

九丰能源 (605090)

九丰能源 2022 年年报点评: 清洁能源主业稳定增长, 一主两翼格局打开成长空间

买入 (维持)

2023 年 03 月 11 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

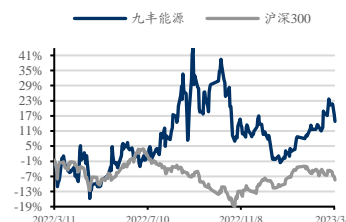
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	23,954	26,349	27,697	28,088
同比	30%	10%	5%	1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,090	1,315	1,685	1,883
同比	76%	21%	28%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.74	2.10	2.69	3.01
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.77	11.41	8.91	7.97

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营收 239.54 亿元, 同增 29.56%; 归母净利润 10.9 亿元, 同增 75.87%; 扣非归母净利润 10.57 亿元, 同增 65.47%, 符合我们的预期。
- **清洁能源业务稳定增长, 盈利能力增强。** 公司收入增长主要系地缘政治、俄乌冲突等事件带来的全球天然气供需错配、价格高位运行所致。1) **LNG** 收入贡献超 50%, 同增 27.23% 至 125.68 亿元, 毛利率 6.93%, 同增 1.72pct; 2022 年销量 146 万吨, 同减 28%, 单吨毛利提升至 596 元。2) **LPG** 收入贡献超 40%, 同增 32.80% 至 103.67 亿元, 毛利率 5.08%, 同减 1.25pct; 2022 年销量大幅提升至 198 万吨, 同增 12%。公司**盈利能力增强, 净利率&杠杆率齐升, ROE 上升 3.5pct 至 17.67%**。
- **海陆双资源格局形成, 拟布局上游气田, 产业链进一步完善。** 2022 年, 华油中蓝 (公司持股 28%)、森泰能源 (公司持股 100%) 两大陆地气资源重组完成, 整体资源配置能力及顺价能力提升; 拟参与资产重组取得中国油气控股 50%~75% 股份, 布局深入上游开采, 产业链布局继续完善。
- **能源服务纳入核心主业, 依托核心资产, 盈利能力稳定。** 公司**能源物流服务**依托 LNG 船舶、接收站等核心资产, 提供物流服务并结算服务费。目前公司自主控制 4 艘 LNG 船舶 (2 艘自有/1 艘待交付/1 艘在建), 4 艘 LPG 船舶 (2 艘租赁/2 艘在建), 全部投运后, 年周转能力达 400-500 万吨; 接收站可实现 LNG/LPG 年周转能力 150/150 万吨。公司**能源作业服务**在天然气井周边投资建设整套天然气分离、净化、液化整套装置及附属设施, 并长期运营, 获取稳定的服务性收益。截至 2022 年底, 公司加工处理产能达 40 万吨, 全年实际处理量约 30 万吨。
- **特种气体纳入核心主业, 国产替代&能源转型, 未来发展可期。** 1) **氦气: 确保用氦安全, 国产替代为必然趋势。** 根据卓创资讯, 核磁共振、光纤产业、半导体等形成氦气需求支撑, 预计 2023 年我国氦气需求 4400 吨。我国贫氦, 确保关键领域用氦安全、实现国产替代是必然趋势; 其中, 利用国内 LNG 工厂 BOG 提取氦气是短期内提升国产率的最佳方法。公司已拥有 LNG 年产能近 70 万吨, 截至 2022 年底, 公司高纯度氦气设计产能为 36 万方/年, 产量约 18 万方。2) **能源转型趋势下, 氢气发展潜力值得期待。** 在国家“双碳”战略目标背景下, 多项支持氢能产业发展的鼓励政策陆续出台, 氢能产业发展步入快车道。公司与巨正源合作, 利用多项技术与工艺为下游用户供氢, 未来氢气业务发展可期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司清洁能源主业稳定发展; 能源服务&特种气体纳入核心主业, 一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司 2023-2024 年归母净利润 13.15/16.85 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 18.83 亿元, 对应 PE 为 11.4/8.9/8.0 倍 (估值日期 2023/3/10), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 天然气价格剧烈波动, 氢能政策落地速度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.00
一年最低/最高价	18.69/31.99
市净率(倍)	2.23
流通 A 股市值(百万元)	6,235.43
总市值(百万元)	15,009.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.78
资产负债率(% ,LF)	36.50
总股本(百万股)	625.41
流通 A 股(百万股)	259.81

