



增持（维持）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：24.53

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

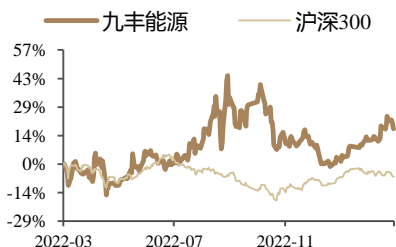
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%)	4.96	14.47	6.05
相对涨幅(%)	7.65	14.30	5.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《九丰能源(605090.SH)：2022年业绩预告符合预期，海陆双资源池正式形成》，2023.1.18
- 《九丰能源(605090.SH)：远丰森泰收购完成，期待陆地资源池放量》，2022.12.2
- 《九丰能源(605090.SH)：业绩保持高增，拟参与重组获煤层气资源，陆上气源再添保证》，2022.10.25
- 《九丰能源(605090.SH)：2022H1业绩高增，海陆双气源优势获验证》，2022.8.20
- 《九丰能源(605090.SH)：业绩预告点评：盈利能力稳步提升，海陆双气源池打开成长空间》，2022.7.10

九丰能源(605090.SH)：一主两翼格局形成，能源服务打造第二增长曲线

投资要点

- 事件：**公司发布2022年业绩公告，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10.90亿元，同比增长75.87%。公司经营活动产生的现金流量净额16.96亿元，同比增长1794.6%，基本每股收益1.76元/股。单四季度看，2022Q4实现营业收入37.46亿元，同比下降45.3%，实现归母净利润1.49亿，同比上升1294%。
- 国际价格剧烈波动下 LNG 盈利能力提升，海陆双资源池优势凸显。**2022年国际天然气供需结构性错配问题依旧，天然气价格持续高位震荡运行。公司凭借良好的资源池优势，实现天然气销售量146.35万吨，较2021年的202.58万吨有所下滑，但收入同比增长27.2%，毛利率同比提升1.72pct，成功实现顺价。2022年，公司先后完成华油中蓝28%股权收购、远丰森泰100%股权收购项目，获得陆地资源池近百万吨规模扩张，待森泰和华油中蓝新建产能陆续投产后，陆上资源量有望进一步翻倍。同时，公司拟通过参与中国油气控股重组交易事宜，共同开发鄂尔多斯盆地三交区块煤层气资源，进一步向上游延伸，获得第一手天然气资源。我们认为随着公司陆上资源池不断扩充，公司顺价能力有望进一步稳定，实现天然气销售量价齐升。
- LPG 主业稳定增长，化工领域带来新机遇。**2022年，公司LPG销售量为197.9万吨，同比提升11.6%，实现收入103.7亿，同比提升32.8%。业务拓展方面，除华南地区外，公司积极拓展湖南、广西等周边市场，与惠州市港口投资集团等相关方达成协议，拟共同投资建设液化烃码头项目（5万吨级），并与惠州港公用液体化工码头、湖南宇新化工等相关方共同投资建设配套LPG仓储基地，打造“码头+库区”一体化服务模式，为埃克森美孚乙烯项目、湖南宇新化工可降解塑料项目、化工园区的其他潜在客户相关项目以及公司LPG业务提供一体化配套服务。化工领域终端客户占比有望提升，驱动LPG业务增长。
- 森泰收购完成助力公司纵向扩展能源服务，充分打开成长空间。**公司能源服务板块包括两方面：**(1) 能源物流服务：**公司依托于自身扎实的码头和船舶资产，将LNG船运、LNG接收与仓储、LNG槽运等资产，通过优化机制与运作模式，向第三方全面开放。截至2022年，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。此外，公司在东莞市立沙岛的接收站最大可靠5万吨级船舶，同时配套16万m³LNG储罐、14.4万m³LPG储罐等，可实现LNG/LPG年周转能力各150万吨。**(2) 能源作业服务业务：**利用森泰井口气资源，向上游资源方提供井口天然气回收利用配套作业并获取相对稳定收益。我们认为公司由能源贸易商向综合能源服务商拓展，有望延伸产业链，助力公司长期发展。
- 特种气体多点开花，深化一主两翼格局。**森泰成功纳入公司业务范围后，有望进一步发挥其在氦气提取方面的优势：内蒙森泰具备较成熟的BOG提氦能力，2021年起已实现良好业务收入，2022年实现氦气产量18万方，2023年，公司将积极实施内蒙森泰BOG提氦项目扩产改造及四川泸县新建粗氦精制项目建设，由点及面扩展氦气产能。氦气方面，公司结合产业发展情况，对原有的氢能发展规划进



行了升级：中短期内，公司将充分发挥自身在天然气领域的优势，利用天然气重整制氢等工艺，通过现场制氢或管道输氢模式供给下游。公司参股企业中油九丰（持股比 49%），在多地拥有 LNG 加气站，有望借助政策东风布局氢能业务。长期看，公司将布局电解水制氢、输氢技术及制氢加氢一体站等方面，在氢气能源属性领域寻求突破。

