成	预计回购金额	实际回购金额	回购价格	回购用途	资金来源
2022/5/25	2022 年 5 月 25 日	2022 年 8 月 19 日	1.5-3 亿元	1.5 亿元	不超过 29.92 元/股	用于员工持股计划或股权激励计划	自有资金或自筹资金
2022/12/22	2022 年 12 月 22 日	2023 年 2 月 15 日	1.5-3 亿元	1.5 亿元	不超过 34.80 元/股	转换可转债	自有资金或自筹资金
2023/10/24	2023 年 10 月 24 日	2023 年 12 月 1 日	1-2 亿元	1 亿元	不超过 35.64 元/股	用于员工持股计划或股权激励计划	自有资金或自筹资金
2024/4/23	2024 年 4 月 23 日	2024 年 7 月 1 日	1-1.5 亿元	1 亿元	不超过 41.60 元/股	用于员工持股计划或股权激励计划	自有资金或自筹资金
2025/4/18	2025 年 4 月 18 日	-	2-3 亿元	完成 0.41 亿元	不超过 38.13 元/股	注销并减少注册资本	自有资金或自筹资金

数据来源：《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》等，广发证券发展研究中心

二、LNG 扩张锚定气源获取，LPG 增长挂靠接收能力

（一）LNG 成长性良好，利润扩增的根本是低价气源获取

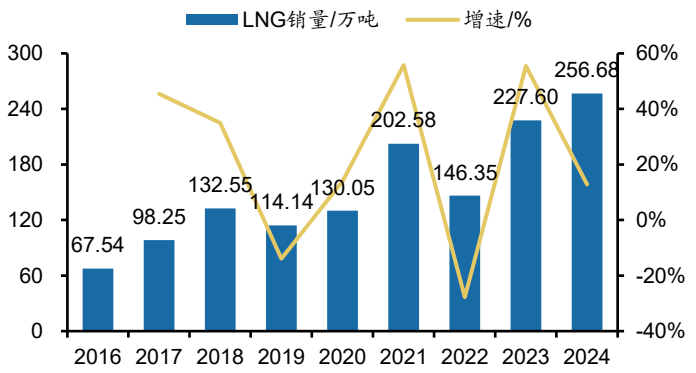
公司的 LNG 业务以中游（码头、运输船）为核心，资源端、客户端有机成长，形成“哑铃型”发展模式。在资源端，公司通过构建“海气+陆气”双资源池，海气资源主要包括长约采购和现货采购，陆气方面包括自产 LNG 和外购气。**中游的核心资产**主要体现在自有可控的船舶运力、接收站、储罐及槽车等资产。**需求端，**实行不同资源匹配不同客户，海气长约主要匹配国内直接终端大客户，自产 LNG 主要匹配 LNG 加气站用户等。**我们认为上述模式中，中游资产是根基，而扩张低成本的上游气源是未来利润增长的关键（海外长协、国内气源等）。**

图 15：公司清洁能源“哑铃型”业务发展模式

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2016-2024 年九丰能源 LNG 销气量复合增速为 18.2%。2012 年公司进军 LNG 业务，凭借低价灵活的海外长协/现货+西南陆气聚焦高增速下游。天然气业务主要受交通燃料和燃气电厂需求增长驱动，国内销售（服务）量保持平稳增长。在华南市场，公司一方面持续巩固区域内工业（园区）用户需求，在海气长约资源的基础保障下，通过优质的运营服务提升客户满意度；另一方面，通过开放接收站窗口期及把握海气现货资源价格窗口，为区域内燃气电厂用户提供接卸服务及优质的资源服务。LNG 销售量从 2016 年的 67.54 万吨提升至 2024 年的 256.68 万吨，年均复合增速为 18.2%。

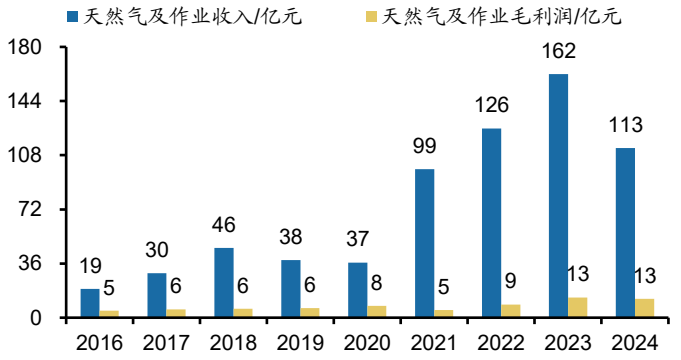
图 16：2016-2024年LNG销气量复合增速为18.2%



数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

备注：2023、2024 年 LNG 销量包含能源服务业务部分

图 17：2016-2024年天然气及作业的收入和毛利润

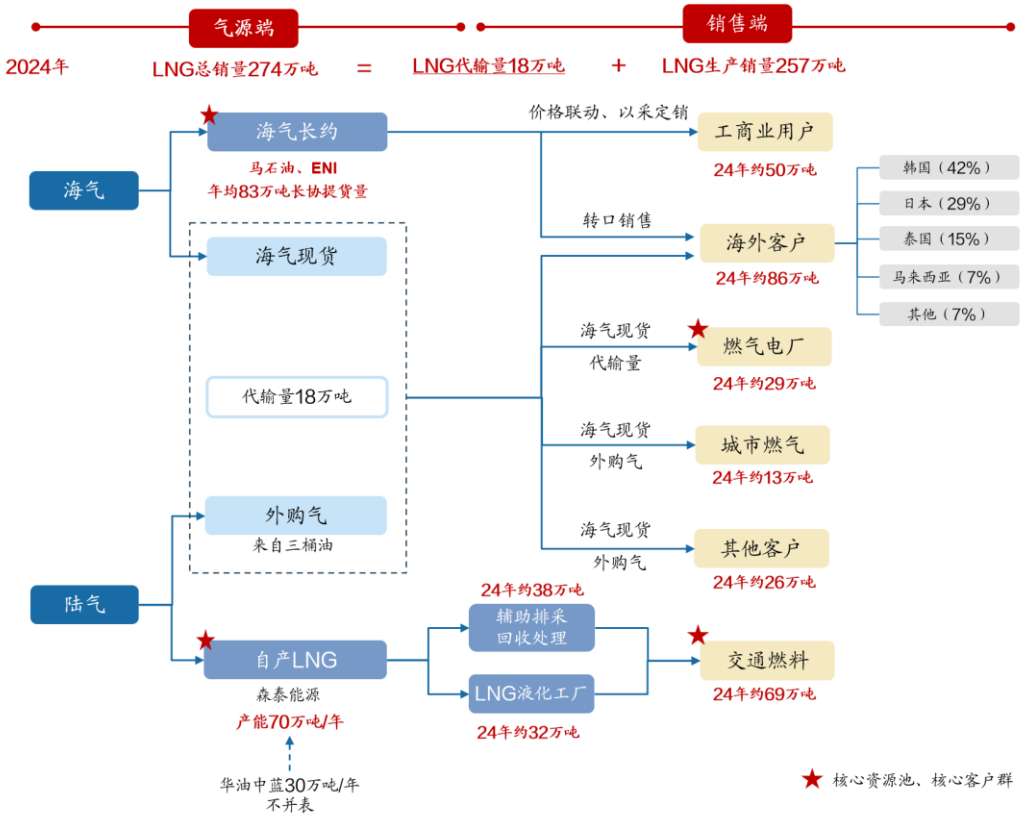


数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

备注：2023、2024 年收入和毛利润包含能源服务业务部分

公司 LNG 业务上游资源和下游客户匹配，做到以产定销或以销定产，实现资源利用率最大化。根据公司年报，2024 年 LNG 清洁能源和能源服务销售量合计 274 万吨，境内销量 188 万吨，境外销量 86 万吨。**在核心资源方面，**海气长约主要匹配国内直接终端用户，主要包括工业（园区）、大客户等，24 年约 50 万吨；自产 LNG 主要匹配交通燃料用户，面向 LNG 重卡用气需求，为交通燃料用户提供资源保障，24 年约 69 万吨。**在调节资源方面，**海气现货匹配国内燃气电厂及国际、国内分销客户；外购气为国内终端用户做基础保障与资源调节，余量匹配国内分销客户。

