



Research and  
Development Center

# 营运体系整体扩张，加油站品牌加速升级！

—— 和顺石油（603353.SH）深度报告

2020年05月31日

陈淑娴 石化行业首席分析师

## 证券研究报告

### 公司研究——深度研究

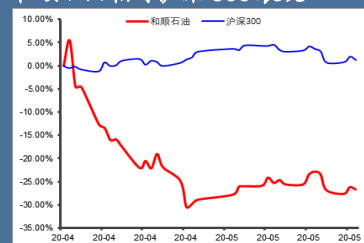
#### 和顺石油 (603353.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

**陈淑娴** 石化行业首席分析师  
 执业编号: S1500519080001  
 联系电话: +86 15000282495  
 邮箱: chenshuxian@cindasc.com

和顺石油相对沪深 300 表现



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2020. 5. 28)

收盘价(元)	28.35
52周内股价波动区间(元)	44.02-27.50
最近一月涨跌幅(%)	3.27%
总股本(亿股)	1.33
流通 A 股比例(%)	25%
总市值(亿元)	38.35

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

## 营运体系整体扩张, 加油站品牌加速升级!

2020 年 05 月 31 日

### 本期内容提要:

- ◆ **多样化采购渠道, 低油价下零售业务受益。**公司成品油的采购策略以山东地炼厂为主要供应商, 湖南中石油、中石化等为次要供应商。2017 年-2019 年, 公司向前十大供应商采购总金额占比 较为稳定。随着山东地炼企业数量增加, 公司向前十大供应商采购金额比例逐渐均匀化。公司平均库存周期为 15 天, 与国内成品油调价周期 10 个工作日基本一致, 最大程度减小了原油价格变动导致地炼企业成品油出厂价波动对公司的不利影响, 降低了油价波动对库存的影响, 也便于公司调整每个阶段对供应商的选择。在低油价的背景下, 国内汽柴油批零价差走扩, 加油站零售业务拥有较大利润空间。2020 年公司零售业务有望在低成本优势下进一步反弹。
- ◆ **打造品牌升级营运体系, 区域内规模化渐成。**公司是国内首家民营上市加油站企业, 截止 2019 年底, 运营 30 座加油站, 其中自有加油站 14 座, 租赁加油站 16 座, 另外公司有 9 家加盟加油站。消费者往往认为民营加油站的油品质量差, 不愿意前往民营加油站加油, 公司将利用“上市公司”形象扩大宣传力度, 加强“和顺石油”品牌影响力, 有助于终端消费者对于“和顺石油”品牌的认识, 增加终端客户黏性, 提升公司成品油业务销量。公司作为国内首家民营加油站上市企业, 早期通过品牌形象、服务标准化改造, “和顺石油”品牌在区域市场具有较强的品牌影响力。公司从 2014 年起开始运营微信公众号; 2015 年陆续推出加油站优惠活动; 2016 年起, 公司与湖南地区 9 家银行业渠道合作, 开展多场充值或消费满减活动; 2018 年起, 公司加强对会员活动的开展和推广, 加大微信会员活动的举办力度, 公司目前已拥有 140 万会员, 约占长株潭地区常住人口的 10%, 通过品牌宣传与营销活动, 扩大“和顺连锁加油站”覆盖范围, 会员数量有望进一步增加! 公司投入建设的铜官油库预计 2020 年底完成, 将增加 9 万立方米油罐, 约 100 万吨/年油品周转能力, 公司整体油品营运能力将增加 2 倍。随着公司运输队伍的进一步建设, 公司的加油站和批发业务布局将进一步覆盖周边 9 个地区, 并向周边其他省会城市拓展。公司加油站规模将进一步扩大!
- ◆ **多种模式并举, 加油站低成本快速扩张。**根据我们测算, 2018-2019 年, 公司自建加油站 4 座, 获得母公司转让股权加油站 1 座, 收购孙公司股权获得加油站 1 座。18-19 年, 公司自建加油站平均成本为 4269 万元/座 (已建成和在建共 7 座)。相比之下, 公司扩张计划 (自建、租赁、收购) 的综合平均成本为 3850 万元/座, 低于公司自建成本。考虑到自建加油站从获取土地使用权到投入使用时间需要 2 年以上, 并购、租赁所需时间远少于自建时长, 公司能够实现短期快速扩张的目标。公司通过新建、收购、租赁、加盟等多种发展途径并行的模式快速获取高质量加油站资产, 公司在核心区域的加油站规模扩大, 便于品牌打造和管理体系化升级, 零售业务销量有望进一步提升!

- ◆ **与市场不同之处:** 市场普遍认为公司属于石油化工行业, 受油价波动较大, “周期”属性强,

但我们认为一方面加油站行业一直以来进入门槛高、行业利润高，另一方面公司的“连锁加油站”模式更加具备“零售”属性，并且公司将通过品牌宣传提升单站销量、多种模式扩张站点数量的方式实现企业快速成长，公司其实具备“低估值、高成长”的零售特征。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2020-2022 年 EPS（摊薄）分别为 1.42 元/股，1.82 元/股和 2.40 元/股，对应 2020 年 5 月 28 日的收盘价 PE 为 21 倍、16 倍、12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**国际油价低于 40 美元/桶，国内成品油批零价差走扩，利润向终端加油站企业转移。

**风险因素：**国际油价暴涨暴跌大幅波动的风险；加油站并购计划开展不及预期，并购成本上涨的风险；铜官油库建设不及预期的风险；经济增速下滑、新能源汽车推广、民众出行需求恢复不及预期导致油品销量不及预期的风险；品牌推广和营销活动效果不及预期的风险。

**我公司为和顺石油保荐机构（主承销商），特别提醒投资者注意。**

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,339.15	1,940.15	1,514.97	2,794.94	4,523.63
增长率 YoY %	13.23%	-17.06%	-21.91%	84.49%	61.85%
归属母公司净利润(百万元)	156.03	161.74	190.01	242.11	319.63
增长率 YoY%	-18.67%	3.66%	17.48%	27.42%	32.02%
毛利率%	15.44%	19.19%	26.35%	22.41%	21.78%
净资产收益率 ROE%	32.35%	26.90%	15.71%	13.03%	14.94%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.21	1.42	1.82	2.40
市盈率 P/E(倍)	25	24	21	16	12
市净率 P/B(倍)	7.50	5.72	2.25	1.97	1.70

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 05 月 28 日收盘价

## 目 录

国内首家民营和上市加油站，业绩稳步增长.....	2
一、公司简介.....	2
二、经营状况.....	4
采购渠道进一步拓展，油价走势利好零售毛利.....	8
一、炼油行业充分竞争，供应商选择多样化.....	8
二、批零价差走扩助力公司零售业务毛利.....	13
区域优势持续扩大，并购和租赁加速公司发展.....	17
一、加油站、油库项目加速落地.....	17
二、多种模式助推公司加速发展.....	22
盈利预测、估值与投资评级.....	30
一、基本假设和盈利预测.....	30
二、相对估值与投资评级.....	31
风险因素.....	32

## 表 目 录

表 1: 公司募集资金用途.....	4
表 2: 伙伴全球加油站业务收购历史.....	24
表 3: 公司租赁加油站情况.....	27
表 4: 2018-2019 年和顺石油加油站新增情况.....	28
表 5: 公司经营收入和成本预测 (万元, %).....	30
表 6: 三费假设 (%).....	30
表 7: 可比公司估值对比.....	31

## 图 目 录

图 1: 2019 年和顺石油股权结构图及下属公司情况.....	2
图 2: 石化行业产业链及公司涵盖业务.....	3
图 3: 公司自营加油站分布.....	3
图 4: 公司营业收入、营业成本及营收增速 (万元, %).....	5
图 5: 公司汽柴油产品销量 (吨).....	5
图 6: 公司汽柴油产品营业收入 (万元).....	6
图 7: 公司汽柴油产品毛利 (万元).....	6
图 8: 公司毛利率及净利率 (%).....	7
图 9: 公司主营业务毛利 (万元).....	7
图 10: 公司主营业务单吨毛利 (元/吨).....	7
图 11: 公司归母净利润及增速 (亿元, %).....	8
图 12: 公司归母净利润和经营现金流净额 (万元).....	8
图 13: 2019 年中国炼化产业格局 (%).....	9
图 14: 0#柴油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨).....	10
图 15: 92#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨).....	10
图 16: 95#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨).....	10
图 17: 2017 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %).....	11
图 18: 2018 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %).....	12
图 19: 2019 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %).....	13
图 20: 国内现有成品油定价机制.....	14
图 21: 国内汽柴油批发价格走势 (元/吨).....	15
图 22: 全国汽柴油批零价差和公司参考批零价差 (元/吨).....	15
图 23: 和顺石油成品油零售单价情况 (元/升).....	16
图 24: 湖南省成品油零售单价情况 (元/升).....	16
图 25: 全国国内汽油批零价差与油价 (元/吨, 美元/桶).....	17
图 26: 2016 年中国加油站数量和类型分布 (座).....	18
图 27: 中美、湖南省和长沙市单个加油站服务汽车数量 (辆/座).....	19
图 28: 湖南省规划建设加油站数量 (座).....	20
图 29: 公司加油站和油库分布.....	21
图 30: 美股上市公司参与运营加油站情况 (座).....	22
图 31: 伙伴全球 (GLP) 参与运营加油站情况 (座, %).....	22
图 32: 三家公司营业收入情况 (百万美元, 万元).....	23
图 33: 三家公司成品油销售毛利率情况 (%).....	23
图 34: 美国汽油批零价差与油价关系 (美元/加仑, 美元/桶).....	24
图 35: 伙伴全球盈利情况 (百万美元, 百万美元).....	25
图 36: 伙伴全球加油站资产组合情况 (座).....	25
图 37: 2019 年各家公司单站日均油品销量情况 (吨/日).....	29
图 38: 证监会零售行业指数的历史 PE (倍).....	31

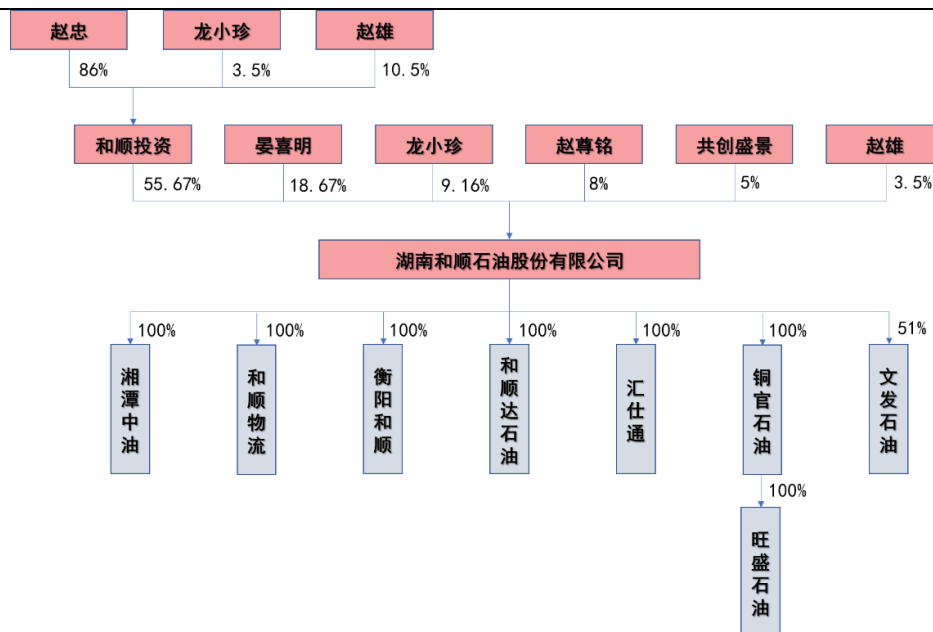
## 国内首家民营和上市加油站，业绩稳步增长

### 一、公司简介

湖南和顺石油股份有限公司始创于 2005 年 7 月，前身为湖南和顺有限公司，2015 年 11 月公司整体变更为股份有限公司，2020 年 4 月 7 日在上海证券交易所主板挂牌上市，股票代码为 603353.SH。

公司控股股东为和顺投资，持股 55.67%，公司董事长赵忠为实际控制人，其妻子晏喜明和儿子赵尊铭为一致行动人，合计持股约 74.5%，赵忠对公司经营、决策和治理等具有绝对控制力。

