

石油/能源

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 57.34

当前价格: 49.52

2020.07.05

和顺石油(603353)

挑战与机遇并存, 民营加油站龙头加速扩张

	孙羲昱(分析师)	黄振华(研究助理)
	021-38677369	021-38675853
	sunxiyu@gtjas.com	huangzhenhua@gtjas.com
证书编号	S0880517090003	S0880120040047

本报告导读:

与市场预期不同, 我们认为公司核心超预期的逻辑在于挑战与机遇并存的扩张道路上, 公司依托其灵活的营销策略实现加速发展。

投资要点:

- 首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 57.34 元。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.53/1.96/2.42 元。综合海外加油站资产可比估值、跨行业可比估值、一级市场并购估值, 给予目标价 57.34 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 公司在挑战与机遇并存的扩张道路上, 依托其灵活的营销策略实现加速发展。经过多年发展, 公司已取得开展仓储、物流运输、批发、零售业务所必需具备的各项牌照, 形成了完整的成品油流通产业链, 并在区域市场建立了较强的加油站点, 但现有 30 座加油站相对加油站市场尚有较大的成长空间。公司以上市为契机, 通过收购扩张零售网点, 强化业务规模、品牌影响力。
- 公司通过募集资金实现未来 3-5 年的战略目标, 拉开与其他民营企业差距。与其他民营企业相比较, 公司主要具备以下竞争优势: ①全产业链管理, 全牌照运营。②油库, 加油站先发优势③信息化管理优势④加油站的管理优势⑤品牌优势⑥应对原油价格波动优势。其中加油站的管理优势主要体现在管家式加油服务, 多样化支付方式, 星级化会员服务及社群化运营管理四个方面。
- 湖南省将新增规划加油站点。“十三五”期间, 湖南省将新增规划加油站点数量为 1359 座, 预计个体或民营加油站约占 50%。加油站后续仍有增长空间, 为公司提供了收购租赁的可能性。

风险提示: 油价大幅波动, 外延扩张低于预期, 成品油消费下滑,

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,339	1,940	2,049	2,661	3,458
(+/-)%	13%	-17%	6%	30%	30%
经营利润(EBIT)	214	226	277	354	434
(+/-)%	-19%	6%	23%	28%	22%
净利润(归母)	156	162	204	261	323
(+/-)%	-19%	4%	26%	28%	24%
每股净收益(元)	1.17	1.21	1.53	1.96	2.42
每股股利(元)	0.00	0.53	0.46	0.59	0.73

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	9.1%	11.7%	13.5%	13.3%	12.5%
净资产收益率(%)	30.0%	23.7%	23.7%	25.0%	25.3%
投入资本回报率(%)	23.9%	20.4%	19.5%	21.1%	23.3%
EV/EBITDA	—	—	18.14	14.40	11.82
市盈率	42.33	40.84	32.34	25.29	20.47
股息率(%)	0.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%

交易数据

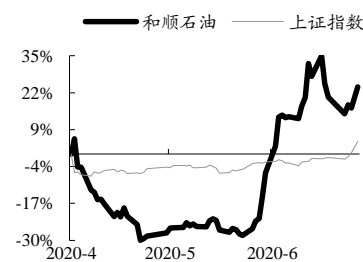
52 周内股价区间(元)	27.84-53.90
总市值(百万元)	6,605
总股本/流通 A 股(百万股)	133/33
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量(百万股)	6.37
日均成交值(百万元)	242.18

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,542
每股净资产	11.56
市净率	4.3
净负债率	-59.62%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.27	0.19
Q2	-0.27	0.41
Q3	0.00	0.43
Q4	1.21	0.50
全年	1.21	1.53

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	60%		
相对指数	52%	-14%	-5%

模型更新时间: 2020.07.05

股票研究

能源
石油

和顺石油(603353)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 57.34

当前价格: 49.52

2020.07.05

公司网址

www.hnhsjt.com

公司简介

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,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,立足于湖南长株潭城市群区域,面向全省及周边发展。公司批发业务覆盖长沙、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,经过不断努力与发展,迄今为止,公司拥有自营 30 座加油站,拥有

绝对价格回报 (%)



52 周内价格范围

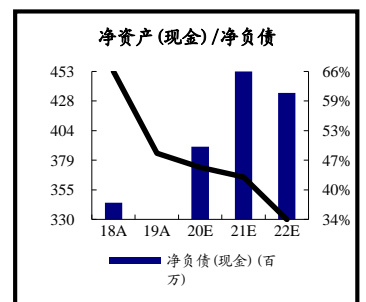
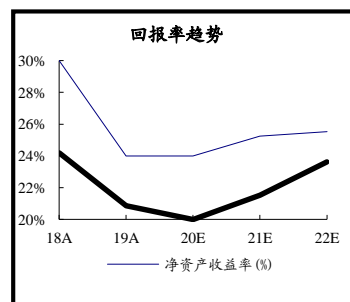
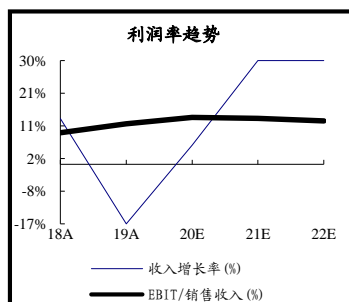
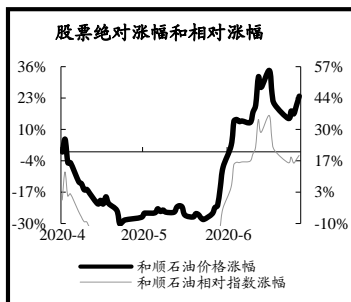
27.84-53.90

市值 (百万)

6,605

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	2,339	1,940	2,049	2,661	3,458
营业成本	1,978	1,568	1,617	2,107	2,764
税金及附加	8	6	7	9	11
销售费用	115	119	125	163	211
管理费用	24	21	23	29	38
EBIT	214	226	277	354	434
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	1	1	1
财务费用	12	10	5	6	3
营业利润	206	216	274	350	432
所得税	53	55	69	89	109
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	156	162	204	261	323
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	145	223	250	300	350
其他流动资产	7	13	13	13	13
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	125	147	402	599	742
无形及其他资产	389	399	362	320	275
资产合计	870	1,018	1,256	1,505	1,716
流动负债	345	331	390	453	436
非流动负债	0	0	0	0	0
股东权益	525	687	866	1,051	1,280
投入资本(IC)	667	828	1,062	1,254	1,387
现金流量表					
NOPLAT	159	169	207	265	324
折旧与摊销	27	34	84	98	105
流动资金增量	-33	51	-20	-19	-21
资本支出	-127	-62	-308	-256	-206
自由现金流	27	193	-38	88	200
经营现金流	216	146	316	387	455
投资现金流	-145	-61	-308	-255	-205
融资现金流	-68	-6	18	-82	-200
现金流净增加额	3	78	27	50	50
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.2%	-17.1%	5.6%	29.9%	29.9%
EBIT 增长率	-18.9%	5.7%	22.7%	27.7%	22.4%
净利润增长率	-18.7%	3.7%	26.3%	27.9%	23.6%
利润率					
毛利率	15.4%	19.2%	21.1%	20.8%	20.1%
EBIT 率	9.1%	11.7%	13.5%	13.3%	12.5%
净利润率	6.7%	8.3%	10.0%	9.8%	9.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	30.0%	23.7%	23.7%	25.0%	25.3%
总资产收益率(ROA)	17.9%	15.9%	16.3%	17.3%	18.8%
投入资本回报率(ROIC)	23.9%	20.4%	19.5%	21.1%	23.3%
运营能力					
存货周转天数	11.0	23.9	18.7	19.1	19.8
应收账款周转天数	0.7	1.6	1.2	1.2	1.3
总资产周转天数	135.8	191.5	223.8	206.4	181.2
净利润现金含量	1.4	0.9	1.5	1.5	1.4
资本支出/收入	5.4%	3.2%	15.0%	9.6%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	32.5%	31.1%	30.1%	25.4%
净负债率	65.6%	48.1%	45.1%	43.1%	34.0%
估值比率					
PE	42.33	40.84	32.34	25.29	20.47
PB	0.00	0.00	7.67	6.31	5.18
EV/EBITDA	—	—	18.14	14.40	11.82
P/S	2.12	2.55	3.22	2.48	1.91
股息率	0.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.5%



