

和顺石油 (603353.SH) 上市树立民营加油站品牌, 加速扩张打造龙头地位

2020年07月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/7/13
当前股价(元)	54.89
一年最高最低(元)	58.00/27.50
总市值(亿元)	73.21
流通市值(亿元)	18.32
总股本(亿股)	1.33
流通股本(亿股)	0.33
近3个月换手率(%)	1,075.33

● **上市树立民营加油站品牌, 加速扩张打造龙头地位。首次覆盖, 给予“买入”评级。**

公司是民营加油站龙头企业, 上游采购渠道多样化保障油品稳定供应、具成本优势, 自建油库维稳批零价差、保障利润稳定; 计划投入7亿元通过收购&租赁的方式新增18座加油站, 增量空间广阔。我们预测2020-2022年, 公司归母净利润为212/294/416百万元, 同比增长30.9%/38.8%/41.4%, EPS分别为1.59/2.20/3.12元; 以7月13日收盘价计算, 对应PE为34.6/24.9/17.6倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **上游采购渠道多样化, 自建库存维稳批零价差**

上游采购渠道多样化: 公司建立了以山东地炼为主、国有石化企业为辅, 贸易商为补充的多元化采购渠道。充分利用供应渠道优势, 有效应对原油价格波动, 保障油品稳定供给; 山东地炼为主要供应渠道, 占比50%以上, 对比2017-2019年山东地炼出厂价始终低于中石油、中石化的批发价, 采购成本上具有优势。**自建油库维稳批零价差:** 公司拥有库容2.95万方的湘潭油库, 平均库存周期为15天, 与成品油调价周期10个工作日基本保持一致, 最大程度减小原油价格变动对公司的不利影响。此外, 长沙铜官油库项目建成后, 公司将拥有9万方仓储能力, 周转量将达到100万吨以上, 有助于加强公司采购议价能力和抗风险能力。

● **抢先布局构建竞争壁垒, 收购&租赁加速版图扩张**

抢先布局构建竞争壁垒: 由于新建加油站审核复杂, 且国家规定城区加油站之间车行距离不少于1.8公里, 优质地段加油站成为稀缺资源。截止2019年底, 公司自营30座加油站, 主要位于在市区或主干路段附近。同时配套有库容2.95万方的湘潭油库, 3.2公里铁路专线使用权、25辆不同吨位的油罐车, 建构竞争壁垒。**收购&租赁加速版图扩张:** 根据公司扩张项目计划, 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年自建平均成本为4269万元/座。通过租赁和收购的综合成本将低于自建成本, 同时缩短前期准备时间, 使公司实现短期快速扩张的目标。另外, 公司通过此模式有望扩张到省外发达地区, 增量空间广阔。

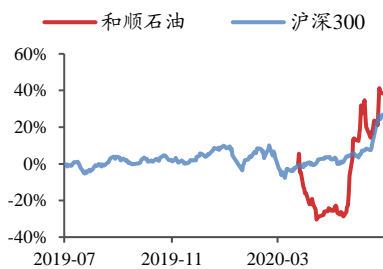
● **风险提示:** 行业竞争加剧、加油站扩张不及预期、品牌营销效果不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,339	1,940	2,241	3,309	4,495
YOY(%)	13.2	-17.1	15.5	47.7	35.9
归母净利润(百万元)	156	162	212	294	416
YOY(%)	-18.7	3.7	30.9	38.8	41.4
毛利率(%)	15.4	19.2	20.8	20.0	20.5
净利率(%)	6.7	8.3	9.5	8.9	9.2
ROE(%)	29.7	23.5	24.7	26.9	28.6
EPS(摊薄/元)	1.17	1.21	1.59	2.20	3.12
P/E(倍)	46.9	45.3	34.6	24.9	17.6
P/B(倍)	14.1	10.7	8.6	6.7	5.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 民营加油站龙头，业绩稳健具成长属性	4
1.1、 首家民营上市加油站，扎根湖南专注成品油销售	4
1.2、 业绩保持稳步上升，业务结构不断优化	5
1.3、 经营现金流状态良好，分红政策力度较大	7
2、 上游采购渠道多样化，库存优势维稳批零价差	8
2.1、 炼油行业充分竞争，供应商选择多样化	8
2.2、 长期价差稳定&库存周转灵活，保障公司稳定经营	11
3、 自建油库构建竞争壁垒，收购&租赁加速版图扩张	12
3.1、 高效布点抢占先机，自建油库优势筑起壁垒	12
3.2、 区域龙头品牌效应彰显，收购&租赁加速版图扩张	14
3.3、 优质服务提升单站销量，非油业务增量空间巨大	15
4、 盈利预测与投资建议	17
4.1、 关键假设	17
4.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	18
5、 风险提示	19
附： 财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司股权较为集中（日期截至 2020 年 4 月 7 日）	4
图 2： 公司专注产业链下游成品油销售行业	5
图 3： 公司营收整体呈上升趋势	6
图 4： 公司归母净利润整体呈上升趋势	6
图 5： 2019 年 92 号汽油占公司营收的 63%	6
图 6： 2019 年 92 号汽油占公司毛利的 64%	6
图 7： 历年 92 号汽油为构成公司营收的最重要部分	6
图 8： 历年 92 号汽油为构成公司毛利的最重要部分	6
图 9： 零售业务占比近年不断扩张	7
图 10： 零售销量逐年增加、批发销量逐年缩减	7
图 11： 零售与批发价格比例较为固定	7
图 12： 零售业务毛利大幅高于批发业务	7
图 13： 应付账款周转天数长于应付账款周转天数	8
图 14： 经营活动现金流与公司净利润走势匹配	8
图 15： 中国炼化格局三足鼎立（2018）	8
图 16： 国内成品油供过于求（万吨）	9
图 17： 供应商以山东地炼为主，国有油企为辅，贸易商补充	9
图 18： 0 号柴油山东地炼渠道采购价最低	10
图 19： 92 号汽油山东地炼渠道采购价最低	10
图 20： 95 号汽油山东地炼渠道采购价最低	10
图 21： 山东地炼成品油价格与原油价格相关性强	11
图 22： 成品油零售价格与原油价格相关性强	11
图 23： 成品油批零价差中枢波动，与油价关联性弱	12
图 24： 近年长沙 GDP 高速增长	12

图 25: 湖南省成品油消费稳步攀升	12
图 26: 加油站主要布局在省会及周边地区	13
图 27: 公司提供充值免费洗车服务	16
图 28: 社群运营增加客户粘性	16
图 29: 公司日均销量大幅优于中石油、中石化	16
表 1: 公司对比小型民营加油站多方面凸显竞争力	14
表 2: 公司租赁合同年租金在 7-300 万元不等	14
表 3: 2018-2019 年公司新增 9 个加油站	15
表 4: 加油站数量与单站销量预测表	17
表 5: 吨成本与售价预测表	17
表 6: 期间费用率预测表	18
表 7: 可比公司盈利预测与估值	18

