

周期底部拐点将至，高速扩张成长可期

——和顺石油公司首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是湖南省民营加油站龙头，覆盖成品油流通全产业链

公司业务涵盖成品油的采购、仓储、物流、批发、零售环节，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，加油站点位深耕湖南市场、实现全域基本覆盖，并成功拓展广东市场。

● 行业：零售价遵从政府指导，零售商盈利有望恢复

成品油价格由政府每 10 个工作日进行调整，出厂至采购和采购至批发加价幅度较小，零售增值较大，是企业最主要的利润来源。批发/零售价与出厂价的差额影响相关企业利润率，自 2021 年下半年以来，由于国际原油价格持续快速上涨，炼油厂调价紧跟国际油价而零售指导价调价存在时滞，零售价与出厂价的差额持续缩小至 800 元/吨左右；而自 2022 年 4 月以来，随着发改委多次大幅上调最高零售价格，零售价与出厂价的差额回升至正常水平，甚至达到 3000 元/吨的水平，相关企业利润率或将同步改善。

● 公司：油库规模大幅扩容，助力批零业务新发展

公司现有油库库容 3.85 万立方米，自建库容 9.00 万立方米的铜官油库于 6 月 28 日投运，或将推动公司批零业务销量 2 倍以上增长。从批发业务来看，公司传统批发客户维持相对稳定，以社会加油站为主；2021 年起积极拓展优质批发客户，成为壳牌、中海油、省高速等跨国公司、国企、央企、民企等优质公司的上游优质供应商，驱动业务飞跃性成长。从零售业务来看，公司深耕湖南市场并实现全省覆盖，原经营 33 座加油站，于 2021 年新增加油站 29 座，扩大对于乡镇地区的覆盖；此外，2021 年 6 月中旬省外首座广东逢沙加油站投运，实现跨区域拓展。

● 投资建议与盈利预测

公司是湖南省民营加油站龙头，随着批零差回归正常水平，公司将迎来利润率拐点，且随着新油库投运，业绩有望高增长。我们预计公司在 2022-2024 年实现营业收入 85.60/118.06/126.38 亿元，实现归母净利润 1.60/2.37/2.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.36/1.59 元/股，当前股价对应 PE 为 21/14/12 倍。基于可比公司估值，并考虑到公司行业领先地位及较高壁垒性，我们给予公司批发业务 15 倍、零售业务 30 倍 PE，对应市值为 61 亿元，对应目标价为 28.83 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

经营区域集中风险，新增加油站经营不达预期的风险，新能源汽车推广风险，原油价格波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1844	3933	8560	11806	12638
收入同比(%)	-5%	113%	118%	38%	7%
归母净利润(百万元)	170	91	160	237	276
归母净利润同比(%)	5%	-46%	75%	48%	17%
ROE(%)	10.4%	5.5%	8.9%	12.1%	12.8%
每股收益(元)	0.98	0.53	0.92	1.36	1.59
市盈率(P/E)	19.97	37.22	21.32	14.39	12.35

资料来源：Wind, 国元证券研究所（基于 2022 年 6 月 30 日收盘价）

买入|首次推荐

当前价/目标价：19.63 元/28.83 元

目标期限：12 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：29.56 / 15.46

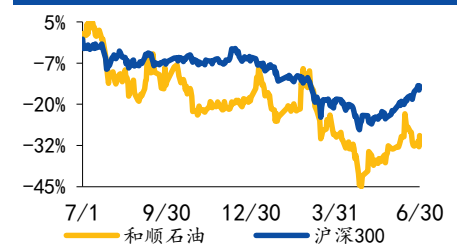
A 股流通股（百万股）：61.80

A 股总股本（百万股）：173.39

流通市值（百万元）：1182.27

总市值（百万元）：3317.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

分析师 余倩莹

执业证书编号 S0020522040001

电话 021-51097188

邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

目 录

1. 湖南省民营加油站龙头，盈利能力或迎来拐点.....	4
1.1 覆盖成品油流通全产业链，业务规模实现突破.....	4
1.2 管理层股权集中，经营经验丰富.....	5
1.3 营业收入高增长，利润率短期阵痛.....	7
2. 行业：零售价遵从政府指导，零售商盈利有望恢复.....	9
1.1 成品油最高价由政府指导调控，零售是出厂后增值最大的一步.....	9
2.2 毛利率与批零价差高关联，4月迎来拐点.....	12
3. 公司：油库规模大幅扩容，助力批零业务新发展.....	16
3.1 油库规模扩容，为批零业务发展筑基.....	16
3.2 批发：积极拓展优质客户，批发业务实现飞跃性成长.....	17
3.3 零售：快速扩充加油站点数量，夯实零售网点根基.....	20
4. 盈利预测及投资建议.....	24
4.1 关键假设及盈利预测.....	24
4.2 估值.....	25
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：公司主营业务运营环节.....	4
图 2：公司发展历程图.....	5
图 3：公司股权结构情况（截至 2021 年底）.....	6
图 4：2017-2022Q1 公司营业收入及同比增速.....	7
图 5：2017-2022Q1 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6：2017-2021 年公司主营业务收入拆分.....	7
图 7：2017-2022Q1 公司整体毛利率、批发毛利率与零售毛利率.....	8
图 8：2017-2022Q1 各项费用率及净利率.....	8
图 9：行业产业链构成.....	9
图 10：原油、成品油定价机制及企业定价依据、实际定价策略.....	10
图 11：和顺石油 2017-2019 年成品油从山东地炼出厂至批发和零售价格链路平均加价情况.....	11
图 12：原油价格与成品油价格走势保持一致性，但价差存在波动.....	12
图 13：92#汽油山东地炼较布伦特原油价格加价率.....	13
图 14：92#汽油零售价较 92#汽油山东地炼价格加价率.....	14
图 15：和顺石油利润率与零售价 VS 出厂价的差额走势基本保持一致.....	14
图 16：公司与广聚能源、泰山石油单季度毛利率对比.....	15
图 17：公司与广聚能源、泰山石油单季度净利率对比.....	15
图 18：和顺石油与广聚能源加油站数量对比（单位：座）.....	15
图 19：和顺石油与泰山石油汽油业务占总营收比例（单位：%）.....	15
图 20：湖南与广东、山东汽油最高零售价对比（单位：元/吨）.....	16

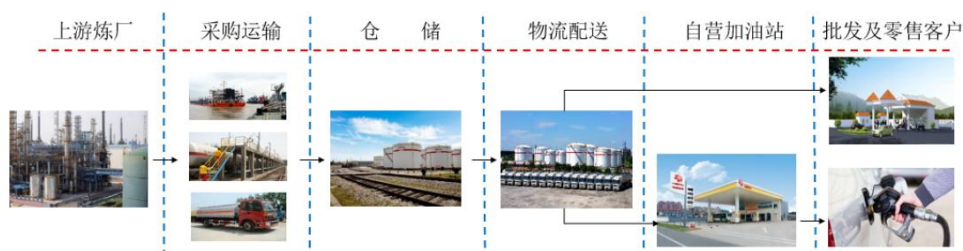
图 21: 湖南与广东、山东柴油最高零售价对比 (单位: 元/吨)	16
图 22: 公司铜官油库现有水路码头外观.....	16
图 23: 公司批发和零售销量及年周转次数情况 (单位: 万吨)	17
图 24: 公司批发和零售业务流程.....	18
图 25: 公司向前二十大批发客户的销售收入占批发销售收入的比重情况.....	18
图 26: 公司向社会加油站的销售占批发业务收入的比重情况.....	18
图 27: 公司批发和零售业务营收占比及营收增速情况.....	20
图 28: 公司批发及零售业务销售单价 (单位: 元/吨)	20
图 29: 湖南及长沙 GDP 及增速情况 (单位: 亿元)	21
图 30: 湖南汽油及柴油消费量及增速情况 (单位: 元/吨)	21
图 31: 公司连锁加油站数量情况 (单位: 座)	22
图 32: 公司已开业门店分布情况 (单位: 座, 万平方米)	22
图 33: 公司会员系统.....	23
图 34: 公司注册会员数量 (单位: 万)	23
图 35: 中国汽车保有量及新能源汽车保有量情况 (单位: 万量)	23
图 36: 中国新能源汽车月销量及同比增长情况 (单位: 万量)	23
表 1: 公司核心管理层情况.....	6
表 2: 汽、柴油最高零售价格制定与调整机制.....	10
表 3: 和顺石油 2017-2019 年柴油及汽油成油加价情况	12
表 4: 公司向前五大客户的销售交易背景、销售内容、销售金额及占批发销售 收入的比例情况.....	19
表 5: 公司加油站点分布省份及城市梳理 (截至 2021 年底)	21
表 6: 公司分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	24
表 7: 公司盈利预测.....	25
表 8: 可比公司估值情况.....	25

1. 湖南省民营加油站龙头，盈利能力或迎来拐点

1.1 覆盖成品油流通全产业链，业务规模实现突破

和顺石油是湖南省民营加油站龙头企业，拥有成品油流通领域完整产业链。公司在成品油流通领域拥有完整的产业链，业务涵盖成品油的采购、仓储、物流、批发、零售环节。批发业务方面，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，以湖南省长株潭城市群区域经营为基础，积极面向全省及周边区域发展，并经过招投标成功入选壳牌、中海油、省高速等一批跨国公司、央企、国企、民企等企业的上游供应商。零售业务方面，截至 2021 年末，公司共计 64 座加油站，其中正在建设中 3 座，对外租赁 2 座，深耕湖南市场、实现全域基本覆盖，并成功拓展广东市场。此外，公司拥有库容为 29,500 立方米的湘潭油库，库容为 90,000 立方米的铜官油库(6 月 28 日投入使用)，租赁恒阳油库 9,000 立方米油罐；拥有 1 条 3.2 公里铁路专用线使用权、配套自有的物流体系；公司的注册会员数量已超过 263 万，同比增长 34.18%。

图 1：公司主营业务运营环节



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司自 2003 年建立第一座油库以来主要经历了三个主要阶段：初创期（2003-2015 年）、稳步发展期（2015-2020 年）和快速扩张期（2020 年至今）。

