



增持（维持）

所属行业：公用事业/燃气II
当前价格(元)：24.31

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

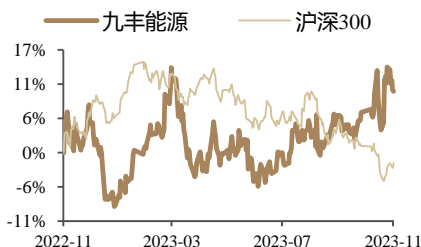
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

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(%)	3.32	3.80	5.45
相对涨幅(%)	6.18	9.27	15.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《九丰能源（605090.SH）：23Q3 归母净利润 yoy+40%，能服&特气布局逐渐完善》，2023.10.24
- 《九丰能源（605090.SH）：扣非归母净利润同比增长 20%，能服+特气打开成长空间》，2023.8.15
- 《九丰能源（605090.SH）：23Q1 盈利能力稳步提升，氦气业务表现亮眼》，2023.4.18
- 《九丰能源（605090.SH）：一主两翼格局形成，能源服务打造第二增长曲线》，2023.3.10
- 《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》，2023.1.18

九丰能源（605090.SH）：拟投建海南商发特气项目，特气“自建”模式里程碑

投资要点

- 事件：**11月1日，公司发布《关于拟投资建设海南商业航天发射场特燃特气配套项目的公告》，公司将为海南商业航天发射场特燃特气配套设施，建设包括制氢及液化装置、空分制液氧液氮装置、氦气储存及液氮气化装置、高纯液态甲烷装置等以及配套的公用工程和辅助设施，项目总投资约 4.93 亿元人民币，资金来源为自有或自筹，项目合作方为海南国际商业航天发射有限公司，项目预计 2025 年 2 月 1 日前完工并投入运营。
- 特气业务布局持续完善，商发特气是公司“自建”模式发展特气业务里程碑。**2023 年以来，公司特气业务布局进入快车道，4 月完成正拓气体 70% 股权重组事宜，实现制氢技术实力和氦气运营管理能力提升；9 月完成与湖南艾尔希 70% 股权合作协议签署，实现了工业气体终端零售布局，艾尔希是华中地区规模最大的综合、高端气体生产及供应商之一，拥有 40 多种产品种类，服务客户超 800 家；商发特气是公司特种气体业务“资源+终端”模式的再布局，也是公司第一个综合型现场制气项目，项目有望进一步提升公司特气产品附加值。
- 商业卫星及发射需求景气，公司将项目提供完善的特燃特气供应和配套服务。**近年来随着低轨卫星互联网的迅速发展，商业发射需求提升，我国作为全球少数具有稳定卫星发射能力的国家，有望充分受益于商业航空航天行业的快速发展。海南商业航天发射场是国家发改委 2022 年 6 月正式核准的项目，也是目前国内唯一的商业航天发射场，随着商航发射的进一步成熟，其配套的特燃特气需求亦有望持续提升。项目预计各类气体年产量分别为：液氢 333 吨，液氧 4.8 万吨，液氮 4.8 万吨，氦气 38.4 万立方米，高纯液态甲烷 9400 吨。后续公司亦将根据项目发展情况，适时推进二期建设或新增产能计划，确保配套保障能力。
- 公司具备海陆 LNG 资源和成熟的氦气制取优势。**公司作为成熟的综合能源贸易商，产品体系涵盖 LPG、LNG、甲醇和二甲醚和特种气体，良好的资源优势为海南项目建设提供充分保障：**(1) 液氢：**项目拟采用甲醇制氢工艺，公司甲醇销量长期稳居华南前列，拥有华南甲醇期货交割库，在甲醇采购、运输、保供等方面具有综合优势；**(2) 高纯液态甲烷：**拟采用 LNG 提纯的工艺路线，公司具备 LNG “海陆双资源池”优势；**(3) 氦气：**公司具备利用 BOG 提氦成熟经验，在四川、内蒙等地拥有高纯氦工厂，年产能达 36 万方，截至 23Q3 已实现氦气销量 23 万方，且公司正同步构建液氮进口产业链，打造“自产气氦+进口液氮”双资源池优势，保障氦气资源稳定供应。
- 投资建议与估值：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 264.57 亿元、285.02 亿元、304.94 亿元，增速分别为 10.5%、7.7%、7.0%，归母净利润分别为 13.26 亿元、15.58 亿元、17.35 亿元，增速分别为 21.6%、17.5%、11.3%。对应 PE 分别为 11.5X、9.8X、8.8X。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		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	259.81	营业收入(百万元)	18,488	23,954	26,457	28,502	30,494
52 周内股价区间(元):	20.07-25.21	(+/-)YOY(%)	107.4%	29.6%	10.5%	7.7%	7.0%
总市值(百万元):	15,203.81	净利润(百万元)	620	1,090	1,326	1,558	1,735
总资产(百万元):	15,114.92	(+/-)YOY(%)	-19.3%	75.9%	21.6%	17.5%	11.3%
每股净资产(元):	12.25	全面摊薄 EPS(元)	1.09	1.76	2.12	2.49	2.77
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	6.5%	6.5%	7.3%	7.8%	7.9%
		净资产收益率(%)	10.8%	15.7%	17.1%	17.9%	17.6%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.76	2.12	2.49	2.77
每股净资产	11.10	12.37	13.92	15.78
每股经营现金流	2.71	2.06	2.49	3.45
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	11.73	11.50	9.78	8.79
P/B	1.86	1.97	1.75	1.54
P/S	0.64	0.58	0.53	0.50
EV/EBITDA	7.39	6.81	5.85	4.95
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	6.5%	7.3%	7.8%	7.9%
净利润率	4.6%	5.0%	5.5%	5.7%
净资产收益率	15.7%	17.1%	17.9%	17.6%
资产回报率	9.6%	9.2%	9.7%	9.3%
投资回报率	10.4%	11.2%	11.4%	11.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.6%	10.5%	7.7%	7.0%
EBIT 增长率	37.4%	46.1%	17.0%	12.5%
净利润增长率	75.9%	21.6%	17.5%	11.3%
偿债能力指标				
资产负债率	36.5%	40.6%	37.4%	36.4%
流动比率	2.5	3.3	4.7	4.8
速动比率	2.0	2.8	4.0	4.1
现金比率	1.8	2.5	3.5	3.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.4	6.9	7.0	5.8
存货周转天数	16.1	15.3	15.3	15.6
总资产周转率	2.1	1.8	1.8	1.6
固定资产周转率	10.7	9.7	9.1	8.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,090	1,326	1,558	1,735
少数股东损益	3	10	12	10
非现金支出	343	239	244	277
非经营收益	58	-42	-48	-112
营运资金变动	202	-247	-208	251
经营活动现金流	1,696	1,287	1,557	2,161
资产	-111	-1,288	-1,278	-1,438
投资	-161	-129	-180	-216
其他	66	162	178	251
投资活动现金流	-207	-1,255	-1,280	-1,402
债权募资	267	1,696	324	431
股权募资	78	0	0	0
其他	-572	-130	-146	-160
融资活动现金流	-227	1,566	177	271
现金净流量	1,390	1,598	455	1,029