图 18：九丰能源LNG业务上游资源和下游客户匹配



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

气源1-海气长约&海气现货：采购模式主要分为长约采购和现货采购，2022-2024年均103万吨长协提货量确保气源稳定。LNG采购采用现货和长约灵活调配，根据2022年报披露，公司已与马来西亚国家石油公司和国际七大石油巨头之一的意大利埃尼集团（ENI）签订了附照付不议条款的长约采购合同，2022-2024年均103万吨长协提货量确保LNG气源供应稳定性，2024年ENI合同到期，剩余马石油年均83万吨的长协提货量，以及历史年份未执行的剩余额度，当前时点新签长协合同在即。同时公司随时根据市场需求、销售情况和价格走势进行现货采购，供应商包括世界主要的LNG生产商之一卡塔尔液化天然气有限公司、Trafigura（托克）、PAVILIONGASPTE.LTD.（新加坡国有能源企业）等。

表 5：2022-2024年均103万吨长协提货量确保气源稳定

协议类型	采购类型	供应商	合同期限	长约提货量（万吨）
LNG长期采购协议	长约采购	马来西亚国家石油公司	2021-2025合同年	416万吨
LNG长期采购协议	长约采购	意大利埃尼集团（ENI）	2021-2024合同年	81万吨

框架合作协议	现货采购	卡塔尔液化天然气有限公司
框架合作协议	现货采购	Trafigura（托克）
框架合作协议	现货采购	PAVILIONGASPTE.LTD.（新加坡国有能源企业）

数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

海气长约价格：LNG长约采购价格挂钩国际原油指数和JKM指数，体现市场化价值。LNG现货采购主要参考S&P Global Platts公布的LNG价格指数JKM（日韩综合到岸价格）；历史上LNG长约采购定价主要挂钩国际原油价格指数Brent和JCC，近年来为了更好地体现LNG的市场化价值而引入JKM指数。公司与供应商马石油及ENI于新签合同中即引入了JKM的最新发展趋势，提高了长约履行的顺畅度。公司采购LNG目前主要通过自有东莞码头上岸，同时公司签订TUA协议通过国网码头上岸，进一步提升海气的多元化供应能力。

表 6：与马石油和ENI新签长约采购协议中引入JKM指数

	马石油	ENI
原协议	LNG价格=斜率*Brent	LNG价格=斜率*JCC+常数
补充协议/新协议	LNG价格=权重1*斜率*Brent+权重2*JKM+常数	LNG价格=JKM+常数

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

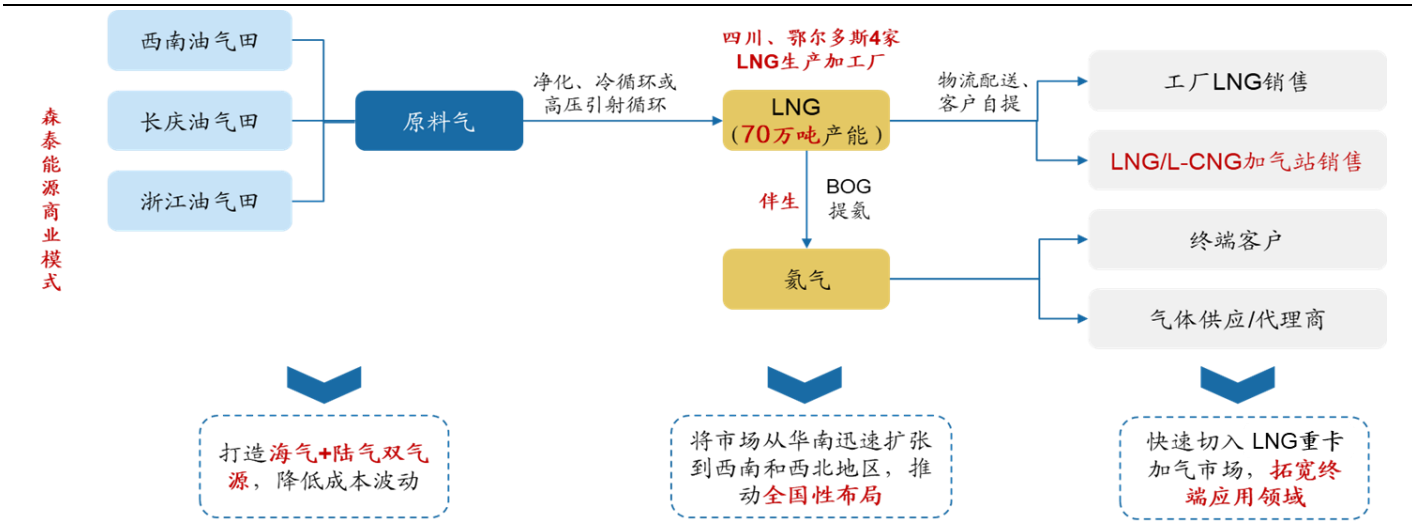
备注：原油价格（美元/桶）与天然气（美元/MMBtu）价格计量单位不同，定价公式中的斜率主要用于反应单位换算；根据《LNG 贸易合同的发展趋势及其启示》（中国海油旗下研究员于 2020 年 12 月在《天然气技术与经济》发表），亚太地区的斜率区间通常在 11%-14%；常数反映运费及双方谈判的溢价能力；权重反映不同指数对于采购价格的影响程度，由买卖双方协商确定。

气源2-陆气资源购置：2022年公司以18亿元收购森泰能源，扩展LNG陆气气源供应。除国内购气外，为平抑单一气源带来的价格波动，公司收购森泰能源100%股权和华油中蓝28%股权，获得70万吨/年+30万吨/年陆气资源，形成海气+陆气双气源布局，同时借助森泰能源切入加气站终端销售领域。2024年森泰已超额完成业绩承诺（2022-2024年度分别实现扣非归母净利润2.94、2.65、2.51亿元，业绩承诺期累计实现8.10亿元）。森泰能源助力公司实现 “上陆地、到终端、出华南”的战略规划：

（1）前端气源环节：森泰能源业务模式切入上游井口天然气回收利用配套服务，并将适时延伸至井下辅助排采领域。森泰能源每年与中石油指定的各区域范围子公司签署天然气供用气/购销合同，在天然气井周边投建整套天然气分离、净化、液化整套装置并长期运营，通过“技术+投资+运营”模式为上游提供能源作业服务，2024年公司能源作业回收处理量约38万吨。未来在井口天然气回收基础上，将适时将业务延伸至井下辅助排采服务领域（如增压混输、循环气举、射流泵等），打通天然气井上到井下、排采到回收利用全生命周期服务。

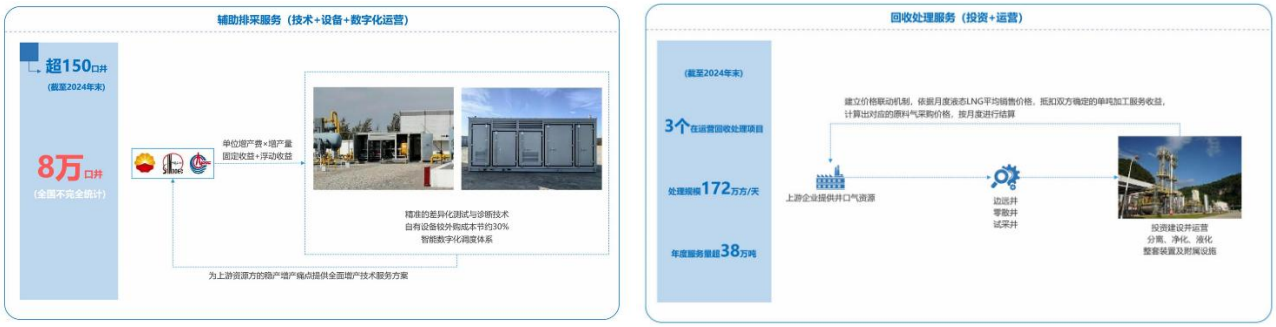
（2）中端生产环节（含液化）：森泰能源的4家LNG加工厂位于四川和内蒙古，分别是筠连森泰LNG工厂、叙永森能LNG工厂、古蔺森能LNG工厂和内蒙森泰LNG工厂。采购原料气在上游供气方交接点，主要通过自有天然气管道或供气方管道直接进入标的公司LNG液化工厂。经过脱硫、脱碳、脱水、脱汞等净化处理，再通过混合制冷循环或高压引射循环工艺加工成LNG后，通过标的公司自有槽车或客户自提方式，由LNG槽车运输至各客户指定地点。