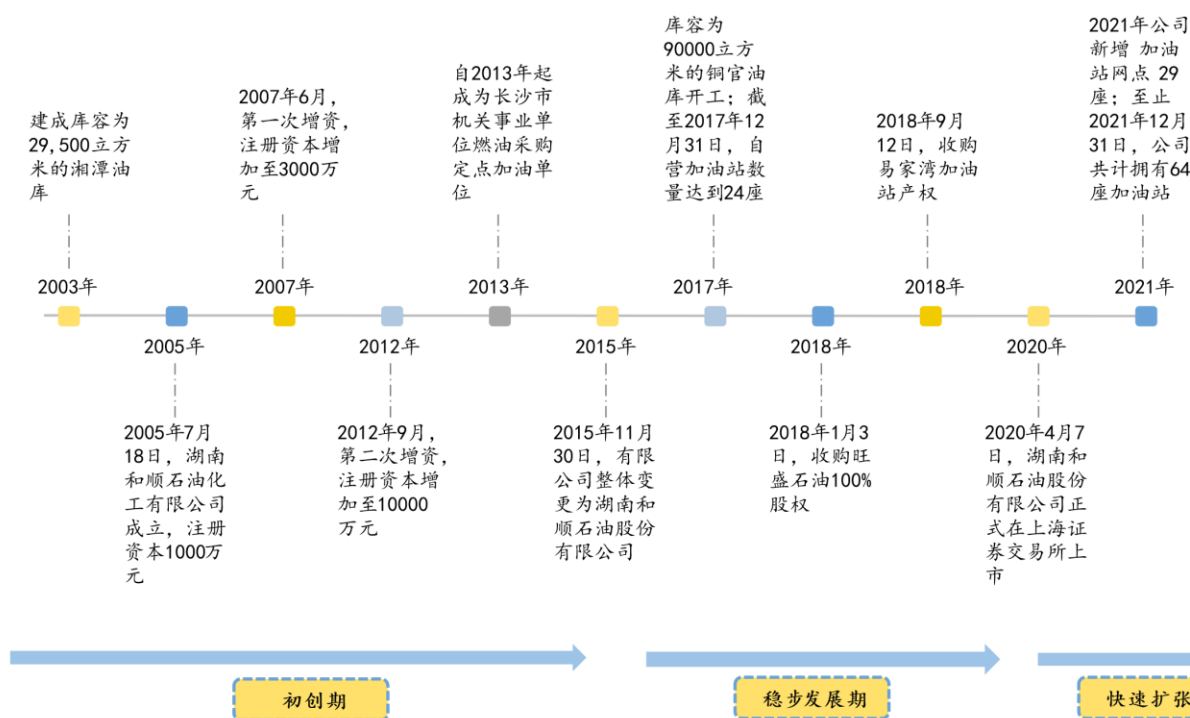
(1) 初创期（2003-2015 年）：公司于 2003 年建成库容为 29,500 立方米的湘潭油库，并于 2005 年成立和顺有限。为满足业务发展资金需求，公司先后进行两次增资，注册资本由 1000 万元增加至 10000 万元。经过 8 年发展，自 2013 年起成为长沙市机关事业单位燃油采购定点加油单位。

(2) 稳步发展期（2015-2020 年）：2015 年公司从有限公司整体变更为股份有限公司，自 2015 年初，“两权合并、配额放宽”政策实施后，成品油来源渠道丰富，公司通过新建、收购、租赁等方式不断扩展加油站数量，租赁库容 90000 立方米的恒阳油库，同时引入加油站专业运营团队，进一步加强、完善及拓展了成品油采购、运输、仓储、批发和零售全产业链的运营，能够快速提供综合化服务，从而获得了进一步的发展，品牌价值日益凸显。

(3) 快速扩张期（2020 年至今）：2020 年 4 月 7 日，公司正式在上海证券交易所上市，批零业务开始发力增长。公司零售连锁加油站品牌影响力不断加大，已经具有快速有效的商业模式复制能力，在基本实现湖南省全省覆盖的基础上，首座省外

加油站（广东逢沙加油站）投入运营；2021 年，公司新增加油站网点 29 座。伴随公司品牌影响力和业务覆盖、硬件配套的不断壮大，公司成为壳牌、中海油、省高速等一批跨国公司、央企、国企、民企等的供应商，库容 90000 立方米的自建铜官油库于 2022 年 6 月 28 日投入运营，硬件设施的配套将助力公司批发业务更好发展。

图 2：公司发展历程图

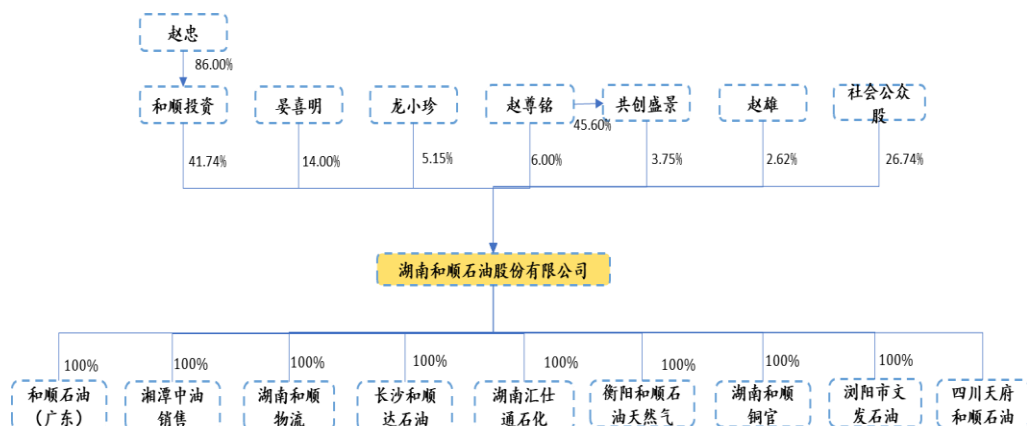


资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 管理层股权集中，经营经验丰富

公司股权结构集中，实控人为赵忠家族。公司控股股东为和顺投资，直接持有公司股份 41.74%，赵忠通过和顺投资间接持有公司股份 36%，并担任公司总经理，对公司战略决策及运营享有绝对控制力，其妻晏喜明与其儿赵尊铭分别直接持有公司股份 14.00%及 5.15%。此外，共创盛景为公司为激励员工而成立的持股平台公司，赵尊铭持有 45.6%的出资比例。截至 2021 年底，公司拥有 9 家全资子公司，覆盖成品油的仓储、运输、零售等多个业务环节。

图 3：公司股权结构情况（截至 2021 年底）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

核心管理层实力背景雄厚，从业经验较为丰富。公司总经理赵忠及副总经理龙小珍均参与陪伴公司成长十七载，均为公司经营管理核心人物，管理团队的结构稳定有助于公司稳健运营。此外，公司核心管理层从业经验较为丰富，多数均拥有涉及成品油产业链的从业经验，在成品油的采购、仓储、物流、批发、零售等各环节运营方面积累了丰富的产业经验，能够紧跟行业趋势及市场需求为公司制定可持续发展战略，稳定的团队结构叠加丰富的行业资源或将持续助力公司长远发展。

表 1：公司核心管理层情况

姓名	职位	年龄	背景
赵忠	董事长、总经理	54	1989 年至 1997 年在邵阳市四通糖酒饮料有限公司任总经理；1998 年至 2002 年在邵阳湘运油料有限公司任总经理；2002 年合伙创办湖南和顺投资发展有限公司，任执行董事；2005 年起历任公司总经理、执行董事，现任公司董事长、总经理
龙小珍	董事、副总经理	55	1990 年至 1993 年在湖南邵阳市百货公司历任出纳、会计、商场财务主管；1993 年至 2001 年在邵阳证券邵阳营业部，历任财务主管、投资部副经理、行政部经理、客户部经理、总经理助理；2002 年合伙创办湖南和顺投资发展有限公司，至 2016 年历任副总经理、监事；2005 年起任公司副总经理
赵雄	董事、副总经理	51	1990 年至 1991 年在邵阳市气象局任职；1992 年至 2003 年在邵阳四通糖酒饮料有限公司任副总经理；2003 年至 2005 年在湖南邵阳中油销售有限公司任副总经理；2015 年至今在衡阳和顺石油天然气有限公司兼任执行董事；2005 年 7 月至今历任公司副总经理、执行董事，现任公司董事
曾跃	副总经理、董事会秘书	45	2002 年至 2009 年在远大科技集团任工程与管理学院院长；2010 年至 2012 年在远大可建科技有限公司任市场中心总经理；2012 年至 2015 年 5 月在远大天空城市投资有限公司任副总经理；2015 年 11 月至今在公司任人力资源部经理；2016 年 4 月至今任公司副总经理、董事会秘书
余美玲	财务总监	36	2009 年至 2010 年在萍乡华维电瓷电器股份有限公司任会计；2011 年至 2014 年在瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所任项目经理；2014 年至 2015 年在湖南友谊会计师事务所（普通合伙）任高级项目经理；2015 年 10 月至 2016 年 4 月任公司财务部经理；2016 年 4 月至今任公司财务总监

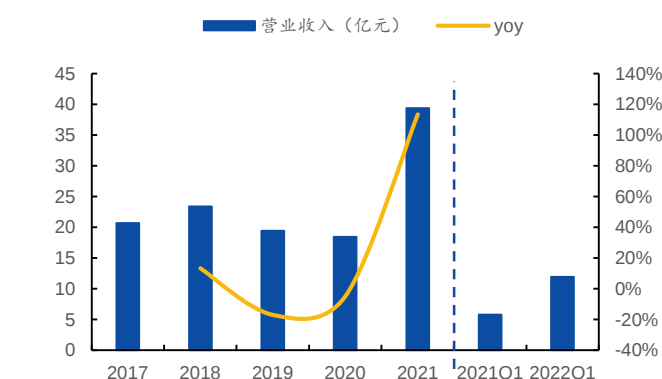
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 营业收入高增长，利润率短期阵痛

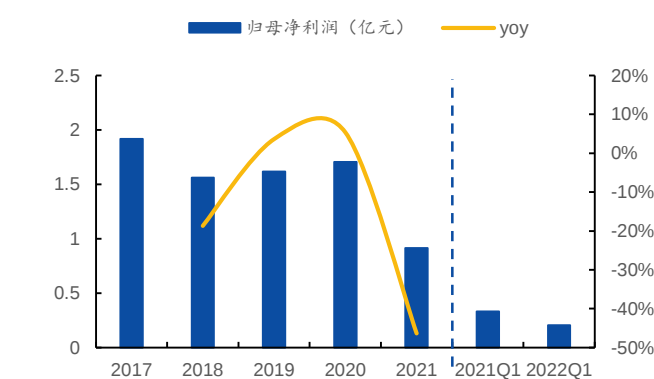
销量单价大幅增加，营业收入整体增长。2021 年，公司实现营业收入 39.33 亿元，同比增长 113.35%，主要原因系公司成品油批发及零售销量、单价均大幅增加所致；实现归母净利润 0.92 亿元，同比下降 46.35%，主要原因系受国际地缘政治和疫情等因素的共同影响，国际原油价格快速上涨，而中国成品油零售指导价格调整时间与成品油采购价格不同步，批零价差空间缩小所致。2022Q1，公司实现营业收入 11.93 亿元，同比增长 105.58%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 37.67%。

图 4：2017-2022Q1 公司营业收入及同比增速

图 5：2017-2022Q1 公司归母净利润及同比增速



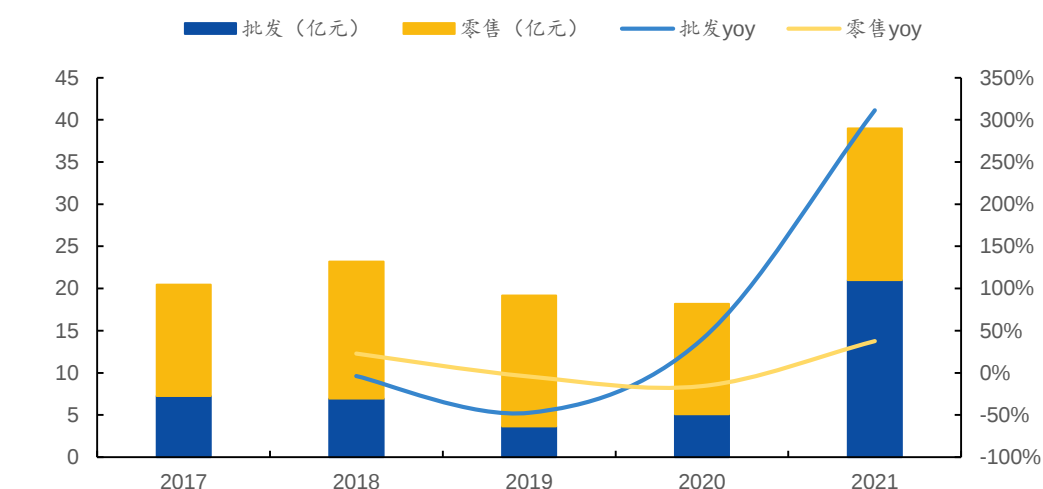
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

