

2023年07月03日
九丰能源(605090.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

燃气

海陆气资源池完善保障盈利稳定，特种气体布局加速成长

国内领先清洁能源服务商，“一主两翼”发展格局确立：

公司立足 LNG、LPG 等清洁能源产业，积极布局“海气+陆气”双资源池，形成从资源端到用户终端的一体化全产业链布局，并逐步向产业链进行横向、纵向拓展。一方面，公司将 LNG 船运、LNG 接收与仓储、LNG 槽运等稀缺核心资产向第三方全面开放，形成能源物流服务业务，并通过收购森泰能源切入能源作业服务领域；另一方面，公司积极布局氮气和氦气业务，并逐步向电子特气等其他气体领域拓展。目前公司业务已经涵盖清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务三大业务板块，形成“一主两翼”发展格局。2022 年海外高气价下公司通过多气源调配实现业绩稳健增长，全年实现营业收入 239.5 亿元，同比增长 29.6%；实现归母净利润 10.9 亿元，同比增长 75.9%。

海气+陆气双资源池优势凸显，业绩稳定性大幅提升：

公司依托位于东莞市立沙岛周转能力 150 万吨的 LNG、LPG 接收站，海气资源优势凸显，与马石油和 ENI 签订 LNG 长约采购合同，保障海外气源供应稳定性。2022 年在海外气价大幅上涨背景下，公司积极整合陆气资源，并购森泰能源 100% 股权、华油中蓝 28% 股权，目前可自主控制的 LNG 产能规模达到 70 万吨/年、华油中蓝一期在运 LNG 液化产能 30 万吨/年，根据公司公告，预计到 2024 年森泰能源将新增 57 万吨/年 LNG 产能、华油中蓝二期项目建成后产能将新增 30 万吨/年，上游资源池不断扩充。同时，公司下游用户以工业用户为主，顺价能力较强。海陆气双资源池及顺价优势下公司盈利能力稳定，根据公司公告披露数据计算，2018-2022 年公司 LNG 业务单吨毛差分别为 445/559/608/254/595 元，2022 年在海外气价大幅上涨背景下，公司通过优化资源池仍实现较高单吨毛利，业绩稳定性大幅提升。

布局氦气、氮气等特种气体，打造第二增长极：

氦气方面，公司利用 LNG 生产过程中的 BOG 气体对天然气伴生氦气进行提纯，截至 2022 年底公司高纯度氦气设计产能达到 36 万方/年，2022 年氦气产量达到 18 万方。我国氦气对外依存度高，根据美国地质调查局和中国工业气体协会数据，我国氦气资源量仅占全球资源总量的 2.12%，而氦气消费量占全球消费总量的 11% 左右，未来进口替代空间极大。根据公司 2022 年年报，2023 年公司将实施内蒙森泰 BOG 提氦项目扩产改造及四川泸县新建粗氦精制项目建设，进一步增厚公司业绩。氦气方面，公司中短期内将侧重于天然气重整制氦、甲醇制氦、焦炉煤气制氦等技术工艺，为下游半导体、工业、化工等用户提

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	30.72 元
股价 (2023-07-03)	22.33 元

交易数据

总市值(百万元)	13,965.50
流通市值(百万元)	5,801.55
总股本(百万股)	625.41
流通股本(百万股)	259.81
12 个月价格区间	20.6/30.05 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.8	3.4	21.4
绝对收益	3.6	-1.5	8.5

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

供高纯度氢气，长期公司将侧重于氢气能源属性布局，包括可再生能源电解水制氢、输氢以及基于氢能利用场景（如加氢站、制氢加氢一体站）的示范性项目建设，形成氢能一体化产业链，打造第二成长曲线。

目 员工持股计划彰显未来发展信心：

公司于 2022 年发布第一期员工持股计划，对 2022-2024 年公司业绩指标进行考核，要求 2022-2024 年公司归母净利润分别不低于 9.5 亿元、12 亿元和 15 亿元，相比于 2021 年度增长分别不低于 53.29%、93.63%和 142.03%，未来几年公司业绩维持高速增长值得期待。

目 投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 263.13 亿元、303.42 亿元、342.02 亿元，增速分别为 9.8%、15.3%、12.7%，净利润分别为 13.05 亿元、16.03 亿元、19.37 亿元，增速分别为 19.7%、22.9%、20.8%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，给予 2024 年 12 倍 PE，6 个月目标价为 30.72 元。

目 风险提示：海外气价大幅波动风险、项目投产进度不及预期风险、汇率波动风险、下游需求不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	18,488.3	23,953.6	26,313.0	30,342.3	34,202.3
净利润	619.7	1,089.9	1,304.8	1,603.3	1,936.9
每股收益(元)	0.99	1.74	2.09	2.56	3.10
每股净资产(元)	9.18	11.10	12.58	14.60	17.14