目录

1. 上市后公司进入跑马圈地的加速发展时期.....	4
1.1. 公司通过募集资金规划实现企业未来 3-5 年的战略目标.....	4
1.2. 民营加油站依托营销策略加速发展.....	5
2. 炼油行业竞争激烈及公司采购渠道优化提升公司议价能力.....	6
2.1. 公司批发价格略低于中石油/中石化批发价，零售定价参考中石油中石化挂牌价.....	6
2.2. 上游炼油竞争激烈，成品油产量过剩，采购价格低.....	8
2.3. 公司优化采购渠道结构，有助于提高议价能力.....	10
2.4. 成品油零售价与出厂价价差在油价下降时扩大.....	12
3. 公司 2017-2019 年业绩回顾：2018 年因原油价格快速下跌受影响，2019 年净利润好转.....	12
3.1. 公司主营业务为成品油的销售及批发业务，加油站主要分布在长沙市.....	13
3.2. 公司毛利率高于同行，2019 年毛利率上升.....	15
4. 盈利预测与估值.....	18
5. 风险提示.....	21

1. 上市后公司进入跑马圈地的加速发展时期

1.1. 公司通过募集资金规划实现企业未来 3-5 年的战略目标

公司在招股说明书中提出，公司的战略目标为，①三至五年内，在保持业务稳健增长的基础上，增加零售业务的比重。通过自建，收购的方式增加自营加油站的站点数量。②同时公司将增加成品油仓储，物流实力。③公司将加强品牌建设。为了达成上述目标，公司针对未来 3 年提出了 5 点业务规划，主要包括：1.升级仓储能力。公司计划建设 9 万立方米的铜关油库，使成品油周转量达到 100 万吨以上。2.建设物流网平台。通过线下物流车队的建设、线上信息系统平台的搭建，整合公司在采购、仓储、物流、销售等业务环节的优势和经验，在供应链条上实现物流、资金流和信息流“三流合一”。3.扩大成品油销售规模。通过自建，收购等方式增加自营加油站数量。4.提升品牌影响力。通过标准化的设施设备、操作流程、形象设计等，加强公司品牌的辨识度和独特性，并通过良好、统一的服务提升消费者对公司品牌的好感度。

公司的 IPO 募集资金将主要用于长沙铜关油库建设项目，和顺智慧油联平台项目以及零售网点扩张储备金项目。拟通过募投资金收购 18 座加油站，公司已建成并投入运营的有学莲加油站及滨水新城加油站，同时正在进行建设 3 座加油站，主要为敏州西路加油，龟山加油站和大汉加油站，意向收购 11 座加油站。

表 1: 公司募集资金将投入油库建设，智慧油联平台及零售网点扩张

项目名称	资金需求 (百万元)	拟募集资金投入
长沙铜官油库建设项目	246	200
和顺智慧油联平台项目	340	30
零售网点扩张储备金项目	693	611
总计	1279	841

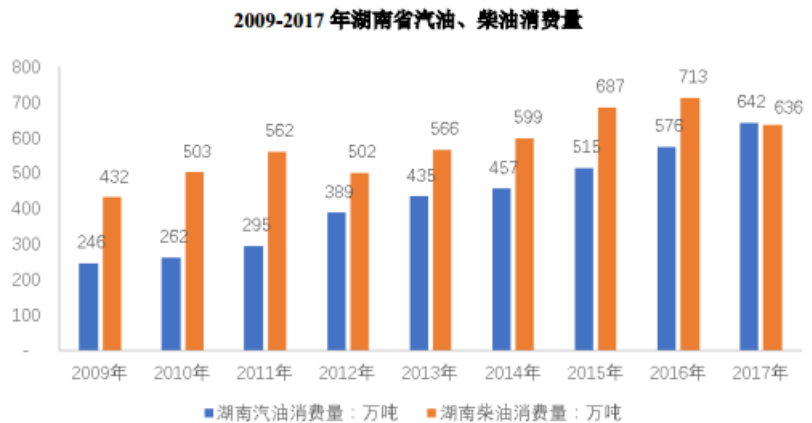
数据来源：招股说明书

在汽柴油零售业务中，根据湖南省商务厅办公室《湖南省成品油分销（零售）体系“十二五”行业发展规划》，2009 年通过年审的成品油零售企业中，按类型划分为：中石化加油站 1,497 座，中石油加油站 493 座，社会加油站 1,980 座，加油站总计 3,970 座。并根据规划，2010 年到 2015 年期间，新增加油站数量共 2,765 座，另有以前规划已批待建加油站 619 座，至 2015 年全省加油站总量控制为 7,354 座。根据湖南省商务厅网站已经公示的下辖各地市州《成品油分销（零售）体系“十三五”行业发

展规划》统计，包括长沙、株洲、湘潭等在内的 13 个地市州，“十三五”期间，新增规划加油站数量为 1,359 座，预计个体或民营加油站约占 50%。已有规划并保留加油站数量为 2,214 座。加油站后续仍有增长空间，也为公司提供了收购租赁的可能性。

2009 年至 2017 年，湖南省汽油消费量从 246 万吨增加至 642 万吨，年均增长 50 万吨，复合增长率为 12.7%；柴油消费量从 432 万吨增加至 636 万吨，年均增长 26 万吨，复合增长率为 5.0%。高于全国 2011-2018 年间汽油和柴油 9.7%和 1.9%的负荷增长率。

图 1 湖南省汽柴油消费 2009-2017 年稳健增长



数据来源：招股说明书

1.2. 民营加油站依托营销策略加速发展

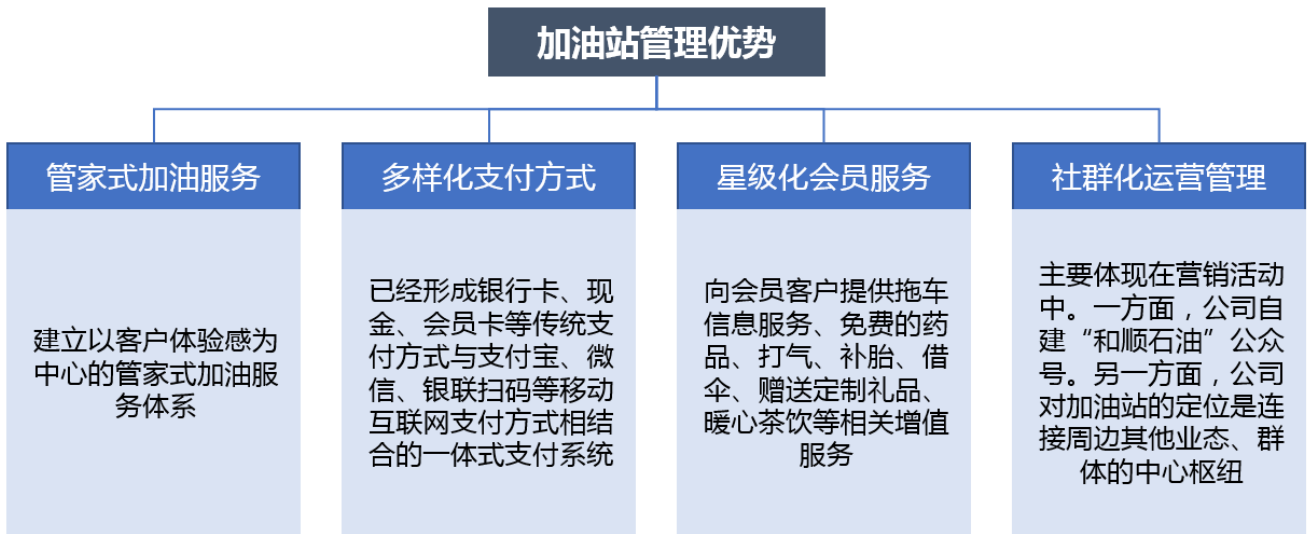
在我国，行业内企业分为国企、民营、外企三大类。其中石油集团、石化集团、中海油等国企依托政策优惠、资金实力、上下游优势等在成品油批发、零售行业占据主导地位；外资企业凭借资本优势、管理水平等在加油站行业也占据一席之地；广大民营企业则依托其灵活的营销策略等，在行业内迅速发展壮大。

