



增持（维持）

所属行业：公用事业
当前价格(元)：21.66

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

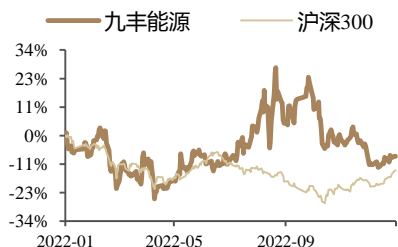
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%) | -2.04 | -7.79 | -21.24 |
| 相对涨幅(%) | -6.66 | -16.13 | -28.80 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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
- 《九万里风鹏正举，丰标不凡谱氢能序曲-九丰能源（605090.SH）：》，2022.6.10

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

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年度实现归属于母公司所有者的净利润为 10.6 亿元到 11.2 亿元，同比增长 71.04%-80.72%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 10.4 亿元-11 亿元，同比增长 62.79%-72.18%。
- 成功收购远丰森泰，助力公司长期增长。**公司 11 月发布森泰能源成为公司全资子公司的公告：2022 年 11 月 30 日，成都市市场监督管理局出具《登记通知书》并向森泰能源核发了变更后的《营业执照》，森泰能源 100% 的股权已变更登记至公司名下，成为公司全资子公司。2022 年，远丰森泰实现归属于母公司股东的净利润约 3 亿元，并于 2022 年 12 月 1 日将纳入公司合并报表范围，预计 2022 年度未对公司业绩将造成显著影响。我们看好森泰能源后续对公司业绩的增量贡献：（1）森泰能源具备 LNG 全产业链覆盖能力，在四川盆地和鄂尔多斯盆地已建成投产 4 家 LNG 生产加工厂，目前年产能近 60 万吨，市场销售辐射西南、西北等多省份。2022-2024 年森泰能源预计再新建 60 万吨产能，届时公司陆上 LNG 资源池有望实现翻倍扩张；（2）公司依托多年天然气国际贸易经验，具备优异“海气”资源池，森泰能源有望成为继华油中蓝之后公司“陆气”资源池又一保障，通过“海气+陆气”双资源池，公司有望提升整体抗波动能力，提高业绩稳定性。
- 整合资源与开拓市场并重，LPG 顺价能力稳固。**公司深耕华南地区 LPG 市场多年，是华南地区 LPG 第一大进口商（2020 年数据），具备深厚 LPG 国际贸易资产优势，公司在华南地区拥有 14.4 万立方米 LPG 储罐，目前自建船队包含 1 艘租赁 LPG 船只，另一艘在建 LPG 船具备 9.3 万立方米仓容，单次运货量较传统船只提升 10%，LPG 作为公司重要业务，有望与 LNG 业务形成良好协同效应，实现资源整合和市场持续开拓，稳步巩固盈利能力。
- 远丰森泰业务协同效应显著，政策助力氢能业务乘势开展。**内蒙古森泰具备较成熟的 BOG 提氢能力，2021 年起已实现良好业务收入，借助森泰能源的提氢能力和多个液厂，公司有望铺开氨气业务，扩张业务范围；氨气方面，公司参股企业中油九丰（持股比 49%）所属的多地 LNG 加气站将纳入东莞市近中期加氢站总体布局规划，有望借助政策东风布局氢能业务。此外，公司亦可借助远丰森泰在四川地区的井口原料气、加气站以及西南地区电解水成本方面的优势，积极开展天然气制氢和电解水制氢，进军氢能源制氢、充装和销售环节，实现业务范围扩张。
- 投资建议与估值：**我们预计公司 2022 年-2024 年的收入分别为 224.26 亿元、236.14 亿元、264.39 亿元，增速分别为 21.3%、5.3%、12.0%，归母净利润分别为 11.01 亿元、12.94 亿元、15.17 亿元，增速分别为 77.6%、17.6%、17.3%。对应 PE 分别为 12.3X、10.5X、8.9X。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 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 625.41 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流通 A 股(百万股): | 259.81 | 营业收入(百万元) | 8,914 | 18,488 | 22,426 | 23,614 | 26,439 |
| 52 周内股价区间(元): | 17.62-30.05 | (+/-)YOY(%) | -11.1% | 107.4% | 21.3% | 5.3% | 12.0% |
| 总市值(百万元): | 13,546.47 | 净利润(百万元) | 768 | 620 | 1,101 | 1,294 | 1,517 |
| 总资产(百万元): | 10,951.32 | (+/-)YOY(%) | 109.3% | -19.3% | 77.6% | 17.6% | 17.3% |
| 每股净资产(元): | 10.37 | 全面摊薄 EPS(元) | 2.13 | 1.52 | 1.76 | 2.07 | 2.43 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 14.8% | 6.5% | 7.6% | 8.3% | 8.3% |
| | | 净资产收益率(%) | 30.5% | 10.8% | 17.0% | 18.1% | 18.9% |

