

公司研究

成本上行 21 年业绩承压，全产业链优势突出 22Q1 业绩高增长

——九丰能源 (605090.SH) 公告点评

买入 (维持)

当前价: 27.74 元

作者

分析师: 赵乃迪

执业证书编号: S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人: 蔡嘉豪

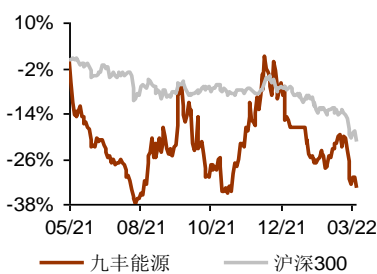
021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.43
总市值(亿元):	122.88
一年最低/最高(元):	23.68/49.49
近3月换手率:	58.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.62	-7.39	-20.05
绝对	-1.49	-21.13	-35.18

资料来源: Wind

相关研报

收购优质内陆气源, 加码 LNG 主业——九丰能源 (605090.SH) 收购远丰森泰公告点评 (2022-01-18)

与巨正源展开氢能合作, 展现氢能领域布局雄心——九丰能源 (605090.SH) 公告点评 (2021-12-05)

LNG 一体化优势显著, 在建 LNG 接收站有望打开公司成长空间——九丰能源 (605090.SH) 投资价值分析报告 (2021-10-19)

要点

事件:

4月12日, 公司发布2021年年度报告、2022年第一季度报告以及关于购买四川华油中蓝能源有限责任公司28%股权的公告:

(1) 2021年公司实现营收约185亿元, 同比+107.42%; 实现归母净利润约6.2亿元, 同比-19.27%; 实现扣非后归母净利润约6.4亿元, 同比-16.55%。其中, 2021年Q4公司实现营收约68.5亿元, 同比+135.82%, 环比+36.81%; 实现归母净利润约0.1亿元, 同比-92.01%, 环比-94.95%; 实现扣非后归母净利润约-0.2亿元, 环比-109.11%。

(2) 2022年Q1公司实现营收约70.2亿元, 同比+126.18%, 环比+2.46%; 实现归母净利润约3.9亿元, 同比+40.66%, 环比+3570.9%; 实现扣非后归母净利润约3.9亿元, 同比+13.46%。

(3) 2022年4月11日, 公司与蓝金能源签订了《关于四川华油中蓝能源有限责任公司部分股权转让之交易合同》, 由公司向蓝金能源购买其所持有的华油中蓝28%股权, 最终协商确定华油中蓝28%股权的转让价格为人民币约2.3亿元。

点评:

LNG 量价提升带动 21 年营收高增, 全产业链优势显著 22 年 Q1 业绩大幅增长: 2021 年公司营业收入同比大幅增长, 主要系 LNG 量价同比大幅增长以及 LPG 价格同比大幅增长。LNG 方面, 2021 年, 公司 LNG 产品境内销售量保持基本稳定, 同时公司借助自身良好的国际信用及自主船运优势, 充分利用国际 LNG 市场出现的“价格差、信息差、时间差”, 通过船贸结合、期现结合、长短结合、内外结合等组合策略, 扩大了国际业务规模, 全年公司 LNG 产品销量达 202.6 万吨, 同比增长 55.77%, 销售收入达 98.8 亿元, 同比增长 69.48%, 实现量价齐升。LPG 方面, 2021 年公司以开拓市场为年度经营重点, 继续夯实在华南地区 LPG 市场的领先地位, 业务竞争优势持续增强, 此外公司加快在化工原料市场的布局, 结构调整加速, 全年公司 LPG 产品销量达 177.3 万吨, 同比增长 12.44%, 销售收入达 78.1 亿元, 同比增长 64.0%。利润方面, 受需求增长、地缘政治、疫情解封、极端天气、欧洲天然气库存处于低位及风光发电量供给不足、“北溪-2”通气受阻等因素影响, 2021 年以来, 国际 LNG 供需结构性错配问题凸显, 推动价格持续震荡攀升, 致使公司 21 年利润下滑。2022Q1 公司实现营收约 70.2 亿元, 同比+126.18%, 主要系 LNG 产品销售数量及销售单价较上年同期大幅提升, 及 LPG 销售单价同比涨幅较大所致; 受益于公司积极应对外部挑战, 双气源保障及全产业链优势凸显, 同时积极开拓市场, 经营规模逆势扩大, 盈利能力稳步提升, 2022Q1 公司实现归母净利润约 3.9 亿元, 同比增长 40.66%, 环比增长 3571%。

碳中和加速能源转型背景下, 天然气未来发展空间广阔: 作为高热值、低碳排放的化石能源, 天然气单位热值碳排放仅为煤炭的 60%左右。我们认为, 在我国双碳目标约束下, 天然气作为清洁一次化石能源, 将是我国减缓碳排放增长速度的重要工具, 在非化石能源使用占比未大幅提升的前提下, 天然气将在我国“碳中和之路”中发挥重要作用。目前, 国家及地方各级政府已相继出台鼓励使用天然气等清洁能源的相关政策, 对新上项目要求优先使用清洁能源, 在重点用能领域 (如居民用