按行业拆分，公司批发业务收入占比快速提升。2021 年，公司实现零售业务收入 18.00 亿元，同比增长 37%，占总收入比重为 46%，主要系新增加油站带动销量增长及成品油零售价格增长所致。实现批发业务收入 21.00 亿元，同比增长 311%，占比 54%，主要系得益于品牌影响力的扩大、业务覆盖的发展、硬件配套的壮大，公司通过招投标成为壳牌、中海油、省高速等企业的上游供应商。

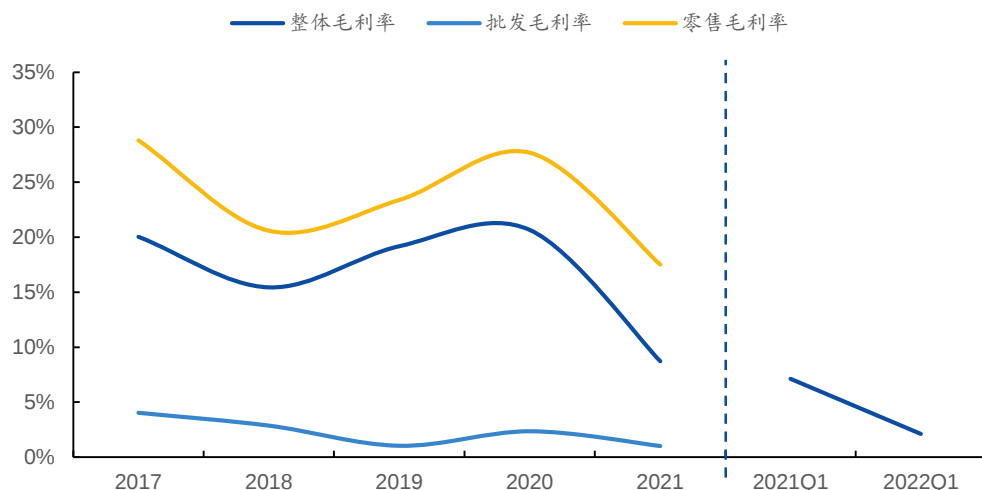
图 6：2017-2021 年公司主营业务收入拆分



资料来源：公司公告，国元证券研究所

综合毛利率有所下滑，零售毛利率更具优势。2021 年，公司综合毛利率为 8.73%，其中，批发毛利率为 1.02%，零售毛利率为 17.52%，均较 2020 年有所下滑。主要系上游炼厂出厂价迅速增加并维持高位，零售价调整滞后导致批零价差缩小以及已投资的加油站暂未产生相应收益。而由于国际地缘政治和疫情等因素的共同影响，2022 年国际原油价格持续快速上涨，导致批零价差进一步缩小，2022Q1 公司整体毛利率进一步下降至 2.11%。

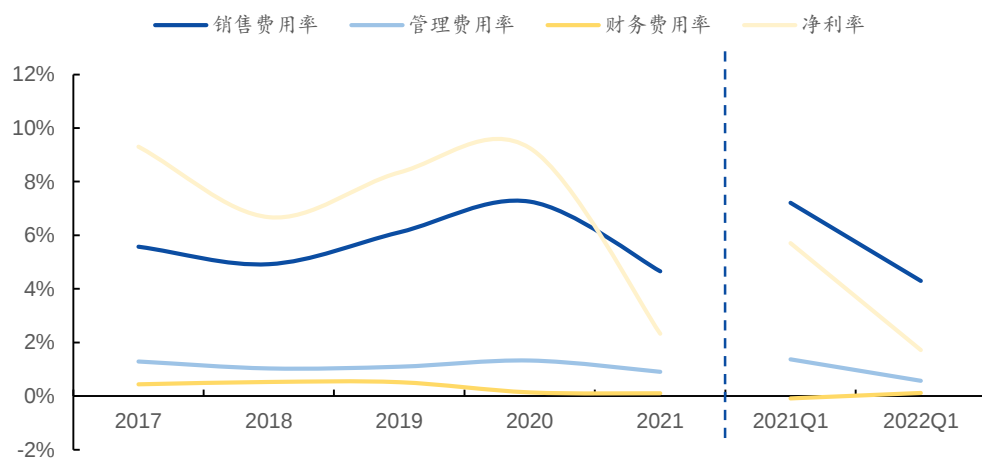
图 7：2017-2022Q1 公司整体毛利率、批发毛利率与零售毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

费用率基本稳定，净利率有所下滑。2021 年，公司销售费用率为 4.65%，管理费用率为 0.91%，财务费用率为 0.10%，收入规模效应下，带动公司三项费用率下降。而受到毛利率下滑的不利影响，2021 年公司净利率为 2.32%，同比下降 6.93pct。2022Q1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.3%、0.57%、0.12%；净利率为 1.72%，为近年来较低水平。

图 8：2017-2022Q1 各项费用率及净利率



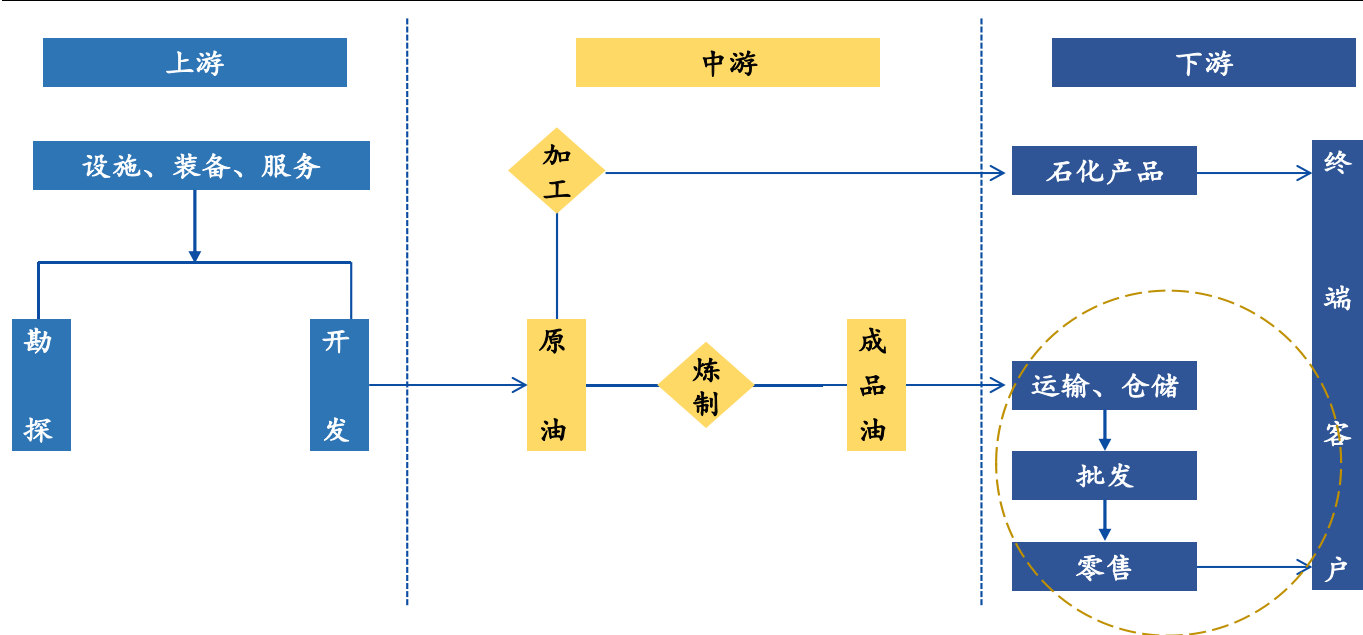
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.行业：零售价遵从政府指导，零售商盈利有望恢复

2.1 成品油最高价由政府指导调控，零售是出厂后增值最大的一步

产业链下游涵盖运输、仓储等环节，以批发、零售等方式向终端客户出售成品油。行业产业链上游由设备、装备、服务商对原油进行勘探及开发，中游由炼油厂进行原油炼制加工形成成品油，下游由批发零售商对成品油进行采购、仓储、物流进而售卖给终端客户。以和顺石油为例，成品油主要有四类采购渠道：①以山东地炼、西北大型国有石化企业为主的铁路运输渠道；②以湖南本地的大型国有石化企业为主的陆路运输渠道；③以江沪地区成品油贸易商为主的水路运输渠道；④以广东地区成品油贸易商为主的陆路运输渠道。

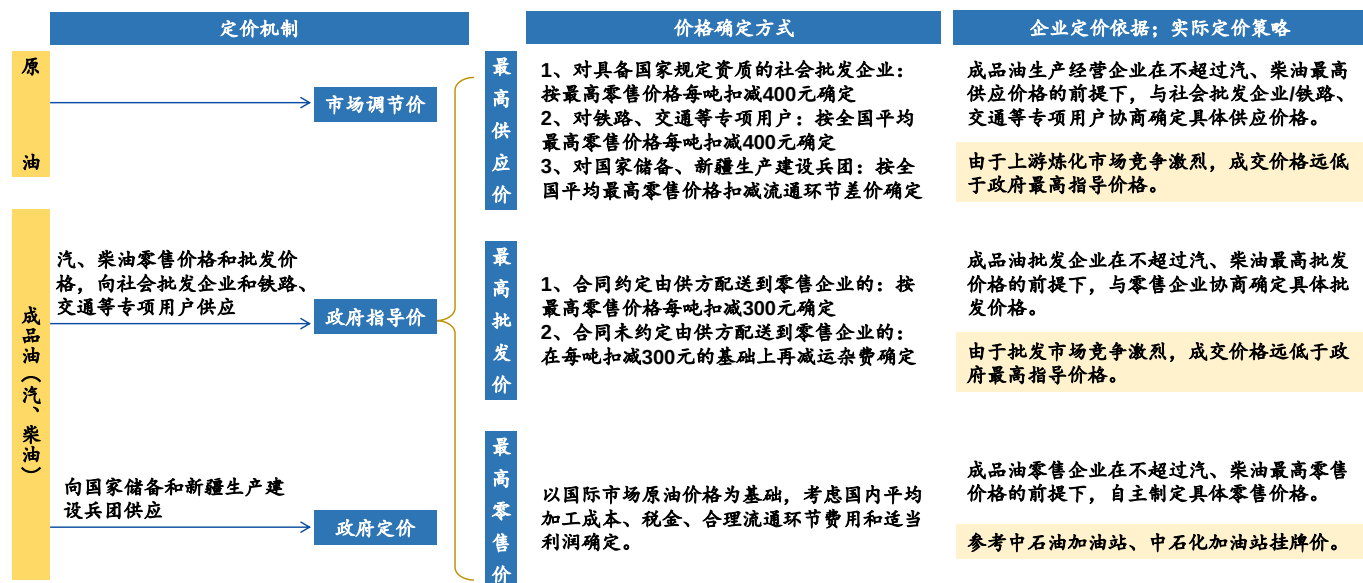
图 9：行业产业链构成



资料来源：公司公告，国元证券研究所（注：虚线部分表示和顺石油业务覆盖范围）

政府指导定价，供应、批发价远低于政府最高指导价格，零售价参考中石油、中石化形成。在油价的制定方面，原油价格由市场自行调节控制价格。成品油方面，根据适用场景的不同有不同的定价机制，其中向国家储备和新疆生产建设兵团供应汽、柴油的价格为政府定价，且往往低于市场价；向社会批发企业和铁路、交通等专项用户供应的汽、柴油供应价格由政府指导定价，指导定价根据流通环节和销售方式可分为最高供应价格、最高批发价格及最高零售价格，企业会根据对应最高指导价进行自身产品的定价，其中供应价格和批发价格一般来说均远低于最高指导价格，零售价格则会参考中石油、中石化加油站挂牌价。