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 3 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23,954	26,457	28,502	30,494
营业成本	22,397	24,524	26,274	28,095
毛利率%	6.5%	7.3%	7.8%	7.9%
营业税金及附加	20	29	25	28
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	205	225	228	244
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用	167	190	225	213
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	1,134	1,656	1,939	2,181
财务费用	-115	75	81	94
财务费用率%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	8	159	171	244
营业利润	1,245	1,587	1,860	2,088
营业外收支	26	5	10	10
利润总额	1,270	1,591	1,870	2,097
EBITDA	1,417	1,896	2,183	2,458
所得税	178	256	300	352
有效所得税率%	14.0%	16.1%	16.0%	16.8%
少数股东损益	3	10	12	10
归属母公司所有者净利润	1,090	1,326	1,558	1,735

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,633	6,230	6,685	7,714
应收账款及应收票据	325	622	679	619
存货	988	1,028	1,101	1,198
其它流动资产	474	416	421	483
流动资产合计	6,419	8,296	8,886	10,014
长期股权投资	463	572	703	871
固定资产	2,245	2,717	3,137	3,529
在建工程	768	958	1,108	1,258
无形资产	280	373	451	553
非流动资产合计	4,890	6,053	7,233	8,582
资产总计	11,309	14,349	16,119	18,596
短期借款	913	800	300	200
应付票据及应付账款	468	559	453	571
预收账款	8	8	9	10
其它流动负债	1,202	1,126	1,132	1,296
流动负债合计	2,591	2,494	1,894	2,076
长期借款	223	223	223	223
其它长期负债	1,315	3,115	3,915	4,465
非流动负债合计	1,538	3,338	4,138	4,688
负债总计	4,128	5,832	6,032	6,764
实收资本	625	625	625	625
普通股股东权益	6,942	7,735	8,704	9,869
少数股东权益	239	782	1,383	1,963
负债和所有者权益合计	11,309	14,349	16,119	18,596

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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，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经营范围包括证券投资咨询业务。