图 19：打造海气+陆气双气源、并拓宽终端应用



数据来源：《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金预案（修订稿）》，广发证券发展研究中心

图 20：森泰能源为公司开拓了 “辅助排采”+“回收处理”的能源服务业务

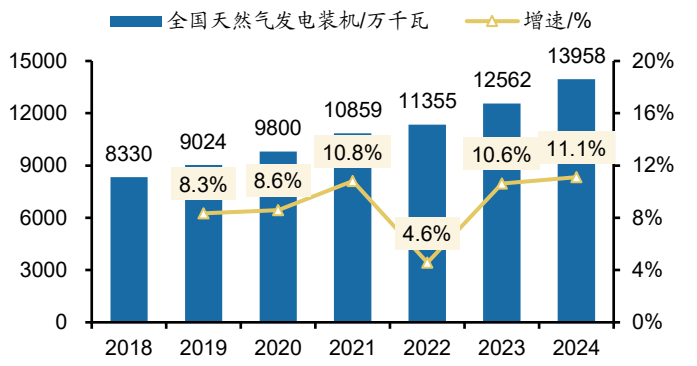


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

下游需求：公司所处下游与传统城燃有差异，主要匹配交通燃料与天然气发电市场，二者是我国未来天然气需求增长的主要驱动力。

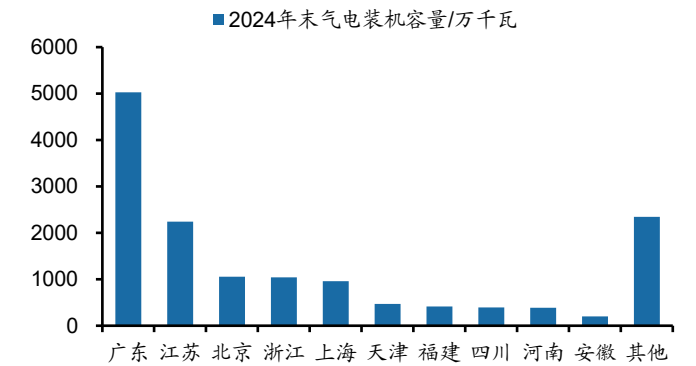
（1）气电：截至2024年末，全国气电装机容量约1.4亿千瓦，同比增长11.11%，从规划来看，气电装机仍将高增。气电市场是未来天然气消费增长的主力之一，且2024年末广东地区气电装机容量约5,039万千瓦，占全国的34.85%，位列全国第一，公司深耕华南，匹配用气增量需求。

图 21：2024年末全国天然气发电装机约1.4亿千瓦



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 22：2024年末广东省气电装机全国第一

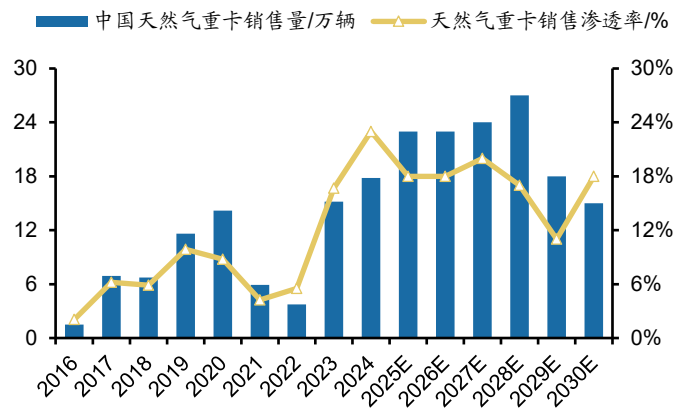


数据来源：燃气轮机发电专业委员会，广发证券发展研究中心

（2）交通运输：交通燃料（以天然气重卡为主）市场是中国天然气需求增长的主领域之一。天然气重卡具有良好的经济性和稳定的安全性能，有望成为重卡货运市场的主力燃料车型。2024年我国天然气重卡终端销量17.82万辆，同比增长17.28%，天然气重卡渗透率达29.58%。据中国石化《中国能源展望2060》预测，预计到2030年，LNG重卡保有量会从当前的70多万辆大幅增加至160万辆以上，其加气需求也将从2024年约2400万吨提升至约4500万吨。

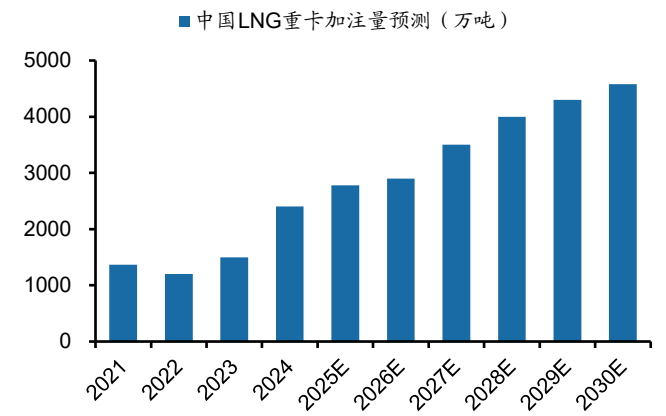
（3）传统工业用户：相较居民和商业用户具有更强的增长动力。

图 23：中国天然气重卡市场预测



数据来源：中国石化《中国能源展望2060（2025年版）》，广发证券发展研究中心

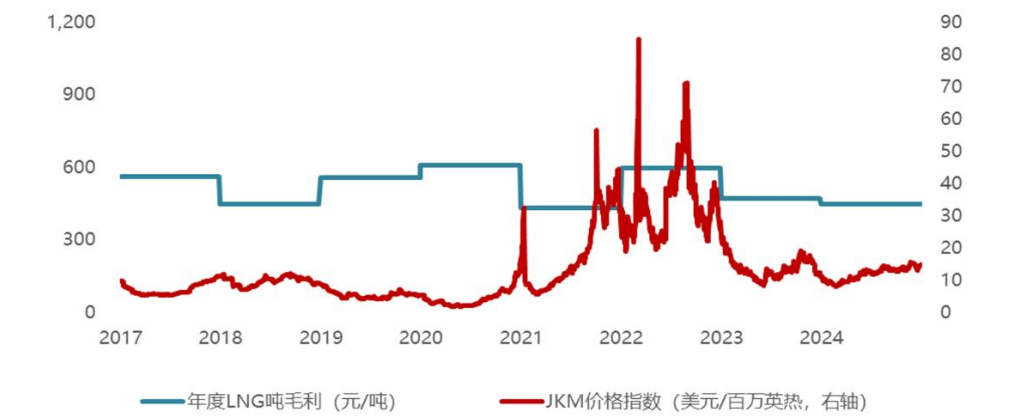
图 24：中国天然气重卡加注量预测



数据来源：中国石化《中国能源展望2060（2025年版）》，广发证券发展研究中心

公司的LNG业务整体毛差稳定，主要得益于高效的资源配置以及较强的顺价能力。公司对核心资源与调节资源进行持续优化，海陆互补、高效配置，并通过价格联动、背靠背交易、成本加成、协议顺价等方式，实现了较为稳定的国际、国内顺价。部分年份海气价格高国内价格便宜就做转口贸易，以量换价；海气价格便宜国内价格贵，就往国内走量，顺价给用户，保持长期稳定合作，当前LNG吨毛差稳定在450-600元区间，尽管也随气价有所波动，但预计伴随公司低价气源的持续获取，期待公司盈利提升。

图 25：2017-2024年JKM价格指数与公司LNG吨毛利



数据来源：2024年报，广发证券发展研究中心

能源物流业务：公司稳定的气源和周转能力来自于接收站和运输船等，并依托稀缺资产开展能源物流服务。公司自有接收站支撑公司直接面向海外LNG生产商或贸易

商采购，增加气源采购确定性。此外公司购建运输船保障远洋物流运输能力，利于公司根据天然气价格变动及时调整策略、灵活调配，同时降低运输成本。基于核心资产+服务，公司积极开展能源物流服务。