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.52 | 1.76 | 2.07 | 2.43 |
| 每股净资产 | 9.18 | 10.33 | 11.40 | 12.83 |
| 每股经营现金流 | 0.14 | 2.36 | 2.15 | 2.27 |
| 每股股利 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 23.14 | 12.31 | 10.47 | 8.93 |
| P/B | 3.83 | 2.10 | 1.90 | 1.69 |
| P/S | 0.52 | 0.60 | 0.57 | 0.51 |
| EV/EBITDA | 12.40 | 6.76 | 6.07 | 5.35 |
| 股息率% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 6.5% | 7.6% | 8.3% | 8.3% |
| 净利润率 | 3.4% | 4.9% | 5.5% | 5.7% |
| 净资产收益率 | 10.8% | 17.0% | 18.1% | 18.9% |
| 资产回报率 | 8.0% | 9.4% | 9.7% | 9.9% |
| 投资回报率 | 9.9% | 11.3% | 11.4% | 11.5% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 107.4% | 21.3% | 5.3% | 12.0% |
| EBIT 增长率 | -14.2% | 67.1% | 16.9% | 17.2% |
| 净利润增长率 | -19.3% | 77.6% | 17.6% | 17.3% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 23.5% | 38.3% | 36.1% | 34.1% |
| 流动比率 | 3.7 | 3.7 | 5.3 | 6.6 |
| 速动比率 | 3.1 | 3.2 | 4.6 | 5.8 |
| 现金比率 | 2.5 | 2.7 | 3.4 | 3.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 10.8 | 8.4 | 8.6 | 9.3 |
| 存货周转天数 | 14.5 | 17.0 | 17.0 | 16.1 |
| 总资产周转率 | 2.4 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| 固定资产周转率 | 10.2 | 9.6 | 8.4 | 8.1 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 净利润 | 620 | 1,101 | 1,294 | 1,517 |
| 少数股东损益 | 8 | 13 | 14 | 18 |
| 非现金支出 | 272 | 179 | 199 | 222 |
| 非经营收益 | 77 | -52 | -40 | -97 |
| 营运资金变动 | -888 | 236 | -121 | -242 |
| 经营活动现金流 | 90 | 1,477 | 1,346 | 1,418 |
| 资产 | -728 | -937 | -877 | -843 |
| 投资 | -132 | -23 | -962 | -959 |
| 其他 | 48 | 137 | 143 | 211 |
| 投资活动现金流 | -812 | -823 | -1,697 | -1,591 |
| 债权募资 | -19 | 1,921 | 316 | 473 |
| 股权募资 | 2,711 | 182 | 0 | 0 |
| 其他 | -254 | -88 | -107 | -121 |
| 融资活动现金流 | 2,438 | 2,015 | 209 | 351 |
| 现金净流量 | 1,702 | 2,669 | -141 | 179 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 18,488 | 22,426 | 23,614 | 26,439 |
| 营业成本 | 17,286 | 20,728 | 21,650 | 24,238 |
| 毛利率% | 6.5% | 7.6% | 8.3% | 8.3% |
| 营业税金及附加 | 14 | 26 | 28 | 27 |
| 营业税金率% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | 221 | 276 | 286 | 317 |
| 营业费用率% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 管理费用 | 129 | 161 | 187 | 185 |
| 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 | 825 | 1,379 | 1,611 | 1,888 |
| 财务费用 | 39 | 40 | 44 | 61 |
| 财务费用率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 资产减值损失 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -97 | 135 | 142 | 212 |
| 营业利润 | 763 | 1,347 | 1,575 | 1,839 |
| 营业外收支 | 3 | 5 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 766 | 1,352 | 1,581 | 1,845 |
| EBITDA | 1,073 | 1,558 | 1,811 | 2,111 |
| 所得税 | 138 | 238 | 273 | 310 |
| 有效所得税率% | 18.1% | 17.6% | 17.3% | 16.8% |
| 少数股东损益 | 8 | 13 | 14 | 18 |
| 归属母公司所有者净利润 | 620 | 1,101 | 1,294 | 1,517 |

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,168 | 5,837 | 5,695 | 5,874 |
| 应收账款及应收票据 | 636 | 787 | 842 | 927 |
| 存货 | 686 | 963 | 1,006 | 1,072 |
| 其它流动资产 | 302 | 372 | 1,359 | 2,316 |
| 流动资产合计 | 4,792 | 7,959 | 8,903 | 10,188 |
| 长期股权投资 | 200 | 225 | 255 | 281 |
| 固定资产 | 1,810 | 2,335 | 2,805 | 3,246 |
| 在建工程 | 166 | 356 | 506 | 656 |
| 无形资产 | 143 | 190 | 254 | 291 |
| 非流动资产合计 | 2,952 | 3,736 | 4,445 | 5,095 |
| 资产总计 | 7,744 | 11,696 | 13,348 | 15,283 |
| 短期借款 | 579 | 800 | 300 | 200 |
| 应付票据及应付账款 | 139 | 646 | 568 | 529 |
| 预收账款 | 30 | 36 | 38 | 42 |
| 其它流动负债 | 539 | 660 | 781 | 765 |
| 流动负债合计 | 1,287 | 2,142 | 1,687 | 1,536 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 532 | 2,332 | 3,132 | 3,682 |
| 非流动负债合计 | 532 | 2,332 | 3,132 | 3,682 |
| 负债总计 | 1,819 | 4,475 | 4,819 | 5,218 |
| 实收资本 | 443 | 625 | 625 | 625 |
| 普通股股东权益 | 5,738 | 6,464 | 7,132 | 8,027 |
| 少数股东权益 | 187 | 758 | 1,397 | 2,038 |
| 负债和所有者权益合计 | 7,744 | 11,696 | 13,348 | 15,283 |

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： | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 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； | 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。 |
| 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。 | 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。