图 10：原油、成品油定价机制及企业定价依据、实际定价策略



资料来源：公司公告，国元证券研究所

每 10 个工作日调整一次最高零售指导价，国际原油价格超过 80 美元/桶以后开始扣减加工利润率。在最高零售价的制定与调控中，我国国家发改委根据国际市场原油价格的变化每 10 个工作日调整一次最高零售指导价（调价幅度低于 50 元纳入下次调整），且各省发改委根据国家指导价同步颁布省最高零售指导价，而各企业在最高指导价的限制内可自主定价。其中，当国际原油价格低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不再下调；价格低于 80 美元/桶时，最高零售价按正常加工利润率制定；当零售价高于 80 低于 130 美元/桶时，企业加工利润率开始减少直至加工 0 利润为止；当零售价高于 130 美元/桶时，汽、柴油价格原则上不提或少提。

表 2：汽、柴油最高零售价格制定与调整机制

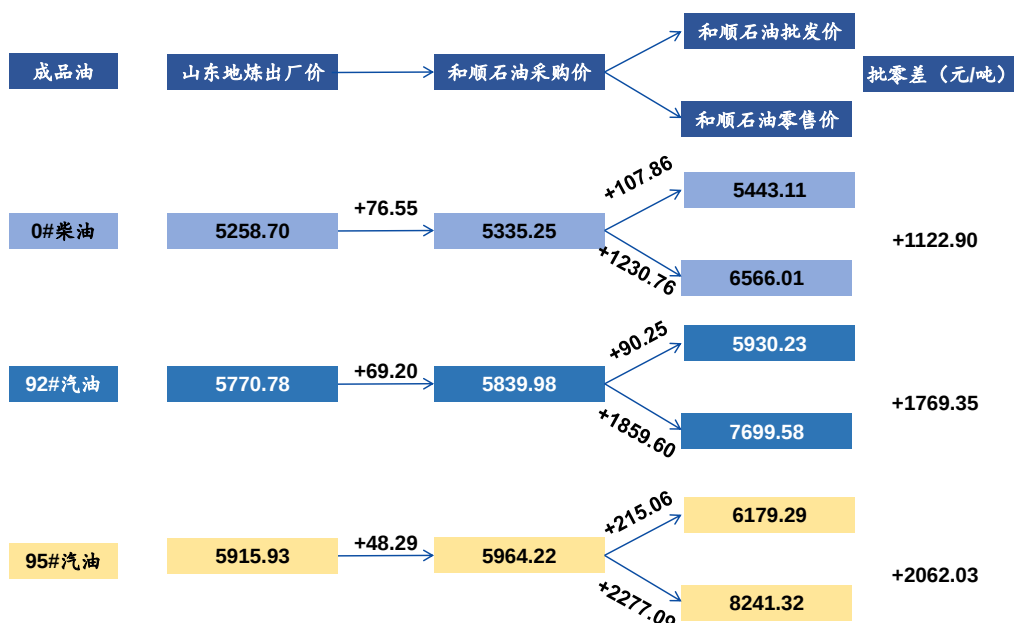
	国际原油价格（P），美元/每桶	价格制定具体方法
价格制定机制	$P \leq 40$	按原油价格 40 美元/每桶、正常加工利润率计算
	$40 < P \leq 80$	按正常加工利润率计算
	$80 < P < 130$	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算
	$P \geq 130$	按兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提
价格调整机制	1、根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次 2、当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调整时累加或冲抵	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

出厂至采购和采购至批发加价幅度较小，零售是成油增值最大的一步。我们以和顺石油为例对原油从出厂至批发/零售的加价额度进行测算，和顺石油 2017-2019 年 0 #柴油/92#汽油/95#汽油均价分别从山东地炼出厂价的 5258.7/5770.78/5915.93 增

值至和顺石油的采购价 5335.25/5839.98/5964.22（企业从油厂采购成品油），加价额度分别为 76.55/69.20/48.29 元/吨，公司成品油采购价与山东地炼出厂价基本一致，年加价额度在 150 元/吨以内波动；对应批发均价分别为 5443.11/5930.23/6179.29 元/吨，较采购价加价额度分别为 107.86/90.25/215.06 元/吨，年加价额度在 500 元/吨以内波动；零售均价分别为 6566.01/7699.58/8241.32 元/吨，较采购价加价额度分别为 1230.76/1859.60/2277.09 元/吨，年加价额度在 1000-2000 元/吨之间波动，零售渠道是公司最主要的毛利润来源。

图 11:和顺石油 2017-2019 年成品油从山东地炼出厂至批发和零售价格链路平均加价情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 3：和顺石油 2017-2019 年柴油及汽油成油加价情况

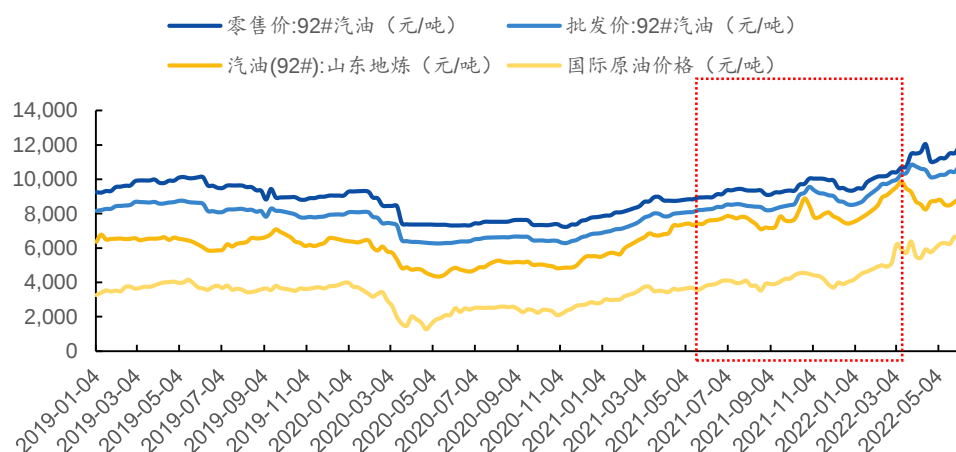
价格	0#柴油 (元/吨)				92#汽油 (元/吨)				95#汽油 (元/吨)			
	2017 年	2018 年	2019 年	三年均值	2017 年	2018 年	2019 年	三年均值	2017 年	2018 年	2019 年	三年均值
山东地炼出厂价	4664.67	5629.38	5482.05	5258.70	5009.66	6441.01	5861.67	5770.78	5169.91	6589.80	5988.08	5915.93
公司采购价	4788.40	5585.71	5631.64	5335.25	5055.70	6493.34	5970.90	5839.98	5111.63	6672.84	6108.20	5964.22
公司批发价	4860.15	5788.43	5680.75	5443.11	5277.67	6520.26	5992.76	5930.23	5521.89	6712.99	6302.98	6179.29
公司零售价	6000.55	6952.72	6744.76	6566.01	7128.63	8116.50	7853.60	7699.58	7661.69	8704.52	8357.74	8241.32
湖南最高零售指导价	6234.76	7160.51	6889.7	6761.66	7341.69	8345.12	8019.04	7901.95	7764.98	8812.13	8490.9	8356.00
加价情况												
采购价-山东地炼出厂价	123.73	-43.67	149.59	76.55	46.04	52.33	109.23	69.20	-58.28	83.04	120.12	48.29
批发价-采购价	71.75	202.72	49.11	107.86	221.97	26.92	21.86	90.25	410.26	40.15	194.78	215.06
零售价-采购价	1212.15	1367.01	1113.12	1230.76	2072.93	1623.16	1882.70	1859.60	2550.06	2031.68	2249.54	2277.09
公司批零价差	1140.40	1164.29	1064.01	1122.90	1850.96	1596.24	1860.84	1769.35	2139.80	1991.53	2054.76	2062.03
最高零售指导价-零售价	234.21	207.79	144.94	195.65	213.06	228.62	165.44	202.37	103.29	107.61	133.16	114.69

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 毛利率与批零价差高关联，4 月迎来拐点

原油价格与成品油价格走势保持一致性，但成品油“零售价-出厂价”存在波动性。从整体走势上看，国际原油价格、炼油厂出厂价、成品油批发价、成品油零售价的走势一致。但由于炼油厂的出厂价对国际原油价格变化反应较为迅速，而零售价需要在发改委每 10 个工作日调整最高零售价后做出相应调整，存在一定时滞性，从而导致成品油“零售价-出厂价”存在一定波动性。具体来看，当原油价格单边迅速上升时，由于零售调价滞后，“零售价-出厂价”价差明显缩小。

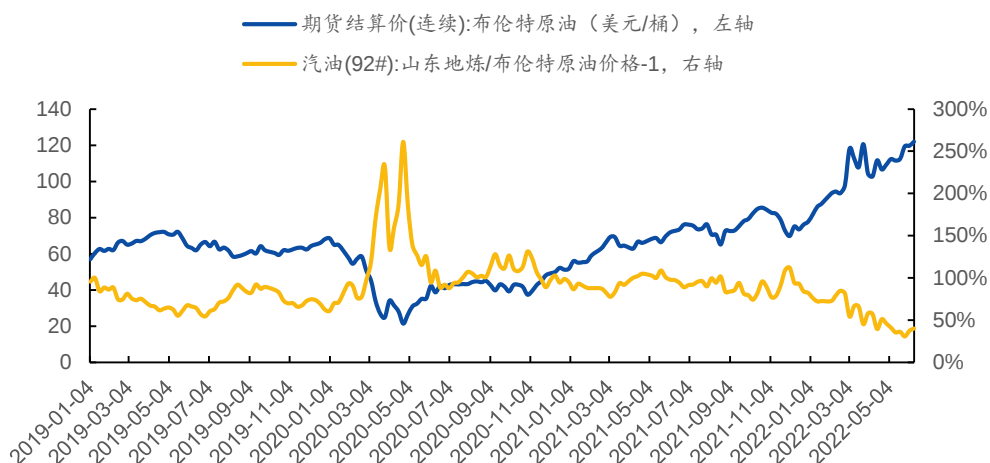
图 12：原油价格与成品油价格走势保持一致性，但价差存在波动



资料来源：Wind，商务部，隆众化工，国元证券研究所（国际原油价格以布伦特原油价格*即期汇率*吨桶比 0.136*增值税 1.13 进行单位换算）

炼油厂出厂价 VS 国际原油价格：我们以汽油(92#)山东地炼价格代表炼油厂成品油出厂价格，以布伦特原油价格代表国际原油价格。当原油价格较为稳定时，炼油厂出厂价较国际原油价格的加价率在 100%左右浮动；当原油价格低于 40 美元/桶并持续快速下跌时，炼油厂出厂价较国际原油价格的加价率在 150%-250%间浮动；当原油价格高于 80 美元/桶并持续快速上涨时，炼油厂出厂价较国际原油价格的加价率逐步下滑至 50%左右。