公司凭借华南地区唯一民营LNG接收站增强气源稳定性并降低成本。接收站决定了LNG周转能力，国际供应商必须确保买家在岸线码头、接收站等方面有强大支撑。截至2024年末我国已建成LNG接收站32座，接收能力超1.4亿吨每年。公司2012年投产的东莞立沙岛综合能源基地接收站是华南地区目前正式投产的唯一民营接收站，同时配套16万立方米LNG储罐、14.4万立方米LPG储罐，可实现LNG年周转能力150万吨、LPG年周转能力150万吨。东莞接收站进口的LNG通过槽车和管网等运输方式可以直接进入流通应用市场，能充分利用LNG船舶运力，积极匹配接收站窗口期，视情况加大海气现货资源采购。

表 7：公司拥有华南地区唯一民营LNG接收站

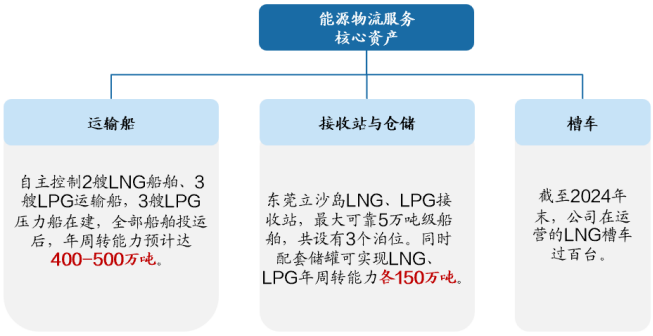
投产时间	经营者	位置
2006	中国海油	广东深圳大鹏
2012	**九丰能源**	**广东东莞**
2013	中国海油	广东珠海金湾
2014	中国石油	海南
2014	中国海油	海南
2016	中国石化	广西北海
2017	中国海油	广东粤东
2018	中国海油	广东深圳迭福
2019	深圳燃气	广东深圳
2019	中国海油	广西防城港

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

运输船是高壁垒稀缺资产，现有控制2艘LNG运输船以满足周转运输需求。LNG运输船是在约-162ºC低温下运输LNG的专用船舶，是国际公认高技术、高难度、高附加值的高壁垒稀缺资产，仅有少数船厂有建造能力。根据2024年报披露，公司LNG船Energy Spirit仍在开展融资租赁业务，尚在合同期内。其次募投项目构建的船只现已建设完成。构建LNG船后形成了远洋船队+仓储基地+码头岸线的全物流通道布局并降低运输成本。2024年，公司优化LNG运输船获得约3亿投资收益（另购置两艘LPG运输船），实现资产的高位变现，进一步彰显其资产配置能力。

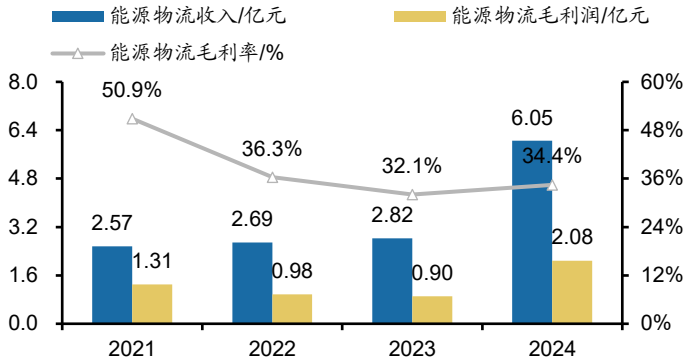
依托LNG船舶等核心资产，持续优化运力。能源物流业务主要包括LNG船运、接收与仓储、槽运，其主要经营模式为“核心资产+服务”。公司依托自有LNG船舶、接收站、仓储设施、槽车等核心资产，为第三方提供运输、物流、周转等服务，定量收取相应服务费。2024年共实现6.05亿元能源物流收入（包含LNG、LPG运输，下同），实现2.08亿元的毛利润，对应34.4%的毛利润率。未来公司将重点推进自主LNG、LPG船运及出租业务，持续优化运力及货物周转效率。

图 26：能源物流依托运输船、接收站等核心资产



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 27：能源物流的收入利润和毛利率

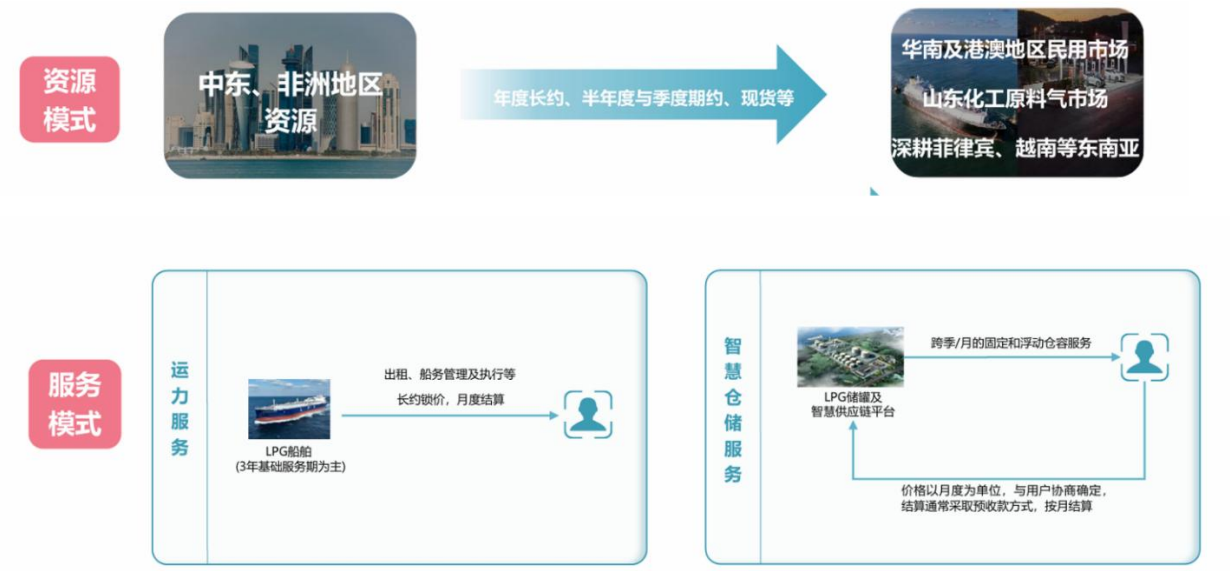


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）LPG 已是华南市占率领先，成长驱动锚定码头资源

LPG业务夯实在华南地区的领先优势，资源模式与服务模式协同并进。资源方面，LPG境外货源基本来自于中东及部分非洲地区，并灵活匹配年度长约、半年度与季度期约、现货等不同协约资源采购，挂钩CP结算的模式，购销敞口小。在市场端：一方面是公司在华南LPG市场深耕多年，拥有较高的市占率水平；另一方面，公司LPG销量中有超73%为居民需求，顺价能力良好。

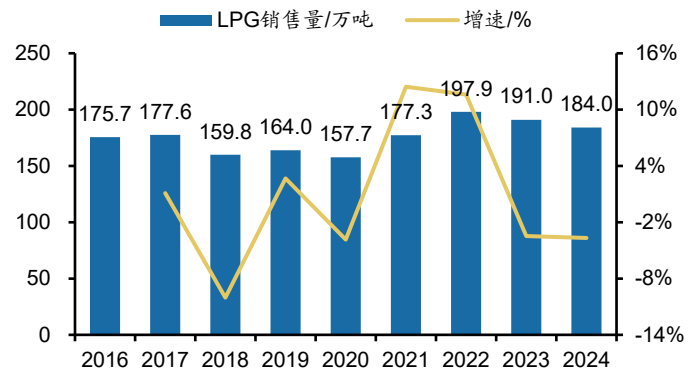
图 28：公司LPG业务资源模式与服务模式协同并进



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

LPG业务销量稳定在170-200万吨，单吨毛利同比平稳增长。公司LPG销量相对稳定的，2024年为183.96万吨，同比下降3.68%。公司继续夯实在华南及港澳地区的领先优势，对存量市场实施精细化区域管理，拓展LPG服务量。毛差方面，公司的购销气价主要挂钩CP，在同一个CP周期内完成周转，实现单位利润的稳定，LPG吨毛差稳定在250-300元。