公司在湖南省市场的主要竞争对手包括中石化、中石油及其他民营企业。相比较中石化、中石油，公司在业务规模、品牌影响力方面，尚有较大的成长空间；相比较其他民营企业，公司通过多年发展，已经取得了开展仓储、物流运输、批发、零售业务所必需具备的各项牌照，形成了完整的成品油流通产业链，并在区域市场建立了较强的加油站点、品牌等优势。以湖南省省会长沙市为例，2018 年长沙市通过年检的批发企业仅 9 家，其中民营企业仅 2 家；公司在长沙市的加油站数量仅低于中石化、中石油加油站数量，且远高于其他民营企业加油站数量。截至 2019 年 12 月 31 日，公司已有 30 座加油站，正在建设 3 座加油站。已有加油站中 26 座位于湖南省省会长沙市（包括望城区、长沙县、浏阳市）。

与其他民营企业相比较，公司主要具备以下竞争优势：①全产业链管理，全牌照运营。②油库，加油站的先发优势③信息化管理优势④加油站的管理优势⑤品牌优势⑥应对原油价格波动优势。其中加油站的管理优势

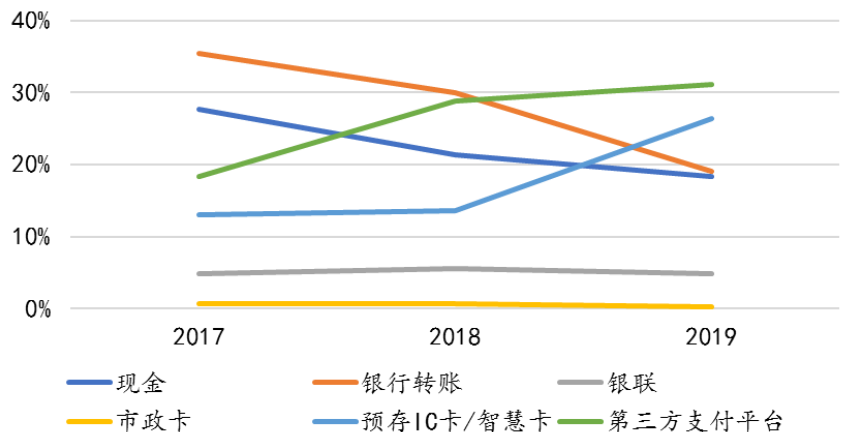
主要体现在管家式加油服务，多样化支付方式，星级化会员服务季社群化运营管理四个方面。

图 2 公司的管理优势主要体现在四个方面



数据来源：招股说明书、公司公告

图 3 2017-2019 年公司接受第三方支付平台的比例在提升



数据来源：招股说明书

2. 炼油行业竞争激烈及公司采购渠道优化提升公司议价能力

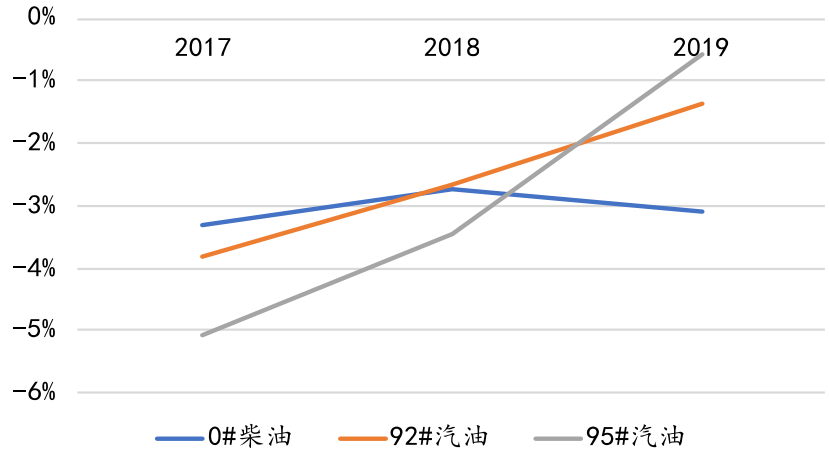
2.1. 公司批发价格略低于中石油/中石化批发价，零售定价参考中石油中石化挂牌价

政府根据国际油价制定国内成品油的批发、零售指导价，成品油销售企业在不超过最高指导价的前提下，自主制定具体价格。公司的批发价格略低于同区域中石油/中石化批发价。批发价受炼厂成本、区域市场供求关系、竞争状况等因素影响，较大幅度低于国家或各省最高批发指导价。公司批发业务定价采取参考同区域中石油、中石化批发价报价，并结合

公司批发业务定位，通常略低于相同区域中石油、中石化的批发价。

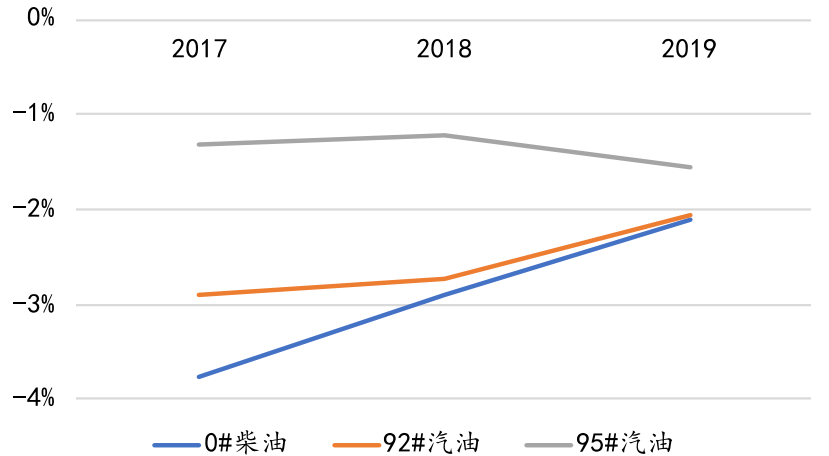
公司的零售价格略低于湖南省最高零售指导价，两者基本一致。公司在湖南省最高零售指导价限制内，参考中石油、中石化等周边加油站挂牌价情况进行定价，并且对特定客户给予一定优惠，所以公司零售价略低于湖南省最高零售指导价。