相关研究

《九丰能源(605090): 2022 年三季报点评: 同环比高增, 长协成本优势&顺价灵活性验证, 资源布局上游开采》

2022-10-25

《九丰能源(605090): 2022 前三季度业绩预告点评: 业绩同环比高增, 长协成本优势&转口经营灵活性验证》

2022-10-21

事件:

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营业收入 239.54 亿元, 同比增长 29.56%; 归母净利润 10.9 亿元, 同比增长 75.87%; 扣非归母净利润 10.57 亿元, 同比增长 65.47%, 符合我们的预期; 加权平均 ROE 同比提高 3.5pct, 至 17.67%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.30 元 (含税)。

1. 清洁能源业务稳定增长, 盈利能力增强

海陆双资源池构建完成, 形成清洁能源+能源服务+特种气体三大核心业务板块。 2022 年公司实现营业收入 239.54 亿元, 同比增长 29.56%。公司实现营业收入的增长主要系地缘政治、俄乌冲突、“北溪”管道泄漏、欧洲天然气短缺及库存变化等带来的全球天然气供需结构性错配, 推动天然气价格持续高位震荡运行所致。归属于上市公司股东的净利润 10.90 亿元, 同比增长 75.87%, 主要系公司于 2022 年 12 月 1 日将森泰能源纳入合并报表范围, 构建“海气+陆气”双资源池, 资源配置及顺价能力增强, LNG 单吨毛差提升所致。公司经过 30 余年发展, 已形成清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务三大核心业务板块。分业务来看:

- 1) LNG、PNG 及作业收入贡献超 50%, 同增 27.23% 至 125.68 亿元, 毛利率 6.93%, 同增 1.72pct。** 2022 年公司实现天然气销售量 146 万吨, 同减 28%, 单吨毛利提升至 596 元。公司的资源池包括海气和陆气。海气资源主要分为长约采购和现货采购, 公司与马石油和 ENI 已签订 LNG 长约采购合同, 与马石油约定 2021 合同年至 2025 合同内需要完成提货量合计 416 万吨; 与 ENI 约定 2021 年至 2024 年需要完成的长约提货量为 81 万吨。陆气资源主要包括自产 LNG 和外购气, 目前公司通过布局能源作业服务项目及传统 LNG 液化工厂, 可以自主控制的 LNG 产能规模达到 70 万吨。下游客户方面, 首先, 长约气匹配国内直接终端用户, 主要包括工业企业 (如陶瓷厂、玻璃厂、食品厂、五金厂等)、工业园区、燃气电厂、大客户等; 其次, 自产 LNG 匹配 LNG 加气站客户。
- 2) LPG 收入贡献超 40%, 同增 32.80% 至 103.67 亿元, 毛利率 5.08%, 同减 1.25pct。** 2022 年公司继续巩固华南区域优势, 整合资源与开拓市场并重, 销售量大幅提升, 实现 LPG 销售量 198 万吨, 同增 12%。
- 3) 能源服务业务可分为能源物流服务和能源作业服务, 依托核心资产, 盈利能力稳定。公司能源物流服务主要经营模式为“核心资产+服务”。** 公司依托于自身 LNG 船舶、LNG 接收站及仓储设施、LNG 槽车等核心资产, 为境内外客户及第三方提供运输、物流、周转、仓储等能源基础设施服务并结算相应服务费。目前公司自主控制 8 艘运输船, 其中 4 艘 LNG 船舶 (2 艘自有, 1 艘待交付,

