

投资评级 优于大市 维持

股票数据

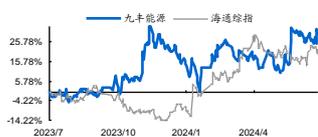
07月16日收盘价(元)	29.47
52周股价波动(元)	21.85-31.52
总股本/流通A股(百万股)	633/269
总市值/流通市值(百万元)	18661/7922

相关研究

《三大业务板块共同发力，推动“一主两翼”战略布局》2024.04.17

《业绩稳定增长，加快推进能源服务和特种气体业务布局》2023.08.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.4	15.7	10.0
相对涨幅(%)	-0.2	19.6	10.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:朱建军

Tel:(021)23185963

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23185616

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

辅助排采迎来发展良机，氨气布局助力业务成长

投资要点:

● **核心观点:** 九丰能源是国内重要综合能源服务商。在清洁能源领域，公司是中国LPG、LNG行业的重要参与者，在华南地区拥有突出的行业地位。在能源服务领域，公司加快市场布局，加大技术及资本投入力度，打通辅助排采业务服务各个环节，持续提升公司在辅助排采业务行业的影响力。在特种气体领域，公司拥有领先提氮技术，积极推进海南商业航天发射场项目，不断加快特气业务布局。展望未来，我们认为公司有望在辅助排采、特种气体业务方面实现较快成长。

● **九丰能源：“一主两翼”，打造一流综合能源服务商。** 公司主营业务分为清洁能源、能源服务、特种气体三大板块，呈现“一主两翼”的业务发展格局。其中，LNG与LPG业务是公司主要收入来源。2023年以来，公司进军特种气体市场，并取得业务突破。公司具备自主可控的中游核心资产与较强的周转能力，已建设东莞市立沙岛LNG/LPG接收站，可实现LNG年周转能力150万吨，LPG年周转能力150万吨；正在建设5万吨级的惠州液化井码头项目，预计2025年正式投产。公司未来计划通过构建“海气+陆气”双资源池，强化资源保障能力，打造一流的综合能源服务商。

● **低产低效井增加，辅助排采业务迎来发展良机。** 2010年以来，中国天然气开采力度增强，气井数量快速增长，到2023年，气井数量已达6-8万口左右，低产低效井数目也随之增加。经过多年开采，高开采难度的气田逐渐增多，开发成本逐渐上升，而中国天然气增产需求依然较大。基于以上背景，中国辅助排采业务市场空间广阔，经我们测算，中国辅助排采市场空间2025年达53.69亿元。

● **氨气产能加快布局，助力战略性稀有气体自主化进程。** 中国国内氨气资源较少，仅占全球氨气资源总量的2.12%，而国内氨气消费量占全球氨气消费总量的12%左右，随着医疗、航空、半导体等下游领域的发展，氨气需求高速增长。公司掌握LNG项目BOG提氮的关键技术和运营能力，2023年公司氨气产量超30万方，占国内总产量10%；同时，公司积极布局液氨槽罐资产，打通液氨进口链条，打造“国产气氨+进口液氨”双资源池，并积极推进海南商业航天发射场特燃特气配套项目建设，推进氨气全产业链布局。

● **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2024~2026年归母净利润分别为16.52亿元、17.77亿元、19.22亿元，EPS分别为2.61元、2.81元、3.04元，参考可比公司估值水平，给予其2024年13-14倍PE，对应合理价值区间为33.93-36.54元，维持“优于大市”投资评级。

● **风险提示:** 下游发展不及预期，项目建设不及预期，天然气价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23954	26566	30400	30791	33137
(+/-)YoY(%)	29.6%	10.9%	14.4%	1.3%	7.6%
净利润(百万元)	1090	1306	1652	1777	1922
(+/-)YoY(%)	75.9%	19.8%	26.5%	7.6%	8.2%
全面摊薄EPS(元)	1.72	2.06	2.61	2.81	3.04
毛利率(%)	6.5%	7.8%	7.3%	7.6%	7.5%
净资产收益率(%)	15.7%	16.8%	18.0%	16.2%	14.9%

资料来源：公司年报(2022-2023)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目录

1. 九丰能源：“一主两翼”，打造一流综合能源服务商	5
1.1 积极布局新赛道，推动清洁能源业务纵向一体化延伸	5
1.2 公司财务状况良好，营收有望稳步增长	7
2. 低产低效井增加，辅助排采业务迎来发展良机	8
2.1 重点布局辅助排采业务，稳业绩促增长	8
2.2 辅助排采业务市场空间广阔，迎来重大发展机遇期	8
3. 氦气产能加快布局，助力战略性稀有气体自主化进程	10
3.1 氦气：“气体芯片”，对外依存度高	10
3.2 氦气业务取得突破，海南商业航天发射场特燃特气项目稳步推进	11
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1	公司主营业务.....	5
图 2	2023 年九丰能源营收构成.....	6
图 3	2023 年九丰能源毛利构成.....	6
图 4	九丰能源股权结构（截至 2024 年 5.19）.....	7
图 5	2018-2024Q1 公司营收与同比增速.....	7
图 6	2018-2024Q1 公司归母净利润与同比增速.....	7
图 7	2018-2024Q1 公司销售毛利率与销售净利率.....	8
图 8	2018-2024Q1 公司三项费用率.....	8
图 9	2018-2023 年公司主营业务收入构成.....	8
图 10	2018-2024Q1 公司资产负债率.....	8
图 11	2018-2023 年中国石化天然气总井数（口）.....	9
图 12	2018-2023 年中国石油天然气新钻净井数（口）.....	9
图 13	西南油气田年产量及未来目标.....	9
图 14	氨气主要应用领域.....	11
图 15	全球氨气资源分布.....	11
图 16	2018-2023 年世界主要国家氨气年产量（百万立方米）.....	11
图 17	公司 2021-2023 氨气产量及增速.....	12