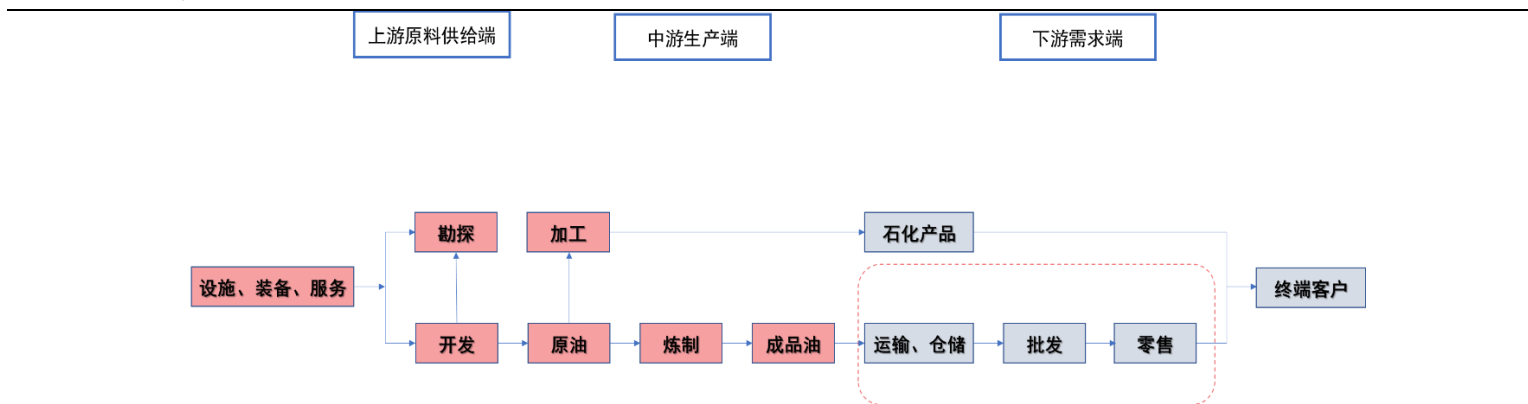
图 1: 2019 年和顺石油股权结构图及下属公司情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司是湖南省第一家获国家商务部批准取得成品油批发资质的民营石油企业，立足于湖南长株潭（长沙、株洲、湘潭）城市群区域，并将面向全省及其他省份发展。公司专注于成品油销售行业，主营成品油批发、零售业务，按照实现方式不同，可分为自营加油站零售业务、加盟加油站批发业务和普通批发业务，下设湘潭石油、汇仕通、和顺物流等多家子公司。公司业务涵盖成品油采购、仓储、物流、批发、零售环节，在成品油流通领域形成完整产业链。公司批发业务覆盖长沙、株洲、湘潭、娄底、邵阳、衡阳等地区；零售业务主要分布在经济发达的长沙市区及周边城市。

图 2: 石化行业产业链及公司涵盖业务



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 公司自营加油站分布



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**零售业务方面：**公司通过自建、并购和租赁等方式，不断扩充公司运营加油站数量。截止 2019 年 12 月 31 日，公司运营 30 座加油站，其中自有 14 座，租赁 16 座。运营加油站中 26 座位于湖南省省会长沙市（包括望城区、长沙县、浏阳市），区位优势好，车流量大，加油站日销量高。根据长沙市商务局统计数据，公司在长沙市主城区加油站数量仅次于中石化、中石油，并远高于其他公司数量。

**批发业务方面：**公司主要客户类型为社会加油站、施工单位等，批发客户数量达到 400 余家，公司通过 ERP 软件实现对批发客户的精细化管理。成品油仓储和运输方面，公司拥有库容为 2.95 万立方米的湘潭油库使用权（租赁合同）和一条 3.2 公里铁路的专用线使用权。另有油罐车 25 辆，运输吨位 654 吨。

**油品采购方面：**公司主要向山东地炼、西北大型国有石化企业和湖南本地的大型国有石化企业采购成品油，较稳定的主要采购商为：东明石化、陕西延长石油、中石油、中石化等大型炼化企业，均为经营规模大、油品质量好的供应商企业。另外，公司在采购到库后，通过两家第三方机构，分别为湖南省产商品质量监督检验研究院和中国检验认证集团湖南有限公司，对采购油品进行第三方检测，入库合格后方可卸油入库，保障了消费者的用油安全。

**公司未来整体发展思路：**一是实现批发业务升级、零售业务扩张。公司拟用上市所募集的资金投入铜官油库建设、智慧物流平台建设、零售网点扩张储备建设（包括自建、收购和租赁三种形式），以求发挥成品油流通领域全产业链的整合协同优势，增强核心竞争力，继而增强盈利能力。二是丰富收入来源多样化。公司将努力扩大非油业务的规模，开展便利店、汽车美容等业务，增强抵御市场风险的能力。三是努力成为平台型成品油综合服务企业。随着新油库、智慧油联平台及运输车队的建设完成，公司在油库仓储服务、运输服务、平台服务方面能力的提升，将提高公司业务链各环节的管理能力和运营能力，满足客户采购、运输、仓储、物流追踪、安全管理等多方面需求。作为国内首家民营加油站上市企业，公司利用上市公司的公信力和品牌力，将大大提升国内民营加油站的公众印象！

表 1: 公司募集资金用途

序号	项目名称	资金需求（万元）	拟募集资金投入（万元）
1	长沙铜官油库建设项目	24,563.39	20,000.00
2	和顺智慧油联平台项目	34,000.05	3,000.00
3	零售网点扩张储备金项目	69,300.00	61,077.44
合计		127,863.44	84,077.44

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

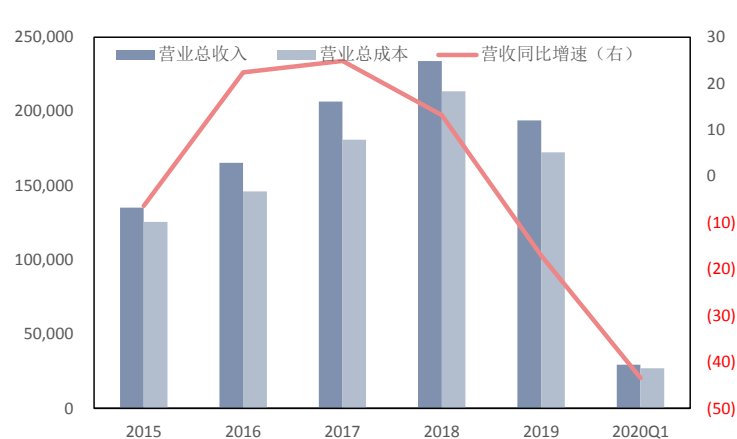
## 二、经营状况

### 1. 营业收入方面

自 2015 年公司变更为股份有限公司以来，公司通过并购和自建的方式，扩大自有加油站数量。2018 年较 2015 年整体收入增长 73.11%，公司营业收入保持上升趋势，复合增长率为 9.58%。2019 年，公司实现营业总收入 194,014.67 万元，同比下降 17.06%，有两方面原因：一是 2019 年，公司调整业务结构，减少批发业务销量，着重发展毛利率较高的零售业务。二是 2019 年国际原油平均价格低于 2018 年，导致公司 2019 年批发和零售业务加权平均单价均较上年有所下滑。

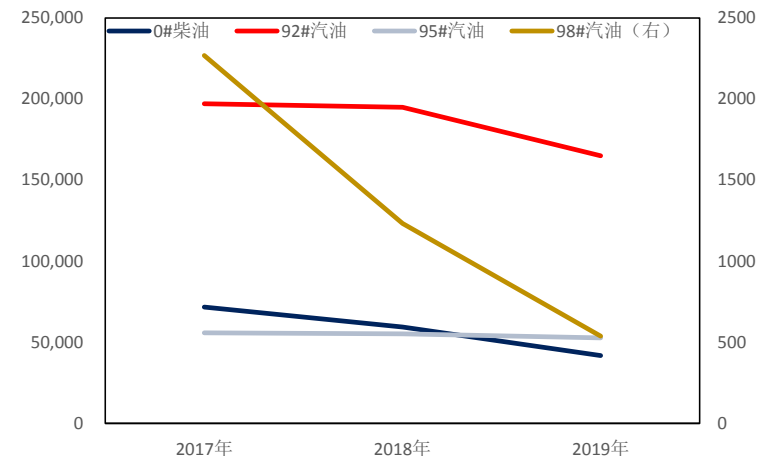
公司主营业务包括汽柴油产品 4 种，分别为 0#柴油、92#汽油、95#汽油和 98#汽油。2019 年，公司 0#柴油销量为 41,820.37 吨，营业收入为 26,867.74 万元，毛利为 3,329.33 万元；92#汽油销量为 164,957.74 吨，营业收入为 122,323.61 万元，毛利为 23,958.24 万元；95#汽油销量为 52,735.62 吨，营业收入为 42,087.11 万元，毛利为 9,222.60 万元；98#汽油销量为 537.43 吨，营业收入为 487.50 万元，毛利为 164.37 万元。**92#汽油是公司销售收入的主要来源**，2019 年油品销量和营业收入下降主要是因为公司成品油批发业务销量下滑导致的。2018 年，受国际原油价格急跌、消费税改革新政、市场竞争激烈等因素综合影响，除 0#柴油毛利有小幅增加外，各标号油品均下滑明显。2019 年，相关因素逐渐消除后，92#汽油和 95#汽油毛利有所回升。98#汽油盈利能力较低，主要是因为需求量较小，销量持续下降，叠加公司综合考虑运输成本和仓储成本，使得 98#汽油平均库龄在 16-30 天，相较于市场价格，成本波动较大。

图 4: 公司营业收入、营业成本及营收增速 (万元, %)



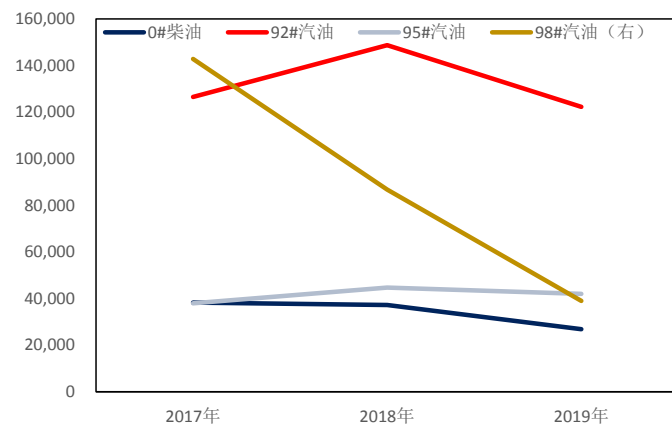
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5: 公司汽柴油产品销量 (吨)

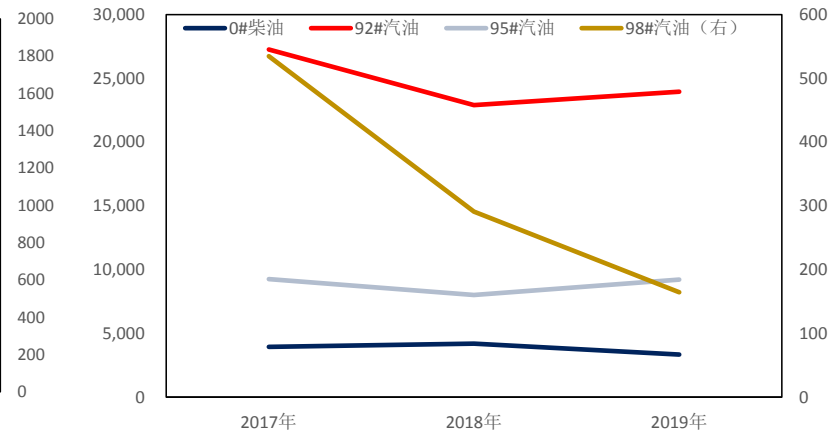


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



**图 6: 公司汽柴油产品营业收入 (万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 7: 公司汽柴油产品毛利 (万元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 2. 净利润方面

公司归属母公司净利润从 2015 年的 6,799.42 万元上升到 2017 年的 19,184.37 万元, 复合增长率为 41.31%。受 2018 年 3 月实施的成品油消费税改革新政影响, 公司成品油采购成本大幅上涨, 叠加 18 年 1-3 季度国际油价快速上涨, 但公司零售单价由于受发改委最高零售指导价限制, 产品价格涨幅低于成本涨幅, 使得公司成品油批零价差缩小。2018 年, 归属母公司净利润同比下滑 18.67%。2019 年, 成品油消费税改革新政逐渐被市场消化, 成本端压力渐消, 公司实现归属母公司净利润 16,173.67 万元, 同比上升 3.66%。

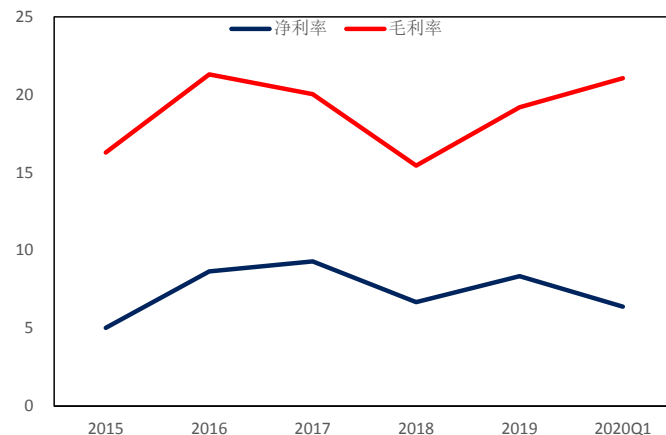
## 3. 毛利率和净利率方面

同样受成品油消费税改革新政影响, 公司毛利率和净利率在 2018 年出现大幅下滑。2019 年, 负面影响逐步消除后, 公司毛利率和净利率显著回升, 毛利率为 19.19%, 同比增加 3.75pct, 净利率为 8.34%, 同比增加 1.67pct。公司整体盈利能力较强, 15 年以来毛利率一直高于 15%, 净利率一直高于 5%, 未出现经营亏损。