图 29：2016-2024年公司LPG销气量基本稳定



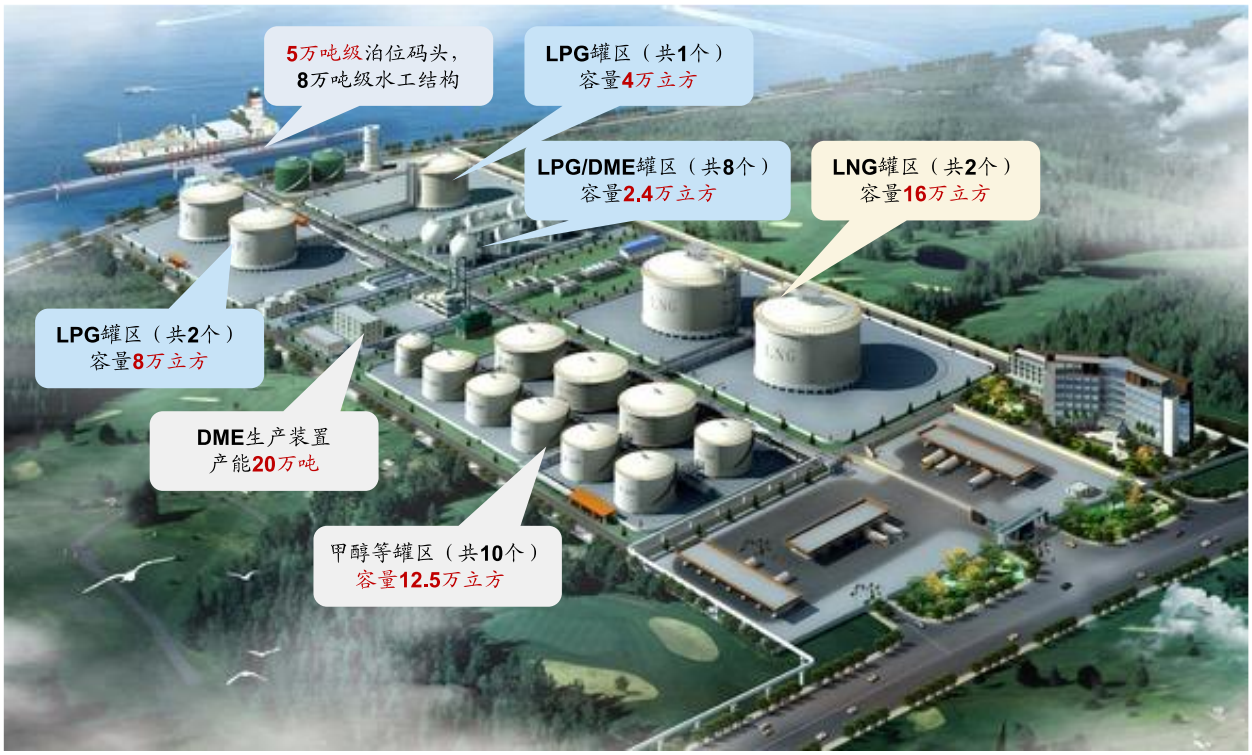
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 30：2017-2024年CP价格指数与公司LPG吨毛差

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

我们认为在公司华南市场深耕的背景下，码头资源或成为公司该业务的成长驱动力。公司重要资产东莞立沙岛综合能源基地拥有14.4万立方米LPG储罐，LPG周转能力150万吨，也是公司LPG业务长期稳定高盈利的重要底层。此外，公司积极布局其他码头资产，推动惠州液化烃码头项目（5万吨级）及配套LPG仓储基地项目的建设，确保在2025年实现竣工投产。**公司长期深耕LPG领域，拥有稳定的气源购买能力和下游需求，伴随码头资产落地，看好LPG业务增长空间。**

图 31：公司自主运营东莞立沙岛综合能源基地



数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

“新紫荆花号”LPG运输船建投完成，并新购置2艘LPG次新船舶扩充LPG运力。运力服务方面，“新紫荆花号”LPG运输船建设完成并交付，并新购置2艘LPG次新船舶，持续扩充LPG运力，根据2024年报，此外还有3艘LPG压力船正在建设中。2024年公司LPG船舶对外提供运力服务总航次48次。

表 8：公司多艘IPO募投LPG运输船投建完成

项目名称	投资预算（亿元）	项目进度	2024 年投入金额（亿元）	累计投入金额（亿元）	资金来源
购建 1 艘 LPG 运输船（新紫荆花号）	5.81	100%	4.02	5.67	自有资金与募集资金
购置 1 艘 LPG 船舶（木棉花号）	6.12	100%	6.12	6.12	自有资金
购置 1 艘 LPG 船舶（新水晶号）	6.75	100%	6.75	6.75	自有资金

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

三、特种气体提供未来增量，航天特气提升估值空间

公司特种气体业务主要涉及氦气、氢气，锚定航空航天特气发展方向。特种气体业务前端链接国产氦气资源、清洁能源氢气产业链、航空航天特气生产，业务后端匹配华中等区域零售气站、商业航天配套项目等，形成高效的“资源+终端”业务链条。

2023 年切入航空航天特气市场，签约海南航天发射场特燃特气项目（**我国首个商业航天发射场**），项目一期拟投资 4.93 亿元，为火箭发射提供液氢、液氧、液氮、氦气、高纯度液态甲烷等产品，二期投资 3 亿元，扩能计划拟包括液氮、液氧、绿氢、氦气、氪气、氙气、轻烃、航天煤油等相关特燃特气生产及储运装置。

当前国家加快推进海南文昌国际航天城建设，2025 年 3 月 12 日，“长征八号”遥六运载火箭在海南商业航天发射场一号发射工位，我国火箭制造产业链发育完善，打开航空航天特种气体燃料领域空间。2025 年 8 月 4 日 18 时 21 分，长征十二号运载火箭于海南商业航天发射场二号工位顺利发射，成功将卫星互联网低轨 07 组卫星送入预定轨道。这是继 7 月 30 日海南商业航天发射场一号工位发射长征八号甲运载火箭以来的又一次发射。**海南商业航天发射场首次挑战高密度发射，为接下来常态化、高密度发射奠定了重要基础。**

表 9：公司已建成或在建的特气资源项目（2024年末）

产品	已/在建产能	资源解决方案/工艺技术
氦气	150 万方/年	资源保障:天然气伴生自产氦气+进口液氦
液氢	666 吨/年	资源保障:公司 LNG 双资源池，甲醇采购、运输、保供综合优势； 工艺技术:甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺
氢气	2 万方/小时	工艺技术:天然气重整制氢、氯碱尾气提纯制氢
液氧	4.8 万吨/年	工艺技术:空气增压循环+高低温双膨胀+双塔精馏工艺
液氮	4.8 万吨/年	
高纯液态甲烷	20000 吨/年	资源保障:国际资源池+自产 LNG； 工艺技术:液态甲烷纯化工艺
其中：海南文昌火箭基地		
液氢	666 吨/年	截至 3 月，相关设备已完成安装、调试，并顺利出液
液氧	4.8 万吨/年	
液氮	4.8 万吨/年	
氦气	38.4 万立方米/年	截至 3 月，相关设备已完成安装、调试，具备存储与供应条件

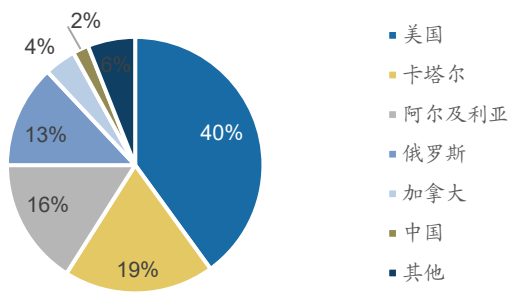
高纯液态甲烷	20,000 吨/年	高纯液态甲烷装置，正加快建设

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

（一）氦气：通过 LNG 伴生气提纯，积极探索管道气提氦+资源进口

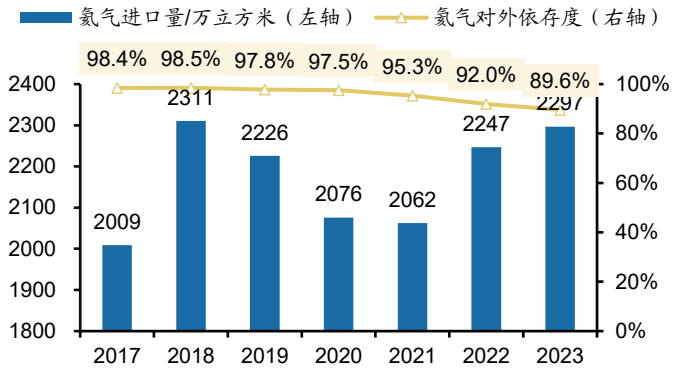
氦气生产与LNG业务高度协同，对外依存度较高。氦气作为特种气体广泛应用于半导体、化工、冶金、航空航天、交通等领域，为LNG生产过程中的伴生品，可以通过BOG气体对天然气伴生氦气的自然提浓作用进行提纯，目前全球已发现的规模氦气储量均为天然气伴生气，氦气业务与LNG业务存在高度协同。根据美国地质勘探局数据，截至2020年中国氦气资源量仅占全球总量的2.12%，氦气进口量达2076万立方米，对外依存度为97.5%，我国国内氦气供需缺口较大。