图 4 公司批发价低于中石油、中石化批发价



数据来源：招股说明书

图 5 公司零售价低于湖南省最高零售指导价



数据来源：招股说明书

表 2: 公司零售定价参考中石油及中石化加油站挂牌价

成品油价格	价格确定方式	企业定价依据	实际定价策略
汽、柴油最高零售价格	以国际市场原油价格为基础，考虑国内平均加工成本、税金、合理流通环节费用和适当利润确定。	成品油零售企业在不超过汽、柴油最高零售价格的前提下，自主制定具体零售价格。	参考中石油加油站、中石化加油站挂牌价。

汽、柴油最高批发价格	1、合同约定由供方配送到零售企业的：按最高零售价格每吨扣减 300 元确定。2、合同未约定由供方配送到零售企业的：在每吨扣减 300 元的基础上再减运杂费确定。	成品油批发企业在不超过汽、柴油最高批发价格的前提下，与零售企业协商确定具体批发价格。	由于批发市场竞争激烈，成交价格远低于政府最高指导价格。
汽、柴油最高供应价格	1、对具备国家规定资质的社会批发企业：按最高零售价格每吨扣减 400 元确定。2、对铁路、交通等专项用户：按全国平均最高零售价格每吨扣减 400 元确定。3、对国家储备、新疆生产建设兵团：按全国平均最高零售价格扣减流通环节差价确定	成品油生产经营企业在不超过汽、柴油最高供应价格的前提下，与社会批发企业/铁路、交通等专项用户协商确定具体供应价格。	由于上游炼化市场竞争激烈，成交价格远低于政府最高指导价格。

数据来源：招股说明书

图 6 汽、柴油最高零售价格制定与原油价格存在关联

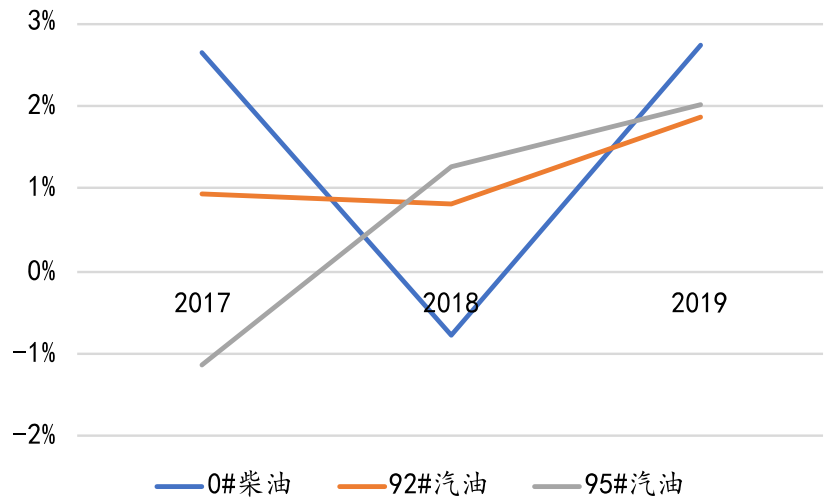
价格制定机制	国际原油价格(P), 美元/每桶	价格制定具体方法
	P≤40	按原油价格 40 美元/每桶、正常加工利润率计算。
	40<P≤80	按正常加工利润率计算。
	80<P<130	开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算。
价格调整机制	1、根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。2、当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调整时累加或冲抵。	

数据来源：招股说明书

2.2. 上游炼油竞争激烈，成品油产量过剩，采购价格低

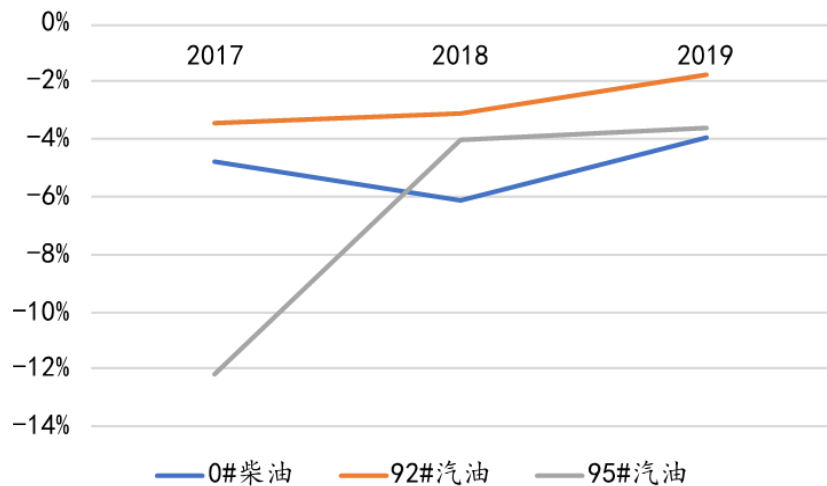
公司成品油采购价与山东地炼出厂价基本一致，略微高于山东地炼出厂价。中石油、中石化的批发价高于山东地炼出厂价，公司的采购价低于中石油、中石化。公司采购单价与中石油、中石化批发价差异率逐年缩小，主要由于成品油市场供给过剩，销售市场竞争激烈，中石油、中石化等大型企业主动下调油品销售价格所致。

图 7 公司成品油采购价与山东地炼出厂价基本一致



数据来源：招股说明书

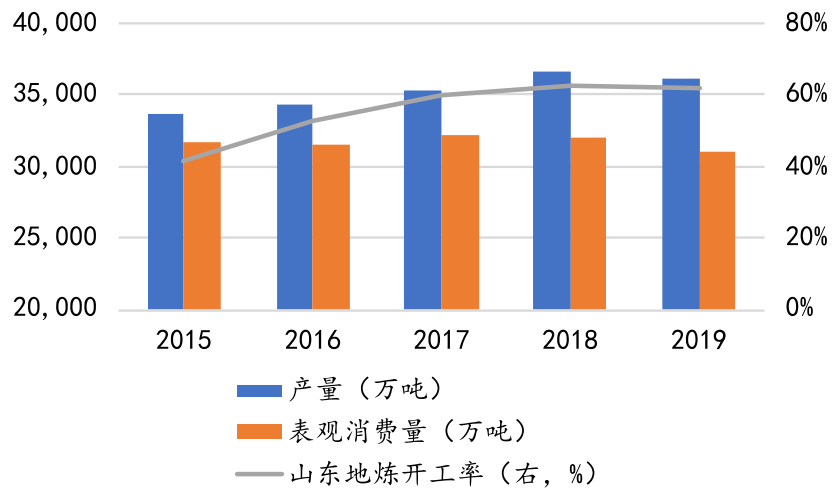
图 8 公司采购单价与中石油、中石化批发价差异率逐年缩小



数据来源：招股说明书

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。根据 Wind 数据，国内成品油产量自 2015 年逐年上升，2019 年略有回落，但是成品油表观需求却萎靡不振，甚至 2017~2019 年呈现出下降趋势。成品油供给过剩的情况逐年严重，导致国内炼油行业竞争白热化，炼厂开工率保持在较低水平，压制成品油的出厂价。