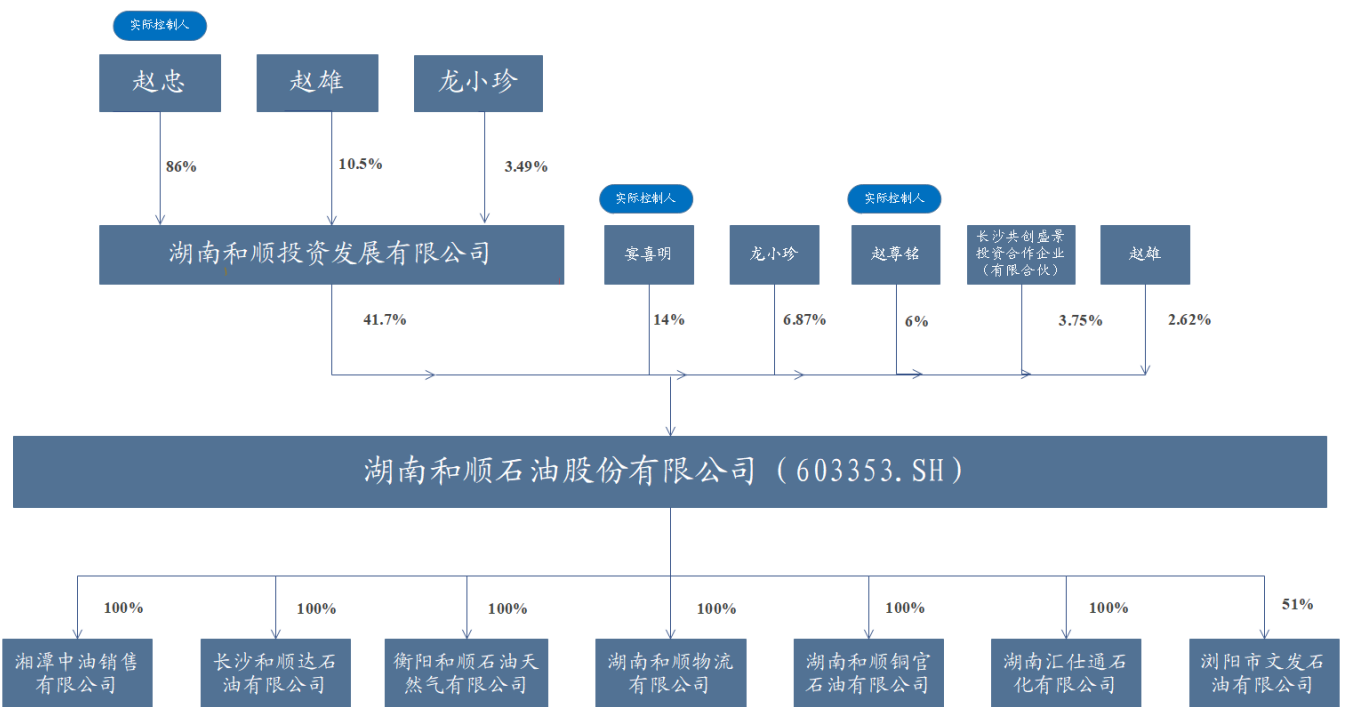
1、民营加油站龙头，业绩稳健具成长属性

1.1、首家民营上市加油站，扎根湖南专注成品油销售

公司为国内首家民营上市加油站。湖南和顺石油股份有限公司系由成立于 2005 年 7 月 18 日的湖南和顺石油化工有限公司整体变更设立。2015 年 11 月公司在湖南省工商行政管理局完成工商变更登记手续，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，同时也是国内首家民营上市加油站。

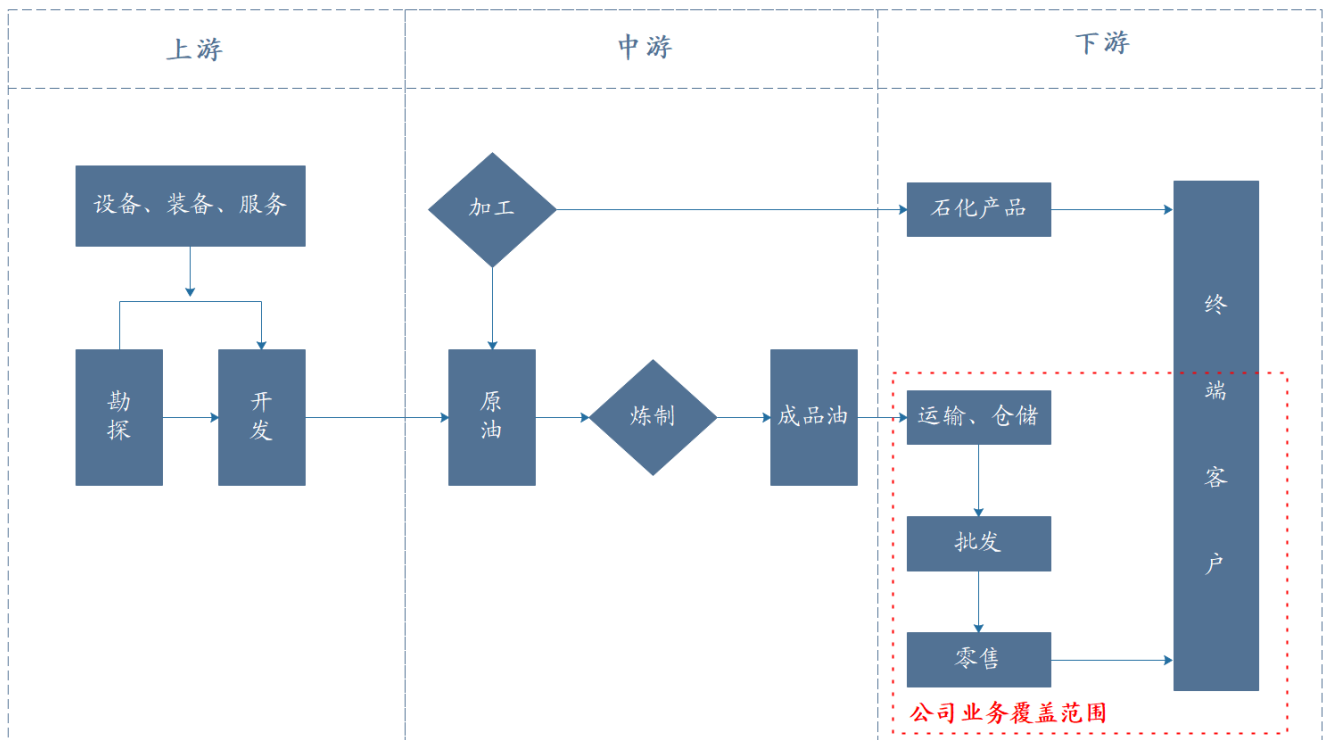
公司股权结构较为集中，实际控制人为赵忠家族。发行完成后，公司控股股东为和顺投资，持股 41.7%。实控人赵忠通过和顺投资间接持有 35.86% 的股份，担任和顺石油董事长一职，其妻晏喜明和其子赵尊铭为一致行动人，分别持有公司 14% 和 6% 的股份，三人合计持有股份约 55.86%，赵忠对公司经营、决策和治理等有绝对控制力。另外，公司为对员工进行股权激励，成立了持股平台共创盛景，持有公司 3.75% 的股份。

图1：公司股权较为集中（日期截至 2020 年 4 月 7 日）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

扎根湖南十五载，专注成品油销售行业。公司主营业务为成品油批发、零售，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。截至 2019 年 12 月 31 日，公司自营 30 座加油站，拥有库容为 29,500 立方米的湘潭油库，拥有 1 条 3.2 公里铁路专用线使用权、25 辆不同吨位的油罐车。**公司立足于湖南长株潭城市群区域，面向全省及周边发展。**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。

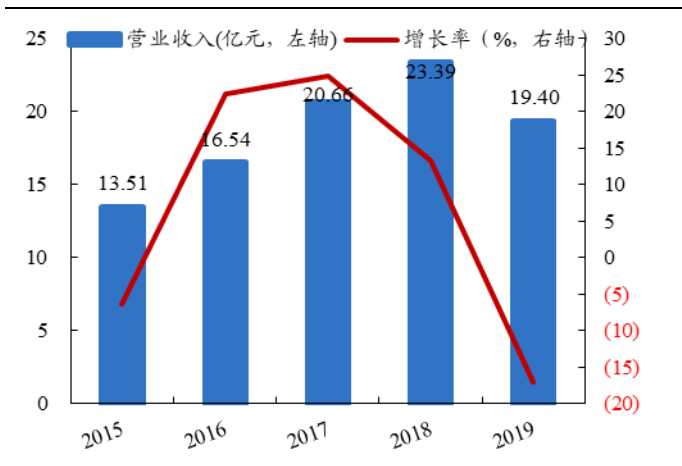
图2：公司专注产业链下游成品油销售行业


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩保持稳步上升，业务结构不断优化

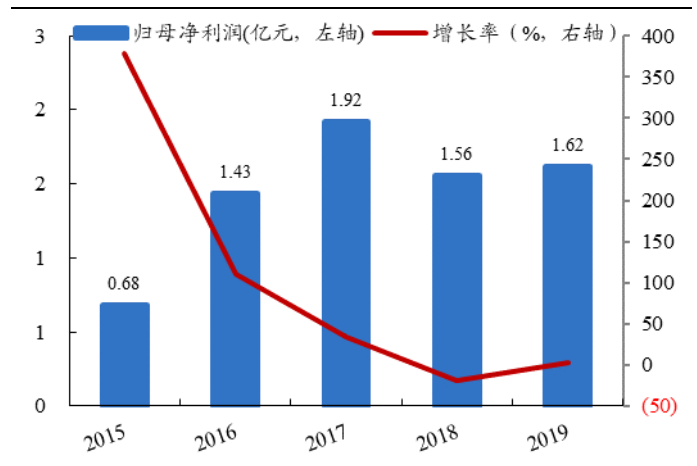
公司营收利润整体保持上升趋势。公司自 2015 年变更为股份有限公司以来，公司通过自建及并购的方式扩张业务，营收与利润整体上呈现上升趋势。**从营收上看**，2019 年公司实现营收 19.4 亿元，较 2015 年 CAGR=9.47%，较 2018 年同比下滑 17.06%。**从归母净利润上看**，2019 年公司归母净利润为 1.62 亿元，较 2015 年 CAGR=24.19%，较 2018 年同比增长 3.66%。**2018 年营收创历史新高而归母净利润却出现大幅下跌的原因：**2018 年 3 月国家推出成品油消费税改革新政，导致上游炼化企业综合成本提高，传导致公司原油的采购成本，而公司零售单价受发改委最高零售指导价的限制，价格涨幅低于成本涨幅，销售差价缩小挤压利润空间；另外，同年 1-3 季度国际油价急速上涨使采购成本上调幅度较大，第四季度受国际原油价格急速下跌的影响，公司实现销售时的毛利较下单时减少，进一步加剧了零售毛利率下降。**2019 年归母净利润出现反弹，营收却大幅下跌的主要原因有：**1) 公司调整了业务结构，减少批发业务销量，着重发展毛利率较高的零售业务；2) 2019 年国际油价平均水平低于 2018 年，导致公司 2019 年批发和零售业务在加权平均单价上较 2018 年有所下滑。