1 艘在建), 4 艘 LPG 船舶 (2 艘租赁, 2 艘在建), 全部 LNG、LPG 船舶投运后, 年周转能力预计达 400-500 万吨。公司在东莞市立沙岛拥有一座 LNG、LPG 接收站, 可实现 LNG/LPG 年周转能力 150/150 万吨。公司能源作业服务主要经营模式为“技术+投资+运营”。公司利用长期在混合制冷领域沉淀的技术和工艺, 在天然气井周边 (主要为边远井、零散井等) 投资建设整套天然气分离、净化、液化整套装置及附属设施, 并长期运营, 为上游资源方提供井口天然气回收利用配套服务, 可获取稳定的服务性质收益。公司加工处理的 LNG 资源, 具有自主销售权, 纳入公司核心资源池。截至 2022 年底, 公司能源作业服务的加工处理产能达 40 万吨, 全年实际处理量约 30 万吨。

4) 布局氨+氮特种气体, 打开成长新空间。公司特种气体业务主要经营模式为“自主生产+销售”。氮气方面, 公司收集 LNG 生产过程伴生的氮气, 经过净化提纯, 得到纯度达 99.999% 的氮气。公司已拥有 LNG 年产能近 70 万吨, 在获取 BOG 粗氮资源并供应保障方面具有先天优势, 截至 2022 年底, 公司高纯度氮气设计产能为 36 万方/年, 全年氮气产量约 18 万方。氢气方面, 公司与巨正源合作, 利用天然气重整制氢、甲醇制氢、焦炉煤气制氢、氯碱尾气副产氢提纯、PDH 副产氢提纯等技术与工艺, 为下游用户提供 (高纯度) 氢气。

费用管控良好, 各项费用率齐降。2022 年公司期间费用同比减少 34.19% 至 2.56 亿元, 期间费用率下降 1.04pct 至 1.07%。其中, 销售、管理、财务费用同比分别减少 7.43%、增加 29.4%、减少 393.7% 至 2.05 亿元、1.67 亿元、-1.15 亿元; 销售、管理、财务费用率分别下降 0.34pct、下降 0pct、下降 0.69pct 至 0.85%、0.7%、-0.48%; 财务费用下降主要系公司持有的美元资产在 2022 年内实现汇兑收益所致。

经营性现金流净额同增 1794.57% 至 16.96 亿元。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 16.96 亿元, 同比增加 1794.57%, 主要系公司 2022 年实现盈利且收到上年末跨期应收账款所致; 2) 投资活动现金流净额-2.07 亿元, 同比增加 74.56%, 主要系 2022 年支付工程款减少以及重组森泰能源产生的现金净流入所致; 3) 筹资活动现金流净额-2.27 亿元, 同比减少 109.3%, 主要系公司回购股份及分红款增加带来的现金净流出所致。

资产负债率增加后仍保持低于 40% 的水平。2022 年公司资产负债率为 36.5%, 同比上升 13.01pct。2022 年公司应收账款同比减少 59.5% 至 2.22 亿元, 应收账款周转天数同比减少 1.11 天至 5.79 天; 存货同比增长 44.02% 至 9.88 亿元, 存货周转天数同比增加 2.1 天至 13.46 天; 应付账款同比增长 171.6% 至 3.79 亿元, 应付账款周转天数同比减少 0.41 天至 4.16 天, 使净营业周期同比增加 1.4 天至 15.08 天。

销售净利率&杠杆率齐升, ROE 上升 3.5pct 至 17.67%。2022 年公司加权平均净资产收益率同比上升 3.5pct 至 17.67%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2022 年公司销售净利率为 4.56%, 同比上升 1.17pct, 总资产周转率为 2.51 (次), 同比下降 0.54 (次), 权益乘数从 21 年的 1.47 上升至 22 年的 1.5。

