

投资评级 优于大市 维持

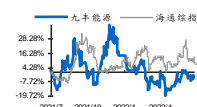
“海气+陆气”双资源池效果显现，2022H1 业绩大幅预增

股票数据

07月12日收盘价(元)	21.72
52周股价波动(元)	18.69-44.40
总股本/流通A股(百万股)	620/253
总市值/流通市值(百万元)	13470/5491

相关研究

《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 (%)	-1.5	13.0	10.6
相对涨幅 (%)	-3.3	4.0	7.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱军军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

投资要点:

- 公司发布 2022H1 业绩预告。**公司预计 2022H1 实现归母净利润 6.0-6.5 亿元，同比增长 51.08%-63.67%；实现扣非归母净利润 6.16-6.66 亿元，同比增长 40.19%-51.57%。单季度看，公司预计 2022Q2 实现归母净利润 2.07-2.57 亿元，同比增长 75.74%-118.14%，环比下降 34.50%-47.23%；预计实现扣非归母净利润 2.26-2.76 亿元，同比增长 135.77%-187.83%，环比下降 29.04%-41.87%。
- 公司实施资源池国际国内双循环，收获上半年高盈利。**受俄乌冲突影响，2022 年国内海气与陆气价格倒挂，欧美天然气价差处于高位。根据 Wind，2022 年至今欧美天然气平均价差达 21.19 美元/百万英热，比 2021 年全年平均价差高 8.87 美元/百万英热，比 2020 年全年平均价差高 19.89 美元/百万英热。在此背景下，公司一方面加大境内“陆气资源”批量采购，保障国内客户需求；另一方面通过 FOB 形式将 LNG 销售至欧洲，规避价格倒挂风险，因此实现了上半年的高盈利。
- 氨气价格景气，公司拟收购标的森泰能源受益。**天然气提氨是当前获取商业氨的唯一来源，国内天然气资源相对贫乏，含氨量也较低，氨气大量依赖进口。2022 年，由于俄罗斯阿穆尔天然气加工厂发生火灾后停产以及俄乌冲突后俄罗斯天然气生产受到影响，全球氨气供需偏紧，国内氨气价格因此也大幅上涨。根据百川盈孚，2022 年 1 月 1 日-7 月 11 日，山东地区氨气价格从 27.50 元/方上升至 70 元/方，涨幅为 155%；河南地区氨气价格从 25.63 元/方上升至 65 元/方，涨幅为 154%。公司拟收购标的森泰能源是国内少数掌握提氨技术的企业之一，已具备 BOG 提氨的关键技术和运营能力，拥有氨气产能 36 万方/年，自 2021 年 5 月起开始试生产，当年产量 8.63 万方，实现收入 760.20 万元，毛利 523.02 万元，毛利率达到 68.80%。2022 年，森泰能源 1-5 月氨气产销销量已接近去年全年水平。
- 盈利预测与投资建议。**公司产品价格处于景气高位。未来销量将持续增长。我们预计九丰能源 2022~2024 年 EPS 分别为 1.76、1.80、1.84 元。参考可比公司估值水平，给予其 2022 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间为 22.88-26.40 元，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**上游采购价格波动风险，收购进展不及预期，人民币兑美元汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8914	18488	25671	27705	30636
(+/-)YoY(%)	-11.1%	107.4%	38.8%	7.9%	10.6%
净利润(百万元)	768	620	1089	1116	1140
(+/-)YoY(%)	109.3%	-19.3%	75.7%	2.5%	2.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.24	1.00	1.76	1.80	1.84
毛利率(%)	14.8%	6.5%	7.5%	7.0%	6.4%
净资产收益率(%)	30.5%	10.8%	16.3%	14.8%	13.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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:

1) 收入增长率假设: 2022-2024 年, 公司 LPG 和 LNG 销量持续增长, 营收规模增加, 甲醇、二甲醚及其他业务的营收规模保持稳定。

2) 毛利率假设: 2022 年公司产品价格处于高位, 我们预计 2022-2024 年各产品价格将下降, 毛利率会随之降低, 其中 LPG 业务毛利率分别为 7.72%、6.69%、5.71%; LNG 业务毛利率分别为 6.62%、6.51%、6.30%; 甲醇业务毛利率分别为 13.55%、13.38%、12.70%。

表 1 公司分业务盈利预测

业务	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
LPG	营业收入 (亿元)	56.87	47.61	78.07	110.66	119.51	136.24
	营业成本 (亿元)	54.25	43.56	73.13	102.12	111.52	128.47
	毛利 (亿元)	2.61	4.04	4.94	8.54	8.00	7.78
	毛利率 (%)	4.59%	8.50%	6.33%	7.72%	6.69%	5.71%
LNG	营业收入 (亿元)	38.19	36.66	98.79	140.03	151.23	163.33
	营业成本 (亿元)	31.81	28.75	93.64	130.76	141.38	153.03
	毛利 (亿元)	6.37	7.90	5.15	9.26	9.85	10.30
	毛利率 (%)	16.69%	21.56%	5.21%	6.62%	6.51%	6.30%
甲醇、二甲醚及其他	营业收入 (亿元)	4.08	4.12	5.45	4.55	4.70	4.90
	营业成本 (亿元)	3.50	3.47	4.82	3.93	4.07	4.28
	毛利 (亿元)	0.58	0.65	0.62	0.62	0.63	0.62
	毛利率 (%)	14.15%	15.80%	11.40%	13.55%	13.38%	12.70%
其他	营业收入 (亿元)	1.08	0.75	2.59	1.47	1.60	1.89
	营业成本 (亿元)	0.61	0.19	1.27	0.69	0.71	0.89
	毛利 (亿元)	0.47	0.56	1.32	0.78	0.89	1.00
	毛利率 (%)	43.72%	75.02%	50.93%	53.27%	55.41%	52.81%
合计	营业收入 (亿元)	100.21	89.14	184.88	256.71	277.05	306.36
	营业成本 (亿元)	90.18	75.97	172.86	237.51	257.69	286.67
	毛利 (亿元)	10.04	13.16	12.03	19.20	19.36	19.69
	毛利率 (%)	10.01%	14.77%	6.50%	7.48%	6.99%	6.43%

