

Murphy USA：美国成品油销售领域的生力军

——海外石化化工龙头半年报系列之六

行业专题报告

◆ 墨菲美国——美国成品油销售的领先者

墨菲美国（Murphy USA）成立于1996年，由墨菲石油公司的零售业务分离而来，是一家汽车成品油和便利商品的零售商。如今，墨菲美国已经成长为美国成品油销售行业的佼佼者。公司主营业务主要分为两大板块：成品油销售和商品销售，除此之外也经营少部分乙醇和其他产品销售。2019年上半年，公司营业总收入69.17亿美元，同比下降2%；净利润3800万美元，同比下降58%。虽然相比于2018年上半年的经营数据有所下降，但公司仍保持着良好的盈利状态。

◆ 产品原料主要是页岩油

墨菲美国的成品油主要来源于墨菲石油公司。墨菲石油在美国地区的油气田主要集中在Eagle Ford（页岩油气）和墨西哥湾（常规油气），且页岩油的产量占公司原油总产量的55%。也就是说，墨菲美国的成品油原料主要是页岩油。墨菲美国在Eagle Ford附近的加油站总数为312家，占公司全美加油站总数的21%，数量居于美国各州的第一位。

◆ 零售为公司成品油销售的主要盈利模式

2019年上半年，公司成品油销售的营业收入占总营收的比重最大，为81.4%，但由于墨菲美国不参与成品油的生产，因此成品油销售的毛利率较低，仅5%左右。公司2018年成品油总销量为每月24.3万加仑，较上年同期的每月24.5万加仑下降0.6%。

自2015年以来，公司成品油单位利润基本保持增长态势，从2015年的14.9美分/加仑增长到2018年的16.2美分/加仑。其中零售贡献了主要的增长份额，从2015年的12.5美分/加仑增长到2018年的14.7美分/加仑。同时全年的成品油利润总额从2015年的6.16亿美元增加到2018年的6.86亿美元。

◆ 持续控制成本，扩大加油站销售网络

公司逐年降低运营成本，并通过建立“Murphy Drive Rewards”平台去吸引客户。现阶段公司单店每月运营成本保持在2.1万美元左右，远低于4.5万美元每月每店的美国行业运营成本。

自公司成立以来，公司不断开拓其核心的零售业务。加油站数目从2015年的135家增加至2018年的1472家，3年翻了十多倍，2019年还在继续扩建，未来加油站数目将不断增长。

◆ 风险分析

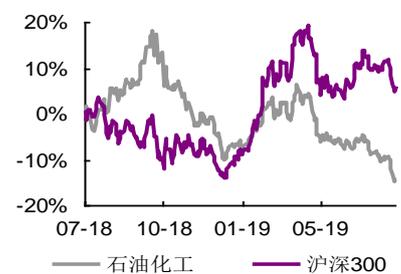
原油价格大幅上升风险；美国成品油需求下行风险。

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）
021-52523535
qiuxf@ebsec.com

吴裕（执业证书编号：S0930519050005）
010-58452014
wuyu1@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 Murphy USA——美国成品油销售的领先者	3
1.1、 墨菲美国公司简介	3
1.2、 公司盈利持续稳定	4
1.3、 成品油原料中页岩油占比较多	5
2、 核心销售业务稳健，终端零售持续增强	5
2.1、 成品油销售居于主要位置	6
2.2、 零售为公司成品油销售的盈利模式	7
2.3、 加油站销售网络逐步扩大	7
2.4、 成本控制助力公司业绩	8
3、 风险分析	9

