

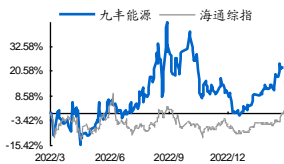
投资评级 优于大市 维持
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 03月08日收盘价(元) | 25.04 |
| 52周股价波动(元) | 18.69-31.99 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 625/260 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 15660/6506 |

相关研究

《“海气+陆气”双资源池效果显现，2022H1业绩大幅预增》2022.07.13

《拥有LNG接收站的稀缺标的》2021.09.14

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-----|------|-----|
| 绝对涨幅(%) | 7.4 | 17.6 | 9.0 |
| 相对涨幅(%) | 8.5 | 16.3 | 7.1 |

资料来源:海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱军军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

证书:S0850122070051

形成“一主两翼”发展格局，持续打造“具有价值创造力的清洁能源服务商”

投资要点:

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年九丰能源营业收入为 239.54 亿元(同比+29.56%)，归母净利润 10.9 亿元(同比+75.87%)。单季度看，2022Q4 营业收入为 37.46 亿元(同比-45.31%)，归母净利 1.49 亿元(同比+1293.94%)。
- **海气长约保证顺价能力，2022 年 LPG、LNG 毛差同比扩大。**LPG 业务方面，2022 年公司 LPG 业务实现营收 103.67 亿元，同比+32.80%；实现毛利 5.26 亿元，同比+6.58%。从量价层面分析，毛利增长主要得益于毛差扩大。2022 年公司 LPG 销量 198 万吨，同比-2.37%，单吨毛为 266 元/吨，同比+9.17%。**LNG 业务方面**，2022 年公司 LNG 业务实现营收 125.68 亿元，同比+27.23%；实现毛利 8.72 亿元，同比+69.31%，同样受益于毛差扩大。2022 年公司 LNG 销量 146 万吨，同比-17.46%，单吨毛利 596 元/吨，同比+105.11%。
- **定位“具有价值创造力的清洁能源服务商”，形成“一主两翼”业发展格局。**公司目前主要包含清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务三大业务板块。其中**清洁能源业务**是公司核心主业，主要提供 LNG、LPG 产品和服务；**能源服务和特种气体业务**是公司积极布局和重点发展的新赛道业务，对公司持续高质量发展意义重大。
- **能源服务业务：盈利能力较强，未来前景广阔。**能源服务业务主要包括能源物流服务和能源作业服务两种模式。**能源物流服务模式**为依托自身 LNG 船舶和接收站等资源，为客户提供运输和仓储服务并收取服务费，2022 年实现营收 2.69 亿元，毛利 0.98 亿元，毛利率达 36%，与传统主业相比盈利能力更强；**能源作业服务模式**为在天然气井周边建设天然气分离、净化、液化整套装置并长期运营，为上游资源方提供配套服务。
- **特种气体业务：以氦气与氢气为基础积极拓展。**在**氦气方面**，公司收集 LNG 生产过程伴生的氦气，经过净化去除杂质后纯度可达 99.999%，截至 2022 年底，公司高纯度氦气设计产能为 36 万方/年，全年氦气产量约 18 万方。在**氢气方面**，2023 年公司将加快广州市南沙区首座制氢加氢一体综合能源站项目建设，并启动电解水制氢相关的技术储备工作。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 13.08 亿元、16.69 亿元、20.34 亿元，EPS 分别为 2.09 元、2.67 元、3.25 元。参考可比公司估值水平，给予其 2023 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间为 27.17-31.35 元，维持“优于大市”投资评级。
- **风险提示。**项目建设进展不及预期；产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 18488 | 23954 | 22769 | 25282 | 28033 |
| (+/-)YoY(%) | 107.4% | 29.6% | -4.9% | 11.0% | 10.9% |
| 净利润(百万元) | 620 | 1090 | 1308 | 1669 | 2034 |
| (+/-)YoY(%) | -19.3% | 75.9% | 20.0% | 27.6% | 21.9% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.99 | 1.74 | 2.09 | 2.67 | 3.25 |
| 毛利率(%) | 6.5% | 6.5% | 8.3% | 8.9% | 9.4% |
| 净资产收益率(%) | 10.8% | 15.7% | 15.9% | 16.8% | 17.0% |

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设：销量方面，2023-2025 年我们假设公司 LNG、LPG 船舶逐步建成投产，LNG 与 LPG 销量持续增长；价格方面，由于 2022 年 LPG、LNG 价格处于较高水平。我们假设 2023-2025 年价格相比 2022 年有所下降，由于公司顺价能力较强。预计单位毛利保持稳定，毛利总额持续增长。