资料来源: 海通证券研究所

公司产品价格处于景气高位。未来销量将持续增长。我们预计九丰能源 2022~2024 年 EPS 分别为 1.76、1.80、1.84 元。参考可比公司估值水平, 给予其 2022 年 13-15 倍 PE, 对应合理价值区间为 22.88-26.40 元, 维持“优于大市”投资评级。

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	93.39	2.43	1.64	1.88	9.08	13.41	11.74
600803.SH	新奥股份	497.74	1.44	1.71	1.99	12.13	10.21	8.81
601139.SH	深圳燃气	199.36	0.47	0.51	0.62	14.72	13.56	11.21
	平均		1.93	1.68	1.93	11.98	12.39	10.59

注: 收盘价为 2022 年 7 月 12 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	18488	25671	27705	30636
每股收益	1.00	1.76	1.80	1.84	营业成本	17286	23751	25769	28667
每股净资产	9.25	10.77	12.13	13.67	毛利率%	6.5%	7.5%	7.0%	6.4%
每股经营现金流	0.14	3.09	2.13	2.15	营业税金及附加	14	44	33	34
每股股利	0.00	0.61	0.81	1.01	营业税金率%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	221	334	346	368
P/E	20.98	11.94	11.65	11.41	营业费用率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%
P/B	2.27	1.95	1.73	1.53	管理费用	129	205	208	214
P/S	0.50	0.51	0.47	0.42	管理费用率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%
EV/EBITDA	12.25	6.46	6.54	6.75	EBIT	839	1337	1349	1353
股息率%	0.0%	2.9%	3.9%	4.8%	财务费用	39	-25	-36	-30
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
毛利率	6.5%	7.5%	7.0%	6.4%	资产减值损失	-37	0	0	0
净利润率	3.4%	4.2%	4.0%	3.7%	投资收益	-97	5	6	6
净资产收益率	10.8%	16.3%	14.8%	13.4%	营业利润	763	1363	1385	1393
资产回报率	8.0%	10.4%	9.9%	9.0%	营业外收支	3	-15	-15	-5
投资回报率	10.1%	14.1%	13.2%	11.8%	利润总额	766	1348	1370	1388
盈利增长 (%)					EBITDA	1087	1489	1526	1556
营业收入增长率	107.4%	38.8%	7.9%	10.6%	所得税	138	243	240	236
EBIT 增长率	-14.0%	59.4%	0.8%	0.3%	有效所得税率%	18.1%	18.0%	17.5%	17.0%
净利润增长率	-19.3%	75.7%	2.5%	2.2%	少数股东损益	8	17	14	12
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	620	1089	1116	1140
资产负债率	23.5%	34.3%	31.5%	31.3%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	3.72	2.31	2.21	1.93	货币资金	3168	4282	3704	3309
速动比率	3.11	1.85	1.71	1.43	应收账款及应收票据	636	1125	1214	1343
现金比率	2.46	1.40	1.22	0.96	存货	686	1171	1271	1414
经营效率指标					其它流动资产	302	478	504	541
应收帐款周转天数	10.82	8.00	8.00	8.00	流动资产合计	4792	7057	6694	6606
存货周转天数	14.49	18.00	18.00	18.00	长期股权投资	200	230	260	260
总资产周转率	2.39	2.45	2.45	2.42	固定资产	1810	2216	2777	3523
固定资产周转率	10.22	11.58	9.98	8.70	在建工程	166	178	778	1478
					无形资产	143	157	162	177
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	2952	3412	4606	6065
净利润	620	1089	1116	1140	资产总计	7744	10469	11300	12671
少数股东损益	8	17	14	12	短期借款	579	579	359	490
非现金支出	272	152	177	203	应付票据及应付账款	139	1041	1130	1257
非经营收益	77	41	36	15	预收账款	30	257	277	306
营运资金变动	-888	620	-25	-36	其它流动负债	539	1179	1260	1376
经营活动现金流	90	1918	1319	1333	流动负债合计	1287	3057	3026	3429
资产	-728	-551	-1131	-1222	长期借款	0	0	0	0
投资	-132	-30	-30	0	其它长期负债	532	532	532	532
其他	48	7	8	8	非流动负债合计	532	532	532	532
投资活动现金流	-812	-574	-1153	-1214	负债总计	1819	3589	3559	3962
债权募资	6144	0	-220	131	实收资本	443	620	620	620
股权募资	2711	177	0	0	归属于母公司所有者权益	5738	6677	7524	8480
其他	-6416	-407	-523	-646	少数股东权益	187	203	217	229
融资活动现金流	2438	-230	-743	-516	负债和所有者权益合计	7744	10469	11300	12671
现金净流量	1702	1114	-577	-396					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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,三力士,扬农化工,滨化股份,梅花生物,百傲化学,玲珑轮胎,润阳科技,七彩化学,三联虹普,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,飞凯材料,和邦生物,安道麦 A,中粮科技,华润材料

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; 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。	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。
	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。