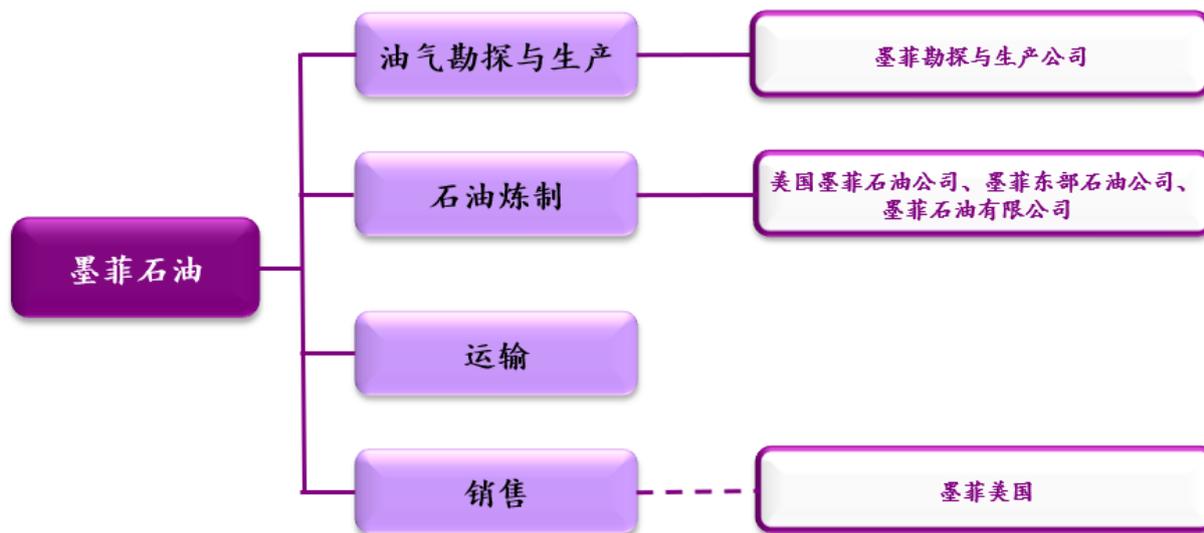
1、Murphy USA——美国成品油销售的领先者

1.1、墨菲美国公司简介

墨菲美国 (Murphy USA Inc., NYSE: MUSA) 是一家汽车燃料和便利商品的零售商，主要通过大型连锁零售加油站网络销售成品油及其他非油产品盈利。该公司成立于 1996 年，并于 2013 年 3 月从墨菲石油母公司剥离出来独立运营。2018 年，该公司在《财富》美国 500 强中排名第 279 位，员工人数 9600 人。

墨菲美国脱胎于墨菲石油公司的零售业务而成立。墨菲石油公司成立于 1950 年，是一家美国综合性石油天然气公司，经营范围包括油气勘探与生产、炼油、油气运输和成品油销售。公司旗下拥有近 70 家分支，经营活动遍布全球。2012 年，墨菲石油公司董事会计划将重点集中在勘探和开采业务，决定剥离下游成品油零售业务。经过资产重组后，墨菲美国公司从墨菲石油公司中独立出来，并于 2013 年 3 月 1 日在特拉华州注册成立。

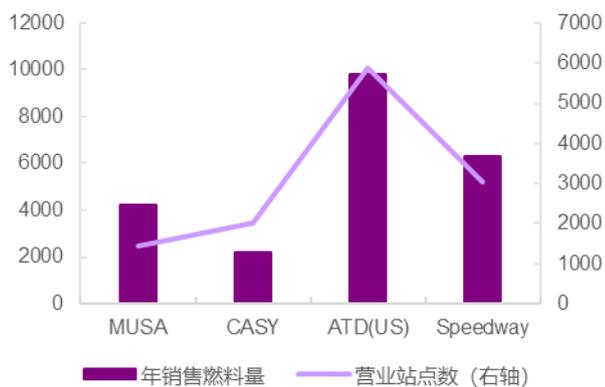
图 1：墨菲石油主要业务及下设公司



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

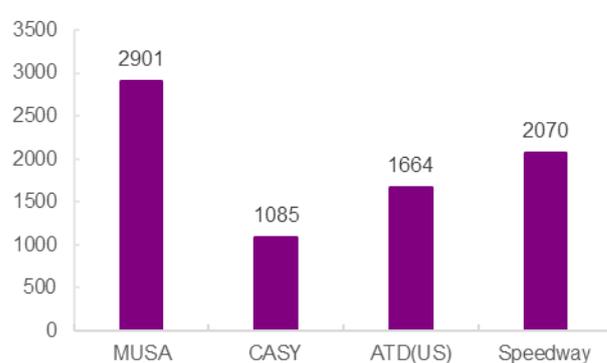
经过六年来的发展，墨菲美国已经成为成品油销售行业的佼佼者。公司单店平均年销量位于行业领先水平。将 CASH, ATD(US), Speedway 这三家美国的成品油销售公司与 Murphy USA 进行比较，我们可以看到，2018 年，虽然墨菲美国加油站（零售店）仅 1424 座，低于其他三家公司，且公司 42 亿加仑的燃料年销量也仅排名第三，但公司单站燃料销量高达 290 万加仑，远高于其他三家公司的单站销售额。