图3: 公司营收整体呈上升趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

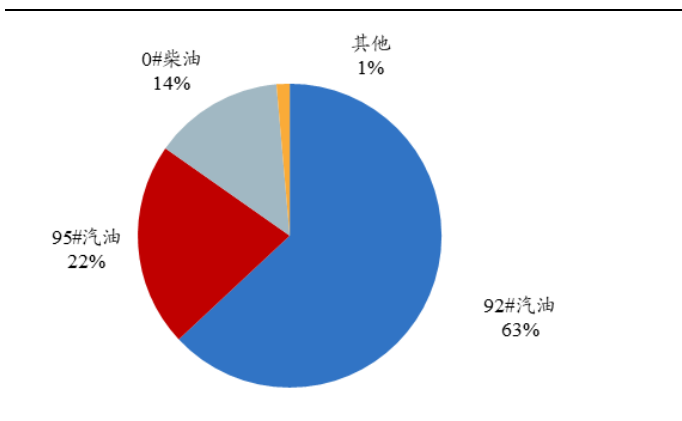
图4: 公司归母净利润整体呈上升趋势



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

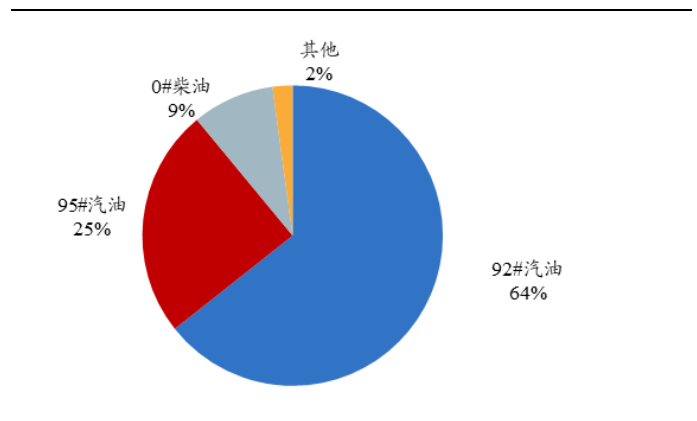
从产品分类上看, 92号汽油为构成公司营收与毛利的最主要部分。公司主营业务包括汽柴油产品4种, 分别为0#柴油、92#汽油、95#汽油和98#汽油, 公司历年产品种类与其比例较为稳定, 92号汽油始终为构成公司营收与毛利的最主要部分, 2019年92号汽油的营收为12.2亿元, 占营收总额的63%; 毛利为2.4亿元, 占总毛利的64%。

图5: 2019年92号汽油占公司营收的63%



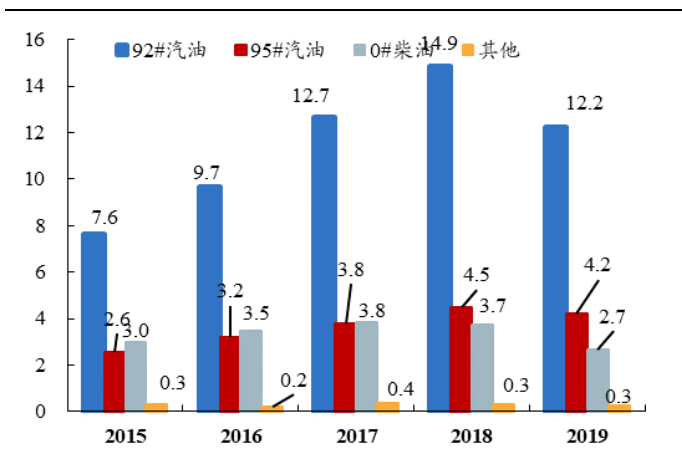
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2019年92号汽油占公司毛利的64%



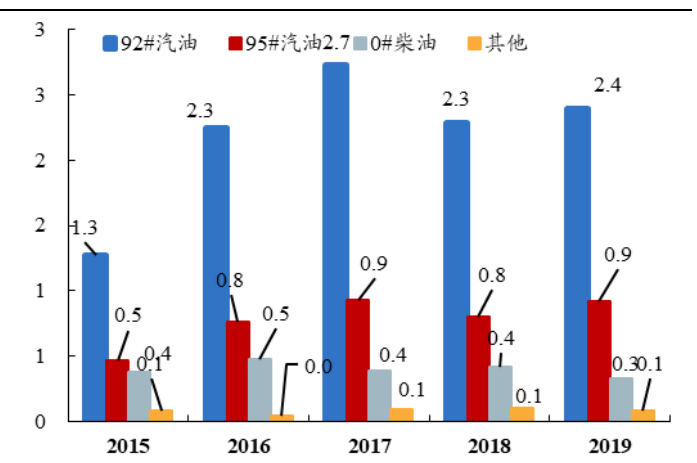
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 历年92号汽油为构成公司营收的最重要部分



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 历年92号汽油为构成公司毛利的最重要部分

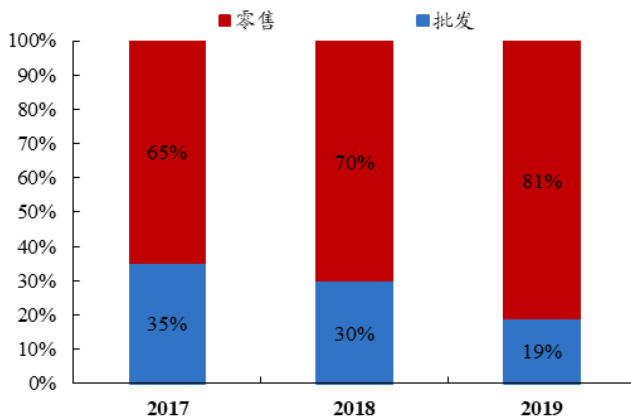


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从业务模式划分上看，公司以零售为主、批发为辅。2017-2019年，公司通过不断调整业务结构，以零售业务为利润核心，批发业务在采购规模效应、品牌影响力、零售终端拓展等方面作为零售业务的战略支撑。2017-2019期间内，成品油零售收入占比持续扩张，分别为65%/70%/81%；零售销量逐年递增，分别为18.74/20.07/26.01万吨；批发销量逐年递减，分别为13.94/11/6.11万吨。

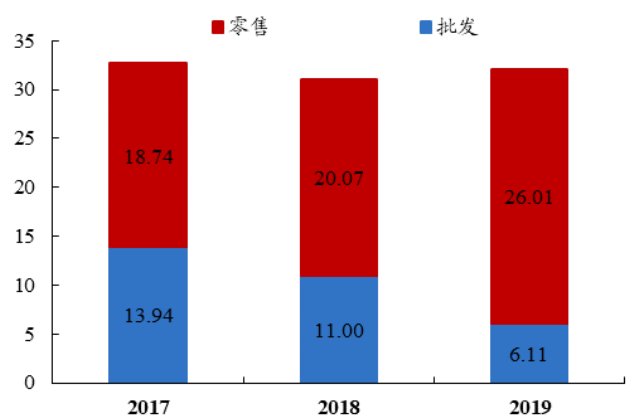
从毛利上看，零售业务始终大幅高于批发业务。2017-2019年，公司零售业务毛利分别为29%/21%/23%，批发业务毛利分别为4%/3%/1%，这是由于在成本相同的情况下，零售业务的价格较批发业务存在较大优势，根据2017-2019年的数据来看，批发价/零售价的比例较为稳定，维持在74%-78%之间。