从公司的主营业务和毛利来看, 公司零售业务占比逐年上升。2019 年, 零售业务收入占比高于 80%, 毛利占比约 99%。批发业务收入占比近 20%, 毛利占比仅 1%左右, 呈现逐年递减的趋势。2019 年, 公司零售业务成品油单吨毛利为 1824.77 元/吨, 同比上升 9.56%, 2018 年受成品油消费税政策影响公司成品油批零价差缩小, 零售成品油单吨毛利出现下滑, 近 3 年均值在 1850 元/吨左右。2019 年批发业务成品油单吨毛利为 62.18 元/吨, 从 2017 年开始持续下滑, 主要原因是: 2015 年

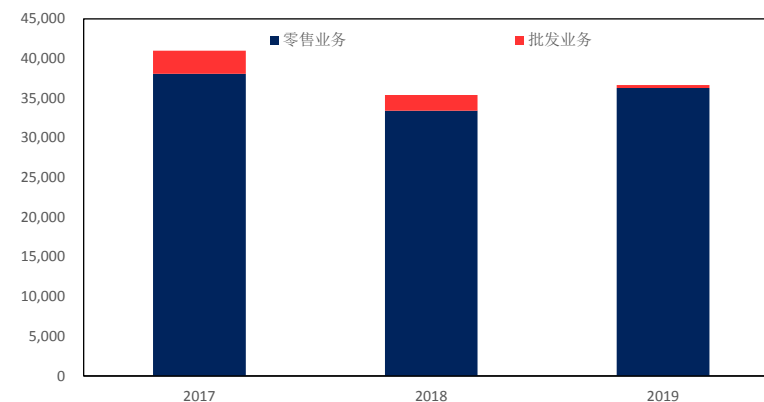
以来“两权合并、配额放宽”等政策的实施，使得成品油供给量增加和供给渠道拓宽，叠加国内经济转型升级，经济增速有所放缓，使得成品油需求量增速放缓，成品油批发市场竞争激烈加剧，导致成品油批发业务盈利下降。但成品油市场供需差逐年扩大，有利于成品油零售业务开展。公司上市后，计划通过拓展加油站数量，建设铜官油库和智慧油联平台，加强全产业链管理运营能力，提升规模效益和打造品牌价值。

图 8: 公司毛利率及净利率 (%)



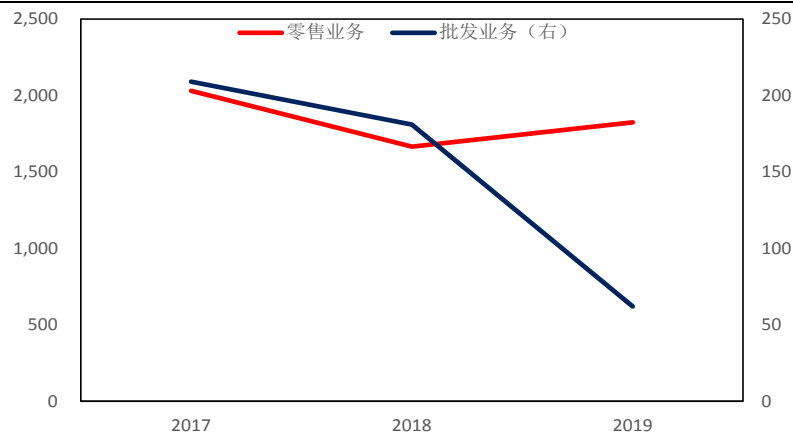
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 公司主营业务毛利 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 公司主营业务单吨毛利 (元/吨)

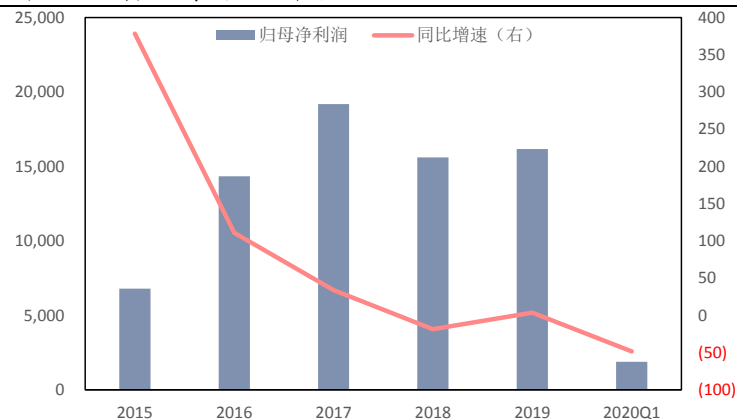


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

#### 4.公司经营现金流方面

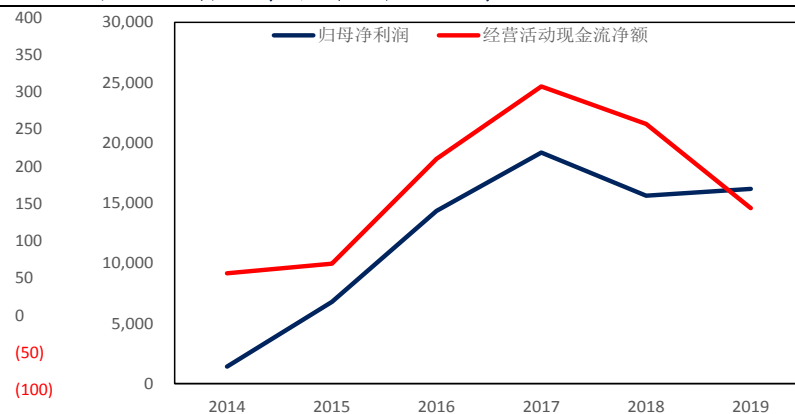
公司净利润与经营现金流走势基本匹配，整体现金流状况较好。2019年末，公司开展促销活动，T+1日到账营业款使得年末应收账款增加，另外2018年4季度油价暴跌，公司主动降低库存导致19年末存货同比上涨较多。预付款项方面，2019年，公司预付款项2,632.42万元，是当年应收票据及应收账款的3.11倍。

图 11: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 公司归母净利润和经营现金流净额 (万元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

#### 5.分红政策方面

公司2019年年度现金红利丰厚。2019年12月31日，公司未分配利润为39,218.05万元。2020年5月26日，公司董事会审议通过《关于公司2019年年度利润分配方案的议案》，根据利润分配预案：公司拟向全体股东每10股派发现金红利人民币4.00元（含税），截止2020年4月30日，公司现有总股本数13,338万股，拟向全体股东派发现金红利共计5335.2万元，占2019年度归母净利润的32.99%。未来三年的现金分红政策力度较大，公司承诺每年以现金形式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的20%。

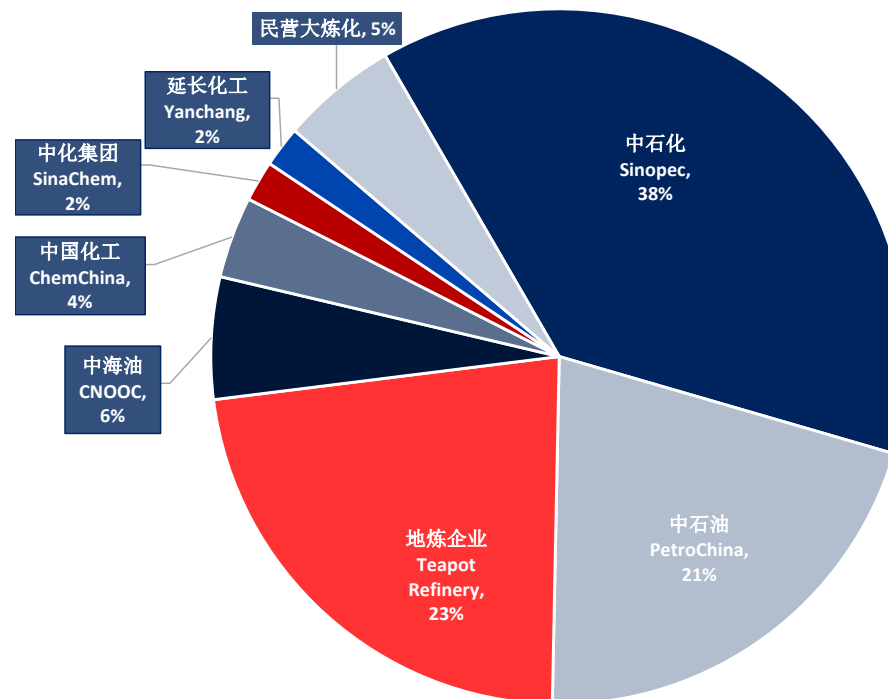
### 采购渠道进一步拓展，油价走势利好零售毛利

#### 一、炼油行业充分竞争，供应商选择多样化

公司成品油批发、零售的上游主要为炼化企业。目前，我国的炼化产业是典型的央企三桶油，其他国企和民营地炼三足鼎立的格局，传统地炼和民营大炼化合计产能占比约为28%。随着国内石油行业市场化改革的深入，限制地炼企业发展的油源问

题得到解决，近几年，地炼行业竞争日渐激烈。

图 13: 2019 年中国炼化产业格局 (%)

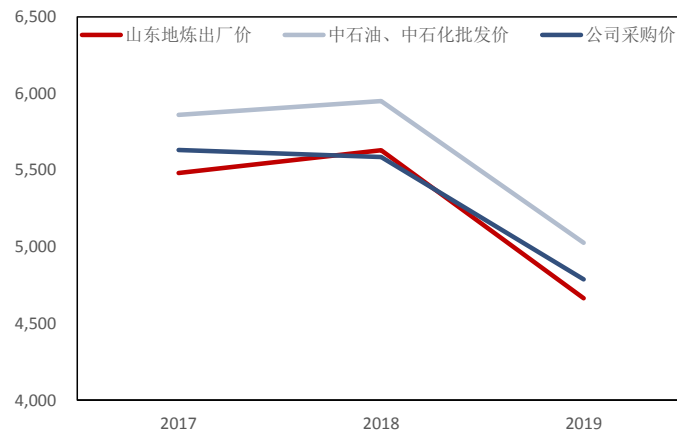


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司的采购渠道主要以山东地炼、西北大型国有石化企业为主，湖南本地的大型国有石化企业为辅，江沪地区和广东地区成品油贸易商为补充的模式。在全国的地炼企业中，山东地炼企业炼化能力占全国地炼比例最高，超过 70%。山东是我国的化工大省，其中国有主营和地方炼厂共计 82 个，总产能约 2.2 亿吨，其中以中石化济南和青岛、中海油青岛、中化弘润等中化集团下属炼厂、中化正和等中国化工下属炼厂为代表的国有主营炼厂共有 14 个，产能合计约 6500 万吨/年，平均产能约为 450 万吨/年，以东明石化、京博石化、汇丰石化和齐成石化为代表的地方炼厂共有 68 个，产能合计约为 1.5 亿吨/年，平均产能约为 250 万吨/年。若将山东省内共 82 个炼厂按照产能  $\geq 200$  万吨/年或  $< 200$  万吨/年来分类，则产能  $\geq 200$  万吨/年炼厂共有 47 个，产能合计约 2 亿吨，平均产能约为 415 万吨/年，而产能  $< 200$  万吨/年炼厂共有 35 个，产能合计约 2300 万吨，平均产能约为 65 万吨/年。因此，山东地炼企业市场竞争充分，可选供应商众多。

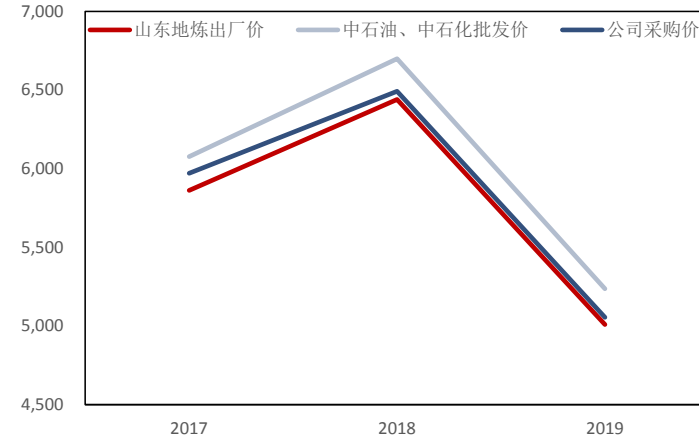
通过对比山东地炼出厂价和中石油、中石化批发价发现：公司主营产品：**0#柴油、92#汽油和 95#汽油**，山东地炼出厂价较中石油、中石化批发价均有显著的价格优势，折价约 **500-1000 元/吨左右**。因此公司采取的以山东地炼厂为主要供应商，湖南中石油、中石化等为次要供应商的策略是合理的。虽然公司 2019 年从湖南、山西、江沪、广东等地采购成品油的单价较山东地区较低，但主要原因是公司在国际油价较低和相关供应商给予优惠幅度较大时做出的低成本补库措施。