图 2：同行公司年销售燃料量（百万加仑）和零售店数



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

图 3：同行零售公司店均年燃料量（千加仑）



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

1.2、公司盈利持续稳定

通过分析墨菲美国的历史业绩，我们发现，虽然受原油价格波动影响，公司的营收、毛利润和净利润一直处于波动之中，但总体来看，公司营收一直处于一个比较稳定的状态，而且公司也一直保持盈利。但值得一提的是，由于公司本身没有上游和炼油业务，仅拥有终端成品油销售业务，故毛利率较低，过去几年平均毛利率约在 2% 左右。2018 年，公司实现营收 144 亿美元，同比增长 12%，净利润 2.14 亿美元，同比减少 13%，主要还是由于原油价格上升影响，公司产品价格得到提升，进而抬高公司营收。但同时油价上行也增加了公司的整体成本，净利润随之下滑。

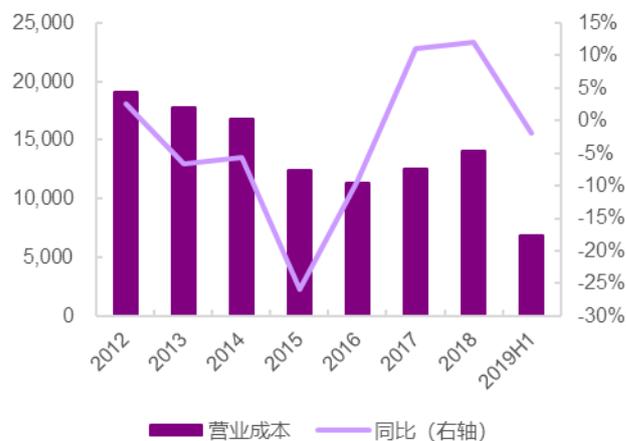
2019 年上半年，公司营业总收入 69.17 亿美元，相比于 2018 年上半年同比下降 2%；营业总支出 68.43 亿美元，同比下降 2%；营业利润 74.3 百万美元，同比下降 48%；净利润 3800 万美元，同比下降 58%。虽然相比于 2018 年上半年的经营数据有所下降，但公司仍保持着良好的盈利状态。

图 4：墨菲美国历年营业收入（百万美元）



资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 5：墨菲美国历年营业成本（百万美元）



资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 6：墨菲美国历年毛利润（百万美元）及同比增速



资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 7：墨菲美国历年净利润（百万美元）及同比增速



资料来源：Wind，墨菲美国年报

1.3、成品油原料中页岩油占比较多

墨菲美国的成品油主要来源于墨菲石油公司。墨菲石油在美国地区的油气田主要集中在 Eagle Ford（页岩油气）和墨西哥湾（常规油气），且页岩油的产量占公司原油总产量的 55%。墨菲石油在 Eagle Ford 页岩油气区块获得了约 13.5 万英亩的开采权，并早在 2009 年便开始了生产。2018 年 Eagle Ford 油气田的石油日产量为 3.8 万桶，天然气日产量约为 3200 万立方英尺。以每桶石油当量计算，Eagle Ford 油气田的产量占据了墨菲石油在美国地区总产量的 66%。

也就是说，墨菲美国的成品油原料主要是页岩油。公司在墨西哥湾沿岸的五个州的加油站总数为 651 家，占墨菲美国在全美加油站总数的 44%。其中，Eagle Ford 所在的德克萨斯州的加油站总数为 312 家，占墨菲美国在全美加油站总数的 21%，数量居于美国各州的第一位。