表目录

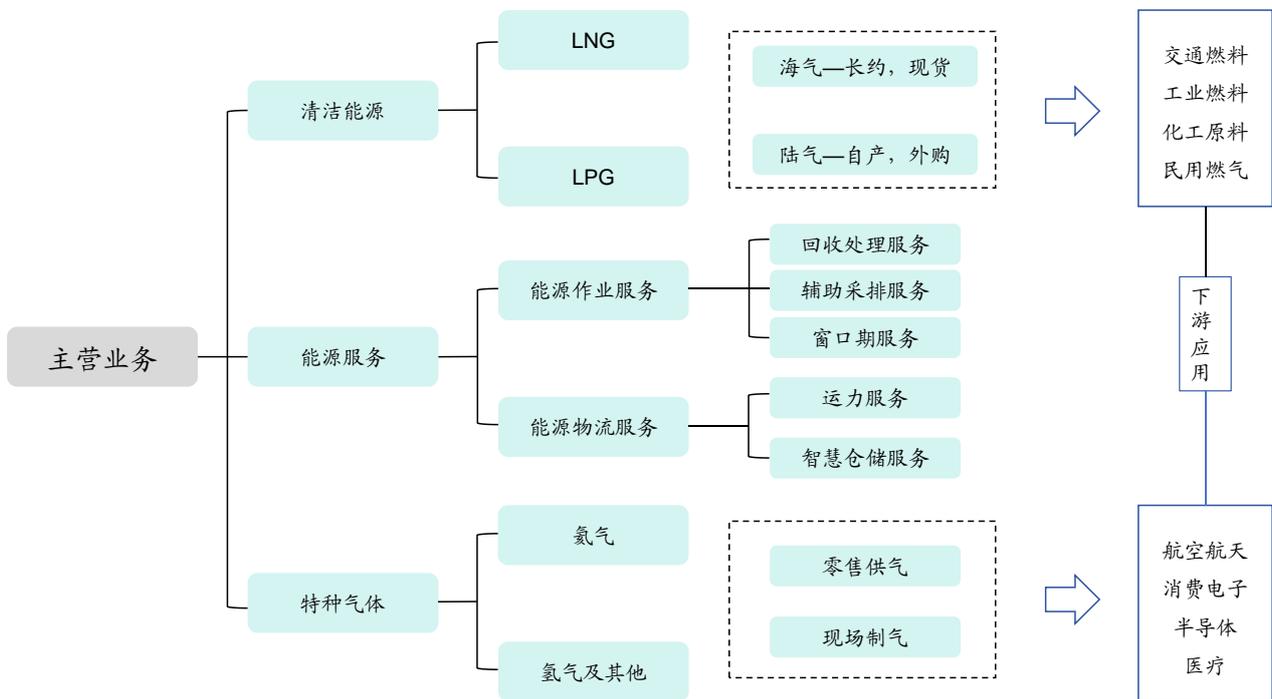
表 1	公司已有及在建产能情况.....	6
表 2	公司 LNG/LPG 资源供应情况.....	6
表 3	2019-2030E 中国天然气辅助排采市场空间.....	10
表 4	2023-2030E 西南油气田天然气辅助排采市场空间.....	10
表 5	海南商业航天发射场特燃特气配套项目建设内容.....	12
表 6	可比公司盈利与估值.....	13

1. 九丰能源：“一主两翼”，打造一流综合能源服务商

1.1 积极布局新赛道，推动清洁能源业务纵向一体化延伸

立足清洁能源，构建“一主两翼”业务格局。公司是中国LPG、LNG行业的重要参与者，在华南地区拥有突出的行业地位。自上市以来，公司主营业务由LPG、LNG、甲醇及二甲醚逐渐发展为清洁能源、能源服务、特种气体三大板块，形成“一主两翼”的业务发展格局。公司的核心主业为清洁能源，享有稳定优质的国际气源采购渠道和较高市场知名度。经过多年发展，公司逐步建立起强大的LPG储备与销售网络。公司持续进军新赛道，积极布局能源服务和特种气体业务，实现清洁能源业务纵向一体化延伸，推动公司高质量发展。

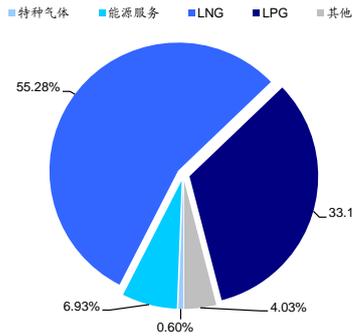
图1 公司主营业务



资料来源：九丰能源 2023 年报，招股说明书，海通证券研究所

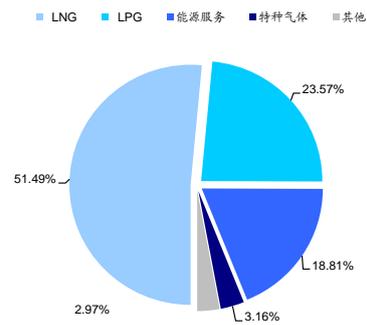
LNG、LPG 业务构成营收和毛利主体，能源服务、特种气体业务取得突破。 LNG 与 LPG 业务是公司主要收入来源，2023 年营收占比之和高达 88.44%，毛利润分别达 10.70 亿元和 4.90 亿元。自 2021 年以来，公司积极推动氢能业务布局，进军特种气体市场。2023 年，特种气体业务实现销售收入 1.60 亿元、毛利润 0.66 亿元，取得较大业务突破。