图 14: 0#柴油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨)



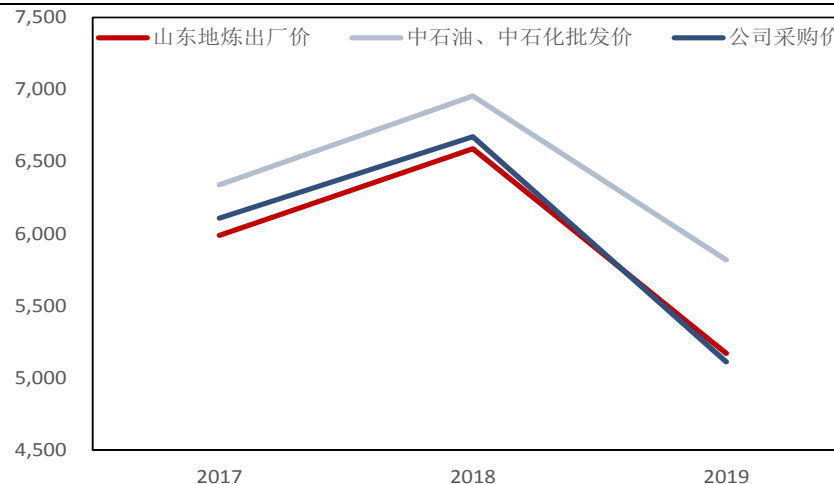
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15: 92#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16: 95#汽油企业年均批发价与公司采购价对比情况 (元/吨)



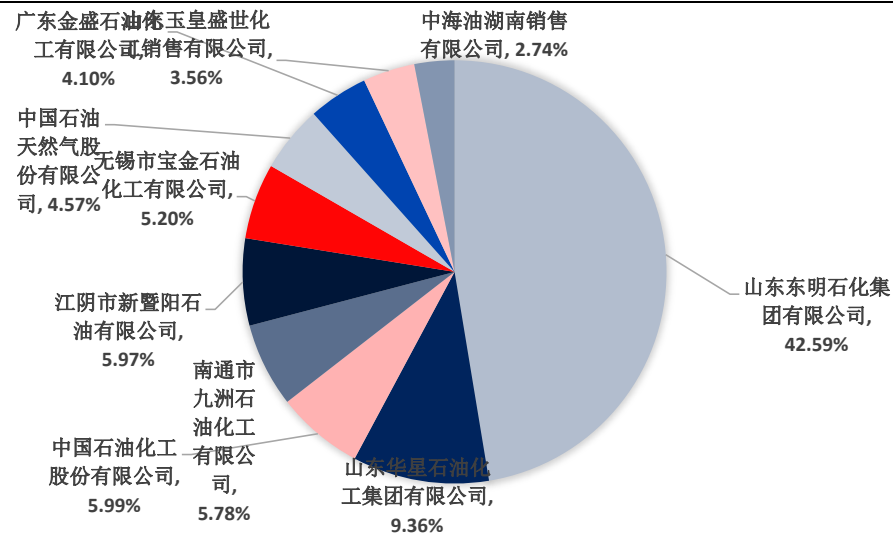
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2017年-2019年，公司向前十大供应商采购总金额占比较为稳定，除2018年因国际油价较高时，公司向主要供应商采购量有所上升。从结构上看，向前十大供应商采购金额比例逐渐均匀化。2017年，公司主要向山东地炼企业采购成品油，尤其是东明石化，单个供应商比例近50%，而到2019年，公司向东明石化、齐润化工和中国石油、中石化湖南分公司采购成品油的金额共计占比64.94%，且比例更为平均。2018年，公司开始引入具有原油开采能力的陕西延长石油作为供应商，且比例超过其他规模较小的山东地炼企业。主要原因是：2018年-2019年初，国际原油价格较高，中石油、中石化、延长石油等具有原油开采能力的大型石化企业，相对于依靠进口原油炼化成品油的炼厂，其成本更低，销售价格具有一定的竞争优势。而成品油贸易商作为辅助供应商，随着成品油消费税改革后成品油贸易市场竞争加剧，其价格不具备竞争优势，2017年-2019年，公司向此类公司采购的比例逐年下降，至2019年仅占总金额比例3.69%。

公司平均库存周期为15天，与国内成品油调价周期10个工作日基本一致，最大程度减小了原油价格变动导致地炼企业成品油出厂价波动对公司的不利影响，降低了油价波动对库存的影响，也便于公司调整每个阶段对供应商的选择。但在油价快速下降的时期仍会受到影响，如2018年4季度和2020年1季度，在这样的情况下，公司通常会减少存货，缩短库存周期以应对油价波动。

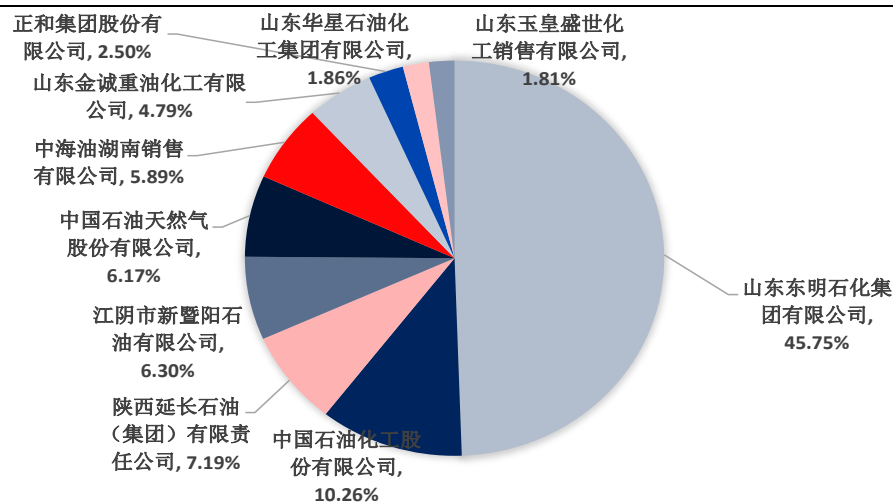
我们认为，目前国际油价保持低位，有利于山东地炼企业相比于国有成品油销售企业在价格上保持优势，公司仍将保持以山东地炼企业为主的采购渠道。若油价大幅反弹至高位，国有企业相对依赖进口原油的地炼有价格优势时，公司也将增加对大型国有石化企业的采购量。总之，公司采购遵循“一单一谈，价低者得”的原则。随着国内多个大型炼化项目建成，成品油供应量加大，炼厂和成品油贸易商市场竞争加剧，我们预计公司向主要供应商采购比例将继续均匀化，而中小供应商将变动频繁，公司整体采购议价能力将提升，成品油综合采购成本将进一步降低！

图 17: 2017 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %)



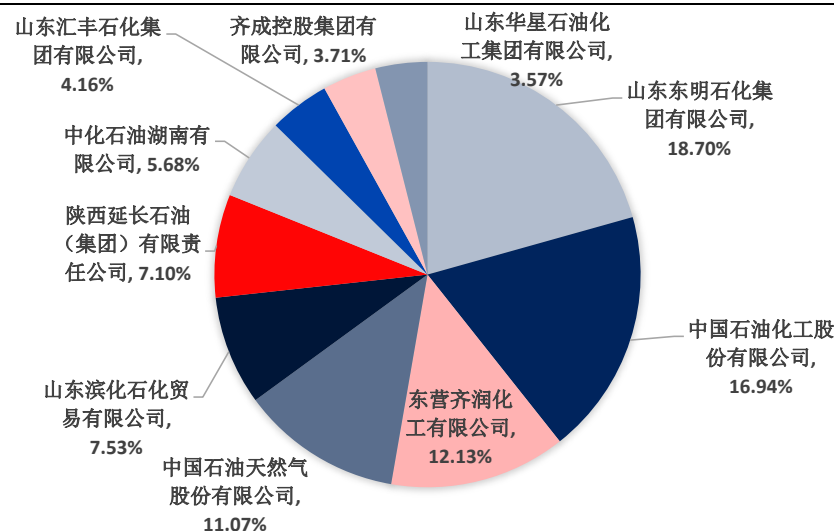
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 2018 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 2019 年前十位供应商采购额及占比情况 (万元, %)

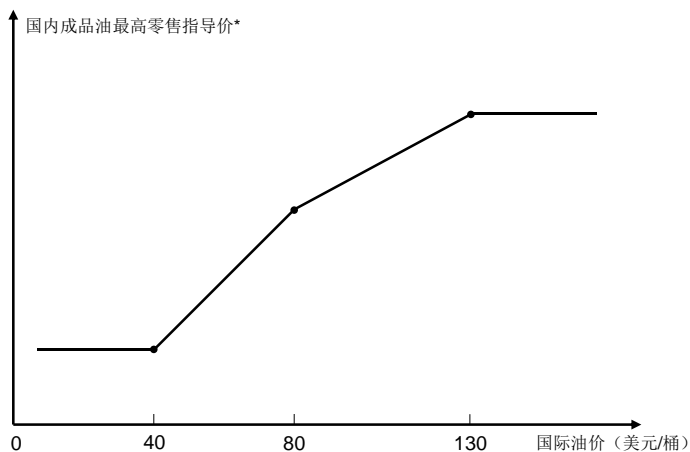


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 二、批零价差走扩助力公司零售业务毛利

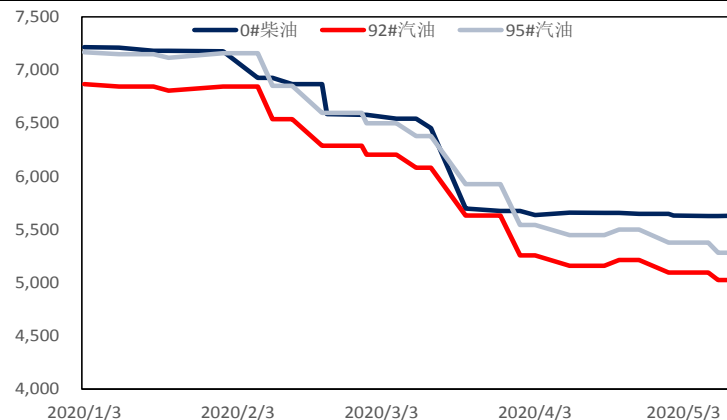
国家发改委于 2016 年 1 月宣布对国内成品油价格机制设置调控下限, 并建立油价调控风险准备金: 当国际市场油价低于每桶 40 美元时, 汽柴油最高零售价指导价不降低; 当高于每桶 80 美元时, 汽柴油最高零售价调整幅度小于油价增长幅度; 高于每桶 130 美元时, 汽柴油最高零售价理论上不调整。当原油价格在 10 个工作日内的价格波动达到  $\pm 50$  人民币/吨, 相当于约 1.05 美元/桶时, 则开启成品油调价窗口。2020 年 3 月以来, 受全球疫情需求崩塌的影响, 国际油价跌幅超 60%, 在目前国内成品油价格调整机制下, 国际油价低于 40 美元/桶时, 汽柴油最高零售限价不做调整。自 3 月 17 日成品油零售价下调 1000 元/吨后, 国际原油均价始终处于 40 美元/桶以下, 因此最高零售价一直处于停调状态。



**图 20: 国内现有成品油定价机制**


资料来源: 信达证券研发中心

批发市场来看, 2020 年 2 月以来, 国内成品油批发价格持续下跌。截止 5 月 15 日, 92#汽油批发价为 5025.1 元/吨, 较 4 月末下滑 1.4%; 95#汽油批发价为 5282.3 元/吨, 较 4 月末下滑 1.76%; 0#柴油批发价为 5,631 元/吨; 较 4 月末下滑 0.3%。需求方面, 疫情过后国内有序开展复工活动, 成品油需求逐渐回暖, 带动国内油品批发价格变动幅度收窄。5 月, 下游建筑和工程企业开工正常, 但居民消费方面, 市民出行仍以短途为主, 终端消费量提升空间仍受限。供给方面, 国际油价近期呈现震荡上行的趋势, 对成品油价格有一定支撑。

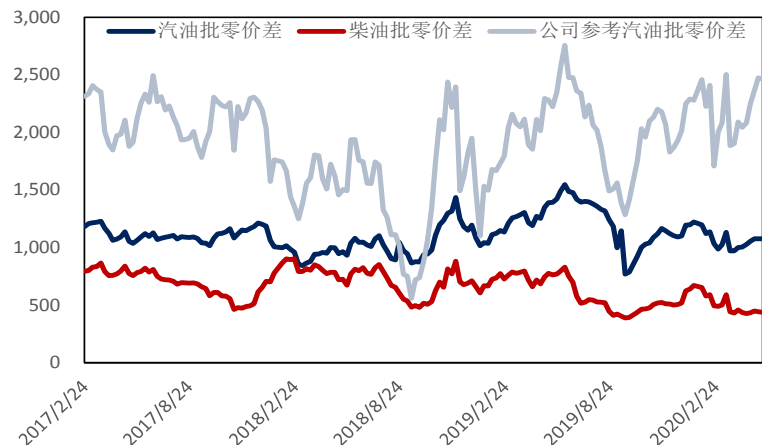
**图 21: 国内汽柴油批发价格走势 (元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

