

证券研究报告

公司研究——中报点评

和顺石油（603353.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.05.31

陈淑娴 石化行业首席分析师

执业编号：S1500519080001

联系电话：+86 21 61678597

邮箱：chenshuxian@cindasc.com

曹熠 石化行业研究助理

联系电话：+86 21 61678597

邮箱：caoyi@cindasc.com

相关研究

《营运体系整体扩张，加油站品牌加速升级！》
2020.5.31

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

从湖南走向全国，民营连锁品牌大迈步！

2020年08月06日

事件：2020年08月06日，和顺石油发布2020年中报，2020年H1公司实现营业收入7.61亿元，同比下降23.31%；实现归母净利润6571.95万元，同比下降13.32%，扣除非经常性损益的归母净利润6453.19万元，同比下降14.83%，基本每股收益0.56元；实现销售净利率8.63%，同比增加1.00pct，销售毛利率21.41%，同比增加3.43pct。其中，2020年2季度公司单季实现营业收入4.67亿元，同比下降1.48%；实现归母净利润4695.48万元，同比增加19.16%，业绩符合预期。

点评：

- **二季度销量大幅上升，囤油或将推动下半年业绩小爆发。**2020年1季度，受疫情影响，居民出行相对减少，企事业单位延期复工，公司销量及净利润同比分别下降44.10%和48.51%。2季度成品油市场需求恢复，公司成品油销量与去年同期相比上升34.90%，净利润上升19.28%。4月7日-4月17日期间，由于公司举行上市回馈客户活动，公司销售费用6130.46万元，较去年同期上升4.87%，其中业务宣传费293.18万元，同比上升128.90%。2020年上半年，公司成品油零售和批发营收占比分别为76.31%和23.69%，批发业务营收占比较2019年末增加4.63pct。2018年-2020年，公司销售毛利率持续上升趋势，主要是由于国际原油价格中枢逐年下行，而公司成品油销售单吨毛利基本维持稳定导致的。另外，由于上半年国际原油价格持续低位徘徊，公司通过低价进行了较大规模的成品油储备（存货和预付款项合计约2.7亿元），成品油库存达五万余吨，为三季度公司业绩增长提供了较强支撑。
- **加油站稳步扩张，品牌优势持续加强。**公司发布《关于变更部分募集资金投资项目实施地点及实施方式的公告》，考虑到行业发展趋势和公司战略布局的调整，公司将扩张项目的实施地点由湖南省变更至全国范围，实施方式由单一的收购加油站增加至收购、租赁和自建（包括但不限于自主开发、委托开发）加油站等多种方式并行。公司零售网点扩张储备金项目拟通过收购方式新增18座加油站，总投资6.93亿元。截止2020年6月30日，该项目已累计投入2.45亿元，完成承诺投资金额的40.11%；公司上半年新增4座特许经营加油站；与长沙市望城区城投公司签署战略合作协议，租赁其5座加油站，首座加油站将于近期交付公司运营。另外公司计划投入2亿元用于建设长沙铜官油库项目，目前已完成投入比例39.98%，预计将于2021年上半年投入使用；另有3亿元计划投入智慧油联平台，目前已完成投入14.26%。上半年，公司扩张计划稳步运营，加油站扩张战略由单一形式进行升级，区域品牌优势持续向外输出，公司未来将向全国性连锁加油站品牌进军。
- **零售指导价恢复上调，公司批零价差优势仍存。**2020年3月-5月期间国际油价跌破40美元/桶“地板价”，我国成品油

零售指导价格不再继续下调，汽柴油批零价差持续扩大。6月-7月，油价回升至调价窗口上方，我国成品油最高零售指导价上调了2次，汽柴油指导价两次上调的价格均在100元/吨左右，国际油价震荡行情，价格上涨乏力，导致目前成品油零售价格上调幅度不大，批零价差较5月有所下降。根据我们对山东地炼汽油批零价差的计算发现，截止7月31日，公司参考的山东地炼汽油批零价差为1718.2元/吨，约为全国汽油批零价差的1.9倍，在零售指导价上调缓慢的行情下，批零价差环比出现缩减，但是相较于选择“两桶油”等国企油源的加油站企业，公司仍然占据着高批零价差的优势。中长期来看，需求恢复的趋势明显，油价持续上涨行情明确，零售指导价将持续缓慢上调，批零价差将重新走扩。

- **山东地炼产能淘汰持续，龙头渠道供应稳定。**根据山东省出台的《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，计划分两阶段对地炼企业产能500万吨/年以下的产能进行整合转移，将地方炼油行业的原油加工能力从1.3亿吨/年压减到9000万吨/年左右。随着山东裕龙岛炼化一体化项目推出，山东政府鼓励地炼企业通过产能指标入股的方式完成地炼产能置换。我们预计未来5年，山东地炼企业产能淘汰将快速推进，龙头企业产能优势得以巩固。2017年-2019年，公司采购渠道每年有超过50%的成品油来源于山东地炼企业。其中，东明石化持续居于公司供应商首位。2019年，公司加大比价采购，优化成本的采购策略，山东地炼供应商的数量有所增加，包括东明石化、汇丰石化、齐润石化、玉皇盛世等供应商均拥有原油进口额度的地炼企业。根据公司中报披露的预付对象情况，上半年公司囤积的成品油供应商主要也是山东和广东的地炼企业，如东明石化、中油胜利石化、齐成能源、广东金盛石油化工和海科石化。总的来看，尽管山东产能淘汰力度加大，但公司供应商基本都是排名靠前的地炼企业，公司采购渠道和油品质量优势仍将持续。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.90亿元、2.48亿元和3.21亿元，EPS（摊薄）分别为1.42元/股、1.82元/股和2.40元/股，对应2020年8月5日的收盘价，PE分别为54倍、42倍和32倍。我们看好公司加油站规模持续在地方发展，品牌连锁优势进一步巩固。并且公司品牌积极向全国范围延伸，由地方型向全国型连锁品牌升级，提升公司发展源动力，我们维持公司“买入”评级。
- **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。

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)	65	63	54	42	32
市净率 P/B(倍)	19.88	15.16	5.96	5.22	4.51

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 08 月 05 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	255.73	376.92	1,399.63	1,586.04	1,890.31
货币资金	145.09	222.97	1,286.94	1,380.51	1,568.59
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	4.17	8.47	4.43	8.29	13.27
预付账款	35.44	26.32	18.73	36.88	59.56
存货	59.81	102.76	73.13	143.97	232.50
其他	11.22	16.40	16.40	16.40	16.40
非流动资产	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	73.02	69.22
资产总计	870.11	1,017.81	2,032.21	2,404.88	2,886.62
流动负债	344.76	330.60	289.72	414.35	574.70
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	15.32	24.74
其他	188.89	178.42	140.70	257.79	408.72
非流动负债	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
负债合计	344.76	330.60	289.72	414.35	574.70
少数股东权益	4.96	4.94	5.06	5.21	5.41
归属母公司股东权益	520.39	682.27	1,737.28	1,985.01	2,306.06
负债和股东权益	870.11	1,017.81	2,032.21	2,404.88	2,886.62

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	2,834.71	4,535.87
同比(%)	13.23%	-17.06%	-21.91%	87.11%	60.01%
归属母公司净利润	156.03	161.74	190.01	247.74	321.05
同比(%)	-18.67%	3.66%	17.48%	30.38%	29.59%
毛利率(%)	15.44%	19.19%	26.35%	22.51%	21.79%
ROE%	32.35%	26.90%	15.71%	13.31%	14.96%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.21	1.42	1.86	2.41
P/E	65	63	54	42	32
P/B	19.88	15.16	5.96	5.22	4.51
EV/EBITDA	12.59	11.95	13.56	10.61	8.28

利润表

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	2,834.71	4,535.87
营业成本	1,977.90	1,567.89	1,115.70	2,196.55	3,547.29
营业税金及附加	8.14	6.27	5.47	10.24	16.39
销售费用	115.03	118.54	107.71	229.89	413.21
管理费用	24.18	21.27	24.18	59.43	117.77
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	12.26	10.00	9.85	8.94	12.78
减值损失合计	-1.77	-0.40	-0.93	-1.68	-2.61
投资净收益	2.25	0.08	0.82	0.82	0.82
其他	0.21	-0.70	-1.86	-3.35	-5.22
营业利润	205.87	215.97	251.94	328.81	426.65
营业外收支	3.49	0.51	1.56	1.71	1.68
利润总额	209.36	216.48	253.50	330.52	428.33
所得税	53.25	54.76	63.38	82.63	107.08
净利润	156.11	161.72	190.13	247.89	321.24
少数股东损益	0.08	-0.02	0.12	0.15	0.20
归属母公司净利润	156.03	161.74	190.01	247.74	321.05
EBITDA	243.76	256.79	298.41	381.26	489.00
EPS(当年)(元)	1.56	1.62	1.42	1.86	2.41

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	215.62	145.31	234.58	330.13	426.04
净利润	156.11	161.72	190.13	247.89	321.24
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	30.26	41.71
其它	0.01	-0.12	0.75	2.06	3.23
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金流净增加额	2.81	77.88	1,063.97	93.56	188.08

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。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuang@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。