表 1 公司业务拆分

| 业务 | 项目 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-----------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| LPG (液化石油气) | 营业收入 (亿元) | 56.87 | 47.61 | 78.07 | 103.67 | 95.84 | 124.68 | 155.59 |
| | 营业成本 (亿元) | 54.25 | 43.56 | 73.13 | 98.41 | 89.77 | 117.41 | 146.74 |
| | 毛利 (亿元) | 2.61 | 4.04 | 4.94 | 5.26 | 6.06 | 7.27 | 8.85 |
| | 毛利率 (%) | 5% | 8% | 6% | 5% | 6% | 6% | 6% |
| LNG、PNG 及作业 | 营业收入 (亿元) | 38.19 | 36.66 | 98.79 | 125.68 | 120.65 | 115.83 | 111.20 |
| | 营业成本 (亿元) | 31.81 | 28.75 | 93.64 | 116.97 | 109.48 | 102.47 | 95.92 |
| | 毛利 (亿元) | 6.37 | 7.90 | 5.15 | 8.72 | 11.17 | 13.35 | 15.28 |
| | 毛利率 (%) | 17% | 22% | 5% | 7% | 9% | 12% | 14% |
| LNG 船运、LNG 槽运、码头仓储等 | 营业收入 (亿元) | | | | 2.69 | 2.96 | 3.25 | 3.58 |
| | 营业成本 (亿元) | | | | 1.71 | 1.88 | 2.07 | 2.28 |
| | 毛利 (亿元) | | | | 0.98 | 1.07 | 1.18 | 1.30 |
| | 毛利率 (%) | | | | 36% | 36% | 36% | 36% |
| 甲醇、二甲醚及其他 | 营业收入 (亿元) | 4.08 | 4.12 | 5.45 | 7.47 | 8.22 | 9.04 | 9.94 |
| | 营业成本 (亿元) | 3.50 | 3.47 | 4.82 | 6.87 | 7.56 | 8.31 | 9.14 |
| | 毛利 (亿元) | 0.58 | 0.65 | 0.62 | 0.60 | 0.66 | 0.73 | 0.80 |
| | 毛利率 (%) | 14% | 16% | 11% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| 其他 | 营业收入 (亿元) | 1.08 | 0.75 | 2.59 | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| | 营业成本 (亿元) | 0.61 | 0.19 | 1.27 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| | 毛利 (亿元) | 0.47 | 0.56 | 1.32 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| | 毛利率 (%) | 44% | 75% | 51% | 53% | 53% | 53% | 53% |
| 合计 | 营业收入 (亿元) | 100.21 | 89.14 | 184.88 | 239.54 | 227.69 | 252.82 | 280.33 |
| | 营业成本 (亿元) | 90.18 | 75.97 | 172.86 | 223.97 | 208.70 | 230.28 | 254.09 |
| | 毛利 (亿元) | 10.04 | 13.16 | 12.03 | 15.57 | 18.98 | 22.54 | 26.24 |
| | 毛利率 (%) | 10% | 15% | 7% | 6% | 8% | 9% | 9% |