图 9 国内成品油供需过剩



数据来源：招股说明书

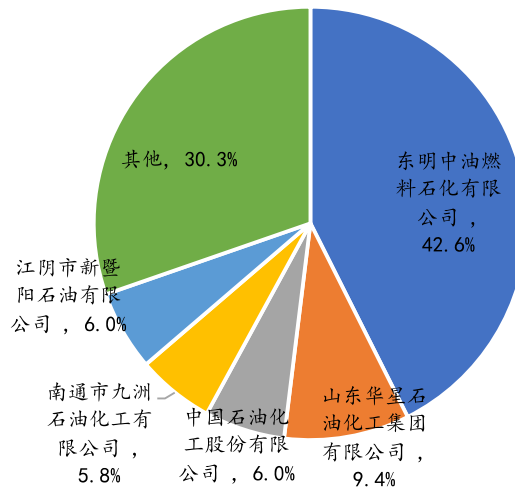
2.3. 公司优化采购渠道结构，有助于提高议价能力

公司已建立了以山东地炼为主、湖南本地和西北大型国有石化企业次之、江沪和广东贸易商为辅的供应商采购渠道。公司根据不同情况对三者的采购量进行调整。通过对采购渠道的结构优化，公司对于第一大供应商的依赖程度降低，采购金额比例从 2017 年的 42.59% 降低至 18.70%。公司转而增加了对更具有价格等综合优势的供应商的采购量，采购渠道的多样性和灵活性有助于公司提高议价能力，降低采购成本。

2019 年公司的供应商结构进行大幅调整，第一大供应商的供应量占比从 2018 年的 46% 降低至 19%，渠道多样化和对主要供应商依赖程度降低可以提高公司的议价能力，从而获取价格更低的成品油供应。

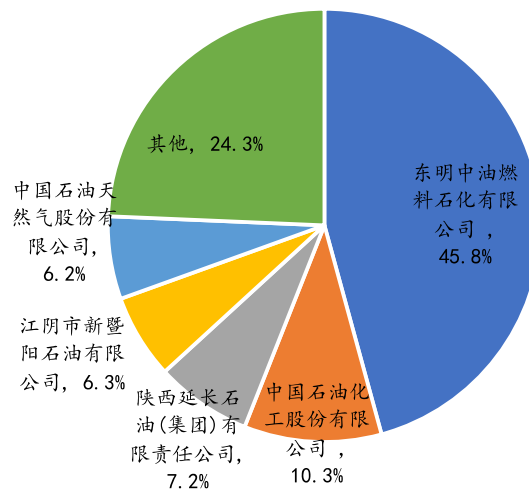
2017~2019 年，山东地炼为公司的主要油品供应渠道，公司向山东地炼企业采购额占比分别为 59.06%、60.33% 和 54.71%。2017~2019 年，公司向大型国有油企的采购比例从 2017 年的 13.31% 上升至 2019 年的 41.60%。国际原油价格相对较高的情况下（如 2018 年），相对于依靠进口原油作为原料的山东炼厂，中石油、中石化、延长石油等具有原油开采能力的大型石化企业的成本更低。因此公司可以主动调整采购区域，增加向湖南中石油、中石化等大型石化企业的采购。2017~2019 年，公司向贸易商的采购比例分别为 8.77%、6.51% 和 3.69%。成品油贸易商作为发行人采购渠道的补充，在其价格具有竞争优势时向其采购。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，因此公司减少了向江、沪和广东地区成品油贸易商的采购。

图 10 2017 年公司向东明石化采购占到 42.6%



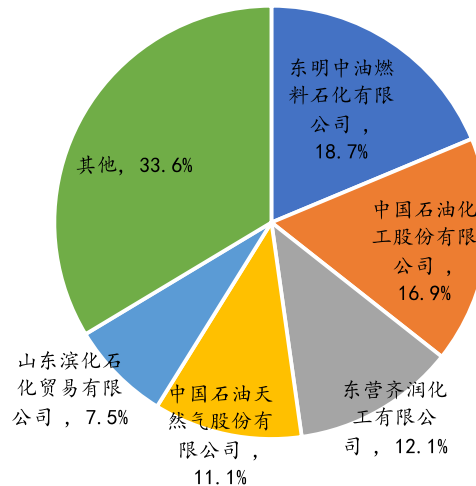
数据来源：招股说明书

图 11 2018 年公司向东明石化采购占到 45.8%



数据来源：招股说明书

图 12 2019 年公司主动调整采购区域



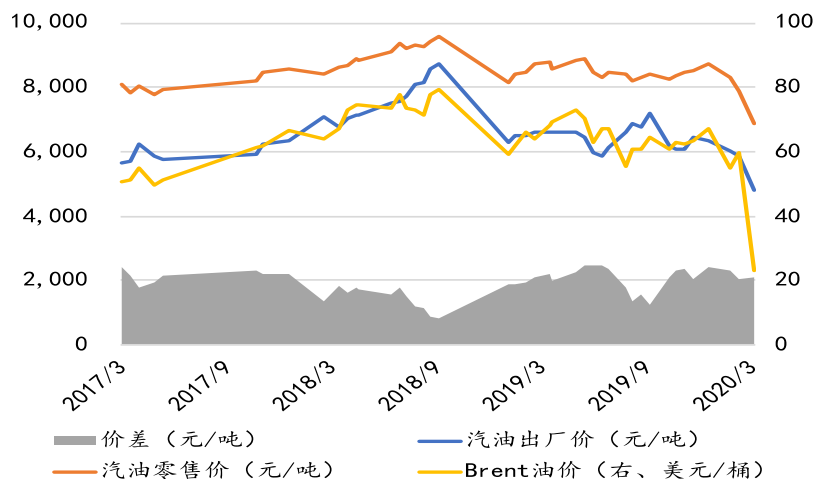
数据来源：招股说明书

2.4. 成品油零售价与出厂价价差在油价下降时扩大

作为主要供应商的山东炼厂企业之间竞争激烈，导致价格压低，零售端价格与出厂价格的价差较大。2019年5月价差最高时达到了当时出厂价的38%。

由于我国的成品油定价机制，相比于山东炼厂汽油出厂价对于国际油价的较好跟踪，受到政策调控的汽油零售价格对于国际油价变化的敏感度较低，所以在国际油价的上升时期，零售价与出厂价价差缩窄，而在国际油价的下降时期，价差逐步扩大。

图 13 汽油出厂价、零售价、价差与 Brent 油价存在相关性



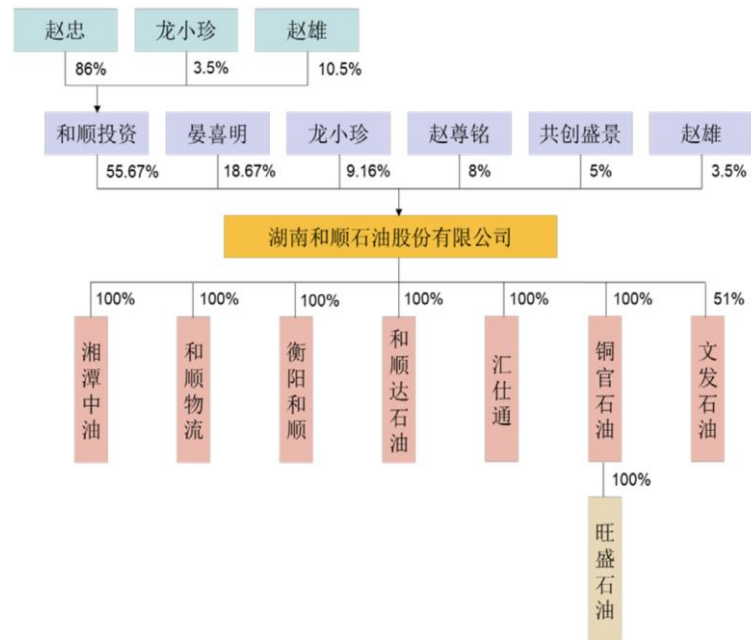
数据来源：wind、国泰君安证券研究

3. 公司 2017-2019 年业绩回顾: 2018 年因原油价格快速下跌受影响，2019 年净利润好转

3.1. 公司主营业务为成品油的销售及批发业务, 加油站主要分布在长沙市

湖南和顺石油股份有限公司成立于 2005 年 7 月 18 日, 注册资本为 13338 万人民币, 是湖南省第一家获得国家商务部批准取得成品油批发资质的民营石油企业。2020 年 4 月 7 日, 公司在上海证券交易所上市, 发行 3338 万 A 股, 发行价为 27.79 元人民币。公司控股股东为和顺投资, 持股 55.67%。