图 32：截至2020年中国氦气资源量占全球总量的2%



数据来源：定期报告，美国地质勘探局，广发证券发展研究中心

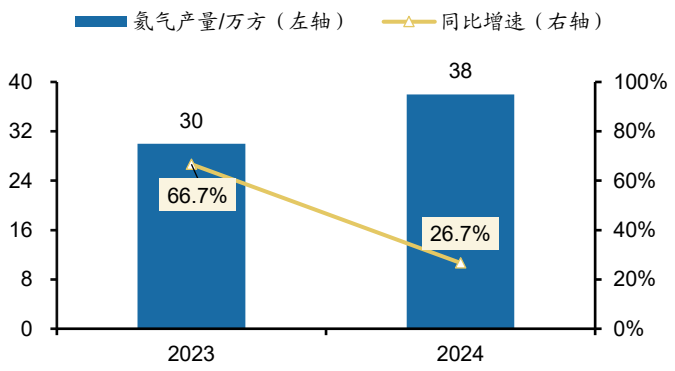
图 33：我国氦气对外依存度高达90%以上



数据来源：中国工业气体工业协会，华经产业研究院，广发证券发展研究中心

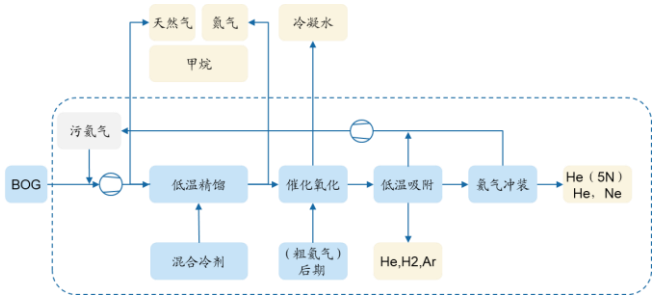
公司收购森泰能源为国内少数掌握提氦技术的企业之一，2024年氦气在建产能已达到150万方/年。目前利用国内LNG工厂BOG提取高纯氦气为提升国产率最有效的途径，公司旗下森泰能源已掌握其关键技术和运营能力。内蒙古BOG提氦项目已于2021年5月正式投产，纯度可达99.999%（5N纯氦），并持续布局直接终端客户，价格随行就市。截至2024年公司高纯度氦气在建产能已达到150万方/年，2024年实际产量38万方，同比增长超27%，特种气体业务将成为公司新增长点。

图 34：2024年公司氦气产量同比增长27%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 35：公司收集LNG生产过程伴生的氦气

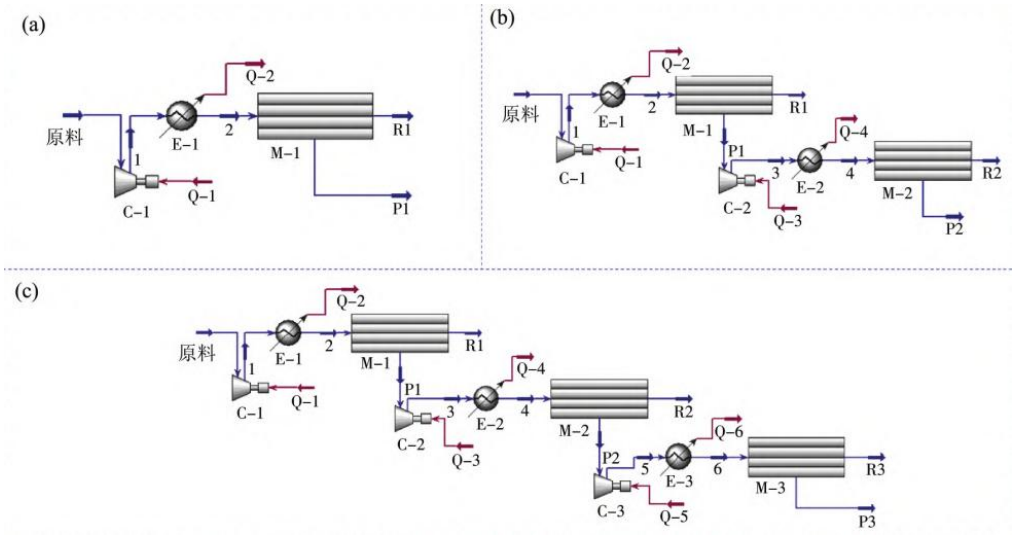


数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

未来公司将积极探索管道气提氦和液氦进口，多元化布局氦气资源。未来公司将以

当前BOG提氦产能为切入点，整合国内外先进管道气提氦技术（特别是膜技术），布局管道气提氦领域。同时基于我们国家“贫氦”现状，利用公司多年以来的清洁能源采销经验，积极布局氦槽资产并推进液氦进口，多元化布局氦气资源。在销售方面，公司将仿照LNG推动以长约销售、直供销售为主的销售策略，提升销售稳定性及竞争力。

图 36：天然气提氦膜分离工艺常用流程



数据来源：郑沛君等《气体分离膜技术在天然气提氦中的研究进展》，广发证券发展研究中心

（二）氢气：侧重氢气能源布局，24 年氢气产销量约 8768 万方

“双碳”背景下氢能受到国家的高度支持，未来发展空间巨大。在国家“双碳”政策背景下，氢能作为清洁的低碳能源受到国家的高度支持，2022年3月23日国家发改委、能源局发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，提出到2025年我国将初步建立以以工业副产氢和可再生能源制氢就近利用为主的氢能供应体系，可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，未来不断完善氢能体系以支撑碳达峰目标。此外中国氢能联盟预测2030年氢能在终端能源体系中占比为5%，2050年将进一步提升至10%，创造年价值12万亿元的氢能产业链，氢能作为新兴清洁能源未来发展可期。

表 10：《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》主要内容

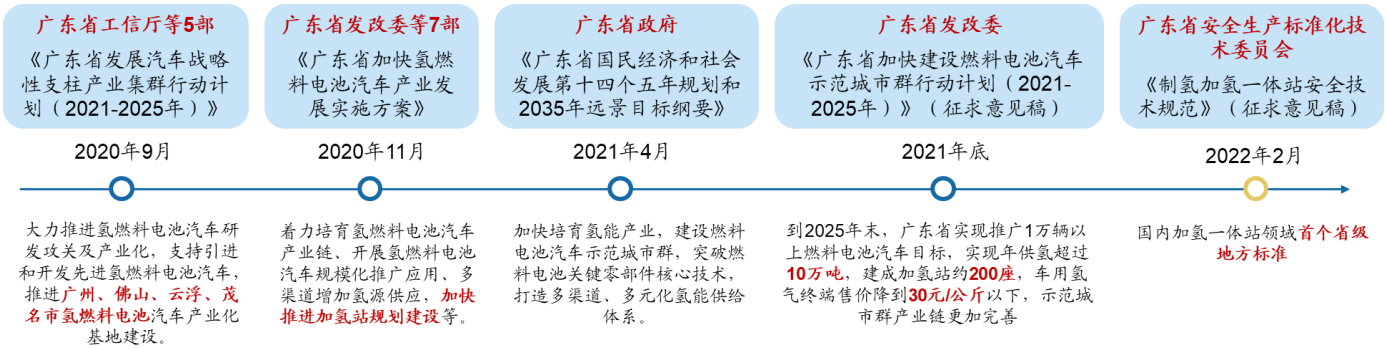
规划目标	
1.到 2025 年，可再生能源制氢量达到 10-20 万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排 100-200 万吨/年。	
2.到 2030 年，可再生能源制氢广泛应用。	
3.到 2035 年，可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色转型发展起到重要支撑作用。	
一、统筹推进氢能基础设施建设	
合理布局制氢设施	结合资源禀赋和产业布局，因地制宜选择制氢技术路线逐步推动构建清洁化、低碳化、低成本的多元制氢体系。
稳步构建储运体系	以安全可控为前提，积极推进技术材料工艺创新，支持开展多种储运方式的探索和实践。提高高压气态储运效率，加快降低储运成本，有效提升高压气态储运商业化水平。
统筹规划加氢网络	坚持需求导向，统筹布局建设加氢站，有序推进加氢网络体系建设。坚持安全为先，节约集约利用土地资源，支持依法依规利用现有加油加气站的场地设施改扩建加氢站。探索站内制氢、储氢和加氢一体化的加氢站等新模式。