能、工商业用能等)实施“煤改气”，用天然气替代煤、重油、柴油等高污染燃料，国内天然气需求呈现增长态势，预计未来我国天然气将具有广阔发展空间。

国内客户结构优化、资源池不断做大，公司 LNG 业务发展质量持续提升：面对复杂的国际国内形势，公司充分发挥自身全产业链优势，把优化国内客户结构与做大资源池作为两个重要抓手，不断增强服务能力及 LNG 产品竞争力。2021 年，工业（园区）用户、燃气电厂、大客户等直接终端用户销量占公司国内销量的比重超过 70%；同时，以城市燃气、贸易商为代表的中间商客户成为销售重要补充，公司客户结构与质量得到显著优化与提升。同时，公司坚持做大“海气资源池”，国际业务规模显著扩大，LNG 产品在中国台湾、韩国、印度等区域实现异地上岸，“长约气+现货气”的资源池潜力得到充分释放，为未来进一步扩大国内销售规模奠定良好的资源基础。此外，公司依托“上陆地、到终端、出华南”的 LNG 业务发展战略，继续加大“陆气资源池”建设，并借助“陆地资源池”布局积极拓展华南以外市场，持续提升 LNG 业务发展质量。

LPG 需求量持续稳步增长，公司加快布局化工原料用气，发展动力强劲：2011 年以来，我国 LPG 需求量保持稳步增长趋势，2011-2020 表观消费量年均复合增长率为 11.3%。2021 年，我国 LPG 表观消费量达 6988 万吨，同比增长 10.59%。化工原料用气为占比最高的 LPG 消费用途，亦为我国 LPG 市场的主要增量。受近年来我国化工原料向轻质化方向发展的影响，LPG 作为比石油脑、煤等经济性及环保性更优的原料被大量运用；伴随 LPG 深加工装置产能的不断扩大，用于化工原料的 LPG 需求量呈现持续增长态势。2021 年，公司在山东区域组建了专门的化工业务团队，加快在化工原料用气市场的布局，并取得阶段性成果。此外，2021 年 9 月，公司与 PDH 生产供应商巨正源签订合作协议共同投资低温丙烷互联互通项目，通过此次合作正式进入化工原料用气市场。随着公司在化工原料用气市场的加速布局，预计未来公司 LPG 业务将获得强劲发展动能。

收购华油中蓝 28%股权，进一步拓展内陆气源：华油中蓝位于四川省巴中市，占地 355 亩，专注于陆上 LNG 生产、流通、销售领域，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，目前已完成征地、公用辅助工程建设，是西南地区单体规模最大的天然气液化工厂，是该区域重要的 LNG 提供商。上游资源方面，目前华油中蓝上游天然气资源来源于元坝气田，通过川气东送联络线 4 号阀室同凯门站下车（阀室距标的公司厂界约 70 米），具有充足的气源保障，并具备一定的采购成本优势。通过收购华油中蓝股权，公司将在“陆气”资源方面获得重要支点，初步形成“海气+陆气”的双气源格局，同时间接实现跨区域发展，市场辐射范围拓展至四川、陕西、湖北等部分区域，并依托华油中蓝加气站体系间接切入汽车加气市场，拓宽终端应用领域，推动“上陆地、到终端、出华南”的 LNG 业务发展战略进一步落地实施。

进入氢能领域优势明显，公司发展未来可期：2021 年 12 月，公司发布公告称拟与巨正源以成立合资公司形式，开展氢能产业发展合作，充分利用巨正源聚丙烯项目的副产氢资源，进军氢能领域。依托 LNG 与 LPG 业务，公司参与氢能产业先天优势明显，在化石能源制氢方面具有资源与成本优势。目前公司初步确定的氢能布局方向包括制氢及净化技术的开发引进、PDH 装置副产氢的提纯、天然气重整制氢、电解水制氢等。同时，公司密切关注氢能政策落地及氢燃料电池汽车市场变化，根据市场潜在需求，积极布局天然气重整制氢、电解水制氢等，为市场提供规模化、低成本的交通燃料平价用氢，打造未来新的业绩增长点。

盈利预测、估值与评级：考虑到国际 LNG 价格大幅上涨，公司成本压力增加，因此我们下调公司 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测。预计公司