图 14 公司控股股东为和顺投资

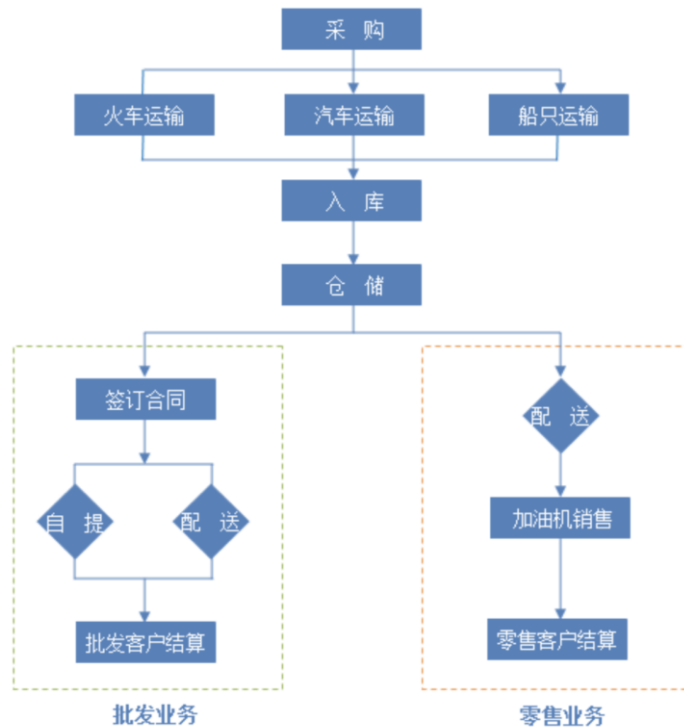


数据来源: wind、国泰君安证券研究

公司主营业务为成品油的批发及零售。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。公司销售汽油和柴油, 油品包含 0#柴油、92#汽油、95#汽油和 98#汽油。

成品油批发业务是指将汽油、柴油大批量销售给社会经营单位、社会加油站等, 这些客户将汽油、柴油再次销售或直接使用。公司成品油零售业务通过自营加油站开展, 客户为机动车驾驶员。

图 15 公司业务涵盖成品油采购、仓储、物流、批发、零售环节



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 16 公司主营业务为成品油的批发及零售



数据来源：wind、国泰君安证券研究

公司的成品油批发业务覆盖长沙、株洲、湘潭、娄底、邵阳、衡阳等地区。截至 2019 年末，公司拥有库容为 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。仓储及物流运输体系，保障公司油品供应能力。而零售业务则主要集中在长沙地区及周边城市。公司自营 30 座加油站，其中长沙市（包括望城区、长沙县、浏阳市）26 座、湘潭市 2 座、衡阳市 1 座、永州市 1 座。公司成品油零售业务通过自营加油站开展，为消费者提供符合国家标准的油品和优质的服务。

图 17 公司自营加油站主要分布在长沙市



数据来源: wind、国泰君安证券研究

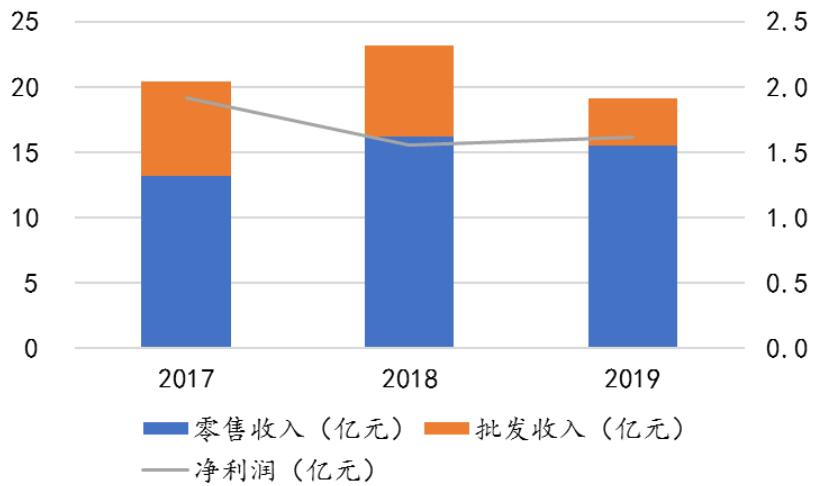
2016 至 2017 年湖南省汽油消费量分别为 576 万吨、642 万吨; 柴油消费量为 713 万吨、636 万吨。同期公司汽油销量分别为 21.90 万吨、25.51 万吨, 占全省同期汽油消费量的比例为 3.80%和 3.97%; 公司柴油销量为 7.53 万吨、7.17 万吨, 占全省同期柴油消费量的比例为 0.88%和 1.13%。

3.2. 公司毛利率高于同行, 2019 年毛利率上升

公司 2017~2019 年的主营业务收入分别为 20.5、23.2、19.2 亿元, 净利润分别为 1.9、1.6、1.6 亿元。2018 年净利润同比 2017 年下降 21.03%, 主要因为 2018 年第四季度国际油价急剧下滑, OPEC 一揽子原油价格从 10 月初的 84 美元/桶急剧下跌至 2018 年底的 50 美元/桶, 跌幅高达 40%。公司为防止“断油”情况发生, 需保存约 15 天的安全库存。在原油价格急剧下跌的情况下, 炼厂仍需较长时间消耗高价的库存来加工成品油, 所以公司采购端价格偏高, 然而零售端价格则根据国际原油变化而迅速调整, 导致零售毛利率下降。2019 年由 2018 年第四季度国际原油价格急速下跌的因素已经基本消除, 同时 2018 年 3 月实施的成品油消费税改革新政已逐渐被市场消化, 使得公司净利润上升。

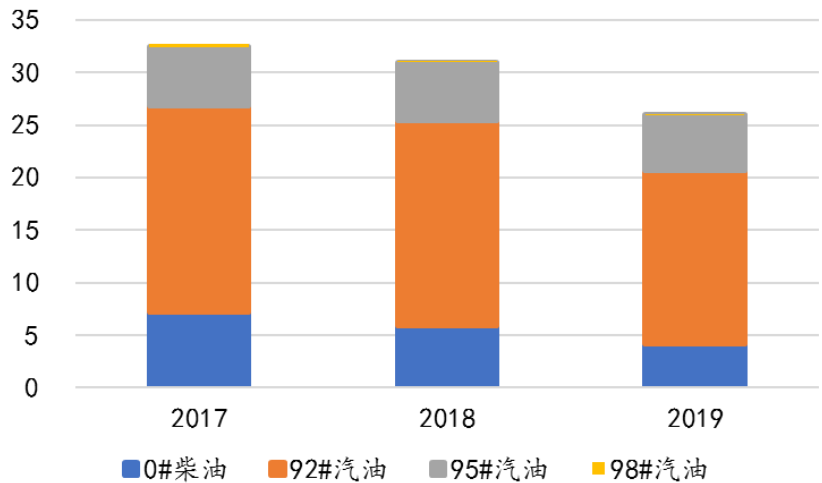
公司主营业务收入主要来源于零售业务, 并且零售业务收入占比逐年上升, 由 2017 年的 65%上升至 2019 年的 81%。汽油销售是公司营业收入的主要来源, 2017~2019 年汽油销售收入占总营业收入的比重分别为 81%、83%和 85%。92#汽油是公司销量最多的油品, 2019 年 92#汽油的销量占比为 63%。