二、稳步推进氢能多元化示范应用	
有序推进交通领域示范应用	重点推进氢燃料电池中重型车辆应用，逐步建立燃料电池电动汽车与锂电池纯电动汽车的互补发展模式。积极探索燃料电池在船舶、航空器等领域的应用，推动大型氢能航空器研发，不断提升交通领域氢能应用市场规模。
积极开展储能领域示范应用	发挥氢能调节周期长、储能容量大的优势，开展氢储能在可再生能源消纳、电网调峰等应用场景的示范，探索培育“风光发电+氢储能”一体化应用新模式，逐步形成抽水蓄能、电化学储能、氢储能等多种储能技术相互融合的电力系统储能体系。
合理布局发电领域多元应用	因地制宜布局氢燃料电池分布式热电联供设施，推动在社区、园区、矿区、港口等区域内开展氢能源综合利用示范。结合增量配电改革和综合能源服务试点，开展氢电融合的微电网示范，推动燃料电池热电联供应用实践。
逐步探索工业领域替代应用	不断提升氢能利用经济性，拓展清洁低碳氢能在化工行业替代的应用空间。探索氢能冶金示范应用，探索开展可再生能源制氢在合成氨、甲醇、炼化、煤制油气等行业替代化石能源的示范，促进高耗能行业绿色低碳发展。
三、加快完善氢能发展政策和制度保障体系	
建立健全氢能政策体系	制定完善氢能管理有关政策，推动氢能规模化应用，促进氢能生产和消费。研究探索可再生能源发电制氢支持性电价政策，完善可再生能源制氢市场化机制，健全覆盖氢储能的储能价格机制，探索氢储能直接参与电力市场交易。
建立完善氢能产业标准体系	推动完善氢能制、储、输、用标准体系，推进氢能产品检验检测和认证公共服务平台建设，推动氢能产品质量认证体系建设。
加强全链条安全监管	加强氢能安全管理制度和标准研究，建立健全氢能全产业安全 标准规范，强化安全监管。推动氢能产业关键核心技术和安全技术协同发展，加强应急能力建设，有效提升事故预防能力和及时有效应对各类氢能安全风险的能力。
四、组织实施	
建立氢能产业发展部际协调机制，聚焦氢能产业发展的关键环节和重大问题，打造氢能产业发展“1+N”政策体系。不断优化产业空间布局，稳步开展试点示范。加强金融支持，促进科技成果转移转化。深入开展宣传引导，结合规划成效评估工作，进一步优化后续任务工作方案。	

数据来源：国家发改委、能源局，广发证券发展研究中心

广东引领我国氢能发展，计划2025年末实现供氢超10万吨。广东为我国氢能发展的“排头兵”，2021年底广东省发改委发布《广东省加快建设燃料电池汽车示范城市群行动计划（2021-2025年）》（征求意见稿）催化广东省氢能发展，计划到2025年末实现年供氢10万吨，随后2022年2月广东发布了全国首个省级加氢一体站地方标准，加速氢能建设落地。

图 37：广东计划2025年末实现供氢超10万吨



数据来源：定期报告，广东省发改委，广东省工信部，广发证券发展研究中心

中短期侧重气体属性布局，长期侧重能源属性。根据《2023年3月9日投资者关系活动记录表》，中短期内，公司将依托现有布局，通过天然气重整制氢等技术、现场制氢或管道输氢模式，为下游半导体用户、工业用户等提供高纯氢气。而长期来看，公司将更加侧重于氢气能源属性布局，开拓加氢站、制氢加氢一体站等项目建设，并有望进一步拓展氢气能源物流领域，与公司LNG主业形成协同效应。

表 11：氢气业务中短期侧重气体属性布局，长期侧重能源属性

	属性	技术	输氢模式	应用
中短期布局	气体属性（高纯度）	天然气重整制氢、甲醇制氢、焦炉煤气制氢、氯碱尾气副产氢提纯、PDH副产氢提纯	现场制氢、管道输氢	半导体、工业、化工、冶金、轻工业、航空航天
长期布局	能源属性	可再生能源电解水制氢相关技术（如ALK、PEM、AEM等）	液氢、氨化、管道输氢	加氢站、制氢加氢一体站

数据来源：《2023 年 3 月 9 日投资者关系活动记录表》，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

预计公司2025~2027年营业收入23031、23801、26919百万元，对应毛利率10.2%、11.2%、11.8%。其中：**LNG、PNG业务**营收分别为10960、10300、11813百万元，对应毛利率分别为12.5%、15.0%、16.0%；**LPG业务**营收分别为9710、10886、12204百万元，对应毛利率分别为5.7%、5.8%、5.9%；**特种气体业务**营收分别为1378、1484、1601百万元，对应毛利率为8.0%、8.5%、9.0%；**能源服务业务**营收分别为982、1130、1299百万元，对应毛利率为32.1%、32.1%、32.1%。

表 12：公司主营业务收入拆分

营业收入							
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	18488	23954	26566	22047	23031	23801	26919
营收增速/%	107.4%	29.6%	10.9%	-17.0%	4.5%	3.3%	13.1%
营业成本/百万元	17286	22397	24489	19990	20678	21132	23744
毛利润/百万元	1203	1558	2077	2057	2353	2669	3175
毛利率/%	6.5%	6.5%	7.8%	9.3%	10.2%	11.2%	11.8%
其中：LNG、PNG							
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	9879	12568	16192	11287	10960	10300	11813
营收增速/%	169.5%	27.2%	28.8%	-30.3%	-2.9%	-6.0%	14.7%
营业成本/百万元	9364	11697	14842	10030	9590	8755	9923
毛利润/百万元	515	872	1350	1257	1370	1545	1890
毛利率/%	5.2%	6.9%	8.3%	11.1%	12.5%	15.0%	16.0%
其中：LPG							
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	7807	10367	8809	8818	9710	10886	12204
营收增速/%	64.0%	32.8%	-15.0%	0.1%	10.1%	12.1%	12.1%
营业成本/百万元	7313	9841	8319	8320	9152	10250	11480
毛利润/百万元	494	526	490	498	558	635	724
毛利率/%	6.3%	5.1%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%
其中：特种气体及其他化工产品							
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	545	747	1229	1286	1378	1484	1601
营收增速/%	32.2%	37.2%	64.6%	4.6%	7.1%	7.7%	7.9%
营业成本/百万元	482	687	1102	1195	1267	1358	1458
毛利润/百万元	62	60	127	91	111	126	144

毛利率/%	11.4%	8.0%	10.3%	7.1%	8.0%	8.5%	9.0%
其中：能源物流及技术服务							
	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	-	269	335	655	982	1130	1299
营收增速/%	-	-	24.5%	95.6%	50.0%	15.0%	15.0%
营业成本/百万元	-	171	224	445	667	768	883
毛利润/百万元	-	98	111	210	315	362	417
毛利率/%	-	36.3%	33.1%	32.1%	32.1%	32.1%	32.1%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议：考虑到2025年优化船舶带来的非经常性收益，预计公司2025-2027年收入分别为230.31、238.01、269.19亿元，同比+4.5%、+3.3%、+13.1%；预计2025-2027年实现归母净利润15.81、18.05和21.31亿元，同比-6.1%、+14.2%、+18.0%。考虑到商业模式、业务属性相似性等因素，对应三大业务我们选取佛燃能源、新奥股份、昆仑能源（清洁能源）、海油发展（能源服务）、金宏气体（特种气体）为可比公司，目前三大业务可比公司2025年PE估值分别为11.70、9.86、29.96倍。清洁能源业务方面，公司打造海气+陆气LNG的多元化气源组合，大力开拓终端直销客户，此外向前拓展能源服务业务，向后前瞻布局氢能+氦气等特种气体。参考可比公司估值，给予公司2025年15倍PE，对应合理价值为35.61元/股，给予“买入”评级。