2. 海陆双资源格局形成，拟布局上游气田，产业链进一步完善

海陆双资源格局形成，资源配置能力提升。2022年6月，公司完成相关资产交割和工商变更手续，成为华油中蓝第一大股东（持股比例28%）。华油中蓝一期在运行LNG液化产能为150万方/天（折合30万吨/年），二期规划LNG液化产能为150万方/天。华油中蓝目标市场以LNG汽车加气站为主，助力公司快速切入LNG汽车加气市场。2022年度，华油中蓝实现营业收入19.5亿元，实现归母净利润2.69亿元。2022年11月30日，森泰能源100%股权已变更登记至公司名下，成为公司的全资子公司；2022年度，森泰能源实现营业收入31.0亿元，实现归母净利润3.0亿元。两大陆气资源重组完成，公司整体资源配置能力及顺价能力提升。

公司拟参与资产重组布局上游气田，产业链布局继续完善。2022年10月22日，公告公司或公司的境外全资子公司拟通过资本重组、债务重组以及认购标的公司发行的新股，最终取得中国油气控股不低于50%且不超过75%的股份，重组意向协议已签署。中国油气控股的核心主业为国内煤层气的勘探与开发，全资子公司奥瑞安能源与中石油合作在鄂尔多斯盆地三交区块进行煤层气勘探、开采及生产（“三交项目”），并享有其中70%权益，勘探阶段工作已完成，可开采储量217亿方，开发潜力较大。矿区煤层气生产规模5亿方/年，调整开发方案后可进一步调增。截至2021年末，已建成煤层气开发规模约2亿方/年。公司布局深入上游开采，有利于公司快速获取“陆气”上游资源，提升资源竞争力，产业链布局继续完善。

3. 特种气体业务纳入核心主业，打开公司成长空间

特种气体纳入核心主业，国产替代&能源转型趋势下，期待公司特气业务发展。1) **确保关键领域用氮安全，氮气国产替代为必然趋势。**中国工业气体工业协会数据显示，2020年全球氮气需求量1.94亿立方米，而2020年氮气产量1.52亿立方米。随着5G、半导体、航空航天等领域的高速发展，预计未来几年氮气需求量将继续增长，**2025年全球氮气需求量将达到2.11亿立方米。我国是贫氮国家，因此确保关键领域的用氮安全，增强国内氮气资源开发显得尤为紧迫。**目前，我国已探明渭河、四川、塔里木、柴达木、松辽、渤海湾、苏北、海拉尔等8个盆地储藏有含氮天然气，利用国内LNG工厂BOG提取高纯度氮气，是短期内提升氮气国产率最直接、有效的方法。根据卓创资讯预计，随着核磁共振成像市场继续增长，5G持续发力带来光纤产业实现跨越式发展，以及半导体、集成电路产业形成氮气需求支撑等，2023-2027年，我国氮气市场需求面呈增长态势，**预计2023年我国氮气需求有望达到4,400吨（折合2,464万方），2027年至5,500吨（折合3,080万方）。**2) **能源转型趋势下，氢气发展潜力值得期待。**氢能是一种清洁、高效、安全、可持续的二次能源，被誉为人类未来的“终极能源”，发展氢能已成为多个

国家在低碳发展道路上的共同选择。目前，美国、欧洲、日本等主要工业化国家均已将氢能纳入国家能源战略规划，制定了氢能技术目标，氢能产业的商业化步伐不断加快，氢能已成为新一轮能源革命制高点之一。根据国际能源署（IEA）数据，全球氢能需求预期 2030 年将增加至 13,000 万吨。根据中国氢能联盟的预测，到 2030 年，中国氢气需求量将达到 3,500 万吨，在终端能源体系中占比为 5%；到 2050 年，需求量将达到 6,000 万吨，在终端能源体系中占比为 10%，产业链产值达到 12 万亿元/年。其中，交通运输领域用氢 2,458 万吨，约占该领域用能的 19%；工业领域用氢 3,370 万吨、建筑及其他领域用氢 110 万吨，相当于减少 1.7 亿吨标煤。2022 年 3 月 23 日，国家发展改革委、国家能源局发布《氢能产业发展中长期规划（2021-2035 年）》，明确了氢能在能源系统中的定位和中长期发展目标，提出了构建氢能产业高质量发展体系，提出到 2025 年，燃料电池车辆保有量约 5 万辆，部署建设一批加氢站；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；到 2030 年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现；到 2035 年，形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。在国家“双碳”战略目标背景下，发展低碳能源成为时代重任，多项支持氢能产业发展的鼓励政策陆续出台，我国氢能产业发展正步入快车道。