图 18 公司主营业务收入主要来源于零售业务



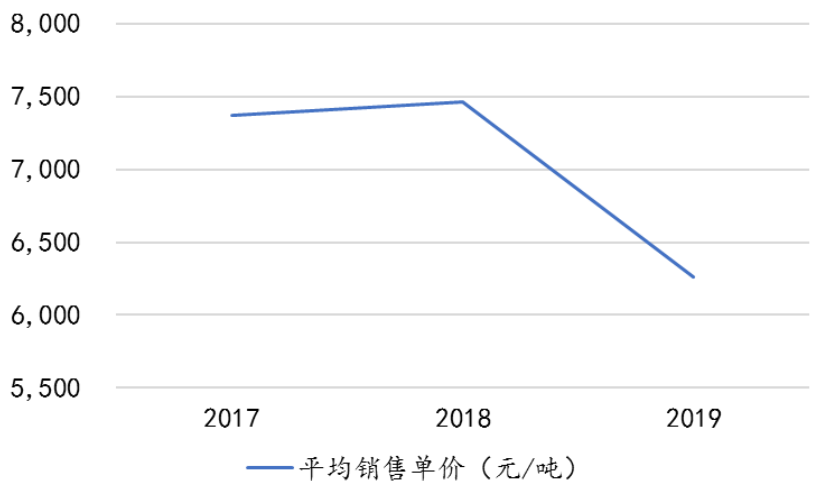
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 19 公司成品油销售油品主要为 92#汽油



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 20 公司 2019 年平均销售单价下滑



数据来源：wind、国泰君安证券研究

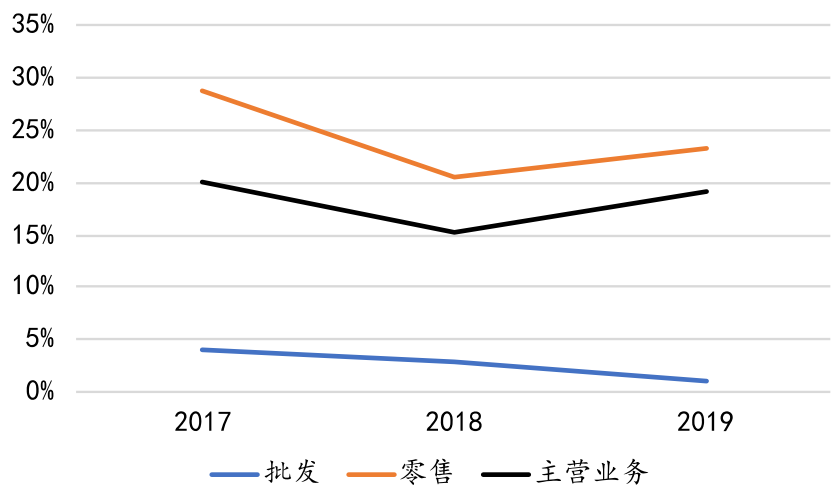
2017~2019年，主营业务毛利率分别为20.03%、15.27%和19.12%。公司成品油批发、零售毛利率受国际原油价格波动、成品油供需关系变动以及市场竞争状态的影响有所波动。公司零售业务毛利率高于批发业务，汽油销售的毛利率显著高于柴油销售。

2018年零售业务毛利率下降了8.20个百分点，主要由于成品油采购成本增幅大于零售价格增幅。主要原因为：一、国际油价在前三季度大幅上涨，加之成品油消费税改革、人民币贬值等因素，上游炼化企业综合成本提高，而国家调控的零售价格涨幅略低于油价涨幅，导致公司采购成本上涨幅度高于国家调控的零售价格上涨幅度。二、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年零售业务毛利率有所回升，上升了2.79个百分点。主要因为上述的两个不利因素的影响已经减缓或者被市场逐步消化。

批发业务的毛利率逐年下降，主要因为成品油批发市场竞争激烈，成品油供过于求，供需差逐年扩大。2015年以来“两权合并、配额放宽”等政策的实施，解决了地方及民营炼化企业的油源问题，极大促进了成品油供应的增加。但是近年来国内经济增速有所放缓，新能源的兴起冲击传统能源行业，使得成品油需求量增速有所放缓。

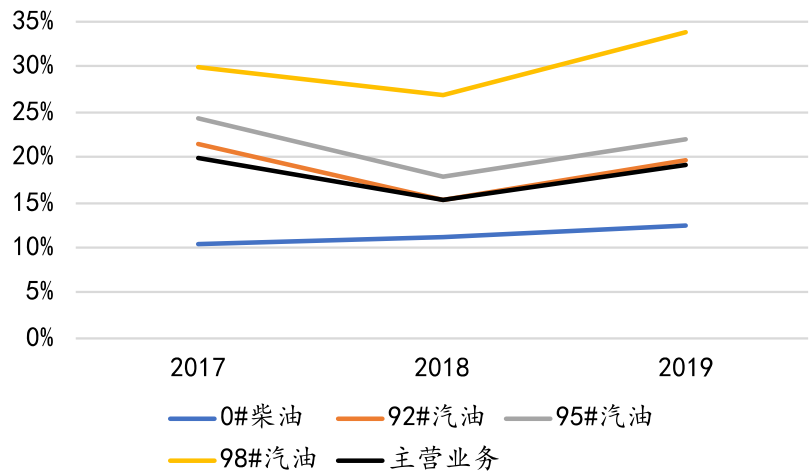
图 21 公司零售业务毛利率较高



数据来源：招股说明书

批发业务的毛利率逐年下降，主要因为成品油批发市场竞争激烈，成品油供过于求，供需差逐年扩大。2015年以来“两权合并、配额放宽”等政策的实施，解决了地方及民营炼化企业的油源问题，极大促进了成品油供应的增加。但是近年来国内经济增速有所放缓，新能源的兴起冲击传统能源行业，使得成品油需求量增速有所放缓。

图 22 汽油毛利率维持 20%左右



数据来源：招股说明书

与同行业上市公司的成品油销售毛利率相比，公司的毛利率更高。相比于广聚能源收入占比 40% 的零售业务，公司零售业务占比更高（约为 80%），从而实现了较高的销售单价。相比于泰山石油约为 60% 的汽油收入占比，公司汽油收入占比更高（约为 80%），汽油的单价高于柴油，因此公司具有较高的销售单价。

表 3: 公司成品油销售毛利率高于同行

	年份	广聚能源	泰山石油	平均值	和顺石油
成品油销售毛利率 (%)	2018	8.83	8.66	8.75	15.27
	2017	13.4	9.04	11.22	20.03

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2020~2022 年的归母净利润分别为 2.04、2.61 及 3.23 亿净利润，EPS 分别为 1.53/1.96/2.42 元，增速为 26%、28%、24%。

核心假设：①公司上市后进入跑马圈地的加速发展时期，预计 2020-2022 年分别新增加油站 8/10/15 座，参考公司历史新增加油站单站加油量变化，假设新增第一年至第三年单站加油量分别达到 2000/4500/7000 吨。

②考虑到公司双层罐改造完成，2019 年原有受影响加油站单站加油量水平恢复至 2017-2018 年平均水平。

表 4: 公司盈利预测及业绩拆分表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	23.39	19.40	20.49	26.61	34.58
营业成本 (亿元)	19.78	15.68	16.17	21.07	27.64
税金及附加 (亿元)	0.08	0.06	0.07	0.09	0.11
销售费用 (亿元)	1.15	1.19	1.25	1.63	2.11
管理费用 (亿元)	0.24	0.21	0.23	0.29	0.38
财务费用 (亿元)	0.12	0.10	0.05	0.06	0.03
营业利润 (亿元)	2.06	2.16	2.74	3.50	4.32
归母净利润 (亿元)	1.56	1.62	2.04	2.61	3.23

