

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
《省内收购意向协议落地, 规模网络效应强化》2021.03.29

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

省外首站落地佛山, 持续轻资产扩张

2021年4月9日

事件 1: 2021年4月6日, 和顺石油发布《关于设立全资子公司并完成工商登记的公告》, 和顺石油利用自有资金在广东省广州市投资设立全资子公司和顺石油(广东)有限公司, 注册资本1000万元, 公司持有该子公司100%股权。

事件 2: 2021年4月8日, 和顺石油发布《关于签署<加油站租赁合同>的公告》, 公司竞得“佛山市顺德区逢沙加油站租赁项目”, 于2021年4月8日, 与该项目加油站的产权人佛山市顺德区顺合公路建设有限公司、出租管理人广东顺控物业发展有限公司签署《佛山市顺德区逢沙加油站租赁合同》, 公司以募集资金租赁顺合公路位于佛山市顺德区逢沙管理区办事处碧桂路德胜区路段的加油站5年, 按月支付租金。

点评:

- **省外扩产初次尝试, 租赁站点落地佛山。**公司上市1年后, 首次实现在湖南省外试点扩张, 迈出自湖南出发向全国布局的第一步。公司在广州市成立全资子公司, 负责经营广东地区的连锁加油站零售业务和公司在广东及其周边地区的批发贸易业务, 该子公司将负责经营本次承租的加油站。本次租赁的站点产权人佛山市顺德区顺合公路建设有限公司和管理人广东顺控物业发展有限公司均为归属于佛山市顺德区国有资产监督管理局的国有控股企业。本次公司租赁的佛山市顺德区逢沙加油站是国有交通建设企业修建的主干道加油站, 拥有6台加油机, 36把加油枪, 站点规模较大。该类型加油站主要建设目的是为了保障公路运输的油料供应, 有较稳定油品需求, 能够保障业务快速推进。且就加油站的区位而言, 珠三角地区是我国除长三角以外成品油需求量最大的地区之一, 而标的加油站所处的佛山市紧邻广州市, 直线距离不超过50公里, 属于广东省内经济发达地区, 人口密集, 成品油需求量大, 对于首次跨省的和顺石油而言, 从打造品牌和保证销量两方面考虑均属优质选择。公司首次将业务落地广东省, 以该站点为根据地, 使得公司能够继续向广东省及珠三角地区辐射, 实现和顺石油品牌全国化的目标。
 - **由省内向省外, 轻资产扩张持续。**前期省内轻资产扩张的经验不断积累, 本次省外单点扩张仍然采取性价比高的租赁模式, 本次租赁的期限为5年, 租期为2021年4月1日至2026年3月31日, 其中2021年4月1日至2021年6月30日为办证期, 在办证期间, 公司按照标的加油站成交价折合每月租金的10%向产权人缴纳租金, 若提前完成证件办理, 则按照合同价格计算日租金乘以营业天数缴纳。本次租赁合同按年计算租金, 按月缴纳, 租金逐年递增, 首年租金为3353.8万元, 价格包括房产建筑物租金160万元、土地使用权租金3093.8万元和设备租金100万元, 此后每年按照3%的增长率计算。
 - **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、
- 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

1.66 元/股和 2.24 元/股，对应 2021 年 4 月 8 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) | 10.79 | 8.23 | 3.27 | 2.90 | 2.51 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 08 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 | 36 | 35 | 33 | 25 | 19 |
| P/B | 10.79 | 8.23 | 3.27 | 2.90 | 2.51 |
| EV/EBITDA | 17.85 | 16.95 | 21.17 | 16.66 | 12.55 |

| 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

陈淑娟，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平台发表文章。

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。