图2 2023年九丰能源营收构成



资料来源：九丰能源 2023 年年报，海通证券研究所

图3 2023年九丰能源毛利构成



资料来源：九丰能源 2023 年年报，海通证券研究所

拥有接收站、船舶等自主可控核心资产。在船舶运力方面，截至 2023 年末，公司自主控制 8 艘船舶运力，全部 LNG、LPG 船舶投运后，年周转能力预计达 400-500 万吨。在接收站方面，公司在东莞市立沙岛拥有一座 LNG/LPG 接收站，最大可靠 5 万吨级船舶，可实现 LNG 年周转能力 150 万吨、LPG 年周转能力 150 万吨。公司还积极推进“扩码头”战略，2023 年开始正式动工建设惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目，通过控股或参股方式拓展新的 LPG 码头，并匹配相应仓储基地，通过“码头+市场”模式，实现 LPG 业务台阶式增长。在槽车方面，截至 2023 年末，公司在运营 LNG 槽车超百台。核心资产的持续布局，强化了公司清洁能源业务的自主性、可控性、灵活性，进而帮助公司实现高效率周转和低成本运营。

表 1 公司已有及在建产能情况

核心资产	建设情况	
船舶运力	自主控制 8 艘船舶运力，其中 4 艘 LNG 船舶（3 艘自有，1 艘在建），4 艘 LPG 船舶（1 艘自有，2 艘租赁，1 艘在建）	
接收站	东莞市立沙岛 LNG/LPG 接收站	码头岸线 301 米，海域面积 16.59 公顷，最大可靠 5 万吨级船舶，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
	惠州液化烃码头项目（5 万吨级）及配套 LPG 仓储基地项目	LPG 仓储基地项目于 2023 年 5 月 30 日正式开工建设。该项目力争在 2025 年实现竣工投产
槽车	在运营 LNG 槽车超百台	

资料来源：九丰能源 2023 年报，海通证券研究所

构建“海气+陆气”双资源池，强化资源保障能力。公司海气资源供应有长约采购和现货采购两种方式。公司与马石油和 ENI 已签订 LNG 长期采购合同。国际 LNG 长约采购定价以挂钩国际原油价格为主，近年来，随着全球 LNG 行业的发展，LNG 自身价格指数（如日韩综合到岸价 JKM）开始出现在国际 LNG 长约采购定价公式中。公司在马石油补充协议及 ENI 新协议中，LNG 长约采购开始引入 JKM，提高了价格的市场化，也提高了未来双方履行 LNG 长期合同的顺畅度。现货采购方面，公司与国际市场诸多知名能源供应商达成合作协议，根据气价及供需情况灵活进行 LNG 与 LPG 采购。陆气资源主要包括自产 LNG 和外购气。自产 LNG 方面，公司自有 LNG 产能达到 70 万吨。

表 2 公司 LNG/LPG 资源供应情况

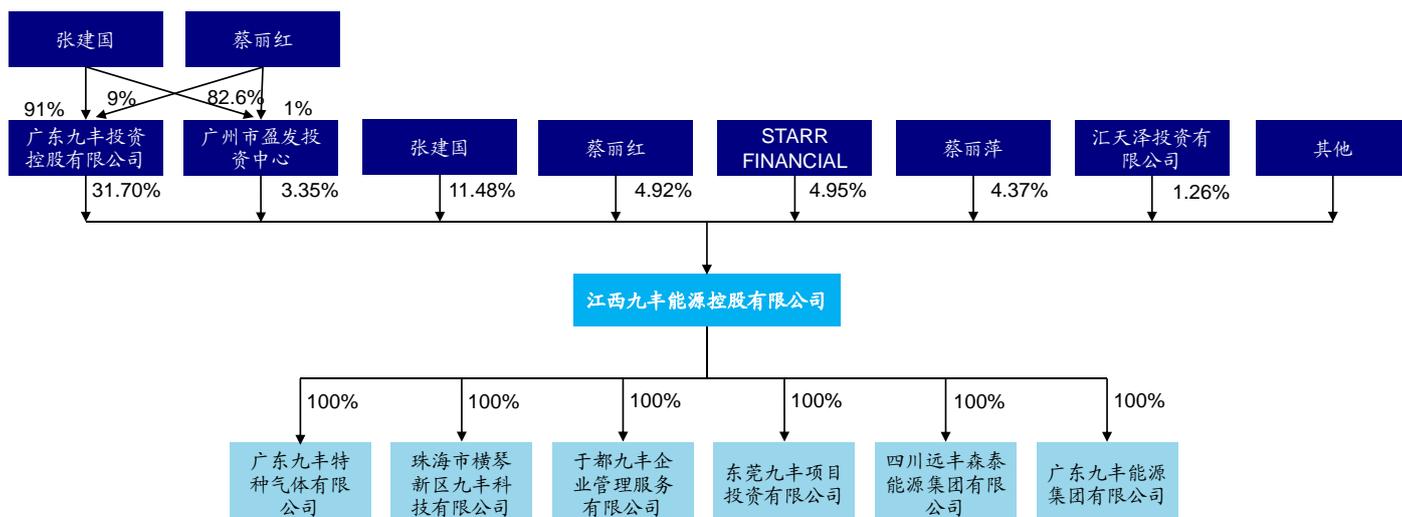
资源类型	资源获取方式	资源供应情况
海气	长约采购	公司与马石油和 ENI 签订 LNG 长期采购合同，LNG 气源为马来西亚及印度尼西亚本土井口气，有效实现与终端市场的匹配，最大程度保证公司资源供应的稳定性及资源价格的可预测性
	现货采购	公司与国际市场诸多知名能源供应商达成合作协议，凭借良好的国际信用、自有船舶运力，根据国内外气价变动情况及需求缺口，灵活进行 LNG 与 LPG 的国际现货采购
陆气	自产 LNG	公司通过布局天然气回收处理配套服务项目及传统 LNG 液化工厂，合计自主控制的 LNG 产能规模达 70 万吨
	外购气	公司根据需求缺口及价差，灵活采购部分 LNG、PNG、CNG 作为补充

资料来源：九丰能源 2023 年报，九丰能源首次公开发行 A 股股票招股说明书，海通证券研究所

股权结构稳定，张建国和蔡丽红夫妇为实际控制人。张建国和蔡丽红夫妇直接控股 16.4%，通过广东九丰投资控股有限公司间接持有公司 31.70% 的股权，通过广州市盈发