图9：零售业务占比近年不断扩张



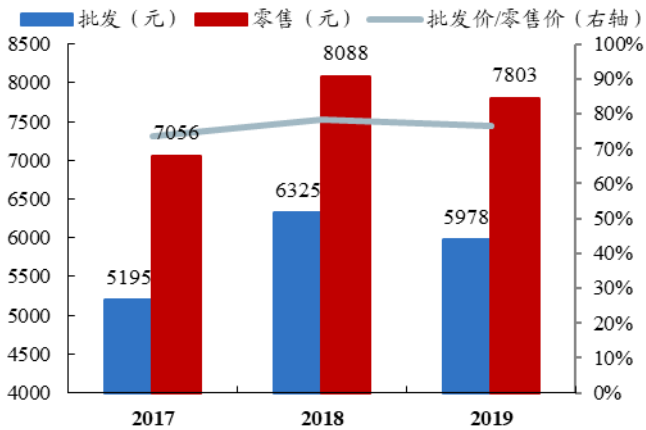
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：零售销量逐年增加、批发销量逐年缩减



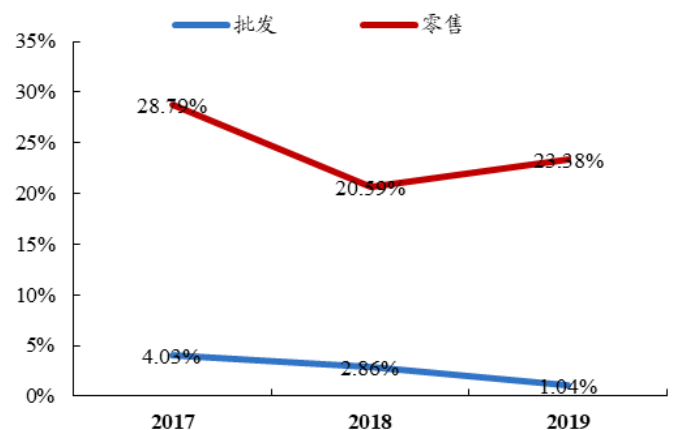
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：零售与批发价格比例较为固定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

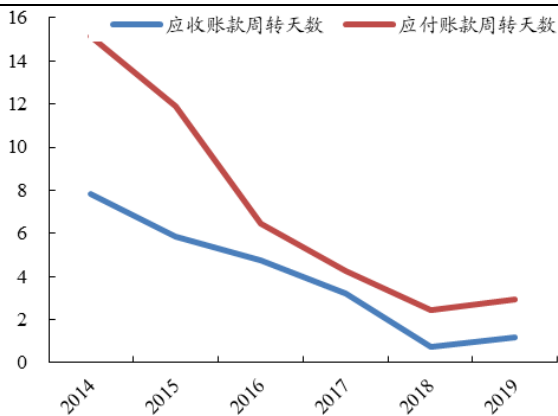
图12：零售业务毛利大幅高于批发业务



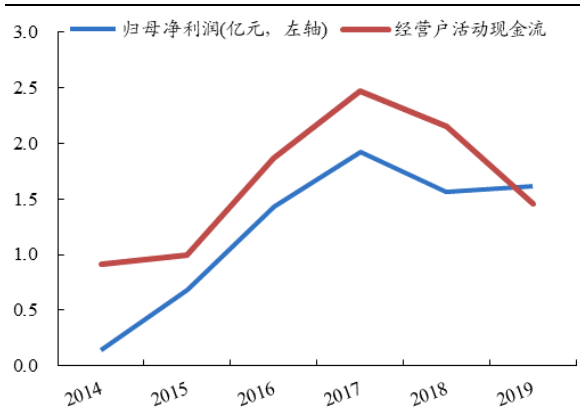
数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、经营现金流状态良好，分红政策力度较大

经营现金流状态良好。2014-2019年公司净利润与经营现金流走势基本匹配，整体现金流状态较好。公司应付账款周转天数始终高于应收账款周转天数，说明公司在供应链中处于较强势地位，利于其资金运用。2019年公司应收款项为2632万元，为应收票据及应收账款的3.11倍。

图13: 应付账款周转天数长于应付账款周转天数


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 经营活动现金流与公司净利润走势匹配


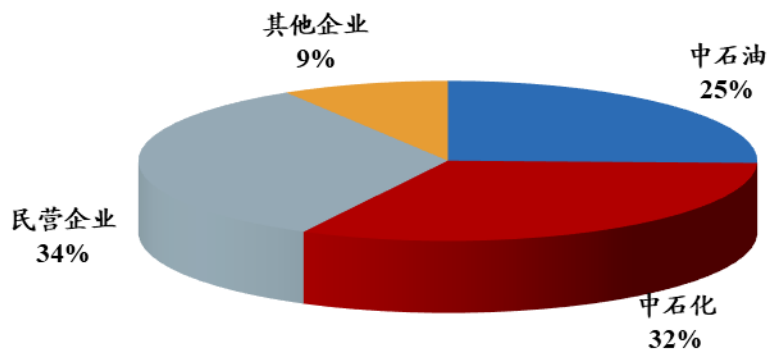
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

分红政策力度较大。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%。

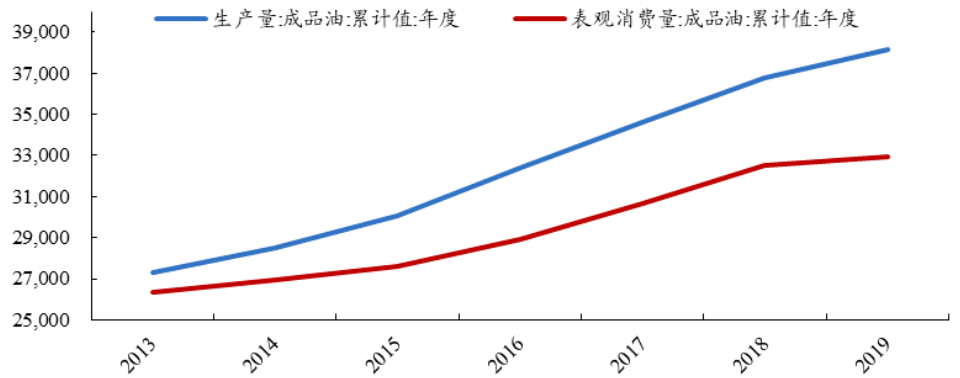
2、上游采购渠道多样化, 库存优势维稳批零价差

2.1、炼油行业充分竞争, 供应商选择多样化

国内炼油行业竞争加剧。我国炼化产业是典型的中石油、中石化、民营地炼三足鼎立的格局。自2015年“两全并重、配额开放”政策实施以来, 地方炼油厂的原油来源渠道拓宽, 获得配额的炼厂直接进口国际原油加工, 并逐步恢复或扩大产能, 随着上游炼化行业产能逐步扩大, 地炼行业处于充分竞争态势。据金联创数据统计, 截至2018年年底, 山东地区维持正常生产的地炼企业有51家, 其中一次加工能力在300万吨以上的炼厂约30家。2019年国内民营大炼化项目的逐渐投产继续加大国内炼油行业的竞争压力。预计未来一段时间国内成品油市场仍将处于供给宽松状态。

图15: 中国炼化格局三足鼎立(2018)


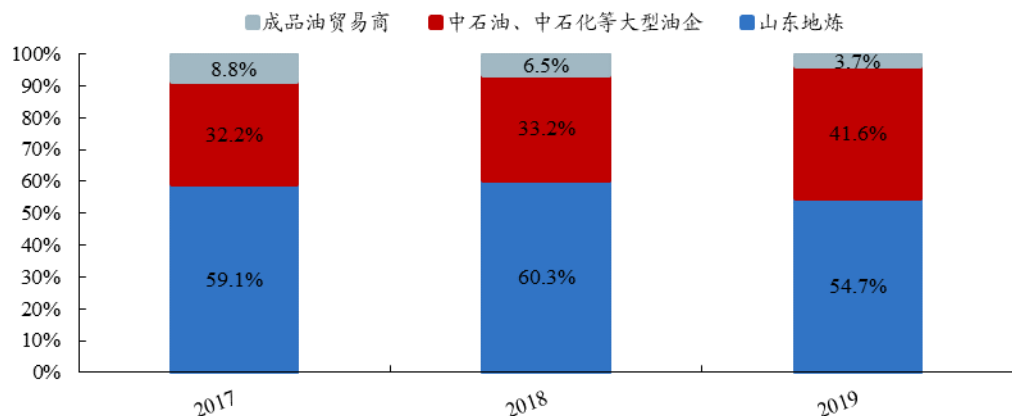
数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