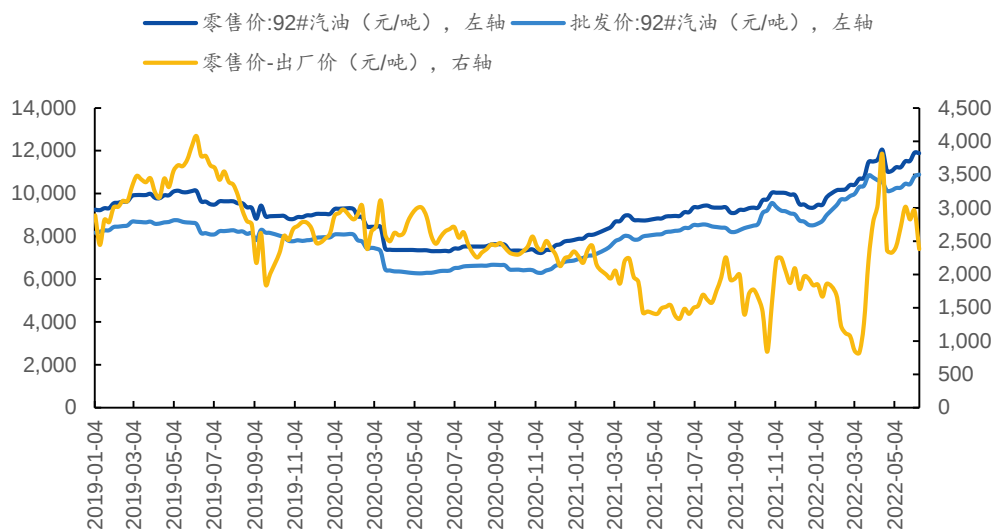
图 13：92#汽油山东地炼较布伦特原油价格加价率



资料来源：Wind，隆众化工，国元证券研究所

零售价 VS 炼油厂出厂价：我们以商务部公布的 92#汽油零售价作为成品油零售价代表，以汽油(92#)山东地炼价格代表炼油厂成品油出厂价格。当原油价格较为稳定时，零售价与出厂价的差额在 2000 元/吨左右波动；自 2021 年下半年以来，由于国际地缘政治和疫情等因素的共同影响，国际原油价格持续快速上涨，零售价与出厂价的差额持续缩小至 800 元/吨左右；而自 2022 年 4 月以来，随着发改委多次大幅上调最高零售价格，零售价与出厂价的差额回升至正常水平，甚至达到 3000 元/吨的水平。

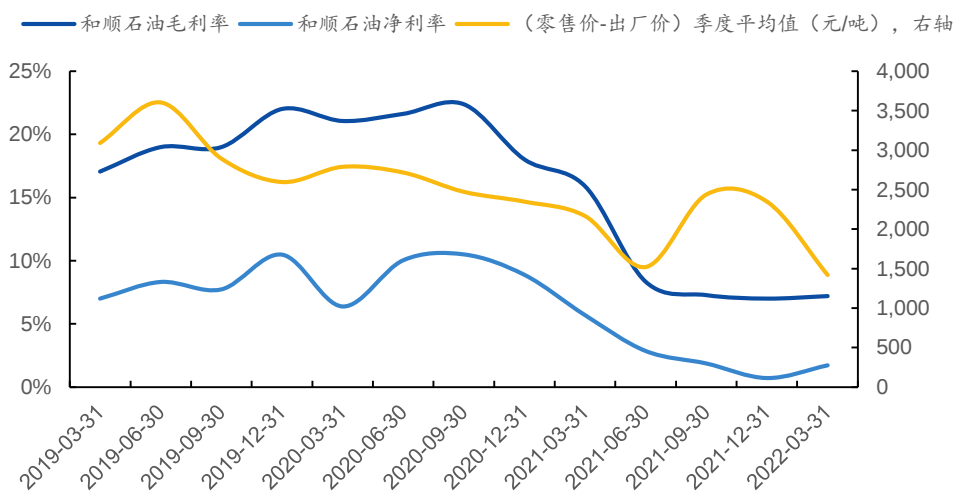
图 14：92#汽油零售价较 92#汽油山东地炼价格加价率



资料来源：Wind，隆众化工，商务部，国元证券研究所

成品油零售/批发企业毛利率的波动与批零价差高关联，预计将于 4 月同步迎来拐点。成品油零售/批发企业主要从炼油厂采购成品油后根据市场需求进行批发和零售，其销售价格主要为市场批发/零售价，其销售成本主要为从炼油厂采购价、运费等。因此，成品油零售/批发企业的毛利率走势基本与零售价 VS 出厂价的差额走势保持一致，随着零售价与出厂价的差额自 4 月以来回升至正常水平，我们预计成油批发/零售企业的利润率也将同步有所恢复。

图 15：和顺石油利润率与零售价 VS 出厂价的差额走势基本保持一致



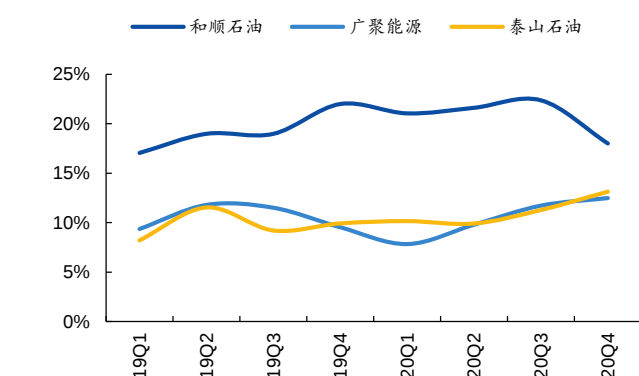
资料来源：Wind，隆众化工，商务部，国元证券研究所

毛利率的绝对值取决于公司产品/业务结构以及所处区域。对比广聚能源（成品油及液化石油气的主要经销者）、泰山石油（成品油批发、零售商）等公司，剔除 2021

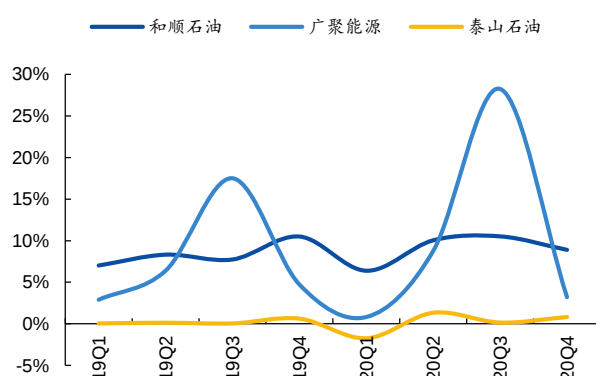
年油价开始上涨导致各企业毛利率下滑等影响，和顺石油毛利率明显高于另外两家公司，我们认为主要有产品/业务结构以及区位等因素的影响。从产品/业务结构来看，和顺石油/广聚能源加油站数量分别从2019年的30/12座增至2021年的64/12座，据和顺石油招股书测算2019年和顺石油/广聚能源零售收入占比分别为80.94%/40%（估计值），毛利率较高的零售业务占比增加也能拉动整体毛利率的增加；和顺石油较泰山石油毛利率更高则是因为公司毛利率更高的汽油收入占比更高，2020年和顺石油/泰山石油汽油收入占比分别为81.36%/69.19%。从区域因素来看，广东省和山东省均为炼油大省，炼油厂和经销商众多，市场竞争较为激烈，成品油定价相对较低，湖南柴油最高零售指导价一般高于广东省75元/吨，柴/汽油最高零售指导价一般高于山东省55/75元/吨。

图 16：公司与广聚能源、泰山石油单季度毛利率对比

图 17：公司与广聚能源、泰山石油单季度净利率对比



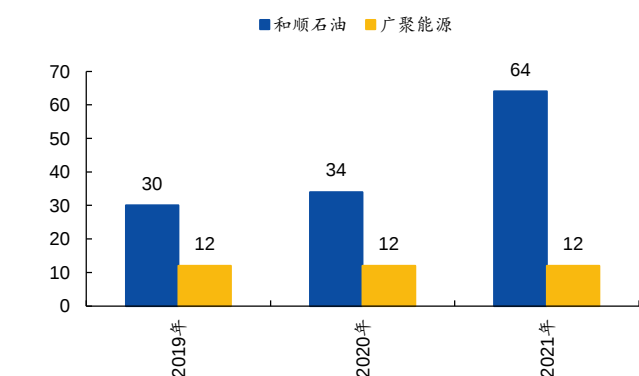
资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所



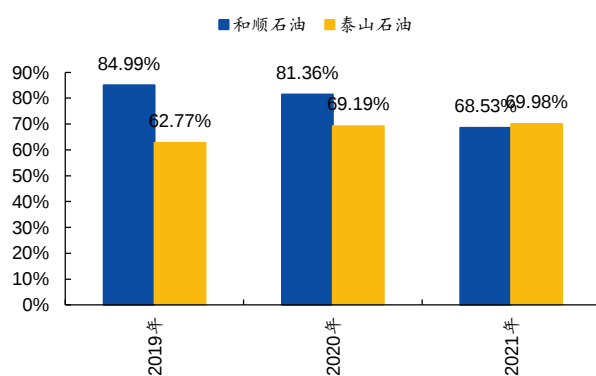
资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所

图 18：和顺石油与广聚能源加油站数量对比（单位：座）

图 19：和顺石油与泰山石油汽油业务占总营收比例（单位：%）

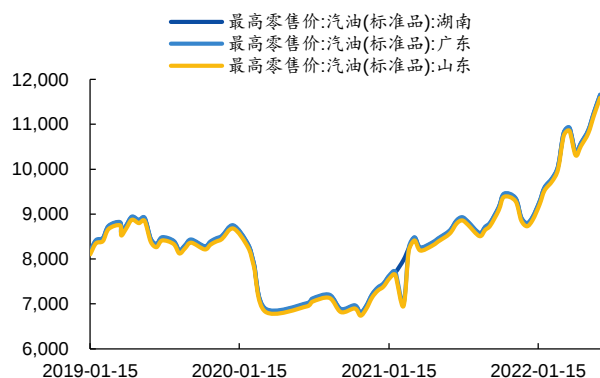


资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所



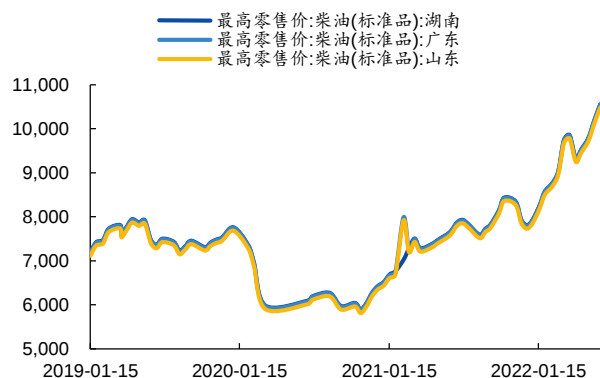
资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所