投资中心间接持有 3.35% 的股权。

图4 九丰能源股权结构 (截至 2024 年 5.19)

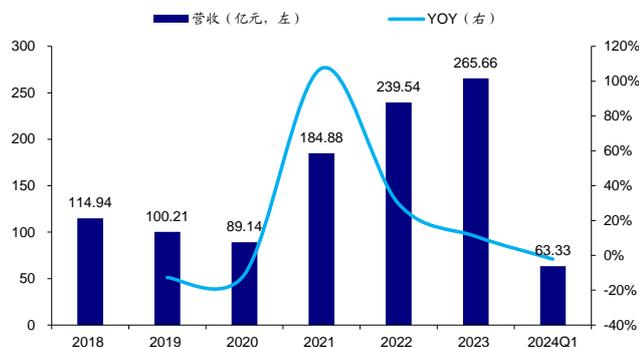


资料来源: iFinD, 海通证券研究所

1.2 公司财务状况良好, 营收有望稳步增长

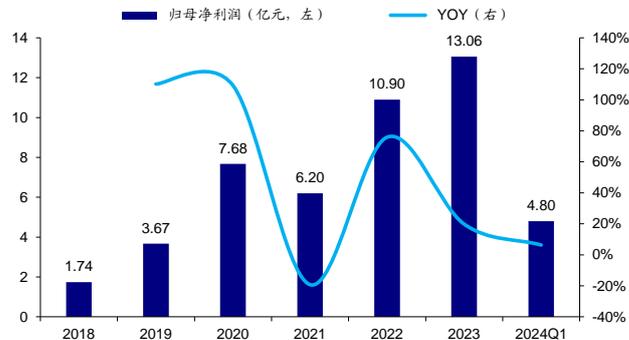
公司营收和净利润保持较稳定增长。2023 年, 受气价下降及部分工业、燃气电厂等终端用户需求增长影响, LNG 销量实现较快增长。2023 年公司实现营业收入 265.66 亿元, 同比增长 10.91%, 实现归母净利润 13.06 亿元, 同比增长 19.82%。公司“海气+陆气”双资源池的持续构建以及三大业务板块的共同发力, 一定程度上提升了公司应对天然气价格波动的能力。

图5 2018-2024Q1 公司营收与同比增速



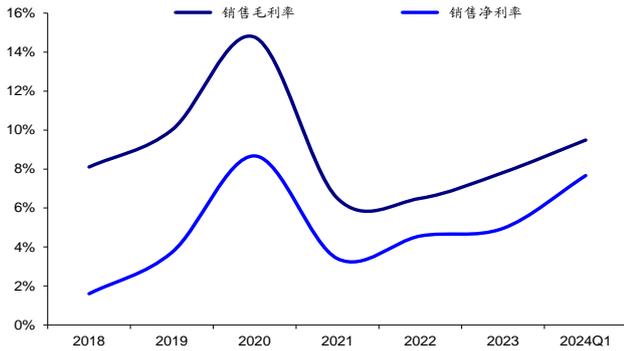
资料来源: 九丰能源 2018-2023 年报、2024 年一季报, 海通证券研究所

图6 2018-2024Q1 公司归母净利润与同比增速

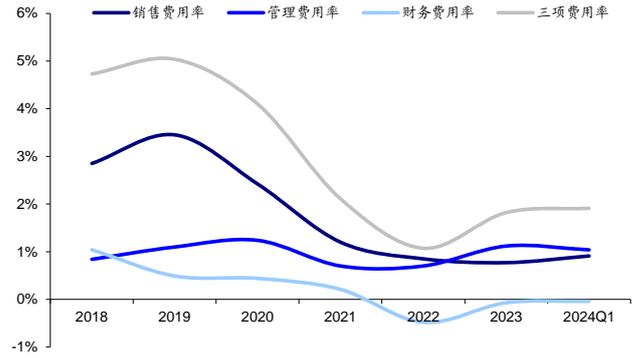


资料来源: 九丰能源 2018-2023 年报、2024 年一季报, 海通证券研究所

盈利能力稳步回升, 成本控制能力较强。九丰能源毛利率、净利率 2021 年以来稳步回升。2018-2022 年公司三项费用率呈下降趋势, 近两年费用率都保持在 1% 到 2% 之间, 体现公司较强费用控制能力。

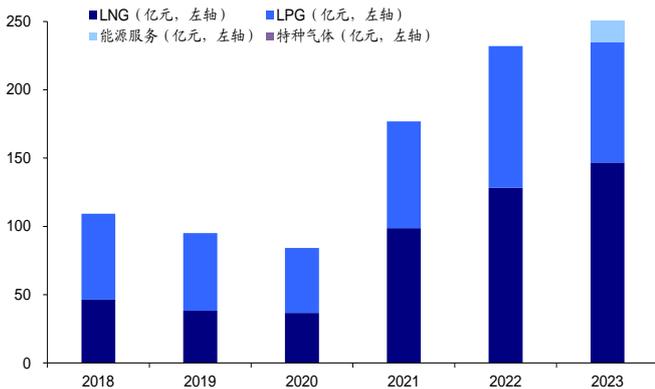
图7 2018-2024Q1 公司销售毛利率与销售净利率


资料来源：九丰能源 2018-2023 年报、2024 年一季报，海通证券研究所

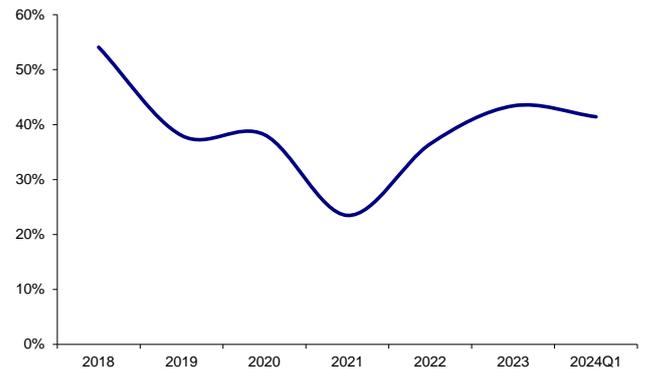
图8 2018-2024Q1 公司三项费用率


资料来源：九丰能源 2018-2023 年报、2024 年一季报，海通证券研究所

LNG 营收占比持续提升，资产负债率有所上升。2018-2023 年，LNG 超越 LPG，逐渐成为公司最大营收来源，2023 年实现营收 146.87 亿元，同比+14.41%。2021-2024 年，公司资产负债率呈上升趋势，主要原因是公司近两年通过收购整合方式积极推进能源服务与特种气体业务布局，2022 年完成对四川远峰森泰能源的收购，2023 年完成对河南中能、正拓气体、湖南艾尔希三家公司的重组等。