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	22.5	12.8	10.7	8.7	7.2
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.5	1.3
净利润率	3.4%	4.6%	5.0%	5.3%	5.7%
净资产收益率	10.8%	15.7%	16.6%	17.6%	18.1%
股息收益率	1.4%	1.3%	1.5%	2.4%	2.5%
ROIC	31.3%	33.7%	27.4%	29.4%	32.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,488.3	23,953.6	26,313.0	30,342.3	34,202.3	成长性					
减:营业成本	17,285.7	22,396.8	24,554.8	28,210.3	31,652.2	营业收入增长率	107.4%	29.6%	9.8%	15.3%	12.7%
营业税费	13.7	19.7	18.4	21.2	25.3	营业利润增长率	-18.2%	63.2%	22.3%	22.6%	20.6%
销售费用	221.0	204.6	184.2	212.4	239.4	净利润增长率	-19.3%	75.9%	19.7%	22.9%	20.8%
管理费用	128.9	166.8	171.0	197.2	227.6	EBITDA 增长率	-12.3%	36.2%	24.2%	22.4%	20.2%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	-18.6%	39.5%	26.9%	23.6%	20.9%
财务费用	39.2	-115.3	-124.9	-138.8	-161.9	NOPLAT 增长率	-19.4%	47.8%	23.7%	23.6%	20.9%
加:资产/信用减值损失	-24.0	-59.7	-	-	-	投资资本增长率	37.4%	51.9%	15.4%	9.3%	-1.1%
公允价值变动收益	71.1	-12.9	4.0	16.9	20.3	净资产增长率	120.1%	21.2%	13.0%	15.7%	17.0%
投资和汇兑收益	-96.9	7.9	8.6	9.5	10.5						
营业利润	762.6	1,244.5	1,522.1	1,866.4	2,250.5	利润率					
加:营业外净收支	3.5	25.9	6.3	11.9	14.7	毛利率	6.5%	6.5%	6.7%	7.0%	7.5%
利润总额	766.1	1,270.4	1,528.5	1,878.2	2,265.2	营业利润率	4.1%	5.2%	5.8%	6.2%	6.6%
减:所得税	138.3	177.7	213.7	262.7	316.8	净利润率	3.4%	4.6%	5.0%	5.3%	5.7%
净利润	619.7	1,089.9	1,304.8	1,603.3	1,936.9	EBITDA/营业收入	5.1%	5.3%	6.0%	6.4%	6.8%
						EBIT/营业收入	4.3%	4.6%	5.3%	5.7%	6.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	34	30	32	29	27
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	13	9	5	10	10
货币资金	3,167.8	4,632.5	3,098.6	3,922.1	5,754.9	流动资产周转天数	68	84	81	68	77
交易性金融资产	23.3	70.5	84.6	101.5	121.8	应收帐款周转天数	7	7	8	7	7
应收帐款	580.6	297.5	801.8	410.1	939.4	存货周转天数	11	13	13	12	12
应收票据	88.1	102.8	281.4	90.4	306.6	总资产周转天数	118	143	149	130	133
预付帐款	99.5	223.8	86.1	264.7	152.0	投资资本周转天数	49	55	65	63	58
存货	686.1	988.2	921.7	1,105.9	1,261.8						
其他流动资产	147.0	104.0	127.1	126.0	119.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	15.7%	16.6%	17.6%	18.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	9.7%	12.5%	14.3%	13.9%
长期股权投资	199.9	462.9	462.9	462.9	462.9	ROIC	31.3%	33.7%	27.4%	29.4%	32.5%
投资性房地产	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	费用率					
固定资产	1,809.8	2,245.2	2,415.0	2,510.9	2,634.8	销售费用率	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	166.1	768.3	768.3	768.3	768.3	管理费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
无形资产	142.6	280.0	273.7	267.3	261.0	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	632.0	1,132.4	1,209.0	1,291.0	1,209.0	财务费用率	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产总额	7,744.1	11,309.4	10,531.3	11,322.4	13,992.7	四费/营业收入	2.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
短期债务	579.5	913.3	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	218.3	952.9	1,004.2	419.4	1,351.8	资产负债率	23.5%	36.5%	22.9%	17.1%	21.5%
应付票据	-	89.0	16.3	33.6	41.0	负债权益比	30.7%	57.5%	29.8%	20.6%	27.3%
其他流动负债	489.3	635.4	704.2	631.8	659.2	流动比率	3.72	2.48	3.13	5.55	4.22
长期借款	-	222.9	-	-	-	速动比率	3.19	2.10	2.60	4.53	3.60
其他非流动负债	532.2	1,314.8	690.1	845.7	950.2	利息保障倍数	20.11	-9.55	-11.19	-12.45	-12.90
负债总额	1,819.3	4,128.2	2,414.7	1,930.5	3,002.1	分红指标					
少数股东权益	186.6	239.3	248.7	260.8	272.1	DPS(元)	0.30	0.30	0.33	0.54	0.56
股本	443.0	625.4	625.4	625.4	625.4	分红比率	30.7%	17.0%	15.9%	21.2%	18.0%
留存收益	5,288.2	6,145.1	7,242.4	8,505.7	10,093.1	股息收益率	1.4%	1.3%	1.5%	2.4%	2.5%
股东权益	5,924.8	7,181.1	8,116.6	9,392.0	10,990.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	627.7	1,092.8	1,304.8	1,603.3	1,936.9
						加:折旧和摊销	151.7	191.3	190.4	216.5	247.5
						资产减值准备	37.4	47.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-71.1	12.9	4.0	16.9	20.3
						财务费用	53.1	83.2	-124.9	-138.8	-161.9
						投资收益	96.9	-7.9	-8.6	-9.5	-10.5
						少数股东损益	8.0	2.8	9.9	12.3	11.5
						营运资金的变动	-1,196.9	699.0	-579.1	-464.2	262.4
						经营活动产生现金流量	89.5	1,695.8	796.5	1,236.5	2,306.2
						投资活动产生现金流量	-812.0	-206.6	-375.4	-330.9	-394.2
						融资活动产生现金流量	2,437.9	-226.6	-1,955.0	-82.0	-79.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034