4. 盈利预测与投资评级

公司清洁能源主业稳定发展；能源服务&特种气体纳入核心主业，一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司 2023-2024 年归母净利润 13.15/16.85 亿元，预计 2025 年归母净利润为 18.83 亿元，对应 PE 为 11.4/8.9/8.0 倍（估值日期 2023/3/10），维持“买入”评级。

5. 风险提示

天然气价格剧烈波动，氢能政策落地速度不及预期

九丰能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,419	8,058	10,298	12,327	营业总收入	23,954	26,349	27,697	28,088
货币资金及交易性金融资产	4,703	6,015	8,431	10,239	营业成本(含金融类)	22,397	24,348	25,310	25,479
经营性应收款项	592	1,129	688	1,160	税金及附加	20	28	24	34
存货	988	806	1,028	816	销售费用	205	310	305	337
合同资产	0	0	0	0	管理费用	167	158	166	169
其他流动资产	136	108	151	112	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,890	6,817	6,620	6,196	财务费用	-115	-1	-14	-38
长期股权投资	463	689	689	689	加:其他收益	3	10	10	8
固定资产及使用权资产	2,340	3,396	2,954	3,235	投资净收益	8	84	89	112
在建工程	768	1,418	1,668	968	公允价值变动	-13	0	0	0
无形资产	280	275	270	265	减值损失	-60	-21	-22	-22
商誉	922	922	922	922	资产处置收益	25	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	1,245	1,579	1,982	2,206
其他非流动资产	113	113	113	113	营业外净收支	26	0	26	26
资产总计	11,309	14,875	16,917	18,522	利润总额	1,270	1,579	2,008	2,232
流动负债	2,591	2,400	2,744	2,455	减:所得税	178	254	310	338
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,031	1,031	1,031	1,031	净利润	1,093	1,325	1,698	1,894
经营性应付款项	475	201	503	206	减:少数股东损益	3	10	13	11
合同负债	146	159	165	166	归属母公司净利润	1,090	1,315	1,685	1,883
其他流动负债	938	1,009	1,045	1,052	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.74	2.10	2.69	3.01
非流动负债	1,538	3,818	3,818	3,818	EBIT	1,134	1,510	1,893	2,071
长期借款	223	223	223	223	EBITDA	1,417	2,318	2,708	2,995
应付债券	860	3,140	3,140	3,140	毛利率(%)	6.50	7.60	8.62	9.29
租赁负债	83	83	83	83	归母净利率(%)	4.55	4.99	6.08	6.70
其他非流动负债	372	372	372	372	收入增长率(%)	29.56	10.00	5.11	1.41
负债合计	4,128	6,217	6,561	6,273	归母净利润增长率(%)	75.87	20.67	28.11	11.73
归属母公司股东权益	6,942	8,409	10,094	11,976					
少数股东权益	239	249	262	273					
所有者权益合计	7,181	8,658	10,356	12,250					
负债和股东权益	11,309	14,875	16,917	18,522					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,696	1,578	2,964	2,216	每股净资产(元)	10.78	13.13	15.82	18.83
投资活动现金流	-207	-2,651	-503	-362	最新发行在外股份(百万股)	625	625	625	625
筹资活动现金流	-227	2,386	-46	-46	ROIC(%)	12.04	11.26	11.45	11.13
现金净增加额	1,390	1,312	2,415	1,808	ROE-摊薄(%)	15.70	15.64	16.69	15.72
折旧和摊销	284	809	816	924	资产负债率(%)	36.50	41.80	38.78	33.87
资本开支	-111	-2,510	-592	-474	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.77	11.41	8.91	7.97
营运资本变动	202	-538	497	-531	P/B(现价)	2.23	1.83	1.52	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