2、核心销售业务稳健，终端零售持续增强

公司业务主要分为两大板块：成品油销售和非油（商品）销售，除此之外也经营少部分乙醇和其他产品销售。公司业务还包括一些中游资产，如产品分销终端及管道定位。

图 8：墨菲美国业务简介



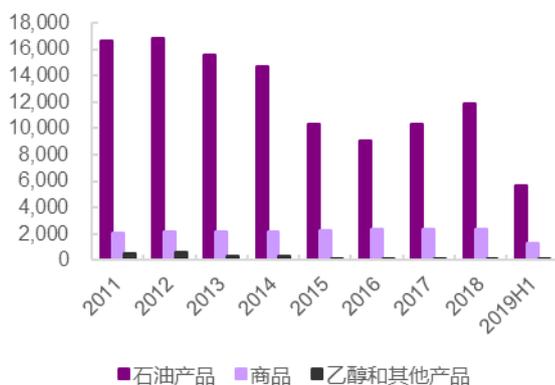
资料来源：墨菲美国官网，墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

2.1、成品油销售居于主要位置

成品油销售是公司最核心的业务，其营业收入常年远超其他板块；公司商品销售的营业收入居于第二位，乙醇和其他产品销售最少。2019 年上半年，公司成品油销售的营业收入 56 亿美元，在总营收中占比 81.4%，商品销售、乙醇和其他产品销售分别占比 18.3%和 0.3%。

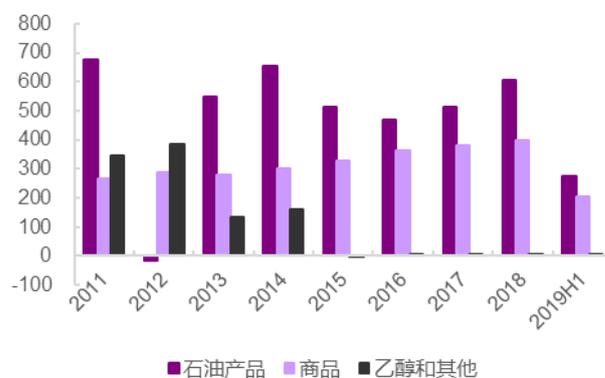
由于墨菲美国的主要业务是成品油销售，不参与成品油的生产，因此成品油销售的毛利率相比于商品销售的毛利率较低。公司 2019 年上半年成品油销售板块毛利率为 5%，同比下降 14 个百分点，商品销售板块毛利率为 16%，同比下降 2 个百分点。

图 9：墨菲美国各板块营收（百万美元）



资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 10：墨菲美国各板块毛利润（百万美元）



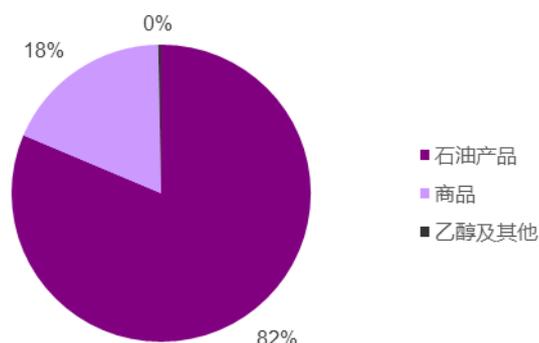
资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 11：墨菲美国各板块毛利率



资料来源：Wind，墨菲美国年报

图 12：墨菲美国 2019 年上半年各板块营收占比



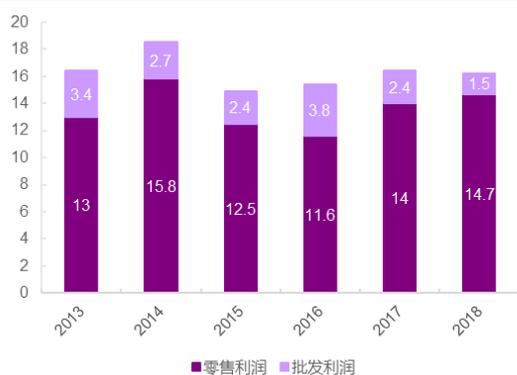
资料来源：Wind，墨菲美国年报

2.2、零售为公司成品油销售的盈利模式

自 2015 年以来，公司成品油单位利润基本保持增长态势，从 2015 年的 14.9 美分/加仑增长到 2018 年的 16.2 美分/加仑。其中零售利润贡献了主要的增长份额，从 2015 年的 12.5 美分/加仑增长到 2018 年的 14.7 美分/加仑。同时全年的成品油利润总额 2015 年的 6.16 亿美元增加到 2018 年的 6.86 亿美元。

2018 年公司燃油总销量为每月 24.3 万加仑，较上年同期的每月 24.5 万加仑下降 0.6%。2018 年，零售成品油利润率从上一年度的 14.0 美分/每加仑增长到 14.7 美分/每加仑。2018 年燃油利润率较高，这是因为与 2017 年相比，2018 年的价格波动更大。

图 13：墨菲美国 2013-2018 年成品油利润 (美分/加仑)



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

图 14：墨菲美国 2013-2018 年成品油利润 (百万美元)



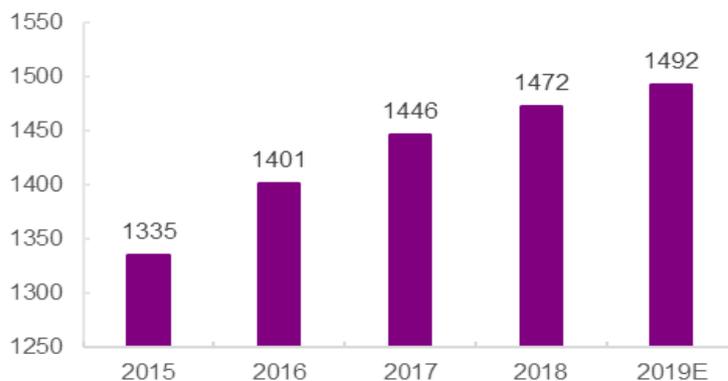
资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

2.3、加油站销售网络逐步扩大

自公司成立以来，公司不断开拓其核心的零售业务。加油站数目从 2015 年的 135 家增加至 2018 年的 1472 家，3 年翻了十多倍，主要集中在美国东南、西南、中西部地区，且数目还在不断增长。公司加油站多建于沃尔玛附近，优越的地理位置更加有助于公司销售额的提高。截至 2018 年 12 月 31

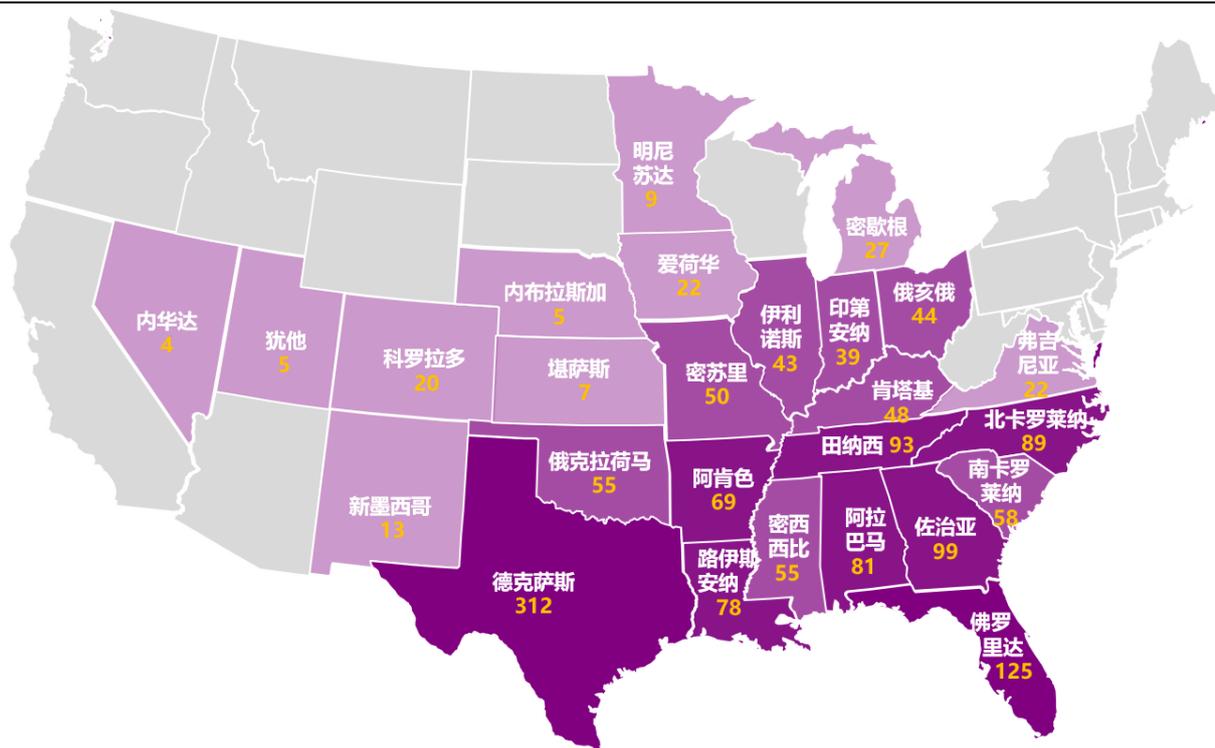
日，墨菲公司在美国 26 个州开设了共 1472 家零售站点。分布广泛的加油站网络是销售业绩的基础，未来，随着加油站的继续拓展，公司的成品油销售和商品销售两大主营业务板块的业绩将会持续增长。