图9 2018-2023 年公司主营业务收入构成


资料来源：九丰能源 2018-2023 年报，海通证券研究所

图10 2018-2024Q1 公司资产负债率


资料来源：九丰能源 2018-2023 年报、2024 年一季报，海通证券研究所

2. 低产低效井增加，辅助排采业务迎来发展良机

2.1 重点布局辅助排采业务，稳业绩促增长

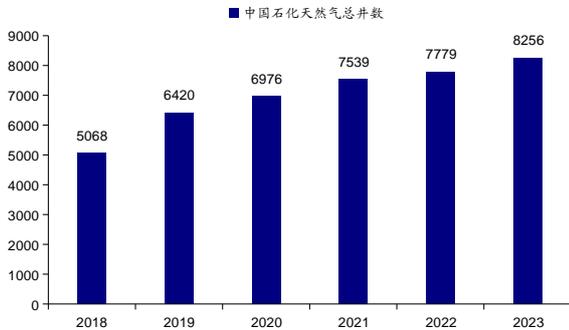
辅助排采属于公司能源作业服务业务。天然气井正常采气 5 年后，通常会面临不同程度的低压、低效、低产情况，辅助排采主要是采取泡排、间开、速度管柱、井下节流、负压采气等技术工艺，对老旧天然气井进行维修改造，实现低产低效天然气井的稳产和上产。

公司采取“技术+设备+数字化运营”的经营模式，实施精准的差异化技术工艺方案，采用自研自产的核心设备，并积极搭建智能调度体系，针对上游资源方的稳产增产痛点，提供全面的技术服务解决方案。辅助排采业务的盈利模式为收取服务费，业绩增长受市场价格波动影响小，为公司提供了较稳定的盈利空间。目前公司已收购河南中能作为辅助排采业务的主要经营公司。据公司 2023 年年报，公司积极布局低产低效井辅助排采服务，截至期末，在运营超过 110 口天然气井，为公司的业绩增长做出贡献。

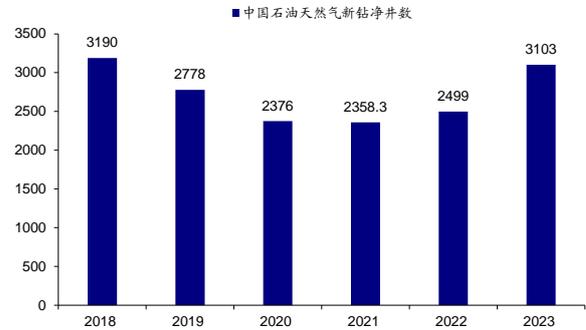
2.2 辅助排采业务市场空间广阔，迎来重大发展机遇期

低产低效井数目增加，为公司辅助排采业务扩张提供基础市场。2010 年以来，中

国天然气开采力度显著增强，气井数量快速增长，到 2023 年，中国天然气井数量已经达到 6-8 万口左右，与此同时，低产低效井的数量也随之增加，较多天然气井面临产量低、含液量过高等问题，若治理得当，可以进一步释放其增产潜力。近年来，中国石化和中国石油都在持续进行新气井建设，新井的不断增长导致了潜在低产低效井的增加，为天然气产量提升带来压力，也为公司相关业务提供了广阔市场。

图11 2018-2023 年中国石化天然气总井数（口）


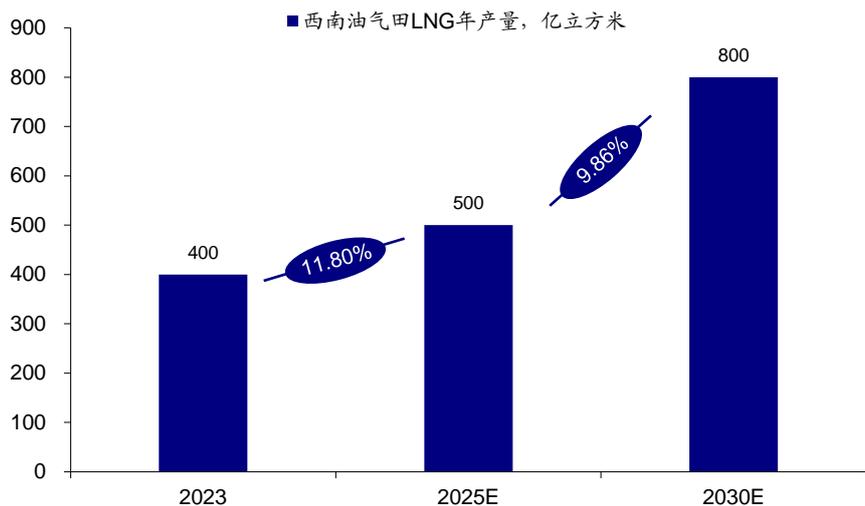
资料来源：中国石化 2018-2023 年报，海通证券研究所

图12 2018-2023 年中国石油天然气新钻净井数（口）


资料来源：中国石油 2018-2023 年报，海通证券研究所

新气源开采成本提升，为辅助排采业务市场化运作提供经济价值。 现有气田经过数年高强度开采后面临资源衰减挑战，新层系、新区块、新资源中低开采成本气源发现较少，高开采难度的常规气田增多，天然气开发成本逐步攀升。