主营业务收入

收入 (亿元)	23.19	19.18	20.21	26.27	34.15
销售数量 (万吨)	31.07	26.01	30.95	37.34	45.93
平均单价 (元/吨)	7463.87	7374.16	6529.45	7034.97	7435.15
成本 (亿元)	19.65	15.51	15.96	20.81	27.32
毛利 (亿元)	3.54	3.67	4.25	5.46	6.83
毛利率 (%)	15.27%	19.12%	21.02%	20.79%	20.01%
其中：零售业务					
收入 (亿元)	16.23	15.52	16.79	22.02	29.40
销售数量 (万吨)	20.07	19.89	24.45	29.84	37.93
平均单价 (元/吨)	8087.80	7803.18	6866.79	7381.80	7750.89
成本 (亿元)	12.89	11.89	12.59	16.63	22.64
单吨成本 (元/吨)	6422.36	5978.64	5150.10	5573.26	5968.19
毛利 (亿元)	3.34	3.63	4.20	5.40	6.76
单吨毛利 (元/吨)	1665.44	1824.54	1716.70	1808.54	1782.71
毛利率 (%)	20.59%	23.38%	25.00%	24.50%	23.00%
其中：批发业务					
收入 (亿元)	6.96	3.65	3.42	4.24	4.75
销售数量 (万吨)	11.00	6.11	6.50	7.50	8.00
平均单价 (元/吨)	6325.48	5978.01	5260.65	5655.20	5937.96
成本 (亿元)	6.76	3.62	3.37	4.18	4.68
单吨成本 (元/吨)	6144.51	5915.86	5181.74	5570.37	5848.89
毛利 (亿元)	0.20	0.04	0.05	0.06	0.07
单吨毛利 (元/吨)	180.97	62.15	78.91	84.83	89.07
毛利率 (%)	2.86%	1.04%	1.50%	1.50%	1.50%
其他业务收入					
收入 (亿元)	0.20	0.22	0.29	0.35	0.42
其中：便利店收入	0.13	0.15	0.18	0.21	0.25
租赁收入	0.02	0.03	0.05	0.07	0.11
物流收入	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
成本 (亿元)	0.13	0.17	0.21	0.26	0.32
毛利 (亿元)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.11
毛利率 (%)	35.30%	24.50%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

由于三桶油加油站资产在上市公司体内，难以独立拆分进行估值；此外，同为成品油零售批发行业的广聚能源、泰山石油 PE(TTM)分别达到 50.5、-931 倍，且不存在一致预期。因此，我们采用同行业海外加油站资产可比估值、跨行业可比估值、一级市场并购估值三种估值方法，综合三种估值方法，取三者平均对应合理估值为 57.34 元。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级，目标价 57.34 元。

同行业海外加油站资产可比估值：合理估值为 58.87 元。

我们统计了北美的 Couche-tard、Casey's General stores，澳大利亚 Caltex、马来西亚 Petronas dagangan bhd 等加油站龙头上市公司，2021 年平均 PE 水平为 28.35 倍。考虑到国内加油站稀缺性，适当给予一定估值溢价，给予公司 2021 年 PE30 倍，对应合理估值为 58.87 元。

表 5: 全球龙头加油站上市公司 2021 年估值平均值 28 倍 PE

股票代码	公司简称	单位	收盘价 (7.1)	EPS (元)			PE (X)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
ATD/B CN Equity	Couche-tard	CAD	42.57	1.97	1.60	1.78	21.61	26.61	23.92
CVX US Equity	Caltex	USD	89.23	6.00	0.11	2.16	14.87	811.18	41.31
PETD MK Equity	Petronas dagangan bhd	MYR	20.68	0.83	0.47	0.77	24.92	44.00	26.86
CASY US Equity	Casey's General stores	USD	149.52	7.17	6.06	7.01	20.85	24.67	21.33
平均值							20.56	226.62	28.35

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

跨行业可比估值: 合理估值为 58.21 元。

加油站资产具有稀缺性, 且单位成品油利润相对稳定, 增长主要来自量的扩张, 受国际原油价格及成品油价格影响较小。加油站业务模式与燃气行业、化工物流商业模式具有一定相似性, 我们选取两个行业中具有代表性的公司重庆燃气、密尔克卫作为可比公司。

PE 估值角度看, 可比公司 2021 年平均 PE 为 32.3 倍, 给予公司 2021 年 32 倍 PE, 对应合理估值为 62.80 元。

PB 估值角度看, 参考可比公司重庆燃气 PB2.68 倍, 考虑加油站资产稀缺性, 给予公司 PB3 倍, 对应合理估值为 53.63 元。

综合 PE、PB 估值, 取两者平均, 对应合理估值为 58.21 元。

表 6: 跨行业可比上市公司 2021 年估值平均值 32 倍 PE

股票代码	公司简称	收盘价 (7.3)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600917.SH	重庆燃气	7.13	110.9	0.26	0.25	0.29	27.6	28.1	24.8	2.68
603713.SH	密尔克卫	96.16	148.8	1.27	1.77	2.42	75.9	54.5	39.7	10.25
平均值							51.7	41.3	32.3	5.9
603353.SH	和顺石油	49.52	66.0	1.21	1.96	2.52	40.84	32.34	25.29	2.77

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

一级市场并购估值: 合理估值为 54.95 元。

我们统计了 2016-2017 年 Couche-Tard 收购加油站案例, 单站价值 1767 万元, 如按照 2017 年 Couche-Tard 平均单站净利润 68 万元, 则对应 26 倍 PE。考虑到国内加油站资产稀缺性, 我们认为国内加油站一级市场并购估值享有一定溢价; 给予公司 2021 年 28 倍 PE, 对应合理估值为 54.95 元。

表 7: Couche-tard 收购加油站平均估值 26 倍左右

收购案例	描述	单站价值
2017 年 6 月 28 日收	44 亿美元, 2000 个站	1386
购北美第四大加油站	37 亿美元, 收购 CST 美国 1263 个站	1864
网络 CST		

2017年6月28日出 售加油站给 Parkland	9.9 亿美元, 159 座	3923
2016年9月7日收购 加拿大安大略和魁北 克加油站	12.9 亿美元, 278 座	2914
	加权平均	1767
	单站盈利 (2017年 Couche-tard 均值)	68 万元
	PE	25.99

数据来源: Couche-tard 年报, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

国际原油价格大幅波动风险: 公司为保障加油站油品供应, 防止“断油”情况发生, 需保存约 15 天的安全库存。油价大幅波动会对公司经营效益产生影响。

成品油消费大幅下滑风险: 当成品油消费由于公共卫生事件或者经济增速等因素低于预期时, 公司的零售业务将受到负面影响。

外延扩张低于预期风险: 公司外延扩张进展低于预期时会使公司业绩增长缺乏动力。

加油站租赁续约风险: 公司经营的加油站共 30 座, 其中租赁产权加油站 16 座。公司通过与出租方签订期限较长的租赁协议取得对加油站的经营权, 租赁期限一般为 15 至 20 年, 剩余租赁期在 5 年以内的加油站有 3 座。若加油站租赁合同的不能执行或续约, 将会对公司经营产生不利影响。

新能源汽车推广风险: 未来燃料动力的方向仍将朝着更清洁、环保的新能源发展, 新能源车的推广将冲击传统汽车行业发展, 从而对公司经营产生不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		