

九丰能源 (605090)

证券研究报告

2022年01月18日

九丰能源收购远丰森泰点评

1. 发行股份购买资产及配套募集资金方案

九丰能源拟向 New Sources、李婉玲等 53 名森泰能源股东发行股份、可转换公司债券及支付现金购买其持有的森泰能源 100% 股份。截至预案签署日，森泰能源 100% 股份在交易基准日的预估值为 18 亿元至 21 亿元。

本次交易中，九丰能源拟向不超过 35 名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金，用于森泰能源项目建设、九丰能源和森泰能源补充流动资金、支付并购交易税费等。

2. 森泰能源介绍

森泰能源是集 LNG 产、储、运、销于一体的能源投资经营管理公司。主要经营范围为 LNG 生产、销售、LNG 物流配送、加注站运营。

森泰能源位于四川的 LNG 液化工厂与负责开采销售的浙江油田供应关系稳定，原料气资源保障程度较强，并具有规模化采购成本优势；森泰能源位于内蒙古的 LNG 液化工厂上游原料气来自于中石油长庆油田苏里格第四处理厂常规天然气，可长期满足内蒙古森泰 125 万方/天的用气需求。

集团在内蒙古、四川先后投资建成 5 家 LNG 生产加工厂，目前具备年产近 60 万吨 LNG 的生产能力。

本次交易相关的审计、评估等工作尚未完成，所以预案中披露的财务数据尚未经过审计。根据披露，森泰能源 2021 年总资产 14.6 亿，总负债 7.6 亿元。

3. 收购符合九丰能源战略：天然气“上陆地、到终端、出华南”，布局氢能产业链

“海气+陆气”利于实现资源协同，提升气源保障，降低成本波动，提升九丰能源核心竞争力；九丰能源的市场辐射范围将从华南区域扩展至西南西北区域；九丰能源将快速切入 LNG 汽车加气市场，LNG 业务终端应用领域得到有效拓宽。

目前，国内高纯度氢气几乎全部依赖于进口，且价格昂贵，资源安全形势严峻。未来，BOG 提氢将成为九丰重要的发展领域；同时，九丰在“天然气重整制氢”与未来氢能业务全产业链闭环的发展，能够得到森泰的支持。

盈利预测：维持 21/22/23 年归母净利润预测 8.0/10.3/13.0 亿，维持“增持”评级。

风险提示：交易的审批风险；交易被暂停、中止或取消的风险；交易方案调整的风险；收购整合的风险；气源稳定性风险；LNG 价格波动风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,021.29	8,913.52	12,282.92	14,343.50	15,484.85
增长率(%)	(12.82)	(11.05)	37.80	16.78	7.96
EBITDA(百万元)	656.06	1,102.91	1,124.03	1,392.30	1,726.30
净利润(百万元)	366.75	767.64	803.24	1,030.33	1,296.26
增长率(%)	110.19	109.31	4.64	28.27	25.81
EPS(元/股)	0.83	1.73	1.81	2.33	2.93
市盈率(P/E)	42.48	20.29	19.40	15.12	12.02
市净率(P/B)	7.86	6.20	4.58	3.52	2.72
市销率(P/S)	1.55	1.75	1.27	1.09	1.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	12.76	9.97	6.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/燃气
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	35.17 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	442.97
流通 A 股股本(百万股)	82.97
A 股总市值(百万元)	15,579.25
流通 A 股市值(百万元)	2,918.05
每股净资产(元)	13.12
资产负债率(%)	31.06
一年内最高/最低(元)	49.78/26.50

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《九丰能源-公司点评:积极开展氢能产业布局，打造清洁能源服务商》 2021-12-07
- 《九丰能源-季报点评:2021Q3 点评：旺季将至弹性可期，管道竣工有望带来增量》 2021-10-28
- 《九丰能源-半年报点评:2021H1 点评：业绩符合预期，重点关注 LNG 终端客户拓展》 2021-08-23

1. 发行股份购买资产及配套募集资金方案

本次交易方案包括本次购买资产及本次募集配套资金两个部分

1.1. 本次购买资产

本次购买资产的标的资产为森泰能源 100%股份，交易对方为森泰能源全体股东。目前由于第三方对于森泰能源的审计、评估工作尚未完成，截至本预案签署的时期，森泰能源 100%股份在交易基准日的预估值为 18 亿元至 21 亿元。经过商业谈判，标的资产的交易价格暂定不高于 18 亿元。