图 20：湖南与广东、山东汽油最高零售价对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所

图 21：湖南与广东、山东柴油最高零售价对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind，各公司公告，国元证券研究所

3.公司：油库规模大幅扩容，助力批零业务新发展

3.1 油库规模扩容，为批零业务发展筑基

公司油库规模大幅扩容，为公司业务高速发展助力。截至 2021 年底，公司拥有在营湘潭油库，其库容为 29500 立方米，租赁恒阳油库 9000 立方米油罐，此外，公司在建长沙铜官油库，其库容为 90000 立方米，是湘潭油库库容的 3 倍之多，于 6 月 28 日投入使用。从库区位置来看，公司油库为长株潭地区重要的成品油集散地，一方面，湘潭油库距离长沙市区约 40 公里，距交通枢纽株洲市仅 12 公里，处于交通要道；另一方面，正在自建的铜官油库位于华中核心经济区域的长沙市望城区，兼具水陆两种物流运输方式，并开辟中转仓和沿江、广东、四川等地主营外采业务。整体而言，两个油库所处区位交通便利，可保证配送的及时快捷，有效降低二次配送运输成本。随着未来铜官油库的顺利投运，或将进一步优化调节公司的成本控制，为公司批零业务快速发展提供有力支撑。

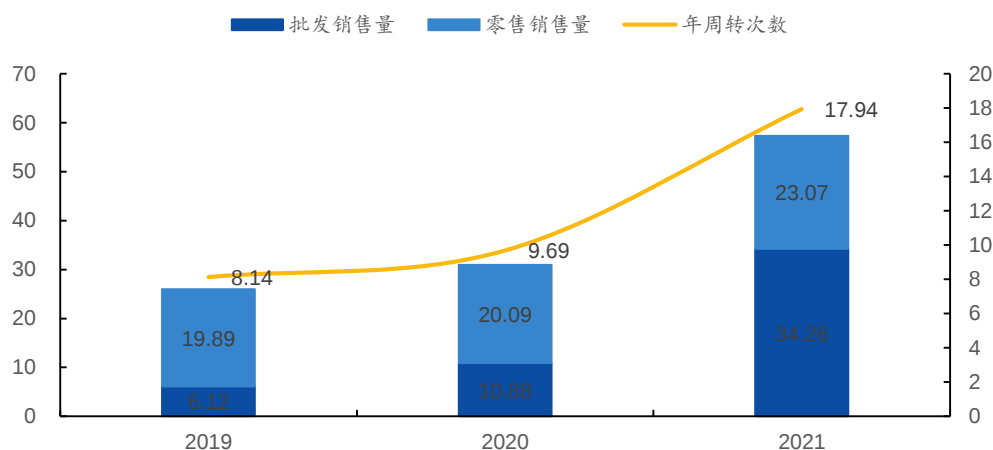
图 22：公司铜官油库现有水路码头外观



资料来源：公司官微，国元证券研究所

油库规模的扩大驱动仓储能力提升，加强公司采购议价及抗风险能力。成品油库存量=油库规模*成品油密度，假设成品油的平均密度为 0.83g/ml，则 2019-2021 年公司的成品油库存量分别为 3.20、3.20、3.20 万吨。我们以“(批发量+零售量)/成品油库存量”公式计算年周转次数，可测得 2019-2021 年的年周转次数分别为 8.14、9.69、17.94 次，2021 年周转速度较快，原因系 2021 年国际原油及成品油价格受多重因素的共同影响致使价格波动较大，公司通过提高油品周转效率平滑部分油价波动对成本产生的不利影响。展望未来，长沙铜官油库建设项目建成后，成品油库存量将达 10.67 万吨，油库规模的扩大将驱动仓储能力大幅提升，一方面，公司通过增加年周转次数，享受规模效应并加强对成品油的采购议价能力，从而提升批零业务规模；另一方面，公司可对市场油价实时波动作出高效快速反应，最大限度的对冲油价波动对业绩的负面影响，增强公司抗风险能力。

图 23：公司批发和零售销量及年周转次数情况（单位：万吨）

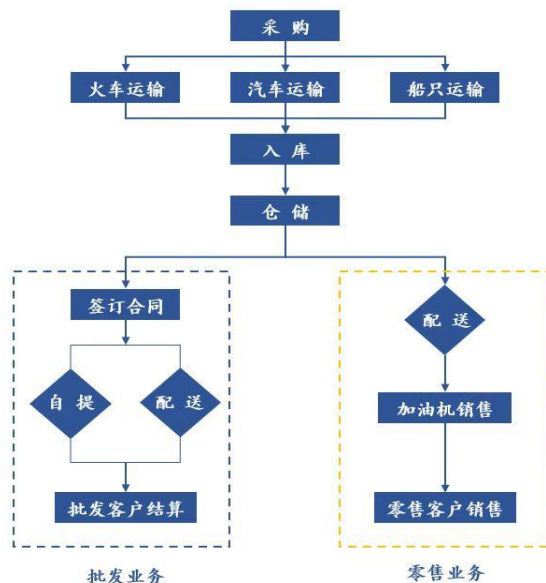


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 批发：积极拓展优质客户，批发业务实现飞跃性成长

完备的物流运输体系保障油品供应能力，助力公司批发业务稳步发展。分析行业特征，油品价格及所需运费为批发业务的下游客户采购时考虑的主要因素，若供应商油库距离较远，则产生较高运费，因此公司的批发业务以油库为中心向周边区域辐射，运输半径在 150 公里范围内，主要覆盖长沙、株洲、湘潭、娄底、邵阳、衡阳等地区，此外，公司拥有 1 条 3.2 公里铁路专用线使用权并配套完备的自有物流运输体系，可保障油品供应的及时性。

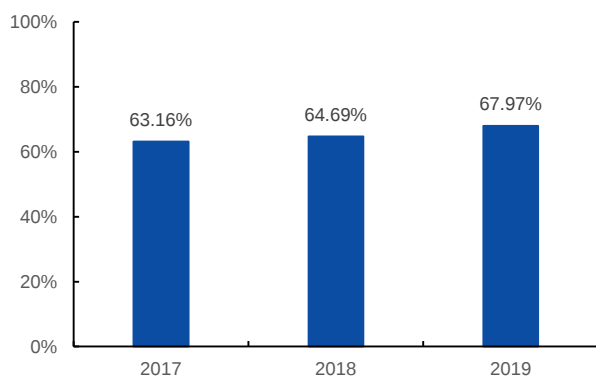
图 24：公司批发和零售业务流程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

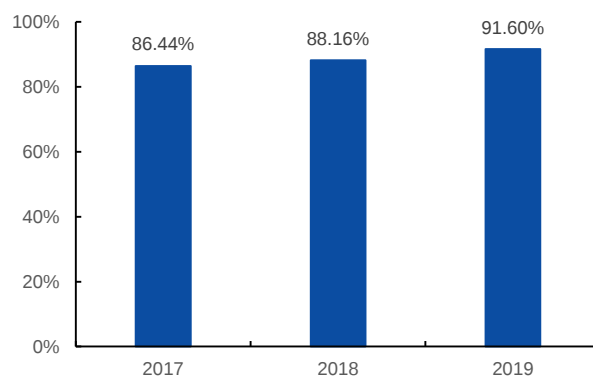
传统批发客户维持相对稳定，客户结构以社会加油站为主。截至 2021 年底，公司批发客户数达到 400 余家，客户采购成品油主要用于加油站零售、生产经营自用及二次批发销售，其中，批发业务的客户以社会加油站为主，社会经营单位、贸易商为辅。具体而言，客户集中度方面，根据公司招股说明书，2017-2019 年，公司前二十大客户均为批发客户，向前二十大批发客户的销售收入占批发销售收入的比重分别为 63.16%、64.69%、67.97%，整体批发客户结构维持相对稳定；客户结构方面，2017-2019 年，公司向社会加油站的销售占批发业务收入的比重分别为 86.44%、88.16%、91.60%，公司与大量社会加油站的批发客户建立了紧密战略合作关系。

图 25：公司向前二十大批发客户的销售收入占批发销售收入的比重情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 26：公司向社会加油站的销售占批发业务收入的比重情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

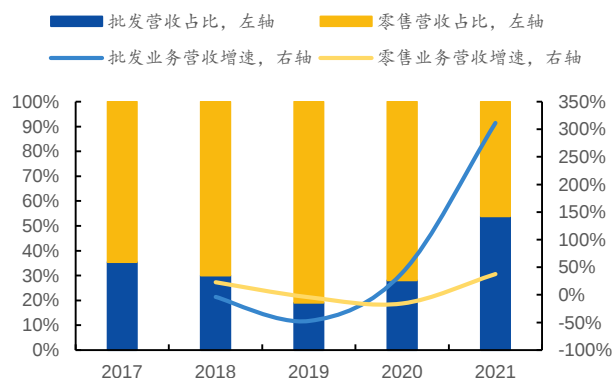
表 4：公司向前五大客户的销售交易背景、销售内容、销售金额及占批发销售收入的比例情况

序号	客户名称	交易背景	0#柴油	92#汽油	95#汽油	98#汽油	小计	占比
2017 年								
1	长沙先导城市资源投资有限公司	通过加油站零售	1772.05	3975.56	1557.96	27.95	7333.53	10.13%
2	长沙四方加油城有限责任公司	通过加油站零售	623.02	3169.84	1523.94	/	5316.80	7.34%
3	湖南省新源石油股份有限公司	通过加油站零售	628.63	3392.91	1200.56	/	5222.10	7.21%
4	湖南龙骧交通发展集团有限责任公司油料供销分公司	通过加油站零售	788.15	3023.77	1029.85	/	4841.77	6.69%
5	长沙顺捷加油站	通过加油站零售	385.08	2150.47	724.59	88.87	3349.01	4.63%
2018 年								
1	长沙顺捷加油站	通过加油站零售	519.70	4293.15	1453.77	56.84	6323.47	9.09%
2	长沙先导城市资源投资有限公司	通过加油站零售	1377.04	3169.04	1226.43	21.67	5794.18	8.33%
3	长沙四方加油城有限责任公司	通过加油站零售	531.31	2834.16	1340.12	28.04	4733.63	6.80%
4	湖南龙骧交通发展集团有限责任公司能源公司	通过加油站零售	824.89	2841.14	759.97	/	4426.00	6.36%
5	湖南省新源石油股份有限公司	通过加油站零售/ 自用	363.52	2456.36	609.63	5.47	3434.98	4.94%
2019 年								
1	长沙顺捷加油站	通过加油站零售	351.28	2395.89	872.86	/	3620.04	9.91%
2	湖南龙骧交通发展集团有限责任公司能源公司	通过加油站零售	615.52	2287.49	552.92	/	3455.93	9.46%
3	长沙四方加油城有限责任公司	通过加油站零售	257.13	1917.24	411.23	/	2585.59	7.08%
4	长沙市望城区桥北油料有限公司	通过加油站零售	597.39	1434.37	384.80	/	2416.56	6.61%
5	湖南蔡园集团公司加油站	通过加油站零售	/	761.02	1165.80	/	1926.83	5.27%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