西南地区积极增产，市场空间预期良好。 西南地区是中国重要的天然气生产基地，在中国能源安全与经济发展中都有着重要地位。根据中国能源报及企业家日报，2023 年 12 月，中国石油西南油气田突破了 400 亿立方米的年产量，并向着 2025 年决胜“500 亿方”、2030 年达到“800 亿方”的目标迈进。我们认为，基于新气源开采成本提升和低产低效井的数量的背景，未来天然气增产目标的实现会在很大程度上依托于低产低效井的改造利用，为公司的辅助排采业务提供了现实基础与市场机遇。

图13 西南油气田年产量及未来目标


资料来源：中国能源报，企业家日报，环球网，海通证券研究所

天然气辅助排采市场空间广阔。 根据九丰能源 2023 年报，我们假设中国 2023 年天然气井数为 7 万口，据国家统计局数据，中国 2023 年天然气总产量 2324.30 亿立方米，把依此计算出的单井年产量作为中国天然气单井年产量的估计量。根据中国化工报公布的涪陵页岩气田情况，假设在目前天然气井中低产低效井的总数约占 22%。假设维护改

造可以将低产低效井的产量从 50%提升到 80%，每立方米收费为 0.35 元。2025 年，中国天然气辅助排采市场空间达到 53.69 亿元，2030 年达到 57.18 亿元。

表 3 2019-2030E 中国天然气辅助排采市场空间

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2025E	2030E
天然气产量/亿立方米	1753.62	1924.95	2075.84	2201.10	2324.30	2454.40	2648.47
单井年产量/立方米	3320428.57	3320428.57	3320428.57	3320428.57	3320428.57	3320428.57	3320428.57
天然气井数	52813.06	57972.94	62517.23	66289.64	70000.00	74543.01	79380.86
低产低效井	10611.58	11618.87	12754.05	13753.79	14583.72	15400.00	16399.46
每口井需要提升的产量/立方米	996128.57	996128.57	996128.57	996128.57	996128.57	996128.57	996128.57
每方收费/元	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
每口井收费	348645	348645	348645	348645	348645	348645	348645
总市场空间/亿元	37.00	40.51	44.47	47.95	50.85	53.69	57.18

资料来源：中国化工报，国家统计局，中国石油新闻中心，海通证券研究所测算

九丰能源陆气业务主要集中于西南地区，我们对西南油气田的天然气辅助排采市场空间进行测算。2025 年市场规模约 11.55 亿元，2030 年市场规模约 18.48 亿元，CAGR 达到 10%。

表 4 2023-2030E 西南油气田天然气辅助排采市场空间

项目	2023	2025E	2030E
天然气产量/亿立方米	400	500	800
天然气井数	12046.64	15058.30	24093.28
单井年产量/立方米	3320428.57	3320428.57	3320428.57
低产低效井	2650.26	3312.83	5300.52
每口井需要提升的产量/立方米	996128.57	996128.57	996128.57
每方收费/元	0.35	0.35	0.35
每口井收费	348645	348645	348645
总市场空间/亿元	9.24	11.55	18.48

资料来源：中国能源报，国家统计局，中国石油新闻中心，海通证券研究所测算

集约化、强安全导向下，辅助排采行业步入集中度提升期。辅助排采业务是技术、资本、劳动密集型的业务，主要参与者是中小型能服公司，竞争格局比较分散。伴随增储上产力度加大、天然气井治理难度提高，市场对能源作业服务的技术性、安全性、集约性、数字化等要求越来越高，行业预计会朝着规模化、高效化、集约化方向发展，市场份额会更加集中。

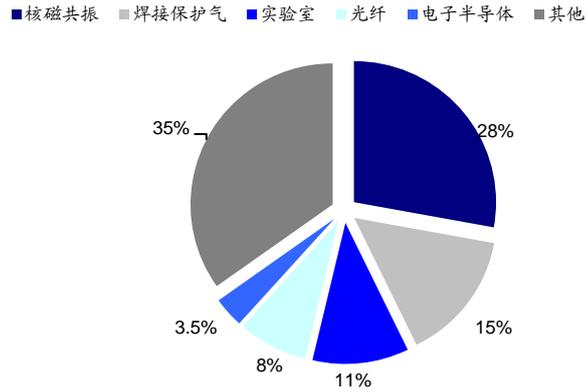
把握机遇，加快辅助排采业务拓展。据 2023 公司年报，2024 年，公司计划继续加大辅助排采业务领域基础能力建设投入，强化团队搭建、流程化管理、成本控制、安全运营等，打通技术工艺、数字化、市场拓展、投资决策、设备配套、工程安装、运营管理等环节，初步构建可快速复制的业务发展模式。在提高现有作业区域项目密度的同时，公司还计划重点拓展神府、临兴区块作业服务项目，积极推进川渝地区作业服务项目试点，确保 2024 年全年新增 100 口低产低效井辅助排采项目。

3. 氦气产能加快布局，助力战略性稀有气体自主化进程

3.1 氦气：“气体芯片”，对外依存度高

战略性稀有气体资源，下游应用领域广泛。氦气是一种无色无味、不可燃的稀有气体，也是已知沸点最低的气体，具有特殊的物理化学性质。氦气不易液化、稳定性好、扩散性强、溶解度低，是用途广泛的资源性气体。在国家安全和高新技术产业中氦气有着广泛的应用性和不可替代性，是战略性稀有气体资源，被称为“气体芯片”、“气体黄金”。氦气可广泛应用于医疗、航空、半导体等下游领域，近年来，下游领域快速发展，氦气市场需求也随之高速增长。