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 603393.SH | 新天然气 | 105.85 | 2.43 | 2.18 | 3.12 | 10.29 | 11.44 | 8.00 |
| 600803.SH | 新奥股份 | 590.86 | 1.44 | 1.54 | 1.85 | 13.23 | 12.39 | 10.28 |
| 601139.SH | 深圳燃气 | 207.13 | 0.47 | 0.55 | 0.65 | 15.30 | 13.13 | 11.07 |
| | 平均 | | 1.93 | 1.86 | 2.49 | 12.94 | 12.32 | 9.78 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 23954 | 22769 | 25282 | 28033 |
| 每股收益 | 1.74 | 2.09 | 2.67 | 3.25 | 营业成本 | 22397 | 20870 | 23028 | 25409 |
| 每股净资产 | 11.10 | 13.19 | 15.86 | 19.11 | 毛利率% | 6.5% | 8.3% | 8.9% | 9.4% |
| 每股经营现金流 | 2.71 | 2.56 | 3.18 | 3.88 | 营业税金及附加 | 20 | 16 | 15 | 14 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 205 | 228 | 202 | 196 |
| P/E | 14.58 | 12.15 | 9.52 | 7.81 | 营业费用率% | 0.9% | 1.0% | 0.8% | 0.7% |
| P/B | 2.29 | 1.93 | 1.60 | 1.33 | 管理费用 | 167 | 205 | 202 | 196 |
| P/S | 0.66 | 0.70 | 0.63 | 0.57 | 管理费用率% | 0.7% | 0.9% | 0.8% | 0.7% |
| EV/EBITDA | 7.39 | 6.62 | 4.66 | 3.13 | EBIT | 1134 | 1452 | 1837 | 2220 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -115 | -31 | -58 | -94 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.5% | -0.1% | -0.2% | -0.3% |
| 毛利率 | 6.5% | 8.3% | 8.9% | 9.4% | 资产减值损失 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 4.6% | 5.7% | 6.6% | 7.3% | 投资收益 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| 净资产收益率 | 15.7% | 15.9% | 16.8% | 17.0% | 营业利润 | 1245 | 1513 | 1928 | 2350 |
| 资产回报率 | 9.6% | 10.8% | 11.6% | 12.6% | 营业外收支 | 26 | 8 | 12 | 15 |
| 投资回报率 | 10.4% | 11.7% | 12.8% | 13.3% | 利润总额 | 1270 | 1521 | 1941 | 2366 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1417 | 1828 | 2219 | 2609 |
| 营业收入增长率 | 29.6% | -4.9% | 11.0% | 10.9% | 所得税 | 178 | 213 | 272 | 331 |
| EBIT 增长率 | 37.4% | 28.1% | 26.5% | 20.9% | 有效所得税率% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 净利润增长率 | 75.9% | 20.0% | 27.6% | 21.9% | 少数股东损益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 1090 | 1308 | 1669 | 2034 |
| 资产负债率 | 36.5% | 30.1% | 29.2% | 24.2% | | | | | |
| 流动比率 | 2.48 | 3.51 | 3.70 | 4.97 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 1.99 | 3.14 | 3.16 | 4.54 | 货币资金 | 4633 | 5988 | 7740 | 9937 |
| 现金比率 | 1.79 | 2.83 | 2.92 | 4.20 | 应收账款及应收票据 | 325 | 510 | 417 | 611 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 988 | 519 | 1144 | 691 |
| 应收账款周转天数 | 5.79 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 其它流动资产 | 474 | 410 | 514 | 513 |
| 存货周转天数 | 13.46 | 13.00 | 13.00 | 13.00 | 流动资产合计 | 6419 | 7427 | 9815 | 11752 |
| 总资产周转率 | 2.51 | 1.94 | 1.91 | 1.84 | 长期股权投资 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 固定资产周转率 | 11.81 | 10.94 | 14.41 | 19.62 | 固定资产 | 2245 | 1917 | 1591 | 1266 |
| | | | | | 在建工程 | 768 | 920 | 1064 | 1201 |
| | | | | | 无形资产 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 4890 | 4714 | 4532 | 4344 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 11309 | 12141 | 14347 | 16095 |
| 净利润 | 1090 | 1308 | 1669 | 2034 | 短期借款 | 913 | 913 | 913 | 913 |
| 少数股东损益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 468 | 77 | 524 | 139 |
| 非现金支出 | 343 | 376 | 382 | 388 | 预收账款 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| 非经营收益 | 58 | 24 | 16 | 10 | 其它流动负债 | 1202 | 1117 | 1206 | 1304 |
| 营运资金变动 | 202 | -109 | -79 | -6 | 流动负债合计 | 2591 | 2114 | 2651 | 2365 |
| 经营活动现金流 | 1696 | 1600 | 1988 | 2427 | 长期借款 | 223 | 223 | 223 | 223 |
| 资产 | -111 | -170 | -162 | -157 | 其它长期负债 | 1315 | 1315 | 1315 | 1315 |
| 投资 | -161 | -20 | -20 | -20 | 非流动负债合计 | 1538 | 1538 | 1538 | 1538 |
| 其他 | 66 | 7 | 8 | 8 | 负债总计 | 4128 | 3652 | 4189 | 3903 |
| 投资活动现金流 | -207 | -183 | -175 | -168 | 实收资本 | 625 | 625 | 625 | 625 |
| 债权募资 | 267 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 6942 | 8250 | 9919 | 11953 |
| 股权募资 | 78 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 239 | 239 | 239 | 239 |
| 其他 | -572 | -61 | -61 | -61 | 负债和所有者权益合计 | 11309 | 12141 | 14347 | 16095 |
| 融资活动现金流 | -227 | -61 | -61 | -61 | | | | | |
| 现金净流量 | 1390 | 1356 | 1752 | 2197 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 08 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,百傲化学,华光新材,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,新安股份

投资评级说明

| | 类别 | 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; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。