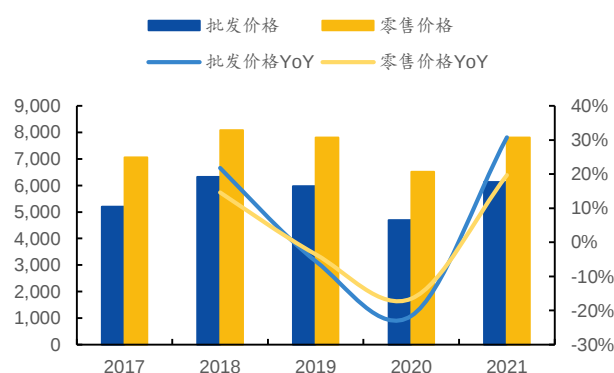
成功招投标入选优质企业上游供应商，批发业务规模实现飞跃性成长。随着公司业务辐射范围、硬件配套设施叠加品牌影响力的持续提升，公司积极拓展优质批发客户，成为壳牌、中海油、省高速等跨国公司、国企、央企、民企等优质公司的上游优质供应商，并与其形成长期稳健的战略合作关系，驱动批发业务实现飞跃性成长。2022Q1，批发业务贡献收入 7.40 亿元，批发价格为 6724 元/吨，其占营收比重由 2017 年的 35% 提升至 2022Q1 的 61%，同期批发/零售销售量分别实现为 11.00/5.35 万吨，分别同比增长 171%/6%。整体而言，批发业务的高速增长对公司发展具有战略意义，在扩大采购规模的同时增厚业绩规模，叠加与优质供应商建立合作，采购渠道的稳定性也可在一定程度上提高公司对上游渠道的采购谈判能力，降低采购成本，提升公司盈利水平。

图 27：公司批发和零售业务营收占比及营收增速情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 28：公司批发及零售业务销售单价（单位：元/吨）



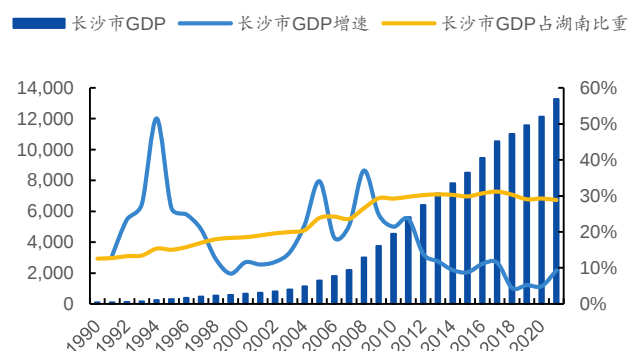
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 零售：快速扩充加油站点数量，夯实零售网点根基

成品油行业实行严格的准入制度，核心区域成品油零售终端具备高稀缺性。成品油定位于壁垒较高的区位资源型零售行业，基于成品油与国家经济发展及能源安全紧密相关，政府部门对成品油行业高度重视，对其实行严格的准入制度。具体而言，加油站建设需政府部门提前规划布局（通常在“五年计划”中对下一个五年内的建设情况进行规划），基于满足市场需求下，避免重复建设。以加油站规划布点分析，根据国家规定，城区加油站的服务半径不小于 0.9 公里，即与周边最近加油站的车行距离不少于 1.8 公里；国道及省道加油站每百公里不超过 6 对（12 座），即在总量符合要求的前提下，与相邻加油站车行距离原则上不低于 8 公里，因此，在已规划站点覆盖区域内，将不再规划新的加油站点，对于市场新进入者而言，在具备较强的资金实力及管理水平的的前提下，仍需经历较长的建设发展周期，方能拥有油库、优质加油站等核心资产，我们认为随着未来核心区位的成品油零售规划布点愈发稀缺，行业进入壁垒或将愈高。

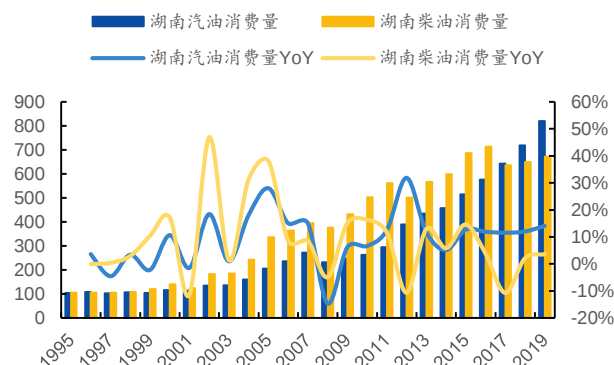
先发部署优质地带，核心资产具有高区位独占性。公司深耕行业 14 年，对位置优越的加油站点均实现先发部署，截至 2021 年底，公司自营 64 座加油站，其中 63 座加油站位于湖南省，32 座加油站位于长沙市，且主要分布在湖南长株潭城市群的市场或主干路段周边，周围车流量大且交通较为便利，公司加油站基本实现湖南市场的全省覆盖，位置优势显著。根据国家统计局数据，2021 年，长沙市 GDP 实现 1.33 万亿，同比增长 9%，占湖南省 GDP 比重由 2000 年的 18% 提升至 2021 年的 29%，得益于湖南省经济的快速发展叠加公路基建的不断完善，成品油的需求逐年增长，2019 年，湖南省汽油/柴油消费量分别为 820/673 万吨，分别同比增长 14%/4%，高独占性的核心资产叠加所处区位的优质经济环境或将持续驱动公司成品油的销量的稳步增长。

图 29：湖南及长沙 GDP 及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

图 30：湖南汽油及柴油消费量及增速情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

表 5：公司加油站分布省份及城市梳理（截至 2021 年底）

分布省份	分布城市	站点数量（座）
湖南	长沙	32
	湘潭	4
	株洲	3
	永州	1
	衡阳	6
	益阳	2
	常德	1
	娄底	8
	邵阳	1
	张家界	5
广东	佛山	1
合计		64

资料来源：公司公告，国元证券研究所

快速扩充加油站数量，夯实零售网点根基。基于快速有效的可复制商业模式下，2021 年公司全年新增加油站网点 29 座。

从布局范围维度来看，公司一方面加强网点布局深度，积极开拓湖南省内的乡镇市场，2021 年 6 月，公司租赁湖南先导能源有限公司 25 座加油站，并进行优化改造，以提升经营效率。另一方面拓展网点布局宽度，广东及四川均为国内成品油的重要集散地，公司已在两地成立全资子公司，并致力于拓展华南、西南地区的成品油业务，2021 年 6 月中旬，省外首座加油站即广东公司租赁逢沙加油站顺利投运，公司实现跨区域业务布局，根据公司股东大会披露，下一步将进军江苏、河南市场，完善全国加油站零售连锁经营布局。

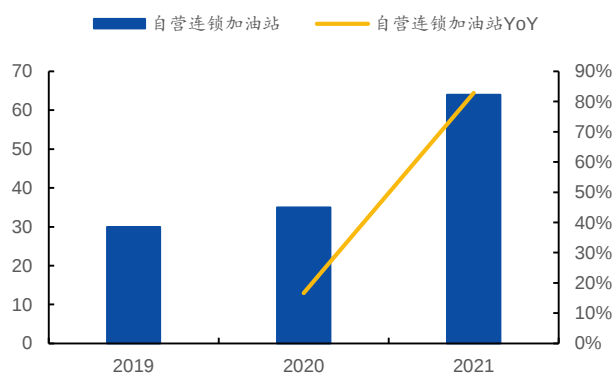
从拓展方式维度来看，公司通过新建、租赁、收并购等方式加速推动零售连锁加油站点的布局，其中收购为主流高效的扩张方式，我们以湖南在营加油站分析，中石

化及中石油运营的加油站占一半，剩余为个体及民营企业拥有，体量较小且大多处于散乱低效状态，当前国内存在大量民营加油站待整合。此外，基于危化品行业的特殊性，加油站的建设需由商务主管部门编制加油站发展规划，还需配合国土资源局等土地使用规划，因而实际新建加油站往往滞后于规划，且从报建到投运新加油站的涉及审批环节繁琐，耗时较长，因此收购民营加油站或将为未来主流的扩张方式。而公司具备跨省并购整合优势，能够通过综合分析确定目标市场，并筛选出足够的优质合作伙伴，通过专业化、标准化运营管理赋能合作伙伴。

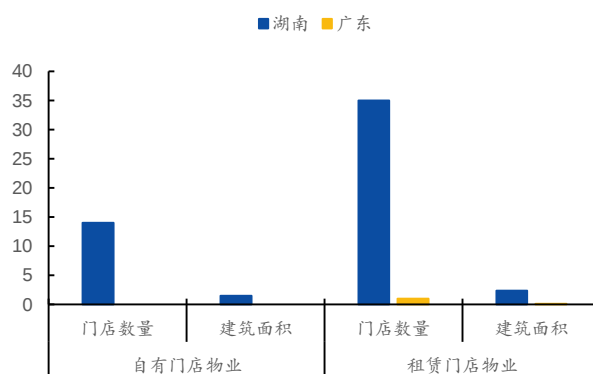
整体而言，随着已投资的加油站开始逐步投产并产生相应收益后，零售加油站网点的质量叠加数量的齐头并进或将进一步提升公司零售终端市占率，为业绩快速增长持续注入新动能。

图 31：公司连锁加油站数量情况（单位：座）

图 32：公司已开业门店分布情况（单位：座，万平米）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所（注：截至 2021 年 12 月 31 日，航电加油站、连江加油站、雷高加油站正在建设中，中意路加油站暂停营业，租赁先导投的 25 座加油站中 8 座正在改造中）

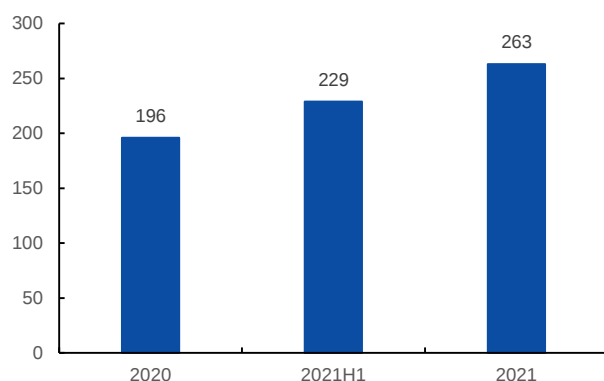
搭建会员体系，增值服务提升客户粘性。公司建立以客户体验感为中心的管家式加油服务体系，建立了“安全、快捷、便利、增值”服务标准，通过自有的一线员工培训学院持续、有效的输出加油站的管理人员和加油员，保证员工服务质量；通过提供各类“和顺特色”的增值服务增加客户黏性，如：拖车信息服务、免费的药品、打气、补胎、借伞、赠送定制礼品、暖心茶饮等；通过会员体系，搭建积分商城和提供会员满减优惠券，并精准营销（如通过会员管理系统对滴滴、人民警察、人民教师等客户给予专属优惠），沉淀忠实客户并提升加油站销量和终端定价能力。截至 2021 年底，公司注册会员超过 263 万，同比增长 34.18%。