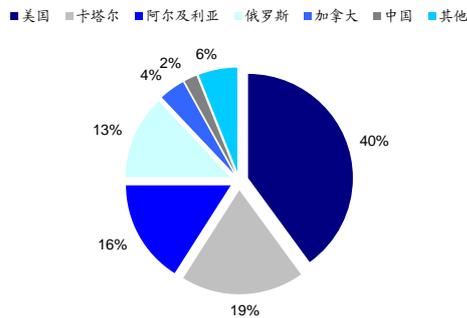
图14 氨气主要应用领域



资料来源：九丰能源 2023 年报，海通证券研究所

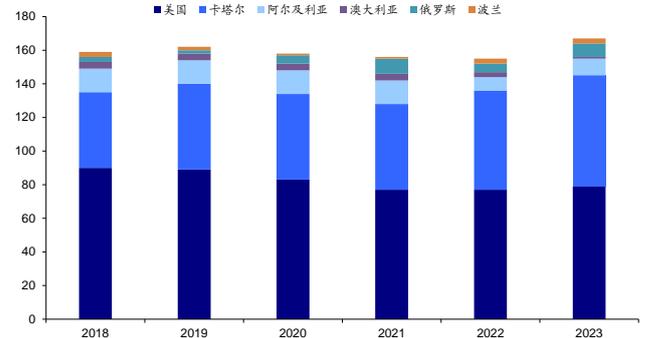
国内氨气资源较少，氨气主要由国外生产。据美国地质调查局估计，全球氨气资源总量约 519 亿立方米。其中，美国拥有 206 亿立方米（40%）、卡塔尔拥有 101 亿立方米（19%）、阿尔及利亚拥有 82 亿立方米（16%）、俄罗斯拥有 68 亿立方米（13%），而中国氨气资源量只有约 11 亿立方米，占全球氨气资源总量的 2.12%。从全球氨气生产角度来看，氨气生产主要集中与于美国、卡塔尔、阿尔及利亚、澳大利亚、俄罗斯与波兰。2023 年，美国氨气年产量约 7900 万立方米，卡塔尔约为 6600 万立方米，两国在世界氨气生产中居于主要地位。

图15 全球氨气资源分布



资料来源：九丰能源 2023 年报，USGS，海通证券研究所

图16 2018-2023 年世界主要国家氨气年产量（百万立方米）



资料来源：USGS，海通证券研究所

国内需求增长，进口依赖度高。据公司 2023 年报，近几年，中国氨气年消费量均在 2128 万方以上，占全球氨气消费总量的 12% 左右。2023 年，中国氨气消费量约 2569 万方，同比增长 7.68%。但其中进口的氨气为 2297 万方，对外依存度高达 89.43%。氨气对国家资源安全及国民经济发展至关重要，进一步提升国产规模和自主化意义重大。

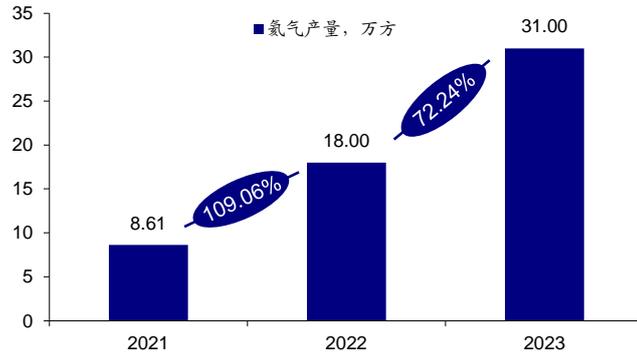
3.2 氨气业务取得突破，海南商业航天发射场特燃特气项目稳步推进

依托 BOG 提氮技术，推进氨气布局。公司于 2022 年完成对四川远丰森泰能源的收购。森泰能源具备 LNG 项目 BOG 提氮的关键技术和运营能力，为国内少有的具有高纯度氨气生产能力的企业之一。2022 年，森泰能源已在子公司内蒙古森泰天然气有限公司建成一套 BOG 提氮装置，运行情况良好，项目提取的氨气纯度高达 99.999%。在此基础上，公司积极推动“清洁能源—能源服务—特种气体”三大业务的协同发展体系。公司利用 LNG 生产过程中的 BOG 气体进行提氮，在内蒙古、四川等地拥有自产高纯度氨气工厂，并进一步提升 BOG 提氮的产能规模。

氨气业务取得突破，产量持续增长。自 2021 年以来，公司氨气产量快速增长。

2023年，公司氨气生产量超过30万方，销售量达到近30万方，氨气产量占国产总产量的10%，进入国产氨气规模第一梯队。

图17 公司 2021-2023 氨气产量及增速



资料来源：九丰能源 2022-2023 年报，2022 年 6 月 15 日-17 日投资者关系活动记录表，海通证券研究所

公司计划在氨气领域进一步拓展。2023年，公司积极布局液氨槽罐资产，为液氨进口做前期准备。2024年，公司在稳步提升高纯度氨气自产规模的同时，随着液罐逐步交付，积极打通液氨进口链条，建设“国产气氨+进口液氨”双资源池，保障氨气资源稳定供应。内蒙森泰还通过末站新配燃气管线，改管后直接使用上游端气源，减少了BOG气中氨气的损失，提高了氨气的回收率。此外，2024年，公司将对氨气用户进行分类，按照氨气的不同形态和纯度匹配不同需求的用户，持续拓展氨气直接终端用户，构建良性业务发展生态。

锚定航天航空特气定位，加快海南商业航天发射场项目布局。2023年，公司成功签约海南商业航天发射场特燃特气配套项目，拟投资4.93亿元，为火箭发射提供液氢、液氧、液氮、氨气、高纯度液态甲烷等产品，项目预计2025年2月1日前完工并投入运营。该项目是公司第一个综合型现场制气项目，也是公司特种气体业务“资源+终端”模式的再布局。公司拟实施项目配套保障的海南商业航天发射场是目前国内唯一的商业航天发射场，有望分享国内外商业航天发射的巨大市场机遇。