图16: 国内成品油供过于求 (万吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

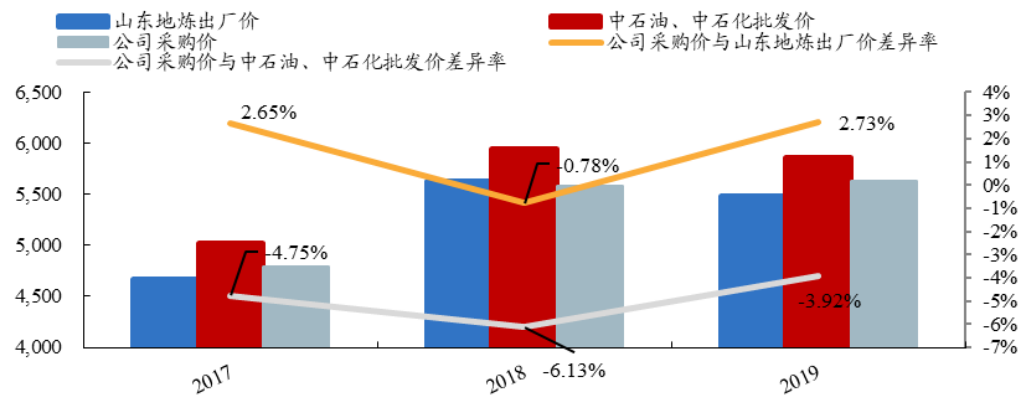
供应商以山东大型地炼厂为主、国有油企为辅，贸易商补充。公司经过 14 年的经营，公司建立了以山东地炼为主、西北大型国有石化企业和湖南本土的大型国有石化企业为辅，江浙沪地区和广东地区成品油贸易商为补充的多元化供应商渠道。在原油价格出现波动时，公司可充分利用不同区域、不同类型的供应商对原油价格波动的反映速度不同，采取多区域多类型供应商采购方式，有效应对价格波动，保障油品供给。

- **山东地炼为最主要供应渠道:** 2017-2019 年公司向山东地炼企业采购占比为 59.1%/60.3%/54.7%，公司通过询价比价，结合油品质量、运输保障等因素综合分析，确定具体供应商和采购量，具备渠道价格优势。
- **国有油企供应渠道应对高油价行情:** 2017-2019 年公司向中石油、中石化等大型油气采购占比为 32.2%/33.2%/41.6%，2018 年在国际原油价格相对较高的情况下，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，传导至销售价格更具竞争优势，因此公司在高油价行情下增加该渠道的采购比例。
- **贸易商渠道逐年递减:** 受 2018 年 3 月实施的成品油消费税改革新政等因素的综合影响，成品油贸易市场竞争激烈，其价格不具备竞争优势。公司 2017-2019 年向成品油贸易商采购占比为 8.8%/6.5%/3.7%，逐年递减。

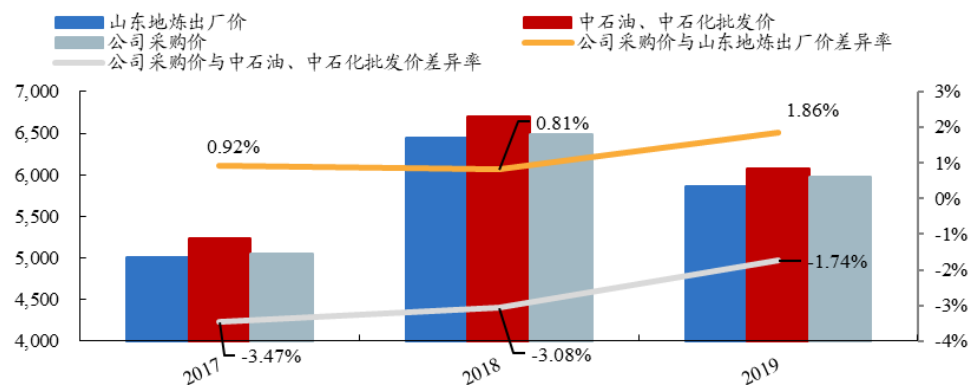
图17: 供应商以山东地炼为主，国有油企为辅，贸易商补充


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

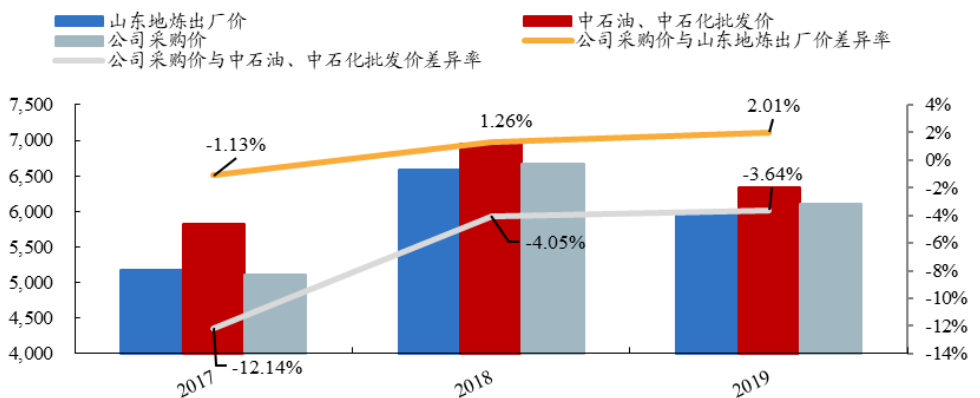
山东地炼渠道价格优势明显。通过比较公司所经营三种油品的山东地炼厂出厂价和中石油、中石化批发价可以得出，山东地炼厂出厂价始终低于中石油、中石化的批发价，且公司采购价格与山东地炼出厂价较为接近，差异率在-1%到3%之间。另外，公司采购单价与中石油、中石化批发价差异率逐年缩小，主要由于成品油市场供给大于需求，供需差逐年扩大，导致成品油销售市场竞争更加激烈，中石油、中石化等大型企业主动下调油品销售价格所致。

图18: 0号柴油山东地炼渠道采购价最低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19: 92号汽油山东地炼渠道采购价最低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20: 95号汽油山东地炼渠道采购价最低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

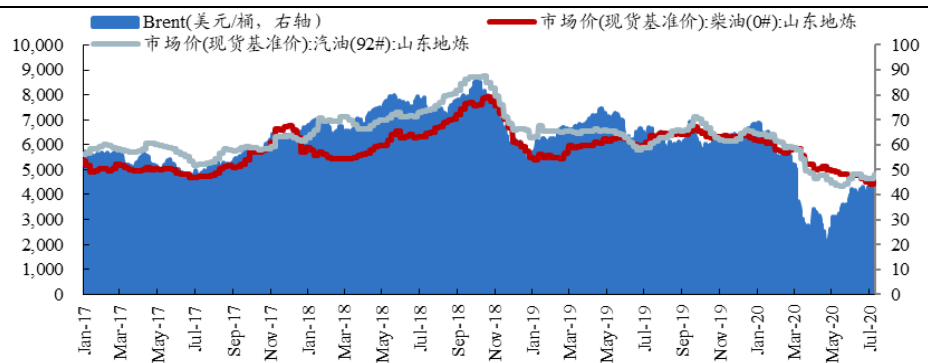
2.2、长期价差稳定&库存周转灵活，保障公司稳定经营

采购价与原油价格关联性强。根据公司 2017-2019 的信息披露，山东地炼为公司最主要的成品油采购渠道，数量占比为 59%/60%/50%。国际油价的波动直接传导炼厂的出厂成品油价格，从而影响公司的采购价格。2017-2019 年 Brent 平均油价为 54/72/64 美元/桶，公司零售油品采购成本为 5025/6423/5980 元/吨，呈现较强相关性。

零售价受政策约束，略低于湖南省最高零售指导价。我国成品油销售实施最高指导价政策。国家发改委根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次最高零售指导价，各省发改委根据国家指导价同步颁布省最高零售指导价。各企业在最高指导价的限制内，可自主定价。在实际操作中，公司在湖南省最高零售指导价限制内，参考中石油、中石化等周边加油站挂牌价情况进行定价，为保持竞争力，公司对大额充值客户、机构客户、合作方客户（如滴滴、微信等）给予一定优惠，使得公司零售价略低于湖南省最高零售指导价。通过比较湖南省物价局的油品零售价与 Brent 原油的价格走势，两者同样呈现较强的关联性。