图 33：公司会员系统



资料来源：和顺石油公众号，国元证券研究所

图 34：公司注册会员数量（单位：万）

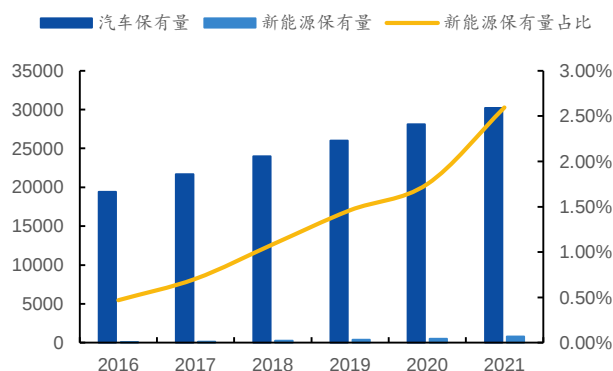


资料来源：公司公告，国元证券研究所

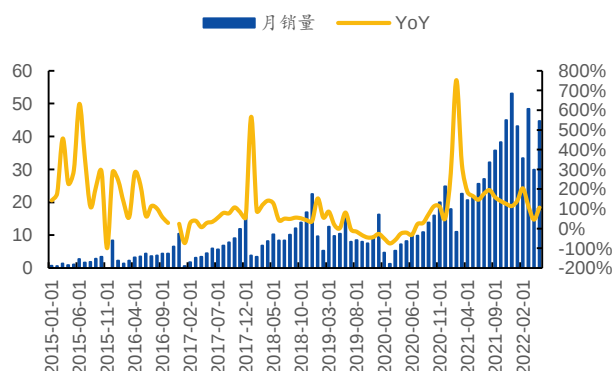
研究筹备新能源领域，打造综合服务区域。车辆保有量方面，根据公安部数据，截至 2021 年底，全国汽车保有量达 3.02 亿辆，其中新能源汽车保有量达 784 万辆，同比增长 59.35%，占汽车总量比为 2.60%，而我国公共充电桩保有量仅 114.7 万台，车桩比例为 6.8:1，充电桩严重不足。车辆新上牌量方面，2021 年全国新注册登记新能源汽车 295 万辆，占新注册登记汽车总量比为 11.25%。车辆销量方面，2022 年 5 月，新能源汽车月销量达 44.70 万辆，同比增长 105.99%，2020 年 10 月至今，多数月份均实现销量翻倍以上的增长态势，新能源汽车发展较为迅猛。当前公司正在筹备布局新能源行业，并结合公司现有的终端资源、服务优势及运营经验逐步参与该领域的相关业务，如增加充电、氢加注等综合能源补给服务，为不同需求的客户打造综合服务区域，提供多元化服务。

图 35：中国汽车保有量及新能源汽车保有量情况（单位：万辆）

图 36：中国新能源汽车月销量及同比增长情况（单位：万辆）



资料来源：公安部，国元证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1 关键假设及盈利预测

关键假设：

(1) 批发业务：公司积极拓展优质批发客户，成为壳牌、中海油、省高速等跨国公司、国企、央企、民企等优质公司的上游优质供应商，驱动批发业务实现飞跃性成长。我们预计随着 2022Q2 公司库容 90,000 立方米的铜官油库正式投运，批发业务将迎来进一步增长。我们假设公司批发业务成品油销量占总成品油销量的 75%-85%，2022-2024 年公司批发业务收入同比分别增长 203%/50%/5%，毛利率分别为 1.82%/2.74%/2.86%。

(2) 零售业务：截至 2021 年末，公司共计 64 座加油站，其中正在建设中 3 座，对外租赁 2 座，深耕湖南市场、实现全域基本覆盖，并成功拓展广东市场。我们预计随着公司新增加油站运营效率的提升和开展投资并购扩展加油站网络，零售业务将保持稳定增长。我们假设公司零售业务成品油销量占总成品油销量的 15%-25%，2022-2024 年公司零售业务收入同比分别增长 20%/3%/14%，毛利率分别为 20%/21%/21%。

表 6：公司分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
批发收入	724.05	695.82	365.41	510.34	2099.86	6368.06	9535.20	10050.32
yoy		-4%	-47%	40%	311%	203%	50%	5%
批发毛利率	4.03%	2.86%	1.04%	2.35%	1.02%	1.82%	2.74%	2.86%
零售收入	1322.40	1623.27	1552.25	1309.23	1799.85	2151.63	2225.83	2538.00
yoy		22.75%	-4.38%	-15.66%	37.47%	19.55%	3.45%	14.02%
零售毛利率	28.79%	20.59%	23.38%	27.67%	17.52%	19.81%	21.00%	21.00%
主营业务收入	2046.45	2319.09	1917.66	1819.57	3899.70	8519.69	11761.03	12588.32
yoy		13.32%	-17.31%	-5.12%	114.32%	118.47%	38.05%	7.03%

资料来源：公司公告，国元证券研究所测算

盈利预测：

我们预计公司在 2022-2024 年实现营业收入 85.60/118.06/126.38 亿元，实现归母净利润 1.60/2.37/2.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.36/1.59 元/股，当前股价对应 PE 为 21/14/12 倍。

表 7：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1844	3933	8560	11806	12638
收入同比(%)	-5%	113%	118%	38%	7%
归母净利润(百万元)	170	91	160	237	276
归母净利润同比(%)	5%	-46%	75%	48%	17%
ROE (%)	10.4%	5.5%	8.9%	12.1%	12.8%
每股收益(元)	0.98	0.53	0.92	1.36	1.59
市盈率(P/E)	19.97	37.22	21.32	14.39	12.35

资料来源：Wind，国元证券研究所测算（基于 2022 年 6 月 30 日收盘价）

4.2 估值

公司是湖南省民营加油站龙头，随着批零差回归正常水平，公司将迎来利润率拐点，且随着新油库投运，业绩有望高增长。我们认为公司业务模式本质属于批发零售业务，对于公司批发业务，选取工业电气产品的专业分销商众业达（002441.SZ）和日用工业品分销市场小商品城（600415.SH）作为可比公司，以 2022 年 6 月 20 日收盘价，根据 Wind 一致预期，选取的可比公司众业达和小商品城 2023 年预测 PE 分别为 10、15 倍，平均值为 13 倍。对于公司零售业务，选取连锁超市永辉超市（601933.SH）和家家悦（603708.SH）作为可比公司，以 2022 年 6 月 20 日收盘价，根据 Wind 一致预期，选取的可比公司永辉超市和家家悦 2023 年预测 PE 分别为 31、21 倍，平均值为 26 倍。基于可比公司估值，并考虑到公司行业领先地位及较高壁垒性，我们给予公司批发业务 15 倍、零售业务 30 倍 PE，对应市值为 61 亿元，对应目标价为 28.83 元。

表 8：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	PE (2022)	PE (2023)	PE (2024)
002441.SZ	众业达	9.42	51	12.41	10.12	7.98
600415.SH	小商品城	5.57	306	18.31	15.30	12.91
	平均			15.36	12.71	10.45
601933.SH	永辉超市	4.26	388	54.03	31.30	23.91
603708.SH	家家悦	14.24	87	28.36	21.24	16.85
	平均			41.20	26.27	20.38

资料来源：Wind，国元证券研究所（采用 Wind 一致预期，基于 2022 年 6 月 30 日收盘价）

5.风险提示

（1）经营区域集中风险

公司加油站大多数集中分布于湖南省内，如果湖南省爆发新冠疫情，导致该区域疫

情管控措施升级，人民的出行意愿将下降，进而对成品油的需求造成影响。

(2) 新增加油站经营不达预期的风险

2021 年公司新增加油站 29 座，未来新增的加油站项目盈利目标的实现，受政策环境、政府规划、市场需求、租金等多重因素的影响，存在营收和利润不达预期的可能。

(3) 新能源汽车推广风险

国家大力推动节能减排，更清洁、环保的新能源汽车需求快速增长，可能冲击传统燃油汽车行业，降低成品油需求。

(4) 原油价格波动风险

公司的经营业绩与成品油批零价差挂钩，国际形势变化可能带来国际油价暴涨暴跌大幅波动的风险，零售指导价调整滞后可能会缩小成品油批零价差，对公司业绩造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1163	1024	1724	1916	2601
现金	801	632	942	1004	1769
应收账款	6	7	14	20	21
其他应收款	3	4	14	15	18
预付账款	27	194	323	336	239
存货	50	105	237	346	356
其他流动资产	276	83	194	196	198
非流动资产	808	1338	862	791	786
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	138	130	317	324	326
无形资产	349	329	287	247	205
其他非流动资产	321	879	257	221	255
资产总计	1971	2363	2586	2708	3387
流动负债	325	405	695	626	1066
短期借款	0	0	331	176	581
应付账款	7	32	56	77	90
其他流动负债	318	373	308	373	395
非流动负债	0	288	96	128	171
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	288	96	128	171
负债合计	325	693	791	754	1236
少数股东权益	5	5	5	5	5
股本	133	173	173	173	173
资本公积	884	844	844	844	844
留存收益	623	648	773	932	1129
归属母公司股东权益	1640	1665	1790	1948	2146
负债和股东权益	1971	2363	2586	2708	3387

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	395	-79	204	327	472
净利润	170	91	160	237	276
折旧摊销	47	37	49	64	66
财务费用	3	4	7	12	17
投资损失	-11	-9	-3	-3	-3
营运资金变动	191	-245	-252	59	171
其他经营现金流	-5	43	244	-41	-54
投资活动现金流	-462	120	-149	-26	-23
资本支出	219	72	43	43	43
长期投资	-258	176	0	0	0
其他投资现金流	-501	368	-106	17	20
筹资活动现金流	633	-216	254	-239	317
短期借款	-141	0	331	-155	404
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	33	40	0	0	0
资本公积增加	807	-40	0	0	0
其他筹资现金流	-67	-216	-77	-84	-87
现金净增加额	566	-175	309	62	766

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1844	3933	8560	11806	12638
营业成本	1463	3590	8083	11190	11930
营业税金及附加	8	7	14	20	21
营业费用	134	183	203	220	244
管理费用	24	36	36	44	52
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3	4	7	12	17
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	11	9	3	3	3
营业利润	224	125	219	324	378
营业外收入	5	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	229	125	219	324	377
所得税	59	34	59	87	102
净利润	170	91	160	237	276
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	170	91	160	237	276
EBITDA	274	167	276	400	460
EPS (元)	1.28	0.53	0.92	1.36	1.59

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-5.0%	113.4%	117.6%	37.9%	7.0%
营业利润(%)	3.9%	-44.2%	74.7%	48.1%	16.5%
归属母公司净利润(%)	5.4%	-46.3%	74.6%	48.2%	16.5%
获利能力					
毛利率(%)	20.7%	8.7%	5.6%	5.2%	5.6%
净利率(%)	9.2%	2.3%	1.9%	2.0%	2.2%
ROE(%)	10.4%	5.5%	8.9%	12.1%	12.8%
ROIC(%)	21.5%	13.8%	18.5%	35.5%	68.7%
偿债能力					
资产负债率(%)	16.5%	29.3%	30.6%	27.9%	36.5%
净负债比率(%)	0.00%	7.51%	44.03%	26.45%	49.45%
流动比率	3.58	2.53	2.48	3.06	2.44
速动比率	3.42	2.27	2.14	2.51	2.11
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.82	3.46	4.46	4.15
应收账款周转率	261	644	821	695	620
应付账款周转率	161.30	184.01	184.23	168.05	142.50
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.98	0.53	0.92	1.36	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.28	-0.46	1.18	1.89	2.72
每股净资产(最新摊薄)	9.46	9.60	10.32	11.24	12.38
估值比率					
P/E	19.97	37.22	21.32	14.39	12.35
P/B	2.08	2.04	1.90	1.75	1.59
EV/EBITDA	10	16	10	7	6

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188