2022-2024 年的归母净利润分别为 10.64 亿元（下调 24%）、12.57 亿元（下调 31%）、15.18 亿元，折算 EPS 分别为 2.40、2.84、3.43 元/股。2021 年以来，公司“上陆地、到终端、出华南”战略不断推进，LNG、LPG 业务持续优化，同时进军氢能领域，培育新业绩增长点，未来发展动能强劲。我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料及产品价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，研发风险，新产品市场拓展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,914	18,488	24,348	26,050	28,477
营业收入增长率	-11.05%	107.42%	31.69%	6.99%	9.32%
净利润（百万元）	768	620	1,064	1,257	1,518
净利润增长率	109.31%	-19.27%	71.63%	18.16%	20.80%
EPS（元）	2.13	1.40	2.40	2.84	3.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.55%	10.80%	15.90%	16.20%	16.77%
P/E	13	20	12	10	8
P/B	4.0	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-12

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,914	18,488	24,348	26,050	28,477
营业成本	7,597	17,286	22,621	24,160	26,294
折旧和摊销	101	150	138	160	188
税金及附加	15	14	18	19	21
销售费用	215	221	291	311	340
管理费用	111	129	170	182	199
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	39	39	-25	-131	-181
投资收益	57	-97	10	10	10
营业利润	933	763	1,311	1,547	1,864
利润总额	922	766	1,308	1,543	1,863
所得税	149	138	236	279	336
净利润	773	628	1,072	1,265	1,526
少数股东损益	6	8	8	8	8
归属母公司净利润	768	620	1,064	1,257	1,518
EPS(元)	2.13	1.40	2.40	2.84	3.43

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	825	90	667	1,138	1,295
净利润	768	620	1,064	1,257	1,518
折旧摊销	101	150	138	160	188
净营运资金增加	94	2,432	1,498	424	611
其他	-137	-3,112	-2,033	-703	-1,023
投资活动产生现金流	-705	-812	-1,035	-1,002	-957
净资本支出	-663	-728	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	178	200	0	0	0
其他资产变化	-220	-284	-35	-2	43
融资活动现金流	-78	2,438	1,372	155	78
股本变化	0	83	0	0	0
债务净变化	116	60	1,400	196	96
无息负债变化	224	99	136	50	62
净现金流	16	1,702	1,004	292	416

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	14.8%	6.5%	7.1%	7.3%	7.7%
EBITDA 率	12.3%	5.6%	5.7%	6.0%	6.4%
EBIT 率	11.2%	4.8%	5.2%	5.3%	5.8%
税前净利润率	10.3%	4.1%	5.4%	5.9%	6.5%
归母净利润率	8.6%	3.4%	4.4%	4.8%	5.3%
ROA	17.8%	8.1%	10.5%	10.9%	11.7%
ROE (摊薄)	30.5%	10.8%	15.9%	16.2%	16.8%
经营性 ROIC	23.5%	11.2%	11.7%	11.3%	11.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	23%	33%	31%	29%
流动比率	1.56	3.72	2.31	2.29	2.40
速动比率	1.27	3.19	1.98	1.97	2.07
归母权益/有息债务	3.45	7.29	3.06	3.26	3.65
有形资产/有息债务	5.76	9.62	4.61	4.78	5.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,352	7,744	10,241	11,562	13,024
货币资金	1,263	3,168	4,172	4,463	4,879
交易性金融资产	1	23	23	23	23
应收账款	160	548	722	772	844
应收票据	174	88	116	124	136
其他应收款 (合计)	24	33	43	46	50
存货	404	686	898	959	1,044
其他流动资产	130	141	259	293	341
流动资产合计	2,235	4,792	6,368	6,825	7,474
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	178	200	200	200	200
固定资产	1,681	1,810	2,091	2,471	2,914
在建工程	59	166	650	1,012	1,284
无形资产	141	143	140	137	134
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	31	604	663	663	663
非流动资产合计	2,118	2,952	3,873	4,737	5,549
总负债	1,661	1,819	3,355	3,601	3,759
短期借款	671	579	1,974	2,165	2,256
应付账款	300	139	182	195	212
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	7	30	39	42	46
其他流动负债	15	10	10	10	10
流动负债合计	1,437	1,287	2,759	2,983	3,112
长期借款	1	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	120	178	196	220
非流动负债合计	224	532	596	618	647
股东权益	2,692	5,925	6,886	7,961	9,265
股本	360	443	443	443	443
公积金	713	3,324	3,431	3,507	3,507
未分配利润	1,440	1,964	2,811	3,802	5,098
归属母公司权益	2,513	5,738	6,691	7,759	9,054
少数股东权益	179	187	195	203	211

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.42%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	1.24%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
财务费用率	0.44%	0.21%	-0.10%	-0.50%	-0.63%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	16%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.25	0.43	0.50	0.61
每股经营现金流	2.29	0.20	1.50	2.57	2.92
每股净资产	6.98	12.95	15.11	17.52	20.44
每股销售收入	24.76	41.74	54.97	58.81	64.29

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	13	20	12	10	8
PB	4.0	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.2	12.8	10.5	9.6	8.2
股息率	0.0%	0.9%	1.5%	1.8%	2.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE