

证券研究报告

公司研究

点评报告

和顺石油 (603353.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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
《从湖南走向全国, 民营连锁品牌大迈步!》2020. 08. 06
《市场化风潮再起, 成品油零售站上风口!》2020. 8. 18
《低价库存“添柴加薪”, 助力3季度业绩大幅增长!》2020. 10. 27
《加油站开启轻资产转型“新纪元”》2021. 03. 01

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

省内收购意向协议落地, 规模网络效应强化

2021年3月29日

事件: 2021年3月29日, 和顺石油发布《关于签署<股权收购意向协议>的公告》及其补充公告, 和顺石油拟以募集资金收购湖南和兴能源石油有限公司不低于70%股权(最终持股比例在正式交易时由各方协商确定), 标的公司承诺在4个月内对其加油站资产、经营情况进行梳理整合, 达到公司收购要求。补充公告披露公司收购标的资产的两种定价方式: (1) 自有产权加油站: 收购价格(含税)=12*2020年站点净利润(审计后)。(2) 租赁加油站: 收购价格(含税)=0.90(拟)*剩余租赁期限*2020年站点净利润(审计后)。最终收购价格仍需根据评估机构的评估价值为依据。

点评:

- **站点扩张加速, 规模再上台阶。**本次收购行为仍然是公司在零售加油站主业上的规模扩张, 提升在湖南省内的市场占有率, 提升公司的品牌影响力。截止2021年3月26日, 标的公司经营14座加油站, 其中自有产权2座, 租赁承包经营12座。目前有13座加油站开业经营, 其中1座正在建设中, 所有加油站均分布在湖南长沙、湘潭、岳阳、邵阳地区。标的公司加油站经营模式是轻资产的租赁承包方式为主, 重资产的自有产权为辅。截止目前, 和顺石油经营加油站33座, 其中自有产权14座, 租赁加油站19座; 另有特许经营加油站13座, 另有3座自建加油站仍在建设中。若本次并购顺利完成, 公司将突破50座加油站(含在建加油站), 体量扩张将继续强化公司以湖南为起点, 布局全国的系统化管理运营能力, 省外扩张落地再添一份“筹码”。
- **标的资产销量对标“两桶油”, 业绩提升空间大。**根据补充公告披露标的公司未经审计的财务数据, 2020年标的公司净资产5788.18万元, 营业收入3.34亿元, 净利润3244.77万元, 净利率为9.71%, 站均营业收入2784.42万元, 日均单站营业收入7.63万元。我们根据2020年发改委公布的汽油零售最高指导价格进行测算, 计算得到2020年全年汽油零售最高指导价格加权平均为6482.25元/吨, 以此价格作为参考价格计算得到, 标的公司2020年单站日均至少销售11.77吨成品油, 尽管低于公司2019年18.16万吨/日的销量, 但略高于2019年中石化和中石油(10.94吨/日和10.08吨/日), 远高于泰山石油单站5.57吨的日销量, 属于经营状况较好的加油站。刨除站点所处具体位置因素, 和顺石油成熟的加油站运营能力可以帮助单个站点在短中期快速实现业绩释放, 达到站点零售潜力的最大挖掘。业绩大幅提升和规模化的边际效益提升是和顺石油并购扩张思路的核心, 持续关注公司首单批量站点并购落地后的业绩提升情况。
- **省内现金收购标的公司控股权。**本次与公司签订意向协议的湖南和兴能源石油有限公司主营成品油零售、商品销售、石油化工设备销售、物流代理服务和房屋租赁等业务。标的公司注册资本3000万元, 股东均为自然人: 杨生清(出资比例5%)、李竹君(出资比例95%)。本次收购

将以支付现金方式分别购买杨生清和李竹君所持有标的公司不低于 5% 和不低于 65% 股权，合计不低于标的资产 70% 的股权，若最终收购比例达成以上结果，标的公司股东将变更为和顺石油与李竹君共同持股。本次控股权收购的方式也将为公司在全国范围内收购提供了范本，持续关注本次收购后续改善经营的措施和成效。

- **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 1.70 亿元、2.21 亿元和 2.98 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.28 元/股、1.66 元/股和 2.24 元/股，对应 2021 年 3 月 29 日的收盘价，PE 分别为 33 倍、25 倍和 19 倍。我们看好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；项目建设进度不及预期的风险；经济增速下滑、新能源汽车推广、疫情反复限制出行导致成品油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	1,415.55	2,645.81	4,340.05
增长率 YoY %	13.23%	-17.06%	-27.04%	86.91%	64.03%
归属母公司净利润 (百万元)	156.03	161.74	170.23	220.95	298.45
增长率 YoY%	-18.67%	3.66%	5.25%	29.80%	35.08%
毛利率%	15.44%	19.19%	25.69%	22.00%	21.53%
净资产收益率ROE%	32.35%	26.90%	14.19%	12.09%	14.30%
EPS(摊薄)(元)	1.17	1.21	1.28	1.66	2.24
市盈率 P/E(倍)	36	35	33	25	19
市净率 P/B(倍)	10.73	8.19	3.25	2.88	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 03 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	255.73	376.92	1,370.58	1,521.75	1,802.70	营业总收入	2,339.1	1,940.1	1,415.55	2,645.81	4,340.05
货币资金	145.09	222.97	1,263.43	1,327.70	1,493.21	营业成本	1,977.9	1,567.8	1,051.95	2,063.78	3,405.62
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及	8.14	6.27	5.11	9.56	15.68
应收账款	4.17	8.47	4.14	7.74	12.70	销售费用	115.03	118.54	100.64	214.57	395.37
预付账款	35.44	26.32	17.66	34.65	57.18	管理费用	24.18	21.27	22.60	55.47	112.68
存货	59.81	102.76	68.95	135.27	223.21	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.22	16.40	16.40	16.40	16.40	财务费用	12.26	10.00	9.63	8.61	12.51
非流动资产	614.38	640.88	632.57	818.85	996.35	减值损失合	-1.77	-0.40	-0.88	-1.58	-2.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.25	0.08	0.82	0.82	0.82
固定资产	124.52	146.82	158.61	171.90	165.26	其他	0.21	-0.70	-1.77	-3.16	-5.02
无形资产	375.39	375.91	377.19	573.91	761.83	营业利润	205.87	215.97	225.55	293.07	396.50
其他	114.48	118.16	96.78	73.04	69.26	营业外收支	3.49	0.51	1.56	1.71	1.68
资产总计	870.11	1,017.81	2,003.15	2,340.59	2,799.05	利润总额	209.36	216.48	227.11	294.78	398.17
流动负债	344.76	330.60	280.45	396.66	556.34	所得税	53.25	54.76	56.78	73.69	99.54
短期借款	141.24	141.24	141.24	141.24	141.24	净利润	156.11	161.72	170.33	221.08	298.63
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损	0.08	-0.02	0.10	0.13	0.18
应付账款	14.63	10.93	7.34	14.39	23.75	归属母公司	156.03	161.74	170.23	220.95	298.45
其他	188.89	178.42	131.88	241.03	391.35	EBITDA	243.76	256.79	272.02	345.53	458.85
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (当	1.56	1.62	1.28	1.66	2.24
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	280.45	396.66	556.34						
少数股东权	4.96	4.94	5.05	5.18	5.36						
益											
归属母公司	520.39	682.27	1,717.50	1,938.44	2,236.89						
负债和股东	870.11	1,017.81	2,003.15	2,340.59	2,799.05						
权益											

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	1,415.55	2,645.81	4,340.05
同比	13.23%	-17.06%	-27.04%	86.91%	64.03%
归属母公司净利润	156.03	161.74	170.23	220.95	298.45
同比	-18.67%	3.66%	5.25%	29.80%	35.08%
毛利率 (%)	15.44%	19.19%	25.69%	22.00%	21.53%
ROE%	32.35%	26.90%	14.19%	12.09%	14.30%
EPS (摊薄)(元)	1.17	1.21	1.28	1.66	2.24
P/E					
P/B	10.73	8.19	3.25	2.88	2.50
EV/EBITDA	17.76	16.86	21.05	16.58	12.48

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	211.07	300.83	403.48
净利润	156.11	161.72	170.33	221.08	298.63
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	27.35	-56.52	-4.07	27.87	41.88
其它	0.01	-0.12	0.72	1.95	3.11
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	1,040.46	64.26	165.52

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。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“21世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。