受国际原油暴跌影响和国内“地板价”限制, 3月中旬, 国内成品油批零价差巨幅走扩。随着国内零售最高指导价下调和受炼厂开工率维持低位影响, 3月末-4月初, 全国柴油和汽油批零价差分别回落至 425 元/吨和 970 元/吨。炼厂逐步复工带动批零价差 4 月末再度回升。截止目前, 全国成品油零售价格和批发价格稳定, 国内汽柴油批零价差走势趋稳, 截止 5 月中旬, 全国汽油批零价差为 1076 元/吨, 较 4 月末变动 2.09%; 全国柴油批零价差为 438 元/吨, 较 4 月末变动 1.15%。

我们通过计算山东地炼企业汽油平均出厂价与湖南省零售最高指导价的差价 (公司参考批零价差), 截止 2020 年 5 月 15 日, 公司参考批零价差为 2462.80 元/吨, 远高于全国批零价差。我们发现, 依赖进口原油的山东地炼企业成品油批发价格, 在大多数时候, 相比于全国平均价格更加便宜, 因此, 公司受益于供应商低出厂价的优势, 单吨毛利高于全国批零价差。成品油供需方面, 短期内原油供需失衡的状态难以改善, 汽柴油批发价格上涨幅度有限, 因此汽柴油批零价差短期内难有明显变化, 长期需关注国际原油价格波动, 油价回升至 40 美元/桶以上后, 国内汽柴油批零价差预计将有所收窄。

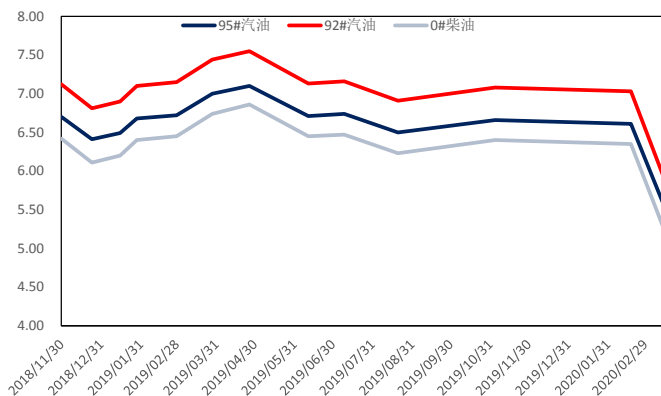
**图 22: 全国汽柴油批零价差和公司参考批零价差 (元/吨)**



资料来源：万得，信达证券研发中心

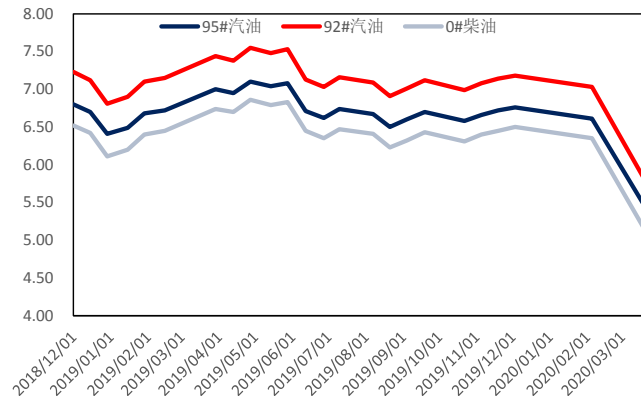
通过对比和顺石油汽柴油零售价格与湖南省成品油最高零售价格发现，公司成品油零售价格与湖南省最高零售价格基本保持一致，但调价频率小些。在油价较高时期，公司紧跟指导价上调油价。油价震荡时期，公司调低油价存在滞后或者不进行变动。油价下跌时期，公司对调低油价较为谨慎，主要原因是湖南省加油站协会不允许加油站私自调低挂牌价，但各家企业能够通过采取加油优惠券等形式进行优惠。通常情况下，公司油价调整时点早于湖南省零售价格调整前 1-2 天。目前国内汽柴油批零价差走扩，加油站零售业务拥有较大利润空间。2020 年 4 月，公司多次开展充值促销活动和上市活动促销吸引客户，随着国内汽柴油批发价格进一步走低，2020 年公司零售业务有望在低成本优势下进一步反弹。

图 23:和顺石油成品油零售单价情况 (元/升)



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

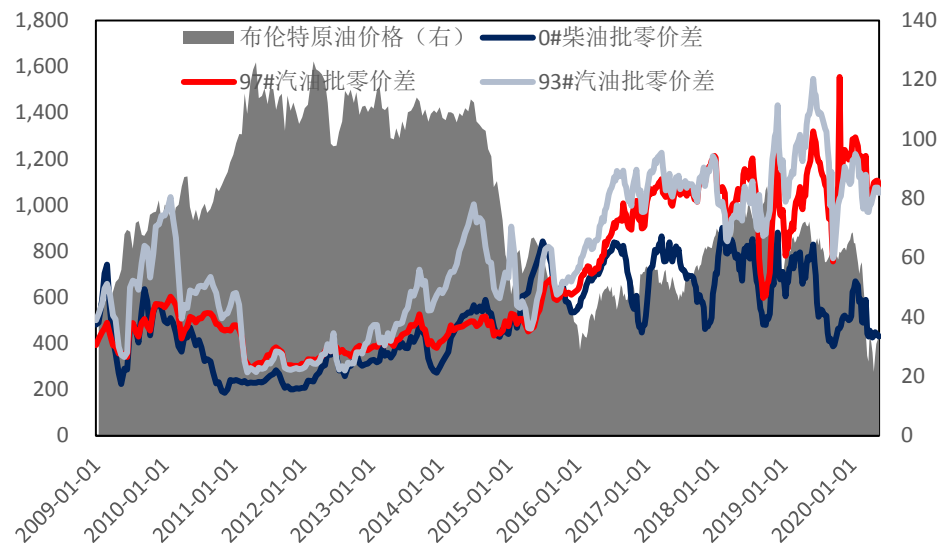
图 24: 湖南省成品油零售单价情况 (元/升)



资料来源：湖南省发展与改革委员会，信达证券研发中心

国内成品油批零价差和油价方面，由于批零价差与油价存在负相关关系，2010年-2014年油价高于100美元/桶时，国内批零价差最低仅300元/吨左右，随着国际油价回落，国内批零价差开始逐渐上升。2016年开始，发改委实施的国内成品油调价政策，推动国内成品油批零价差在国际油价暴跌时期进一步走高。因此，在国际油价处于低位的背景下，国内加油站行业的盈利能力将大幅提升！

图 25: 全国内汽油批零价差与油价 (元/吨, 美元/桶)



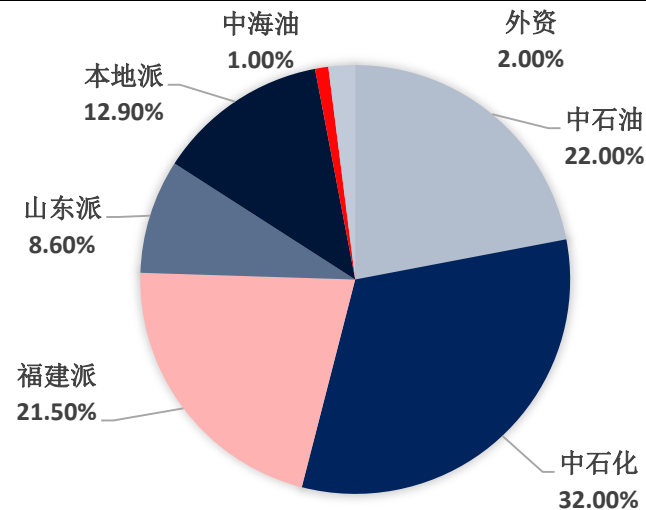
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 区域优势持续扩大，并购和租赁加速公司发展

### 一、加油站、油库项目加速落地

我国共有约 10 万座加油站，分为国企、民营、外企三大类，其中中石化 3 万座，中石油 2 万座，中海油约 800 多座，中化石油有 600 多座，三桶油约占全国的 55% 左右。民营约占 43%，外企约占 2%。其中，民营又分为福建派 (21.5%)、山东派 (8.5%) 和本地派 (13%)。但从成品油销量的角度，国企占比达 70-80%，而民营加油站占比约为 20%，也就是说民营单站加油站普遍低于国企，民营加油站行业整体呈现“多、小、散”的特征，正因为此，民营加油站行业也孕育着巨大的收购整合的投资机会。

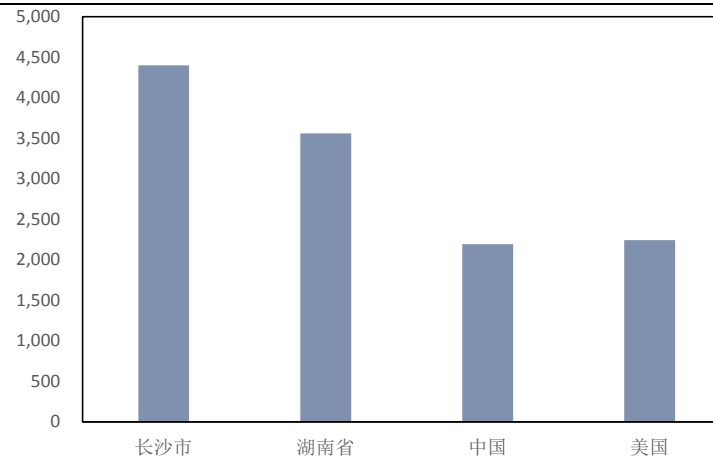
图 26:2016 年中国加油站数量和类型分布 (座)



资料来源: 中国数据调研网, 信达证券研发中心

2018 年, 中国和美国的汽车保有量分别为 2.32 亿辆和 2.74 亿辆。通过测算中国、美国、湖南省和长沙市单个加油站服务汽车数量, 发现中国和美国加油站密度相差不大, 国内加油站的增量空间有限, 未来加油站企业机会主要表现为存量整合。而湖南省与长沙市的单个加油站服务车辆数量高, 一方面表明区域内成品油需求好, 另一方面表明区域市场加油站密度较全国水平更低。2018 年-2019 年, 长沙市加油站数量从 247 座增长到 548 座, 未来公司主营区域内, 加油站仍有较大增长空间。

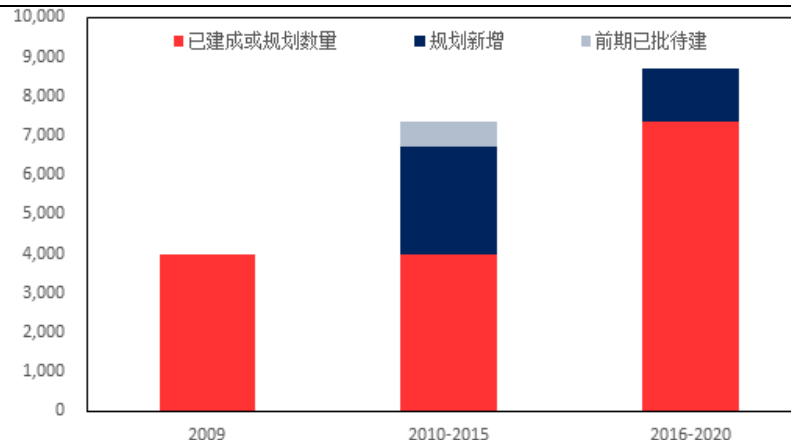
图 27:中美、湖南省和长沙市单个加油站服务汽车数量 (辆/座)



资料来源: 湖南省统计年鉴, 国家统计局, Statista, 信达证券研发中心

2019 年长株潭地区 GDP 达 1.68 万亿元, 占全省 42.32%; GDP 增速高于全省平均, 未来发展潜力较大; 截至 2019 末, 长株潭三地常住人口达 1,530.5 万人, 民用汽车保有量达到 344.8 万辆。长株潭地区密集的人口基数及较高的汽车保有量, 形成了稳定、持续的汽柴油需求量。根据 CEIC 数据库数据, 2017 年湖南省汽、柴油消费量超过 1200 万吨, 公司销量占比 2.73%, 公司可开拓的成长空间较大。

根据湖南省商务厅发布的各地市州《湖南省成品油分销(零售)体系“十三五”行业发展规划》, “十三五”期间, 湖南省新增规划加油站数量为 1359 座, 已有规划并保留加油站数量为 2,214 座, 因此仍处于规划阶段的加油站数量共计 3573 座, 个体或民营加油站约占 50%。公司是除中石化、中石油以外, 湖南省最大的民营加油站企业, 面对下游广阔的市场, 公司确定了明确的发展方面: 一是建设铜官油库, 提高公司整体油品运营能力; 二是通过新建、收购、租赁、加盟等方式, 增加经营的加油站数量; 三是建立“和顺连锁加油站”品牌, 提高单站盈利能力。

**图 28: 湖南省规划建设加油站数量 (座)**


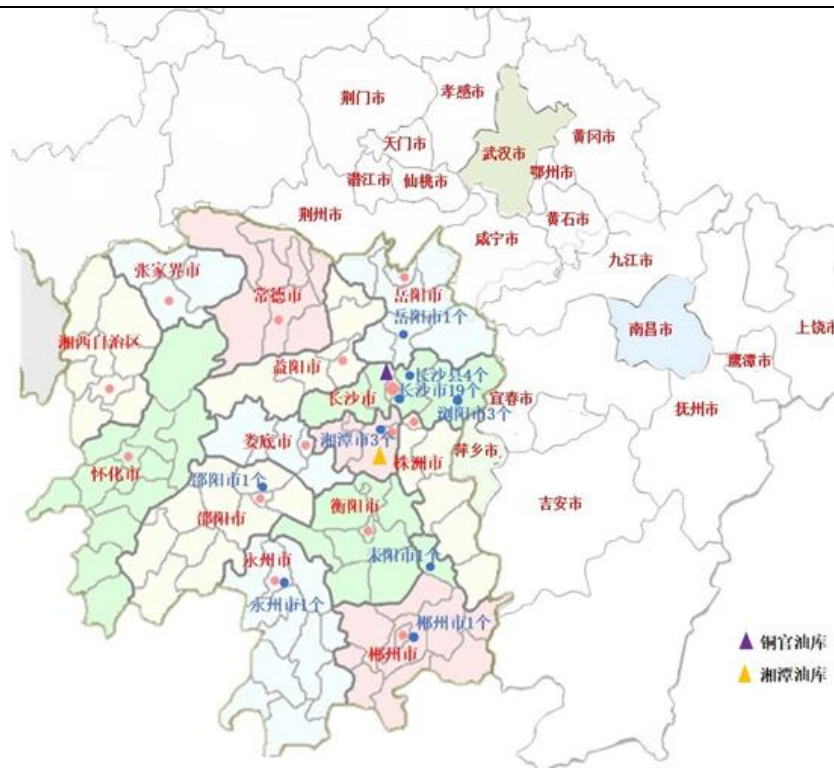
资料来源: 湖南省商务厅, 信达证券研发中心

2018-2019 年, 公司放缓了新增租赁加油站的数量, 并新增了自营加油站 6 座。其中自建 4 座加油站, 通过 100%收购旺盛石油股权获得加油站 1 座, 通过母公司和顺投资资产转让获得加油站 1 座, 在建加油站 3 座。其中, 4 座新建加油站花费了 2 年左右, 考虑提前进入地方政府加油站位置规划和获得土地使用许可的时间, 新建加油站所需时间较长。相比之下, 收购加油站的方式所需的年份较短。另外, 公司位于长沙地区的加油站数量已有 23 座, 根据国家规定, 城区加油站两站之间车行距离不少于 1.8 公里, 在有限的城市面积内, 增量加油站成为稀缺资源。收购加油站的方式能够打破规划限制, 快速扩张公司业务。此次公司计划将上市募集资金中超过 70% 的资金将用于投入加油站扩张项目中, 预计新增 18 座加油站, 平均单站成本为 3850 万元/座。目前公司已与 13 座加油站签订了意向协议。

根据《湘潭市成品油分销体系“十三五”发展规划(2016年-2020年)》, 湘潭市域内拟规划逐步取消 4 座成品油油库规划。公司位于湘潭高新区内的和顺油库, 拟不再保留该油库规划布点。截至目前, 根据 2019 年 10 月 12 日, 湘潭市商务局出具的证明, 湘潭和顺油库仍被列为“拟取消油库”, 但并未明确取消时间。“十三五期间”, 湘潭油库仍能换发《危险化学品经营许可证》。公司与湘潭油库的租约将于 2023 年到期, 公司将提前至少 1 年与出租方协商是否续约。为了保证公司的储油能力, 公司早在 2012 年开始布局的铜官油库, 预计 2020 年底建成投用, 铜官油库完成建设后, 公司将获得 9 万立方米油罐, 约 100 万吨/年油品的自有周转能力。目前湘潭油库的规模是 2.95 万方油罐, 约 30 万吨/年油品周转能力, 公司整体油品运营能力将增加 2 倍。铜官油库建成后, 一方面补充和提高公司成品油仓储、周转能力, 另一方面防止湘潭油库取消或公司与湘潭油库租赁合同未续约对公司成品油运营受到冲击。随着公司运输车队的进一步建设, 以铜官油库为中心, 公司有能力在扩大长沙地区加油站数量的同时, 增加在周边区域的加油站布局, 覆盖长沙、株洲、湘潭、岳阳、益阳、常德等九个地区。另外,

公司计划向周边其他省会城市进行业务拓展。值得注意的是，成品油批发业务的最佳运输半径为 150 公里以内，若与公司油库距离超过 300 公里，我们预计公司将会以加油站零售业务的方式进入，油品采购渠道或将独立于公司油库供应。

图 29：公司加油站和油库分布



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司作为国内首家民营加油站上市企业，早期通过品牌形象、服务标准化改造，提高油品质量和提供擦车、全自动快速洗车等增值服务，“和顺石油”品牌在区域市场具有较强的品牌影响力。随着公司运营加油站数量逐渐增加，公司从 2014 年开始运营微信公众号，2015 年开始陆续推出加油站优惠活动，2016 年起，公司开展与各家银行的合作，开展多场充值或消费满减活动，合作方包括：银联、交通银行、建设银行、华融湘江银行、长沙银行等 9 家银行业渠道。其中，公司与交通银行独家合作推出 ETC 快速办理业务。2018 年起，公司加强了对会员活动的开展和推广，举办包括积分兑换、礼盒/门票赠送、会员优惠价格等活动，2018 年-2019 年，微信会员活动从 3 场增加至 7 场。截止目前，公司加油站业务已拥有 140 万会员，约占长株潭地区常住人口的 10%。我们预计公司上市后，通过品牌宣传语营销活动，扩大“和顺连锁加油站”覆盖范围，会员数量有望进一步提高。



## 二、多种模式助推公司加速发展

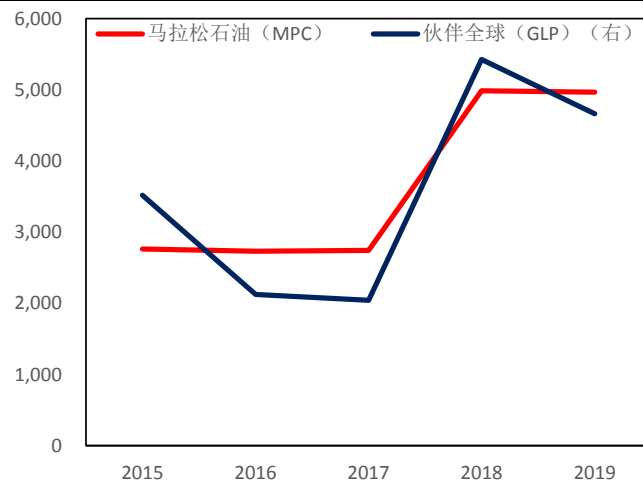
### 1. 多种模式助推加油站行业快速发展

我们选取了伙伴全球（GLP）与马拉松石油（MPC）两家美股上市公司与和顺石油进行对比。

伙伴全球（GLP）主营业务为石油产品的批发业务、公共商业类业务，汽油销售和加油站运营业务。汽油分销和加油站运营业务通过大量的资产并购，构建了“GDSO”资产组合，通过自营加油站和向承租人、代理商、合同方提供油品的方式，参与共计 1,551 家加油站的运营，运营范围覆盖美国东北部地区。2019 年，伙伴全球汽油分销和加油站运营业务部门毛利率为 14.03%，其中：油品销售毛利率为 9.84%，加油站非油品业务毛利率为 37.53%，均保持上升趋势。

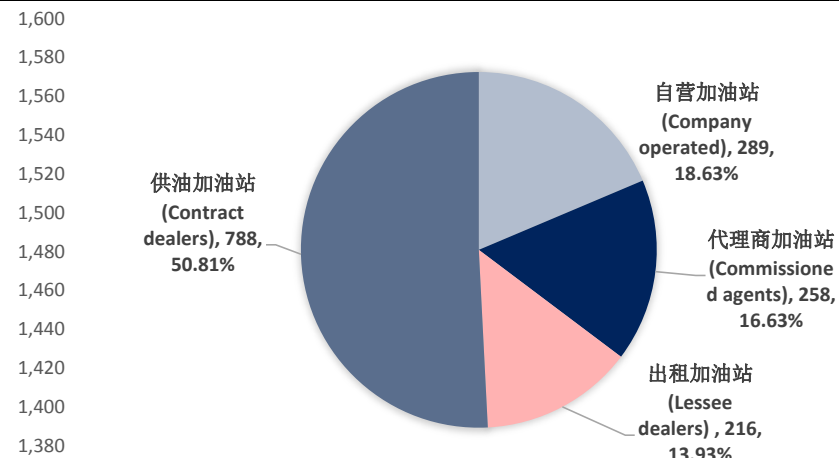
马拉松石油（MPC）拥有便利店品牌（SPEEDWAY®），并通过该便利店场所销售油品。截止 2019 年，马拉松石油拥有 3898 家便利店，约 630 万活跃会员，运营范围覆盖整个美国。2018 年，公司收购了美国西部最大的炼油商和加油站运营商——Andeavor 公司，马拉松石油获得了该公司约 1100 家 ARCO 品牌加油站的长期油品供应业务。2019 年，马拉松石油成品油销售业务营业收入大幅上涨，同比上升 45.97%，毛利率为 13.34%，便利店商品销售毛利率为 29.09%，均保持平稳态势。

图 30: 美股上市公司参与运营加油站情况（座）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 31: 伙伴全球（GLP）参与运营加油站情况（座，%）

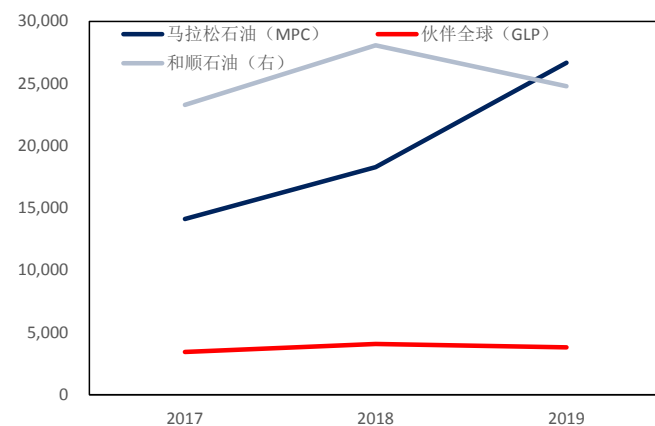


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

以上两家公司成品油销售部门的业务均包含了加油站零售业务和向代理商、合同方提供油品的业务，分别对应了和顺石油的零售和批发业务，因此我们主要对比了两家公司成品油销售部门与和顺石油成品油业务的盈利情况。通过对比两家公司与和顺石油的营业收入和毛利率情况，我们发现马拉松石油（MPC）油品销售的营业收入和毛利率一直保持上升趋势，而伙伴全

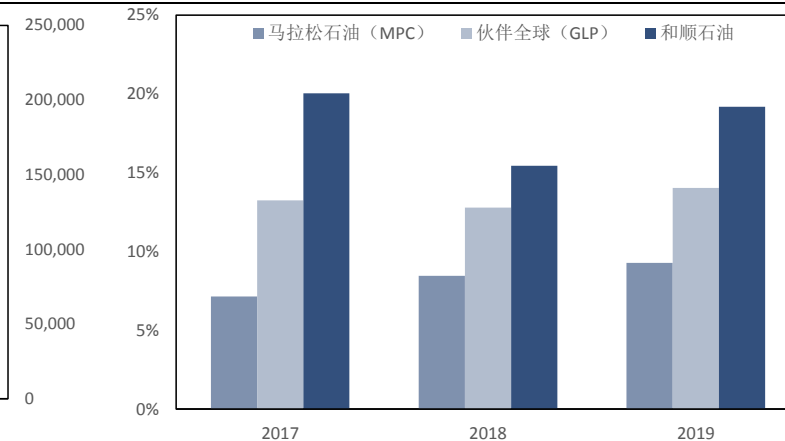
球和和顺石油在 2018-2019 年受油价波动影响，营业收入和毛利率也出现了波动。主要原因是：2018 年，前 3 个季度国际油价上涨，批发价格较高导致这两家公司毛利率下降，2019 年，原油价格回落，两家公司营收下降，但随着成品油批零价差增大，毛利率出现回升。横向对比来看，和顺石油在三家公司中毛利率最高，盈利性最强，我们认为一方面是由于国内炼厂与加油站之间的博弈力量从卖方转向买方，炼厂竞争激烈，而加油站采购话语权强，另一方面国内加油站由于土地、站点规划指标等新进入门槛较高，加油站行业整体盈利空间大。

图 32:三家公司营业收入情况 (百万美元, 万元)