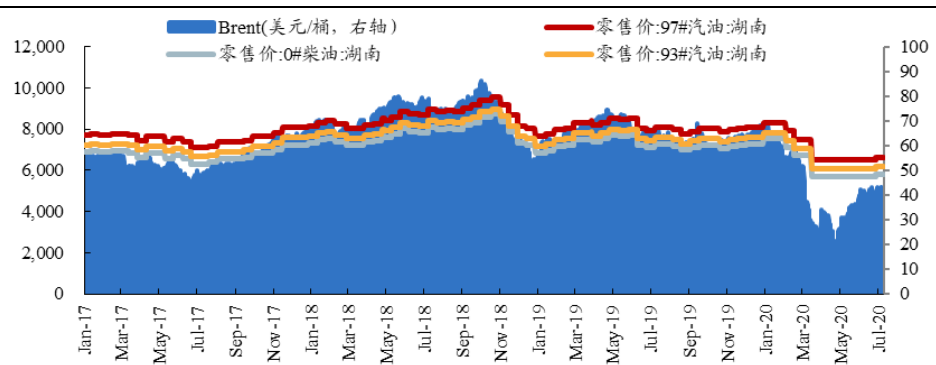
批零价差长期中枢震荡较为稳定。根据公司 2017-2019 的信息披露，零售端批零价差为 2031/1665/1824 元，同期 Brent 原油价格为 54/72/64 美元/桶，2018 年批零价差出现缩小的原因是受成品油消费税改革新政及人民币贬值等因素的综合影响，上游炼化企业综合成本提高，使得成品油采购成本上涨幅度较大，而零售单价由于受到发改委最高零售指导价的限制，涨幅低于成本涨幅，使得成品油批零价差缩小。2019 年成品油消费税改革新政产生的影响已逐渐被市场消化，批零价差回升至 1824 元。预计未来价差将维持 1900 元/吨中枢震荡。

图21：山东地炼成品油价格与原油价格相关性

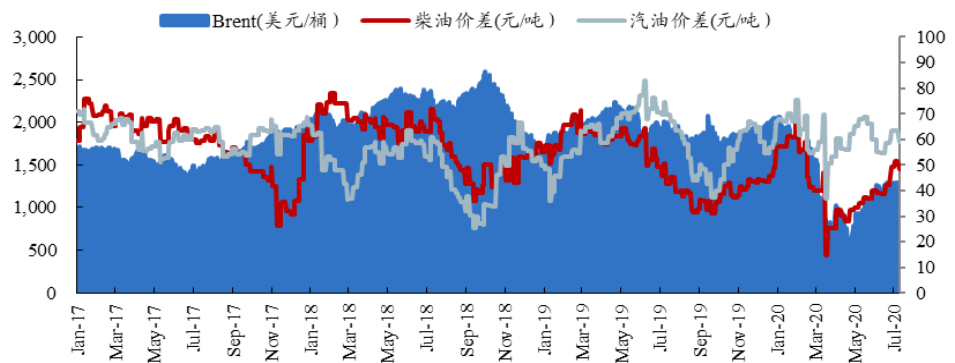


数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：成品油零售价格与原油价格相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23: 成品油批零价差中枢波动, 与油价关联性弱


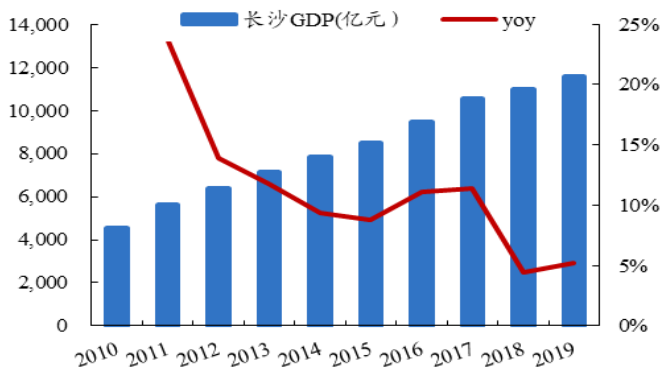
数据来源: Wind、开源证券研究所

库存周期与调价周期基本保持一致, 减少价格变动影响。公司目前拥有库容为 29,500 立方米的湘潭油库, 作为专业的成品油流通企业, 在采购渠道、采购时点判断、安全库存预计等方面拥有多年的运营经验。公司结合市场需求及运输周期等因素合理制定采购计划, 安排安全库存, 公司平均库存周期为 15 天, 与成品油调价周期 10 个工作日基本保持一致, 最大程度减小原油价格变动对公司的不利影响。此外, 长沙铜官油库建设项目建成后, 公司将拥有 9 万立方米成品油的仓储能力, 成品油周转量将达到 100 万吨以上, 仓储能力进一步提升, 有助于加强公司成品油采购议价能力, 减少石油行业国际国内复杂因素影响的冲击, 加强公司抗风险能力。

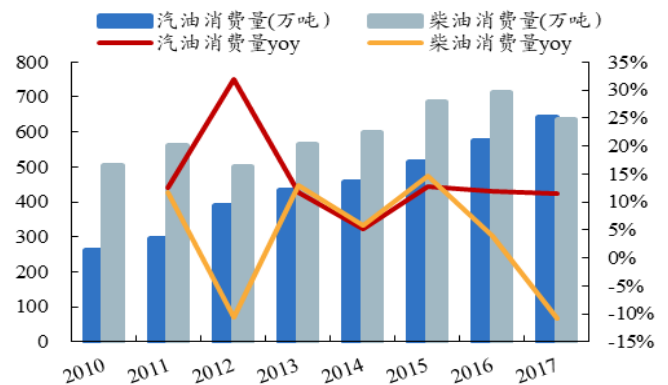
3、自建油库构建竞争壁垒, 收购&租赁加速版图扩张

3.1、高效布点抢占先机, 自建油库优势筑起壁垒

立足长株潭地区, 经济高速增长推动成品油销量稳定攀升。公司自营 30 座加油站, 其中 26 座加油站分别在长沙市, 且主要集中在靠近市区或主干路段附近, 交通便利, 周围车流量较大。2010-2019 年长沙 GDP 的复合增长率达 10.9%, 高于全省与全国的增速水平, 2019 年创新高达 11574 亿元。受益于经济的快速发展, 城市公路系统不断完善、固定投资加大、汽车保有量提升带动了成品油的消费需求。湖南全省 2010-2017 年的汽油消费量从 262 万吨/年增长至 642 万吨/年, 柴油消费量从 503 万吨/年增长至 636 万吨/年。

图24: 近年长沙 GDP 高速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 湖南省成品油消费稳步攀升


数据来源: Wind、开源证券研究所

高效布点抢占先机，享核心资产的区位独占优势。国家对成品油行业实行准入制度，油库、加油站建设均需要政府主管部门提前多年进行规划布局（一般在“五年计划”中对下一个五年内的建设情况进行规划），以满足市场需求为原则，避免重复建设。另一方面，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，即在已规划站点覆盖区域内，将不再规划新的加油站。因此，在有限的城市面积内，优质地段的加油站成为稀缺资源。**公司经过14年发展，已经部署了位置优越的加油站点及油库等核心资产：公司自营30座加油站**，且主要集中在靠近市区或主干路段附近，交通便利，周围车流量较大；**湘潭油库**为长株潭地区重要的成品油集散地，距长沙市区约40公里，距交通枢纽株洲市仅12公里，位于交通要道；**铜官油库**正在建设中，预计2021年投入使用，库容为9万方，位于长沙市望城区临湘江，兼备水陆两种运输方式，有效降低运输成本，保证配送的及时、快捷。可见公司的核心资产具有区位独占性，有利于公司长期稳定经营，持续盈利。

自建油库筑高竞争壁垒。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。根据2019年10月湘潭市商务局出具的证明，湘潭和顺油库被列为“拟取消油库”，但并未明确取消时间。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2021年Q1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，公司整体油品营运能力将增加2倍。铜官油库建成后，一方面使公司防止湘潭油库取消对公司成品油运营受到冲击，另一方面补充和提高公司成品油仓储、周转能力，公司有能力和在扩大周边地区的加油站布局，提高采购议价能力，筑高壁垒。

图26：加油站主要布局在省会及周边地区



资料来源：公司公告

3.2、区域龙头品牌效应彰显，收购&租赁加速版图扩张

湖南省民营加油站存量规模大，民营加油站整合空间大。跟据湖南省成品油分销体系“十二五”规划数据统计，2009年省内加油站总计3970座，其中中石化加油站1497座，中石油加油站493座，社会加油站1980座。2010-2015年期间，计划新增加油站数量共2765座，另有以前规划已批待建加油站619座，总计全省加油站总量控制为7354座。且根据“十三五”统计，包括长沙、株洲、湘潭等在内的13个地州市，预计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2214座。