届时，九丰能源以发行股份、可转换公司债券及支付现金相结合的方式向森泰能源全体股东支付收购价款。

1.2. 本次募集资金情况

本次交易中，九丰能源拟向不超过 35 名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金，募集配套资金金额不超过本次交易中九丰能源以发行股份、可转换公司债券购买资产的交易金额的 100%，并且募集配套资金发行可转债初始转股数量不超过本次购买资产完成后九丰能源总股本的 30%。

募集配套资金用于森泰能源项目建设、九丰能源和森泰能源补充流动资金、支付并购交易税费等。其中补充流动资金不应超过交易作价的 25%；或者不超过募集配套资金总额的 50%。

2. 森泰能源介绍

2.1. 森泰能源拥有全产业链优势

森泰能源是集 LNG 产、储、运、销于一体的能源投资经营管理公司。主要经营：LNG 生产、销售、LNG 物流配送、加注站运营。整体来看，森泰能源实现 LNG 产业链协闭环发展，整体抗风险能力较强，有着 LNG 全产业链优势。

图 1：森泰能源产业分布

生产与加工	运输与加注	氮气专题
<p>筠连森泰页岩气有限公司成立于2012年，公司位于四川省宜宾市筠连县，主要从事页岩气生产、加工、销售业务。</p> <p>叙永森能页岩气有限公司成立于2018年，公司位于泸州市叙永县正东镇伏龙村，主要从事页岩气生产、加工、销售业务。</p> <p>古蔺森能页岩气有限公司成立于2018年，公司位于泸州市古蔺县大寨苗族乡向阳村，主要从事页岩气生产、加工、销售业务。</p> <p>内蒙古森泰天然气有限公司成立于2013年，公司位于鄂托克前旗敖勒召其镇工业园区，主要从事LNG生产、加工、销售业务，被鄂托克前旗人民政府列为重点工业建设项目。</p> <p>乌审旗巨汇和泰能源有限公司成立于2013年，公司位于鄂尔多斯市乌审旗陶利镇，主要从事LNG生产、加工、销售业务。</p>	<p>四川森能天然气销售有限公司成立于2014年，公司主要从事LNG销售、物流运输等业务。</p> <p>四川中油森泰新能源开发有限公司成立于2014年，公司肩负着集团LNG终端市场开发职能，推广LNG/CNG清洁车船燃料的应用，建设与运营LNG/CNG汽车加气站。</p>	<p>内蒙森泰天然气有限公司投资建设BOG提氮项目，该项目于2020年9月15日落地投建，历时7个月。最终在2021年5月上旬使得BOG提氮装置调试成功，顺利产出高纯5N气氮产品（纯度 > 99.999%）并开始充装。</p>

资料来源：森泰能源官网，天风证券研究所

图 2：森泰能源情况简介



资料来源：森泰能源官网，天风证券研究所

2.2. 公司在气源方面拥有优势

在气源方面，森泰能源存在优势，中石油西南油气田的页岩气在 2021 年的产量达到 111.7 亿方，成为西南油气田上产“增长极”。森泰能源位于四川的 LNG 液化工厂与负责开采销售的浙江油田供应关系稳定，原料气资源保障程度较强，**并具有规模化采购成本优势**。

此外，中石油长庆油田作为国内最大的天然气主产区，生产的天然气占国内总产量的 1/4。森泰能源位于内蒙古的 LNG 液化工厂上游原料气来自于中石油长庆油田苏里格第四处理厂常规天然气，可长期满足内蒙古森泰 125 万方/天的用气需求。

2.3. 公司目前项目

集团在内蒙、四川先后投资建成 5 家 LNG 生产加工厂，目前具备年产近 60 万吨 LNG 的生产能力。

表 1：五座加气站情况

公司	备注
高县沙河	2019 之前
宜宾长宁	2020.5.21 正式开业
重庆黔江	2018 年 11.29 日，进行考察
泸州江阳	2020 年 7.7 日，设施验收公示
森泰能源兴文 LNG 加气站	2020 年 8 月 3 日，开业

资料来源：森泰能源官网新闻，天风证券研究所

为提升公司产品销售变现能力，集团积极拓展 LNG 营销渠道、提升及 LNG 物流配送能力。一方面建立起了完善的 LNG 全国营销网络，组建危化品运输车队，构建形成物流配送体系，大幅提高了公司产品营销的及时性和可靠性。另一方面加快推进自有终端加注场站的开发、建设及运营，集团以各大物流园区、交通主干道 LNG 汽车加气站的配套建设为依托，积极开展 LNG 汽车加气加注项目的建设。公司产品逐步实现自产自销，增强公司抗市场风险能力。