表 5 海南商业航天发射场特燃特气配套项目建设内容

生产/供应产品	装置	生产/供应能力	资源解决方案/工艺技术
液氢	制氢及氨液化装置	333 吨/年	甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺
液氧	空分装置（液氧）	4.8 万吨/年	空气增压循环+高低温双膨胀+双塔精馏工艺
液氮	空分装置（液氮）	4.8 万吨/年	
氨气	氨气储存及气化装置	38.4 万立方米/年	资源保障：自产气氨+进口液氨
高纯液态甲烷	高纯液态甲烷装置	9,400 吨/年	资源保障：国际资源池+自产 LNG 液态甲烷纯化工艺

资料来源：《江西九丰能源股份有限公司关于拟投资建设海南商业航天发射场特燃特气配套项目的公告》，海通证券研究所

4. 投资建议

我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 16.52 亿元、17.77 亿元、19.22 亿元，EPS 分别为 2.61 元、2.81 元、3.04 元，参考可比公司估值水平，给予其 2024 年 13-14 倍 PE，对应合理价值区间为 33.93-36.54 元，维持“优于大市”投资评级。

表 6 可比公司盈利与估值

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
603393.SH	新天然气	163.21	2.18	2.47	3.67	17.59	15.50	10.43
600803.SH	新奥股份	626.50	1.89	2.29	2.12	10.66	8.78	9.49
601139.SH	深圳燃气	192.45	0.42	0.50	0.61	16.10	13.67	11.26
	平均		2.03	2.38	2.90	14.78	12.65	10.39

注：收盘价为 2024 年 7 月 16 日价格，
资料来源：海通证券研究所，Wind

5. 风险提示

下游发展不及预期，项目建设不及预期，天然气价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	26566	30400	30791	33137
每股收益	2.06	2.61	2.81	3.04	营业成本	24489	28182	28442	30635
每股净资产	12.36	14.50	17.31	20.34	毛利率%	7.8%	7.3%	7.6%	7.5%
每股经营现金流	3.43	3.05	4.58	3.31	营业税金及附加	30	21	22	23
每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	204	213	216	232
P/E	14.32	11.32	10.52	9.73	营业费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	2.39	2.04	1.71	1.45	管理费用	298	274	277	298
P/S	0.70	0.62	0.61	0.56	管理费用率%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
EV/EBITDA	8.33	7.07	5.71	4.85	EBIT	1588	1801	1927	2048
股息率%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-17	-7	-23	-64
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
毛利率	7.8%	7.3%	7.6%	7.5%	资产减值损失	-93	0	0	0
净利润率	4.9%	5.4%	5.8%	5.8%	投资收益	-23	9	9	10
净资产收益率	16.8%	18.0%	16.2%	14.9%	营业利润	1488	1848	1990	2154
资产回报率	9.1%	10.4%	9.9%	9.7%	营业外收支	-1	8	7	6
投资回报率	11.6%	11.8%	11.2%	10.6%	利润总额	1487	1856	1997	2160
盈利增长 (%)					EBITDA	1933	2321	2520	2716
营业收入增长率	10.9%	14.4%	1.3%	7.6%	所得税	172	204	220	238
EBIT 增长率	40.1%	13.4%	7.0%	6.2%	有效所得税率%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	19.8%	26.5%	7.6%	8.2%	少数股东损益	9	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1306	1652	1777	1922
资产负债率	43.4%	39.9%	36.6%	33.1%					
流动比率	2.63	2.95	3.30	3.82	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	2.17	2.41	2.85	3.25	货币资金	5463	6275	8300	9520
现金比率	1.79	2.00	2.48	2.83	应收账款及应收票据	532	515	545	596
经营效率指标					存货	975	1217	995	1388
应收账款周转天数	4.66	5.00	5.00	5.00	其它流动资产	1063	1233	1177	1324
存货周转天数	14.43	14.00	14.00	14.00	流动资产合计	8032	9241	11017	12828
总资产周转率	2.07	2.01	1.82	1.76	长期股权投资	621	621	621	621
固定资产周转率	10.75	10.87	10.38	10.75	固定资产	2699	2892	3038	3126
					在建工程	1575	1662	1724	1767
					无形资产	298	298	298	298
					非流动资产合计	6378	6658	6865	6996
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	14409	15899	17882	19824
净利润	1306	1652	1777	1922	短期借款	939	939	939	939
少数股东损益	9	0	0	0	应付票据及应付账款	849	670	863	788
非现金支出	445	520	593	669	预收账款	14	15	15	17
非经营收益	199	55	56	53	其它流动负债	1251	1512	1524	1618
营运资金变动	199	-294	474	-551	流动负债合计	3054	3136	3341	3361
经营活动现金流	2158	1932	2900	2094	长期借款	793	793	793	793
资产	-1181	-761	-762	-761	其它长期负债	2408	2408	2408	2408
投资	-1305	-20	-20	-20	非流动负债合计	3201	3201	3201	3201
其他	188	9	9	10	负债总计	6255	6337	6542	6562
投资活动现金流	-2298	-772	-773	-771	实收资本	629	633	633	633
债权募资	1853	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7775	9183	10960	12882
股权募资	10	4	0	0	少数股东权益	379	379	379	379
其他	-678	-351	-102	-102	负债和所有者权益合计	14409	15899	17882	19824
融资活动现金流	1186	-347	-102	-102					
现金净流量	1025	813	2025	1220					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 16 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱军军 石油化工行业
 胡歆 石油化工行业
 刘威 基础化工行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,滨化股份,湘潭电化,东华能源,上海石化,东方盛虹,卓越新能,桐昆股份,广汇能源,华润材料,维远股份,中国石化,石大胜华,新风鸣,真爱美家,海科新源,中油工程,华锦股份,松井股份,中国石油,新奥股份,凯赛生物,九丰能源,荣盛石化,中海油服,齐翔腾达,蒙泰高新,同益中,和顺科技

投资评级说明

	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 股市场以海通综指为基准; 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。