图 15: 2015-2019 年墨菲美国公司加油站数目 (座)



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

图 16: 墨菲美国加油站分布



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

2.4、成本控制助力公司业绩

公司逐年降低运营成本，并增加公司商品销售利润实现公司单营业站点年成本的降低。公司通过建立“Murphy Drive Rewards”平台去吸引客户并收集客户习惯偏好，自 2018 年 4 月开启以来吸引了来自 206 家营业站点的 40 万注册用户，占到销售站点网络的 14%。

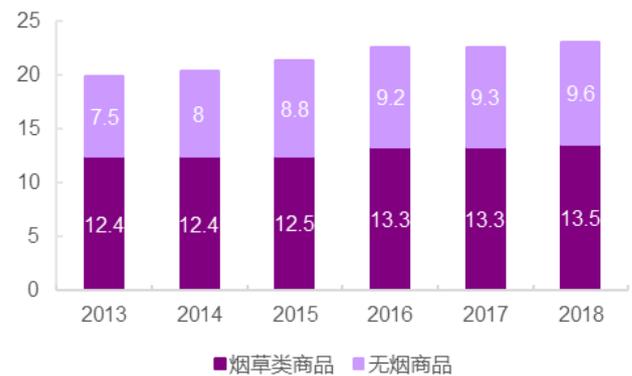
公司保持较低的运营成本，单店每月运营成本保持在 2.1 万美元左右，远低于美国行业单店运营成本，同时随着行业运营成本的提升，墨菲美国公司不断改进策略实现了成本的低位稳定。2018 年公司的商品销售占到总营业收入的 16.5%，同时单店商品销售逐年增加，由 2013 年的 19900 美元每月增长到 2018 年的 23100 美元每月，其中无烟商品贡献了大部分的商品增长，无烟商品份额从 2013 年的 38% 增加到 2018 年的 42%，更多高利润的非烟草类产品和优化的促销活动促进了逐年上涨的商品销售量和利润。

图 17：墨菲美国与行业运营成本（千美元/每月每商店）



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

图 18：墨菲美国公司商品销售（千美元/每月每商店）



资料来源：墨菲美国公司公告，光大证券研究所整理

3、风险分析

原油价格大幅上升风险

原油是公司产品的唯一原料，若未来原油价格上升至高位，公司成本将大幅提升，整体盈利能力将受到大幅影响。

美国成品油需求下行风险

如果受美国经济增幅放缓影响，美国成品油整体需求逐渐下行，将会影响公司整体的收入和盈利能力。

行业及公司评级体系

评级	说明
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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