表 2：公司项目情况

项目	备注
筠连森泰 30 万吨 LNG 项目	2015 年 11 月 4 日，顺利出液
中油森泰 LNG 清洁能源汽车	2016 年 5 月 17 日，投产。
中油森泰，海螺沟 LNG 项目	2017 年 12 月 27 日，取得土地使用权，抢占西南能源终端市场。
泸州市江阳区 LNG 清洁能源示范项目	2018 年 12 月 3 日，签订。锁定四川省最大深水港 LNG 船舶加注码头项目。
古蔺大寨乡日产 21 万方液化天然气项目（一期）	2019 年验收
雅安市名山区 2x20 万吨液化天然气清洁能源项目	2020 年 12 月 31 日，签订。

资料来源：森泰能源官网新闻，北纬网，天风证券研究所

2.4. 公司资产负债情况

本次交易相关的审计、评估等工作尚未完成，**所以预案中披露的财务数据尚未经过审计。**根据披露，公司 2021 年总资产 14.6 亿，总负债 7.6 亿元。

3. 收购符合九丰能源战略：天然气“上陆地、到终端、出华南”，布局氢能产业链

1) “上陆地”

未来，随着国家油气改革的深度推进及“X+1+X”模式的顺利实施，九丰能源“海气资源”与森泰能源“陆气资源”的有望互联互通，有利于实现资源协同，提升气源保障，降低成本波动，提升九丰能源核心竞争力。

2) “出华南”

本次交易完成后，九丰能源的市场辐射范围将从华南区域快速扩展至西南及西北区域，在实现全国产业布局方面取得积极进展。

3) “到终端”

根据《四川省天然气汽车加气站布局方案（2021-2025 年）》，到 2025 年，四川省规划新建加气站 500 座。未来几年，四川省 LNG 汽车加气市场需求将迎来快速增长阶段。本次交易完成后，九丰能源将快速切入 LNG 汽车加气市场，九丰 LNG 业务终端应用领域得到有效拓宽。

4) “新业务”

氢气具有低密度、低沸点、导热性好、化学性质稳定等特性，主要存在于天然气中，是一种关系国家安全、高新产业发展和民生健康的重要战略性资源，也是九丰能源持续关注的关键领域。目前，国内高纯度氢气几乎全部依赖于进口，且价格昂贵，资源安全形势严峻。未来，BOG 提氢将成为九丰重要的发展领域。

此外，九丰能源已制定氢能产业发展规划及具体实施路径，未来将加大在氢能领域的布局。随着“成渝氢走廊”的正式启动，西南地区氢能产业发展有望迎来快速发展期。森泰能源在西南地区拥有 3 家 LNG 液化工厂，在开展“天然气重整制氢”方面具有较强的资源优势；同时，森泰能源在运营及合作经营多个 LNG 汽车加气站，为九丰未来氢能业务全产业链闭环发展提供重要的终端支持。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,261.33	1,262.82	2,466.23	2,436.23	4,282.37
应收票据及应收账款	231.33	334.47	272.60	484.31	332.83
预付账款	22.51	77.65	187.37	99.79	169.75
存货	321.03	404.43	629.65	580.31	700.76
其他	118.43	155.45	165.15	152.40	170.96
流动资产合计	1,954.63	2,234.83	3,721.01	3,753.04	5,656.66
长期股权投资	135.58	178.02	178.02	178.02	178.02
固定资产	1,183.50	1,681.27	1,915.42	1,934.79	2,130.43
在建工程	29.51	58.53	53.12	43.87	42.12
无形资产	121.16	141.20	137.13	133.06	128.99
其他	41.47	58.62	51.91	46.18	47.79
非流动资产合计	1,511.22	2,117.64	2,335.60	2,335.92	2,527.35
资产总计	3,472.25	4,352.46	6,058.73	6,091.80	8,185.67
短期借款	551.72	670.59	1,000.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	414.37	299.89	680.20	435.31	780.47
其他	321.62	466.06	665.71	387.40	788.40
流动负债合计	1,287.72	1,436.53	2,345.91	1,322.71	2,068.88
长期借款	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.73	223.23	114.18	123.38	153.60
非流动负债合计	32.73	224.23	114.18	123.38	153.60
负债合计	1,320.45	1,660.76	2,460.09	1,446.09	2,222.47
少数股东权益	169.39	178.58	199.31	216.04	237.27
股本	360.00	360.00	442.97	442.97	442.97
资本公积	698.83	690.22	690.22	690.22	690.22
留存收益	1,622.41	2,153.12	2,956.37	3,986.70	5,282.96
其他	(698.83)	(690.22)	(690.22)	(690.22)	(690.22)
股东权益合计	2,151.80	2,691.70	3,598.64	4,645.71	5,963.20
负债和股东权益总计	3,472.25	4,352.46	6,058.73	6,091.80	8,185.67

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	372.55	773.22	803.24	1,030.33	1,296.26
折旧摊销	95.54	103.55	105.33	113.95	135.77
财务费用	39.15	25.57	5.83	0.18	(11.07)
投资损失	5.11	(56.84)	30.44	30.44	30.44
营运资金变动	708.77	235.88	195.83	(557.29)	708.29
其它	(45.78)	(256.54)	(4.48)	17.94	28.83
经营活动现金流	1,175.35	824.83	1,136.20	635.55	2,188.51
资本支出	120.75	499.89	439.04	110.80	295.38
长期投资	11.33	42.44	0.00	0.00	0.00
其他	(198.53)	(1,246.84)	(801.07)	(261.68)	(650.58)
投资活动现金流	(66.46)	(704.51)	(362.03)	(150.88)	(355.20)
债权融资	611.45	727.40	1,079.51	565.02	566.78
股权融资	(47.31)	(47.94)	77.14	(0.18)	11.07
其他	(1,419.80)	(757.08)	(727.40)	(1,079.51)	(565.02)
筹资活动现金流	(855.66)	(77.61)	429.25	(514.68)	12.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	253.23	42.71	1,203.41	(30.00)	1,846.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,021.29	8,913.52	12,282.92	14,343.50	15,484.85
营业成本	9,017.78	7,597.22	10,718.30	12,438.07	13,256.29
营业税金及附加	10.65	14.93	14.36	18.68	21.41
营业费用	345.84	215.45	357.06	430.30	429.66
管理费用	110.39	110.73	130.36	162.80	177.49
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.49	39.33	5.83	0.18	(11.07)
资产减值损失	(15.65)	(14.65)	(11.50)	(13.93)	(13.36)
公允价值变动收益	15.78	(44.89)	(25.21)	1.21	7.59
投资净收益	(5.11)	56.84	(30.44)	(30.44)	(30.44)
其他	31.53	5.89	111.28	58.45	45.68
营业利润	460.61	932.67	1,012.86	1,278.17	1,601.61
营业外收入	0.59	10.43	4.39	5.14	6.65
营业外支出	3.07	20.79	9.07	10.98	13.61
利润总额	458.13	922.30	1,008.19	1,272.33	1,594.65
所得税	85.57	149.08	184.22	225.26	277.16
净利润	372.55	773.22	823.97	1,047.06	1,317.49
少数股东损益	5.80	5.58	20.73	16.73	21.23
归属于母公司净利润	366.75	767.64	803.24	1,030.33	1,296.26
每股收益(元)	0.83	1.73	1.81	2.33	2.93

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-12.82%	-11.05%	37.80%	16.78%	7.96%
营业利润	99.10%	102.49%	8.60%	26.19%	25.31%
归属于母公司净利润	110.19%	109.31%	4.64%	28.27%	25.81%
获利能力					
毛利率	10.01%	14.77%	12.74%	13.28%	14.39%
净利率	3.66%	8.61%	6.54%	7.18%	8.37%
ROE	18.50%	30.55%	23.63%	23.26%	22.64%
ROIC	21.26%	55.97%	39.67%	48.72%	48.19%
偿债能力					
资产负债率	38.03%	38.16%	40.60%	23.74%	27.15%
净负债率	-30.20%	-19.89%	-38.53%	-40.28%	-62.31%
流动比率	1.52	1.56	1.59	2.84	2.73
速动比率	1.27	1.27	1.32	2.40	2.40
营运能力					
应收账款周转率	44.04	31.51	40.47	37.90	37.90
存货周转率	22.26	24.57	23.76	23.71	24.17
总资产周转率	2.73	2.28	2.36	2.36	2.17
每股指标(元)					
每股收益	0.83	1.73	1.81	2.33	2.93
每股经营现金流	2.65	1.86	2.56	1.43	4.94
每股净资产	4.48	5.67	7.67	10.00	12.93
估值比率					
市盈率	42.48	20.29	19.40	15.12	12.02
市净率	7.86	6.20	4.58	3.52	2.72
EV/EBITDA	0.00	0.00	12.76	9.97	6.98
EV/EBIT	0.00	0.00	14.08	10.85	7.58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com