表 13：同业公司盈利预测及估值表（最新收盘价日期：2025/8/4）

对应主业	代码	简称	市值/亿元	收盘价	归母净利润/亿元				PE/倍			
				元/股	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
清洁能源	002911.SZ	佛燃能源	133.38	10.28	8.53	9.46	10.27	11.15	19.23	14.11	12.99	11.97
清洁能源	600803.SH	新奥股份	577.92	18.66	44.93	52.61	59.24	66.84	14.94	10.98	9.76	8.65
清洁能源	00135.HK	昆仑能源	657.20	7.59	59.60	65.61	70.27	74.88	11.30	10.02	9.35	8.78
平均									**15.16**	**11.70**	**10.70**	**9.80**
能源服务	600968.SH	海油发展	410.67	4.04	36.56	41.64	47.24	53.05	11.23	9.86	8.69	7.74
平均									**11.23**	**9.86**	**8.69**	**7.74**
特种气体	688106.SH	金宏气体	85.74	17.79	2.01	2.86	3.74	4.48	42.61	29.96	22.94	19.13
平均									**42.61**	**29.96**	**22.94**	**19.13**
	605090.SH	**九丰能源**	190.44	28.60	16.84	15.81	18.05	21.31	11.31	12.05	10.55	8.94

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：同业公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

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。2020年前公司的LNG国际长约采购定价主要挂钩国际原油价格指数Brent及JCC，2020年公司签订的新协议中引入了JKM指数，若JKM价格指数大幅增长并明显高于国际原油价格指数，公司的上游国际LNG采购价格将高于按原LNG长约采购公式采购的情况，公司将面临盈利水平低于按原LNG长约采购公式采购的风险。

采购模式调整风险。“照付不议”是天然气贸易的国际惯例和规则：若因公司原因导致公司的实际提货量未达到“照付不议”合同约定量，且公司与上游供应商无法进行协商调整或公司无法协助卖方寻找合适第三方进行转售，则公司可能会面临就未完成合同约定采购量的部分对给卖方造成的损失进行赔偿的风险。若上游供应商无法按约定供货，则可能会对公司LNG供应的稳定性带来一定风险。

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。尽管公司在国际采购环节为锁定汇率会执行部分远期购汇操作，但仍然难以完全消除各类政治、市场变化引致的美元汇率波动对采购成本和汇兑损益的影响，尤其在国际政治经济局势不稳定的情况下，若美元形成较长时间内的单边持续、快速升值趋势，公司将面临采购成本和汇兑损失增加或国际采购无法正常开展的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**8,032**	**7,760**	**7,920**	**8,276**	**8,864**
货币资金	5,463	5,862	5,934	6,189	6,499
应收及预付	867	715	749	771	869
存货	975	930	857	870	974
其他流动资产	727	252	381	446	522
非流动资产	**6,378**	**7,395**	**8,766**	**9,718**	**10,644**
长期股权投资	621	668	1,668	2,668	3,668
固定资产	2,699	4,134	4,082	4,005	3,903
在建工程	1,575	519	497	475	453
无形资产	298	360	406	452	498
其他长期资产	1,184	1,713	2,113	2,118	2,123
资产总计	**14,409**	**15,154**	**16,686**	**17,994**	**19,509**
流动负债	**3,054**	**2,919**	**3,396**	**3,491**	**3,744**
短期借款	939	1,156	1,206	1,256	1,306
应付及预收	864	886	908	928	1,043
其他流动负债	1,251	877	1,282	1,307	1,395
非流动负债	**3,201**	**2,621**	**2,905**	**3,303**	**3,501**
长期借款	793	638	1,138	1,638	1,938
应付债券	2,024	1,762	1,562	1,462	1,362
其他非流动负债	384	221	205	203	201
负债合计	**6,255**	**5,540**	**6,301**	**6,794**	**7,245**
股本	629	645	666	666	666
资本公积	3,286	3,638	3,744	3,744	3,744
留存收益	3,917	5,103	5,833	6,639	7,670
归属母公司股东权益	7,775	9,257	10,020	10,825	11,856
少数股东权益	379	357	365	374	407
负债和股东权益	**14,409**	**15,154**	**16,686**	**17,994**	**19,509**

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**26566**	**22047**	**23031**	**23801**	**26919**
营业成本	24489	19990	20678	21132	23744
营业税金及附加	30	33	35	36	40
销售费用	204	229	276	309	377
管理费用	298	315	288	298	336
研发费用	4	10	9	10	11
财务费用	-17	-11	43	63	76
资产减值损失	-93	-66	-64	-64	-64
公允价值变动收益	-18	-1	0	0	0
投资净收益	-23	46	35	36	40
营业利润	**1488**	**1886**	**1773**	**2030**	**2429**
营业外收支	-1	0	2	2	2
利润总额	**1487**	**1886**	**1775**	**2032**	**2431**
所得税	172	199	186	217	267
净利润	**1315**	**1688**	**1589**	**1815**	**2164**
少数股东损益	9	4	8	9	32
归属母公司净利润	**1306**	**1684**	**1581**	**1805**	**2131**
EBITDA	1933	1950	2246	2547	2984
EPS（元）	2.11	2.71	2.37	2.71	3.20

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**2,158**	**2,047**	**2,241**	**2,452**	**2,818**
净利润	1,315	1,688	1,589	1,815	2,164
折旧摊销	345	402	427	452	478
营运资金变动	199	169	55	-14	-34
其它	299	-212	170	199	211
投资活动现金流	**-2,298**	**-917**	**-1,910**	**-1,468**	**-1,462**
资本支出	-1,181	-1,378	-441	-441	-440
投资变动	-1,305	481	-1,110	-1,060	-1,060
其他	188	-21	-359	33	37
筹资活动现金流	**1,186**	**-695**	**-259**	**-729**	**-1,046**
银行借款	596	63	550	550	350
股权融资	10	33	51	0	0
其他	580	-791	-860	-1,279	-1,396
现金净增加额	**1,025**	**468**	**72**	**255**	**310**
期初现金余额	**4,263**	**5,288**	**5,756**	**5,828**	**6,083**
期末现金余额	**5,288**	**5,756**	**5,828**	**6,083**	**6,393**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	10.9%	-17.0%	4.5%	3.3%	13.1%
营业利润	19.6%	26.7%	-6.0%	14.5%	19.7%
归母净利润	19.8%	28.9%	-6.1%	14.2%	18.0%
获利能力					
毛利率	7.8%	9.3%	10.2%	11.2%	11.8%
净利率	4.9%	7.7%	6.9%	7.6%	8.0%
ROE	16.8%	18.2%	15.8%	16.7%	18.0%
ROIC	11.6%	10.3%	10.9%	11.6%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	36.6%	37.8%	37.8%	37.1%
净负债比率	76.7%	57.6%	60.7%	60.7%	59.1%
流动比率	2.63	2.66	2.33	2.37	2.37
速动比率	2.17	2.20	1.96	2.00	1.98
营运能力					
总资产周转率	2.07	1.49	1.45	1.37	1.44
应收账款周转率	77.18	49.18	52.46	52.27	54.59
存货周转率	24.95	20.99	23.15	24.47	25.74
每股指标（元）					
每股收益	2.11	2.71	2.37	2.71	3.20
每股经营现金流	3.43	3.17	3.37	3.68	4.23
每股净资产	12.13	14.20	14.92	16.13	17.67
估值比率					
P/E	13.24	10.53	12.03	10.53	8.92
P/B	2.30	2.01	1.91	1.77	1.62
EV/EBITDA	8.33	8.36	7.83	6.98	5.93

广发证券环保及公用事业研究小组

郭　　鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
姜　　涛：联席首席分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
陈　　龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明:（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场;（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。