- 投资建议与估值：**我们调整 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 264.57 亿元、285.02 亿元、304.94 亿元，增速分别为 10.5%、7.7%、7.0%，归母净利润分别为 13.26 亿元、15.58 亿元、17.35 亿元，增速分别为 21.6%、17.5%、11.3%。对应 PE 分别为 11.6X、9.9X、8.8X。维持增持投资评级。
- 风险提示：**全球经济波动风险，上游采购及其价格波动风险，新冠疫情风险，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				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总股本(百万股):	625.41					
流通 A 股(百万股):	259.81	营业收入(百万元)	18,488	23,954	26,457	28,502
52 周内股价区间(元):	17.62-30.05	(+/-)YOY(%)	107.4%	29.6%	10.5%	7.7%
总市值(百万元):	15,341.41	净利润(百万元)	620	1,090	1,326	1,558
总资产(百万元):	11,309.35	(+/-)YOY(%)	-19.3%	75.9%	21.6%	17.5%
每股净资产(元):	10.78	全面摊薄 EPS(元)	1.09	1.76	2.12	2.49
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	6.5%	6.5%	7.3%	7.8%
		净资产收益率(%)	10.8%	15.7%	17.1%	17.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.76	2.12	2.49	2.77
每股净资产	11.10	12.37	13.92	15.78
每股经营现金流	2.71	2.06	2.49	3.45
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	11.73	11.57	9.85	8.84
P/B	1.86	1.98	1.76	1.55
P/S	0.64	0.58	0.54	0.50
EV/EBITDA	7.39	6.86	5.90	4.99
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	6.5%	7.3%	7.8%	7.9%
净利润率	4.6%	5.0%	5.5%	5.7%
净资产收益率	15.7%	17.1%	17.9%	17.6%
资产回报率	9.6%	9.2%	9.7%	9.3%
投资回报率	10.4%	11.2%	11.4%	11.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.6%	10.5%	7.7%	7.0%
EBIT 增长率	37.4%	46.1%	17.0%	12.5%
净利润增长率	75.9%	21.6%	17.5%	11.3%
偿债能力指标				
资产负债率	36.5%	40.6%	37.4%	36.4%
流动比率	2.5	3.3	4.7	4.8
速动比率	2.0	2.8	4.0	4.1
现金比率	1.8	2.5	3.5	3.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.4	6.9	7.0	5.8
存货周转天数	16.1	15.3	15.3	15.6
总资产周转率	2.1	1.8	1.8	1.6
固定资产周转率	10.7	9.7	9.1	8.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,090	1,326	1,558	1,735
少数股东损益	3	10	12	10
非现金支出	343	239	244	277
非经营收益	58	-42	-48	-112
营运资金变动	202	-247	-208	251
经营活动现金流	1,696	1,287	1,557	2,161
资产	-111	-1,288	-1,278	-1,438
投资	-161	-129	-180	-216
其他	66	162	178	251
投资活动现金流	-207	-1,255	-1,280	-1,402
债权募资	267	1,696	324	431
股权募资	78	0	0	0
其他	-572	-130	-146	-160
融资活动现金流	-227	1,566	177	271
现金净流量	1,390	1,598	455	1,029

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23,954	26,457	28,502	30,494
营业成本	22,397	24,524	26,274	28,095
毛利率%	6.5%	7.3%	7.8%	7.9%
营业税金及附加	20	29	25	28
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	205	225	228	244
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	167	190	225	213
管理费用率%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	1,134	1,656	1,939	2,181
财务费用	-115	75	81	94
财务费用率%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	8	159	171	244
营业利润	1,245	1,587	1,860	2,088
营业外收支	26	5	10	10
利润总额	1,270	1,591	1,870	2,097
EBITDA	1,417	1,896	2,183	2,458
所得税	178	256	300	352
有效所得税率%	14.0%	16.1%	16.0%	16.8%
少数股东损益	3	10	12	10
归属母公司所有者净利润	1,090	1,326	1,558	1,735

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,633	6,230	6,685	7,714
应收账款及应收票据	325	622	679	619
存货	988	1,028	1,101	1,198
其它流动资产	474	416	421	483
流动资产合计	6,419	8,296	8,886	10,014
长期股权投资	463	572	703	871
固定资产	2,245	2,717	3,137	3,529
在建工程	768	958	1,108	1,258
无形资产	280	373	451	553
非流动资产合计	4,890	6,053	7,233	8,582
资产总计	11,309	14,349	16,119	18,596
短期借款	913	800	300	200
应付票据及应付账款	468	559	453	571
预收账款	8	8	9	10
其它流动负债	1,202	1,126	1,132	1,296
流动负债合计	2,591	2,494	1,894	2,076
长期借款	223	223	223	223
其它长期负债	1,315	3,115	3,915	4,465
非流动负债合计	1,538	3,338	4,138	4,688
负债总计	4,128	5,832	6,032	6,764
实收资本	625	625	625	625
普通股股东权益	6,942	7,735	8,704	9,869
少数股东权益	239	782	1,383	1,963
负债和所有者权益合计	11,309	14,349	16,119	18,596

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；	类别	评级	说明
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。
	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。