表1: 公司对比小型民营加油站多方面凸显竞争力

	和顺石油	小型民营加油站
品牌效应	具上市公司背书，信任感较强；当地具良好口碑，具有较强的客户粘性	单一个体或少量自营存在，一般仅能覆盖五公里之内的客户，且缺乏信任感，难以产生较强客户粘性，难扩展远距离客户
油品供应	规模较大，具强议价能力，且稳定合作的上游供应商数量优质、供应稳定、油品质量有保障	规模受限缺乏成本优势，油品参差不齐，季节性采购紧张时可能面临供应无法保障的状况
管理模式	推崇精细化管理，网络系统串联从采购到销售的每个环节	很多皆为家庭式经营，科技含量低、员工素质低、服务意识差，难以形成良好口碑

资料来源：公司公告、开源证券研究所

区域龙头品牌效应助力规模扩张。和顺石油作为长沙市民营加油站区域龙头企业，逐渐形成品牌力，单站销售量较相似地段普通民营加油站有较大程度提升。品牌效应、油品供应与管理水平带来的比较优势是公司整合其他民营加油站实现扩张的基础。公司主要的扩张模式包括：1) 自建加油站；2) 收购加油站；3) 租赁加油站；4) 加盟加油站。

- **自建加油站：**自建加油站主要是通过拿地新建加油站的方式实现规模扩张。
- **收购加油站：**公司通过直接收购股权的方式实现规模扩张。我们认为可以采用的收购方式包括直接现金收购，以及共同运营后增发股份收购等不同方式。
- **租赁加油站：**公司通过支付租金的方式，签订长期租约，实现规模扩张。公司前期租赁租金在7万-300万/年不等。考虑到2015年以后加油站盈利情况明显改善，后续租赁价格将有所上涨。
- **特许加油站：**公司通过品牌输出的方式，接受民营加油站特许，特许方式公司不分享加油站经营利润，仅输出品牌与管理，并提供成品油批发。加盟有助于公司迅速扩大品牌覆盖面积。特许商相对于公司批发客户，盈利少，不是公司着重发展的方向。

表2: 公司租赁合同年租金在7-300万元不等

租赁标的	租期	租金合约
顺安加油站房产	2013.05.10-2028.06.10	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。
五里牌加油站房产	2012.06.28-2024.09.27	188万/年
荷花加油站房产	2014.01.01-2034.04.30	301万/年
花桥加油站房产	2012.11.23-2030.02.22	150万元/年、220万元/年（注）
时代加油站房产	2012.01.01-2031.12.31	前10年123.3万/年；后10年147.96万/年
新谊加油站房产	2011.11.01-2031.10.31	73.44万/年

租赁标的	租期	租金合约
新韶加油站房产	2018.02.21--2026.02.21	第一年 240 万元人民币，第二年在第一年基础上递增 7%，以此类推逐年递增
南站加油站房产	2013.04.01- 2033.03.30	2013 年 4 月 1 日起五年为 55 万元/年，按 5 年一个递增阶段，后一阶段租金在前一个阶段基础上递增 18%
武广加油站土地	2013.07.01- 2029.06.30	第一年 75 万元/年，此后每二年递增 5%
汇通加油站土地	2015.01.18- 2040.01.18	第 1-3 年 20 万/年；从第 4 年起每年按前一年 4% 复式递增
展览加油站房产	2010.08.28- 2030.08.27	第 1-5 年 14.8 万元/年，此后每 5 年按 10% 递增
万里加油站房产、兴武加油站房产	2015.01.01- 2034.12.31	前五年 7 万元/年；第 6-10 年 8 万元/年；第 11-15 年 9 万元/年；第 16-20 年 10 万元/年
中意路加油站房产	2006.02.01-2021.03.31	前 5 年租金 37 万元/年，后 10 年每年租金在上一年基础上复式递增 5%
星龙加油站房产	2011.05.04-2021.10.18	第一年 120 万；后续每年增加 1 万
香樟路加油站房产	2013.09.01-2033.08.31	前两年 12 万元/年；第 3-7 年 12.8 万元/每年；第 8-12 年 13.6 万元/年；第 18 至 20 年 40 万元/年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

轻资产模式更具经济效益。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。另外，公司通过租赁和收购加油站，品牌连锁运营的模式有望扩张到省外发达地区，增量空间广阔。

表3: 2018-2019 年公司新增 9 个加油站

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	已投入使用	孙公司股权收购
2	星安加油站	3700	已投入使用	自建
3	学莲加油站	5735	已投入使用	自建
4	杨家湾加油站	3200	已投入使用	自建
5	滨水新城加油站	4398	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	在建	自建
8	龟山路加油站	5700	在建	自建
9	敏州西路加油站	2850	在建	自建

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、优质服务提升单站销量，非油业务增量空间巨大

“管家式”优质服务提升单站销量。加油站属于标准化的商品，公司引进国际化加油站管理团队，建立以客户体验感为中心的“管家式”加油服务体系，在“尊重、快捷、愉悦、便利、增值”五项极致服务的标准下，从硬件设计、运营设备的优化、现场服务流程各方面让每位进站客户感受到最舒适的管家式加油服务，例如向会员客户提供拖车信息服务、免费的药品、打气、补胎、借伞、赠送定制礼品、暖心茶饮等相关增值服务，并差异化推出充值洗车服务，优化客户体验感，提高客户满意度，

增强客户粘性。通过比较 2017-2019 年中石化、中石油及公司的单站销量公司具有绝对优势，2019 年的数据为例，中石化、中石油、和顺石油的单站日销量分别为 10.9/10.1/18.2 吨。

图27: 公司提供充值免费洗车服务



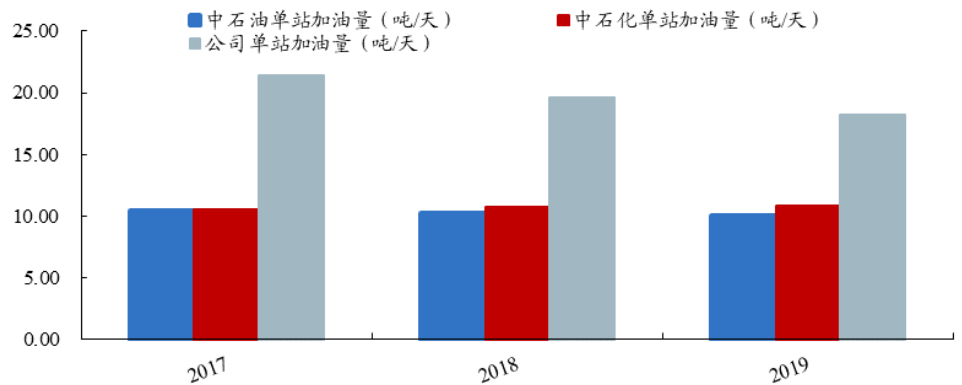
资料来源: 公司网站

图28: 社群运营增加客户粘性



资料来源: 和顺石油微信公众号

图29: 公司日均销量大幅优于中石油、中石化



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

非油业务发展空间广阔。随着市场的竞争激烈，欧美国家加油站的经营方式和服务内容已转向多元化，形成以加油站为中心辐射，便利店、油站便利流动、汽车服务、餐饮、娱乐为一体的“加油站+”模式。根据中石化的数据，欧美等国家超过 88% 的加油站开设了油品衍生业务，非油品营业额占总营业额的 40%-50%，而利润额却达到总利润的 50%以上，且比例还在进一步上升。国内非油业务占比较小，利润空间有望持续打开。截至 2017 年底，我国已有 9 万余座加油站开通了非油品业务，“昆仑好客”、“易捷”等知名品牌成为消费者广为熟知的消费品牌，但总体来看，尚处于发展初期，营业额和利润水平仍较低。但随着国内汽车保有量的不断增长以及企业自身的转型需要等因素催化，非油业务将成为公司的重要发展方向和未来的利润增长空间。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

加油站数量: 加油站行业价差总体稳定, 增长的主要空间来自于量的扩张。公司将利用国内首家民营上市加油站的 brand 优势和管理体系优势, 通过租赁、自建和收购的方式完成扩张, 我们预计公司 2020/2021/2022 年分别新增加油站数量 10/20/20 台。

单站加油数量: 公司的加油站主要集中在靠近市区或主干路段附近, 交通便利, 周围车流量较大, 我们假设 2020-2022 年老站的单站加油量为 21 吨/天; 新站由于投入使用时间不确定, 年化后单日销量水平折损, 且新站需要 3-6 个月的适应期以提升市场份额, 故假设新站的单站加油量为 12.6 吨/天。