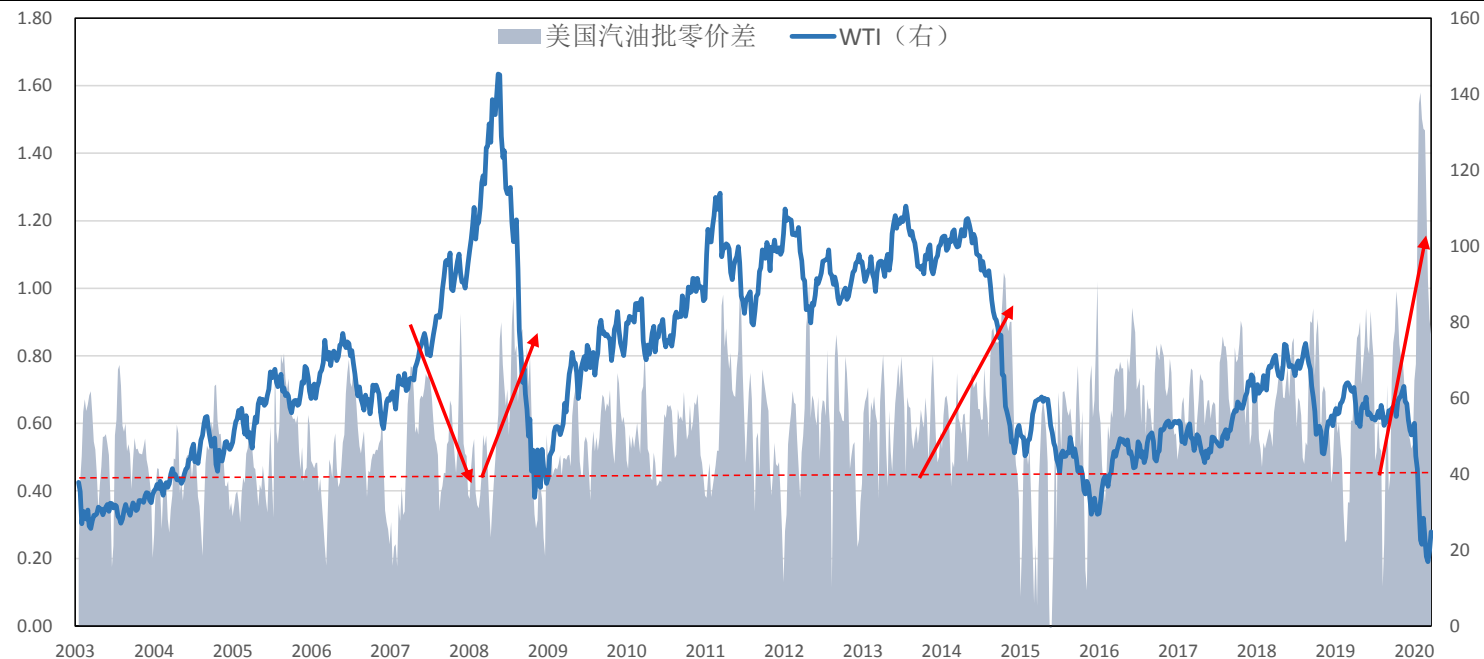
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 三家公司成品油销售毛利率情况 (%)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

美国成品油批零价差与油价关系方面，由于美国国内成品油批发价和零售价均采用市场化定价机制，我们发现从 2003-2020 年的长时间内批零价差基本围绕 0.4 美元/加仑（约 1000 元/吨）波动，当油价出现暴涨时，批零价差会下降，而当油价出现暴跌时，批零价差会上升，而当油价处于震荡时，批零价差基本稳定，并且未出现“批零倒挂”，因此，美国的加油站行业综合盈利能力强，经营稳定性高。

**图 34: 美国汽油批零价差与油价关系 (美元/加仑, 美元/桶)**


资料来源: EIA, 万得, 信达证券研发中心

我们将伙伴全球作为主要对比公司, 零售业务是该公司利润的主要来源, 占公司毛利的比例从 2017 年的 74% 上升至 2019 年的 80%。通过研究伙伴全球加油站业务发展历史, 我们发现: 该公司零售业务的发展主要依赖于持续的加油站资产收购和加油站供油项目的开发能力。从 2010 年收购埃克森美孚公司的 190 座加油站和 31 座加油站供油权业务开始, 截止 2019 年, 该公司合计收购 772 座加油站, 其中包括自营、出租和代理商模式, 和 723 座加油站的供油权, 并获得了 3 个加油站或便利店品牌。通过大量的资产并购, 公司构建了“GDSO”加油站资产组合, 包括 4 种经营模式: 自营加油站的油品销售业务、代理商加油站的油品销售业务、出租方加油站的油品销售业务和为合同方提供油品供应的业务。其中**自营加油站模式**对应和顺石油建设和收购加油站模式; **代理商站模式**对应和顺石油加盟模式, 由公司方对代理商零售油品定价; **出租方加油站模式**包含出租加油站和油品供应业务, 出租加油站部分对应和顺石油易家湾加油站出租模式 (出租给中石油华南分公司), 销售方自行对油品定价; **为合同方供应油品业务**对应和顺石油批发油品业务。2019 年, 公司业务涵盖自营加油站 289 座, 代理商加油站 258 座, 出租加油站 216 座, 供油加油站 788 座, 共计 1,551 座加油站。

**表 2: 伙伴全球加油站业务收购历史**

时间	收购情况
----	------

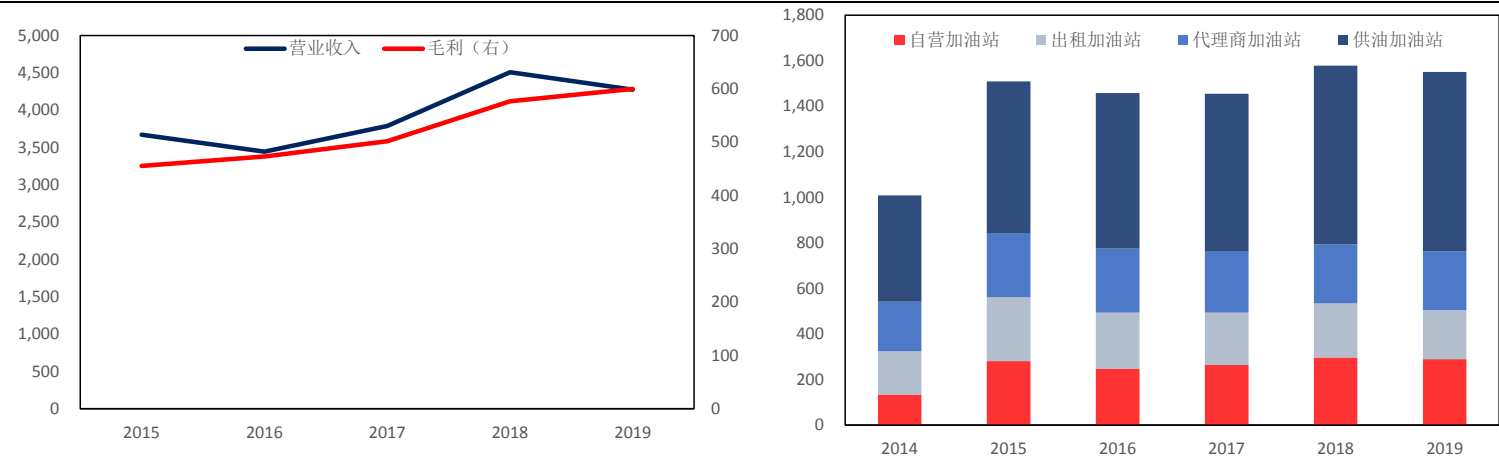
2010 年	收购埃克森美孚公司的 31 座加油站的供油权和 190 座加油站，包括自营和出租加油站。
2012 年	收购 Alliance Energy 公司的 540 座加油站业务，包括 250 家自营和出租加油站，和 290 座加油站的供油权。 收购 Mutual Oil 公司的 6 座自营加油站。
2015 年	收购 Warren 公司，获得 147 座 Xtra Mart 品牌加油站、53 座代理商加油站和 330 座加油站供油权 通过子公司 Alliance Energy 收购 Capitol 石油公司的 44 座自营加油站、53 座出租加油站和 7 座加油站的供油权。
2016 年	将 30 座从 Warren 合并而来的 Drake Sites 品牌加油站剥离，但仍保留对相关加油站的供油权。
2017 年	收购 Honey Farms 公司的 33 家品牌便利店和加油站资产，包括 11 座运营加油站的便利店和 22 座独立便利店。 收购 Cheshire Oil 公司的 10 座自营加油站。
2018 年	收购 Champlain 公司的 37 座 Jiffy Mart 品牌加油站，24 座自营和出租加油站（包括代理商和承租经销的模式），和 65 座加油站的供油权。

资料来源：伙伴全球公司公告，信达证券研发中心

2012 年-2015 年，伙伴全球处于快速发展期，大量并购加油站资产推动销售毛利率从 1.89% 快速上涨到 5.79%。2016 年开始，伙伴全球加油站资产总量变动较小，通过剥离加油站资产，收购优质品牌加油站资产的方式，进一步调整组合中的资产结构。目前伙伴全球已经形成了合同油品供应业务为主，自营、代理商和出租方油品销售为辅的经营结构。在加油站资产中，拥有“埃克森美孚”、“Honey Farms”和“Jiffy Mart”品牌的加油站经营状况更好，因此伙伴全球仍继续沿用相关品牌名称并重点考虑品牌油站的收购。随着资产增多和结构调整，伙伴全球汽油分销和加油站运营业务的营业收入虽然受国际油价影响出现波动，但毛利润已持续 5 年上涨。

图 35:伙伴全球盈利情况 (百万美元, 百万美元)

图 36: 伙伴全球加油站资产组合情况 (座)



资料来源：伙伴全球公司公告，信达证券研发中心

资料来源：伙伴全球公司公告，信达证券研发中心

## 2. 多种模式齐扩张，零售业务加速铺开

和顺石油的主营业务为加油站零售业务，营收占比超过 80%，2019 年零售业务毛利率为 23.38%。另外，公司拥有 9 家加盟和约 400 家批发客户，主要为社会加油站。值得注意的是，2019 年批发业务毛利率仅为 1.04%，加盟批发业务的毛利率可忽略不计。主要原因是：我国的“三桶油”在产销一体化和覆盖区域上占据了绝对优势，另外，山东地区等民营炼化企业逐渐向终端加油站延伸和布局，成品油批发市场竞争激烈。公司作为终端批发商，在批发业务上的利润空间较小，但有望在铜官油库和运输车队配套完成后，借助公司的规模优势，加大力度向民营加油站供油提升批发毛利率。

**根据公司的发展规划，公司将通过新建、收购、租赁、加盟等多种发展途径并举模式，加速发展加油站业务，尤其是零售业务站点的开拓！**

截止 2019 年，公司共经营 30 座加油站，其中自有产权加油站 14 座，租赁产权加油站 16 座。租赁期限一般为 15 至 20 年，剩余租赁期在 5 年以内的加油站有 3 座。公司在租赁不同的加油站的租金各有不同，主要原因是：租赁定价系租赁前加油站资产经营状况、租赁后改造投入、预计盈利、预计营运成本等多因素与出租方协商确定，视各加油站情况不同而支付不同价位的租金。另外公司有 9 家加盟加油站，公司对加盟加油站实行“统一标识名称”形象管理，并统一安装和顺 IC 卡管理系统，同时与加盟加油站签订成品油销售合同，保证品牌旗下加油站油品质量。消费者往往认为民营加油站的油品质量差，不愿意前往民营加油站加油，公司通过租赁加油站和加盟加油站的模式，进一步扩大“和顺石油”品牌影响力，有助于终端消费者对于“和顺石油”品牌的认识，增加终端客户黏性，提升公司成品油业务销量。

**表 3:公司租赁加油站情况**

序号	加油站名称	租赁开始日	租赁到期日	租金条款
1	中意路加油站	2013.05.10	2021.03.31	前 5 年 37 万/年,后 10 年每年租金在上一年基础上复式递增 5%
2	星龙加油站	2012.06.28	2021.10.18	第一年为 120 万, 后续每年增加 1 万
3	五里牌加油站	2014.01.01	2024.09.27	188 万/年
4	新韶加油站	2012.11.23	2026.02.21	第一年 240 万, 第二年在第一年基础上递增 7%, 以此类推逐年递增。
5	顺安加油站	2012.01.01	2028.06.10	第一年至第三年租金为 35 万/年, 自第四年起每年递增 1 万元
6	武广加油站	2011.11.01	2029.06.30	第一年 75 万, 此后每二年递增 5%
7	花桥加油站	2018.02.21	2030.02.22	150 万/年、220 万/年*
8	展览加油站	2013.04.01	2030.08.27	前 5 年 14.8 万/年, 此后每 5 年按 10%递增
9	新谊加油站	2013.07.01	2031.10.31	73.44 万/年
10	时代加油站	2015.01.18	2031.12.31	前 10 年 123.3 万/年; 后 10 年 147.96 万/年
11	南站加油站	2010.08.28	2033.03.30	前五年为 55 万/年, 按 5 年一个递增阶段, 后一阶段租金在前一阶段基础上递增 18%
12	香樟路加油站	2015.01.01	2033.08.31	前两年 12 万/年; 第 3-7 年 12.8 万/年; 第 8-12 年 13.6 万/年; 第 13 至 17 年 18 万/年; 第 18 至 20 年 40 万/年
13	荷花加油站	2006.02.01	2034.04.30	301 万/年
14	万里加油站	2011.05.04	2034.12.31	前五年 7 万/年; 第 6-10 年 8 万/年; 第 11-15 年 9 万/年; 第 16-20 年 10 万/年
15	兴武加油站	2003.10.20	2034.12.31	前五年 7 万/年; 第 6-10 年 8 万/年; 第 11-15 年 9 万/年; 第 16-20 年 10 万/年
16	汇通加油站	2013.09.01	2040.01.18	第 1-3 年 20 万/年, 从第四年起每年按前一年 4%复式递增

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

(\*注: 荷花桥加油站租赁合同, 2018 年 2 月 11 日, 公司与尹二明签订补充租赁合同, 将租金到期日从 2025 年 2 月 22 日延期至 2030 年 2 月 22 日, 2012 年 11 月 22 日至 2025 年 2 月 23 日租金为 150 万/年, 2025 年 2 月 23 日至 2030 年 2 月 22 日租金为 220 万/年。)

根据公司的加油站扩张项目计划, 整体将投入 7 亿元, 新增 18 座加油站, 平均单站成本为 3850 万元/座。对比 2018 年-2019 年期间, 公司共计新增 6 座加油站, 其中自建 4 座加油站, 分别为: 星安加油站、学莲加油站、杨家湾加油站和滨水新城加油站; 1 座加油站为母公司转让股权, 为易家湾加油站; 1 座为收购孙公司股权获得, 为同心加油站, 仍有 3 座尚在建设中, 分别为: 大汉加油站、龟山路加油站、敏州西路加油站。**18-19 年, 公司自建加油站平均成本为 4269 万元/座 (已建成和在建**

共 7 座)。公司通过新建、租赁和收购的综合成本将低于自建平均成本，并且收购和租赁加油站的模式能缩短获取加油站的时间，使公司实现短期快速扩张的目标。

表 4:2018-2019 年和顺石油加油站新增情况

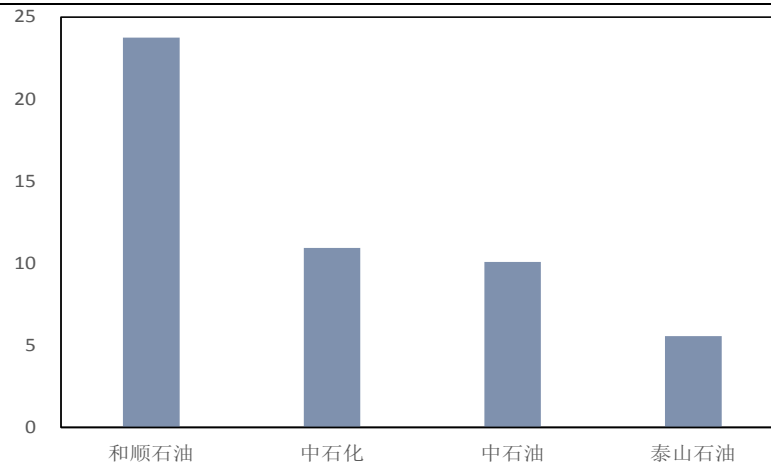
序号	加油站名称	合同总金额 (万元)	状态	获取方式
1	同心加油站	4600.00	已投入使用	孙公司股权收购
2	星安加油站	3700.00	已投入使用	自建
3	学莲加油站	5735.00	已投入使用	自建
4	杨家湾加油站	3200.00	已投入使用	自建
5	滨水新城加油站	4398.00	已投入使用	自建
6	易家湾加油站*	2211.43	已出租	母公司股权转让
7	大汉加油站	4300.00	在建	自建
8	龟山路加油站	5700.00	在建	自建
9	敏州西路加油站	2850.00	在建	自建

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

(\*注：2010 年，因零售毛利甚微，母公司和顺投资将易家湾加油站出租，并抵押给中石油湖南分公司，租期至 2034 年。2018 年为避免同业竞争母公司将该加油站出售给和顺石油公司。)

2019 年，中石化、中石油单站日均加油量分别为 10.94 吨/日和 10.08 吨/日，其中中石化的单站日均加油量保持上升趋势，中石油受其非自营加油站数量上升影响，单站日均销量持续下滑。泰山石油拥有 200 座左右的加油站，主要分布在山东泰安市境内，单站日均销量为 5.57 吨/日。相比之下，2018 年，公司成品油零售销量为 20 万吨，同比上升 7.10%，2019 年零售销量保持在 20 万吨左右，公司加油站数量上升 6 座，但公司单站日均销量持续下滑至 18.16 吨/日。主要原因是 2018 年，公司新建的 4 座加油站销量未达到满负荷，拖累公司整体销量，但仍高于中石化、中石油和泰山石油的单站日均加油量。在占据区域优势的背景下，公司通过多样化营销手法和加大零售业务投入力度，在加油站零售业务方面，领先于全国。公司完成扩张计划后，公司在核心区域的加油站规模扩大，叠加用国内首家民营上市加油站“和顺石油”品牌优势和管理体系升级的优势，与当地的民营加油站合作，共同提升单站销量和经营效率。

图 37: 2019 年各家公司单站日均油品销量情况 (吨/日)



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心



## 盈利预测、估值与投资评级

### 一、基本假设和盈利预测

表 5:公司经营收入和成本预测 (万元, %)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
<b>Brent 油价全年均值 (美元/桶)</b>	55.00	72.00	64.00	45.00	50.00	55.00
<b>批发业务</b>						
营业收入	72,404.62	69,582.27	36,541.12	44,101.38	75,785.53	105,999.07
营收增速		-3.90%	-47.49%	21%	72%	40%
毛利率(%)	4.03%	2.86%	1.04%	4%	3%	3%
<b>零售业务</b>						
营业收入	132,240.13	162,327.09	155,224.73	105,639.42	200,469.23	341,120.58
营收增速		22.75%	-4.38%	-32%	90%	70%
毛利率(%)	28.79%	20.59%	23.38%	36%	30%	28%
<b>综合</b>						
营业收入	204,644.75	231,909.36	191,765.85	149,740.80	276,254.77	447,119.65
营收增速		13.32%	-17.31%	-21.91%	84%	62%
综合毛利率	20.02%	15.27%	19.14%	26%	22%	22%

资料来源: 信达证券研发中心

表 6:三费假设 (%)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
销售费用	5.57%	4.92%	6.11%	0.36%	0.36%	0.36%
管理费用	1.29%	1.03%	1.10%	7.11%	8.11%	9.11%
财务费用	0.44%	0.52%	0.52%	0.65%	0.32%	0.28%

资料来源: 信达证券研发中心

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年 EPS (摊薄) 分别为 1.42 元/股, 1.82 元/股和 2.40 元/股。

## 二、相对估值与投资评级

### 1、与可比上市公司估值相比

泰山石油和广聚能源在国内均经营成品油批发零售业务，与公司经营模式类似，我们利用 2019 年 EPS（摊薄）计算了静态 PE，发现公司 2019 年静态 PE 约为 24 倍，明显低于泰山石油和广聚能源。

表 7:可比公司估值对比

代码	上市公司	股价	2019 年 EPS (摊薄, 元/股)	2019 年静态 PE (倍)
000554.SZ	泰山石油	4.45	0.01	445
000096.SZ	广聚能源	10.60	0.24	44.17
603353.SH	和顺石油	28.75	1.21	23.76

资料来源：信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 28 日收盘价

### 2、与行业市盈率相比

鉴于公司属于证监会行业分类之“零售行业 F52”，我们选取了“证监会零售行业指数”近 10 年的 PE 数据，发现中位数为 30 倍，平均值为 31 倍，根据我们对公司盈利预测，公司对应 2020 年 5 月 28 日的收盘价 PE 为 21 倍、16 倍、12 倍，公司动态 PE 低于零售行业近 10 年中枢，估值处于历史较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图 38: 证监会零售行业指数的历史 PE (倍)



资料来源：万得，信达证券研发中心 注：截止 2020 年 05 月 28 日收盘价

## 风险因素

---

1. 国际油价暴涨暴跌大幅波动的风险;
2. 加油站扩张计划开展不及预期, 并购成本上涨的风险;
3. 铜官油库建设不及预期的风险;
4. 经济增速下滑、新能源汽车推广、民众出行需求恢复不及预期导致油品销量不及预期的风险;
5. 品牌推广和营销活动效果不及预期的风险。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	255.73	376.92	1,399.63	1,576.68	1,882.10
货币资金	145.09	222.97	1,286.94	1,373.57	1,561.15
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	4.17	8.47	4.43	8.18	13.23
预付账款	35.44	26.32	18.73	36.41	59.41
存货	59.81	102.76	73.13	142.14	231.92
其他	11.22	16.40	16.40	16.40	16.40
<b>非流动资产</b>	614.38	640.88	632.58	818.84	996.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	124.52	146.82	158.61	171.90	165.26
无形资产	375.39	375.91	377.19	573.91	761.83
其他	114.48	118.16	96.79	73.03	69.23
<b>资产总计</b>	870.11	1,017.81	2,032.21	2,395.52	2,878.42
<b>流动负债</b>	344.76	330.60	289.72	410.62	573.55
短期借款	141.24	141.24	141.24	141.24	141.24
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.63	10.93	7.78	15.12	24.67
其他	188.89	178.42	140.70	254.26	407.63
<b>非流动负债</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	344.76	330.60	289.72	410.62	573.55
少数股东权益	4.96	4.94	5.06	5.21	5.40
归属母公司股东权益	520.39	682.27	1,737.28	1,979.39	2,299.01
<b>负债和股东权益</b>	870.11	1,017.81	2,032.21	2,395.52	2,878.42

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,339.15	1,940.15	1,514.97	2,794.94	4,523.63
同比(%)	13.23%	-17.06%	-21.91%	84.49%	61.85%
归属母公司净利润	156.03	161.74	190.01	242.11	319.63
同比(%)	-18.67%	3.66%	17.48%	27.42%	32.02%
毛利率(%)	15.44%	19.19%	26.35%	22.41%	21.78%
ROE%	32.35%	26.90%	15.71%	13.03%	14.94%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.21	1.42	1.82	2.40
P/E	25	24	21	16	12
P/B	7.50	5.72	2.25	1.97	1.70
EV/EBITDA	12.59	11.95	13.56	10.83	8.31

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	2,339.15	1,940.15	1,514.97	2,794.94	4,523.63
营业成本	1,977.90	1,567.89	1,115.70	2,168.60	3,538.43
营业税金及附加	8.14	6.27	5.47	10.10	16.34
销售费用	115.03	118.54	107.71	226.66	412.09
管理费用	24.18	21.27	24.18	58.59	117.45
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	12.26	10.00	8.85	8.86	12.77
减值损失合计	-1.77	-0.40	-0.93	-1.66	-2.60
投资净收益	2.25	0.08	0.82	0.82	0.82
其他	0.21	-0.70	-1.86	-3.31	-5.21
<b>营业利润</b>	205.87	215.97	251.94	321.30	424.75
营业外收支	3.49	0.51	1.56	1.71	1.68
<b>利润总额</b>	209.36	216.48	253.50	323.01	426.43
所得税	53.25	54.76	63.38	80.75	106.61
<b>净利润</b>	156.11	161.72	190.13	242.26	319.82
少数股东损益	0.08	-0.02	0.12	0.15	0.20
<b>归属母公司净利润</b>	156.03	161.74	190.01	242.11	319.63
EBITDA	243.76	256.79	298.41	373.76	487.11
EPS(当年)(元)	1.56	1.62	1.42	1.82	2.40

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	215.62	145.31	234.58	323.19	425.54
净利润	156.11	161.72	190.13	242.26	319.82
折旧摊销	27.43	34.50	37.77	43.96	53.71
财务费用	6.97	5.82	7.14	6.79	6.97
投资损失	-2.25	-0.08	-0.82	-0.82	-0.82
营运资金变动	27.35	-56.52	-0.39	28.97	42.64
其它	0.01	-0.12	0.75	2.04	3.22
<b>投资活动现金流</b>	-144.74	-61.38	-28.47	-229.78	-230.99
资本支出	-127.34	-62.08	-29.29	-230.60	-231.81
长期投资	-17.74	80.08	0.82	0.82	0.82
其他	0.34	-79.38	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-68.06	-6.46	857.86	-6.79	-6.97
吸收投资	0.00	0.00	918.35	0.00	0.00
借款	19.20	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	87.26	6.46	60.49	6.79	6.97
<b>现金流净增加额</b>	2.81	77.88	1,063.97	86.62	187.58

## 研究团队简介

**陈淑娴，石化行业首席分析师。**北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。荣获 2019 年第 7 届 Wind “金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。