表4: 加油站数量与单站销量预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
加油站总数	24	28	30	40	60	80
老站		24	28	30	40	60
新站		4	2	10	20	20
单站加油量 (吨/天)	21.4	19.6	18.2	18.9	18.2	18.9
老站				21	21	21
新站				12.6	12.6	12.6
总加油量 (万吨/年)	18.7	20.1	19.9	27.6	39.9	55.2

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

采购成本: 1) 公司主要原油采购渠道为 40 多家的山东地炼厂, 公司自备油库与运输车, 具规模优势, 通过历史价格的回测, 我们假设零售成本为山东地炼市场价*0.88+400 元/吨的运费成本; 批发与零售在服务方式差异、销售规模等方面存在差异, 假设批发成本较零售成本减少 70 元/吨; 2) 假设铜官油库在 2021Q2 投入使用后, 运用水运的优势相较于现在的铁路运输能节约 150 元/吨的运输成本; 3) 山东地炼市场价格与原油价格波动具强关联性, 预计 2020Q3 开始油价稳定中枢缓慢抬升的格局, 2020Q2-2021Q1 类比 2017Q2-Q4 的山东地炼市场价。因此, 我们假设 2020/2021/2022 公司零售成本为 5099/5484/5539 元/吨; 批发成本为 5029/5414/5469 元/吨。

零售价格: 1) 公司通过办理会员预存金额享折扣等营销方式, 经过历史回测, 我们假设零售价格较湖南省成品油挂牌价便宜 0.3 元/升, 产品油挂牌价与原油价格波动具强关联性, 预计 2020Q3 开始油价稳定中枢缓慢抬升的格局, 2020Q2-2021Q1 年类比 2017Q2-Q4 的山东地炼市场价。因此, 我们假设 2020/2021/2022 公司零售成本为 6812/7252/7325 元/吨。

批发价格: 批发业务利润较低, 假设批发维持 1% 的利润水平, 2020/2021/2022 批发售价为 5079/5469/5524 元/吨。

表5: 吨成本与售价预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
吨成本						
零售	5025	6423	5980	5099	5484	5539

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
批发	4985	6145	5918	5029	5414	5469
吨售价						
零售	7056	8088	7803	6812	7252	7325
批发	5195	6325	5978	5079	5469	5524

数据来源：公司公告、开源证券研究所

期间费用率：公司积极布局新站点，营销投入抬升销售费用率，预计2020/2021/2022年销售费用率为6.23%/6.36%/6.48%；新租赁站点租金有所提升，预计2020/2021/2022年管理费用率为1.12%/1.14%/1.17%；2020-2022年财务费用率维持0.52%

表6：期间费用率预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.57%	4.92%	6.11%	6.23%	6.36%	6.48%
管理费用率	1.29%	1.03%	1.10%	1.12%	1.14%	1.17%
财务费用率	0.44%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是民营加油站龙头企业，上游采购渠道多样化保障油品稳定供应、具成本优势，自建油库维稳批零价差、保障利润稳定；计划投入7亿元通过收购&租赁的方式新增18座加油站，增量空间广阔。我们预测2020-2022年，公司归母净利润为212/294/416百万元，同比增长30.9%/38.8%/41.4%，EPS分别为1.59/2.20/3.12元；以7月13日收盘价计算，对应PE为34.6/24.9/17.6倍。和顺石油作为加油站上市公司，行业盈利模式与公司扩张模式与城燃行业类似，毛差稳定，依靠增量带来成长空间，经营业务具备零售与消费属性。因此，我们可比公司选取加油站行业上市公司广聚能源、泰山石油，城燃行业上市公司重庆燃气、深圳燃气。可比公司2020年平均PE为23.2倍，平均PB为2.6倍，低于和顺石油2020年34.6倍的PE与3.14倍的PB。考虑到和顺石油为民营加油站龙头企业，具备行业竞争壁垒，现金流状况良好，商业模式清晰，看好未来站点扩充带来的广阔成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)					PE			PB
			2020/7/13	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	
000096.SZ	广聚能源	71.5	1.25				57.3				2.65
000554.SZ	泰山石油	25.3	0.06				426.8				2.82
600917.SH	重庆燃气	115.9	4.02	3.9	4.5	5.2	28.8	29.4	25.9	22.2	2.80
601139.SH	深圳燃气	221.8	10.58	13.0	14.9	16.7	21.0	17.0	14.9	13.3	1.98
	平均						133.5	23.2	20.4	17.7	2.6
603353.SH	和顺石油	73.2	1.62	2.12	2.94	4.16	45.3	34.6	24.9	17.6	3.14

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除和顺石油外，其他公司数据来自Wind一致盈利预测

5、风险提示

竞争加剧挤压利润空间：市场竞争加剧可能会导致企业采取降价策略，进而影响公司产品利润空间。

加油站扩张进度不及预期：公司未来计划进一步扩展加油站网点，如果实施进度不及预期可能会影响公司未来业绩增速。

品牌推广和营销活动效果不及预期：公司通过品牌推广和营销活动提高成品油单站销量，如果实施效果不理想可能会影响公司的销量增速。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	256	377	623	896	1242
现金	145	223	472	606	945
应收票据及应收账款	4	8	6	15	14
其他应收款	4	3	5	7	9
预付账款	35	26	45	60	83
存货	60	103	81	193	177
其他流动资产	7	13	13	13	13
非流动资产	614	641	665	745	836
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	147	158	210	264
无形资产	375	376	399	431	467
其他非流动资产	114	118	108	105	105
资产总计	870	1018	1288	1641	2077
流动负债	345	331	395	516	592
短期借款	141	141	141	141	141
应付票据及应付账款	15	11	18	25	33
其他流动负债	189	178	236	350	418
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	345	331	395	516	592
少数股东权益	5	5	5	5	5
股本	100	100	133	133	133
资本公积	76	76	76	76	76
留存收益	344	506	659	883	1220
归属母公司股东权益	520	682	887	1120	1480
负债和股东权益	870	1018	1288	1641	2077

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	216	146	325	328	544
净利润	156	162	212	294	416
折旧摊销	27	34	36	42	51
财务费用	12	10	10	10	9
投资损失	-2	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	27	-57	68	-17	69
其他经营现金流	-5	-4	0	0	0
投资活动现金流	-145	-61	-59	-122	-141
资本支出	127	62	24	80	90
长期投资	2	0	0	0	0
其他投资现金流	-15	1	-35	-42	-50
筹资活动现金流	-68	-6	-16	-71	-64
短期借款	19	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	33	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-6	-50	-71	-64
现金净增加额	3	78	249	134	339

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2339	1940	2241	3309	4495
营业成本	1978	1568	1775	2647	3572
营业税金及附加	8	6	9	12	16
营业费用	115	119	140	210	291
管理费用	24	21	25	38	52
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	12	10	10	10	9
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	206	216	283	393	556
营业外收入	4	1	1	2	2
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	209	216	284	394	557
所得税	53	55	72	100	141
净利润	156	162	212	294	416
少数股东损益	0	-0	-0	0	0
归母净利润	156	162	212	294	416
EBITDA	241	253	318	429	594
EPS(元)	1.17	1.21	1.59	2.20	3.12

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.2	-17.1	15.5	47.7	35.9
营业利润(%)	-19.9	4.9	31.1	38.7	41.5
归属于母公司净利润(%)	-18.7	3.7	30.9	38.8	41.4
获利能力					
毛利率(%)	15.4	19.2	20.8	20.0	20.5
净利率(%)	6.7	8.3	9.5	8.9	9.2
ROE(%)	29.7	23.5	24.7	26.9	28.6
ROIC(%)	24.1	19.8	21.1	23.5	25.5
偿债能力					
资产负债率(%)	39.6	32.5	30.7	31.5	28.5
净负债比率(%)	-0.7	-11.9	-38.5	-42.6	-55.4
流动比率	0.7	1.1	1.6	1.7	2.1
速动比率	0.4	0.7	1.2	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.1	1.9	2.3	2.4
应收账款周转率	487.3	307.0	307.0	307.0	307.0
应付账款周转率	147.7	122.7	122.7	122.7	122.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.21	1.59	2.20	3.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.09	2.43	2.46	4.08
每股净资产(最新摊薄)	3.90	5.12	6.40	8.14	10.85
估值比率					
P/E	46.9	45.3	34.6	24.9	17.6
P/B	14.1	10.7	8.6	6.7	5.1
EV/EBITDA	30.4	28.7	22.0	16.0	11.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn