

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 民营加油站龙头企业，内生、外延齐发展

### 股票数据

07月14日收盘价(元)	29.10
52周股价波动(元)	27.59-85.45
总股本/流通A股(百万股)	173/62
总市值/流通市值(百万元)	5046/1798

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.5	-10.6	-11.2
相对涨幅(%)	-2.8	-10.1	-13.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:刘海荣

Tel:(021)23154130

Email:lhr10342@htsec.com

证书:S0850517080010

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

### 投资要点:

- 和顺石油:立足湖南的民营成品油流通企业。**公司主营业务为加油站连锁经营、成品油仓储、物流配送、批发,在成品油流通领域形成完整产业链。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,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;已在广东、四川分别成立全资子公司,拓展华南、西南地区批发和零售业务。
- 成品油销量保持增长,盈利水平相对稳定。**根据公司年报,2017-2020年营业收入分别为20.66亿元、23.4亿元、19.4亿元、18.4亿元,其中成品油销售量分别为32.68万吨、31.07万吨、26.01万吨、30.96万吨。2020年受疫情影响原油价格大幅下降,公司成品油售价下调,故当年收入有所下滑。2017-2020年净利润分别为1.92亿元、1.56亿元、1.62亿元、1.7亿元,整体毛利率分别为20.04%、15.44%、19.19%、20.67%,2018年四季度受油价急剧下跌影响、短期盈利有所波动。
- 加油站快速扩张,提升市场份额。**截止2020年底,公司现经营34座加油站,在已开业的门店中,有14座为自有物业门店、19座通过租赁方式获得。公司拥有库容为29500立方米的湘潭油库,租赁恒阳油库9000立方米油罐,正在建设铜官油库,预计2021年三季度投入使用。公司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,首座加油站已于2020年12月交付公司运营。2021年6月8日,公司与湖南先导能源有限公司签署了《加油站租赁合同》,先导能源将25座加油站整体租赁给公司经营。
- 外延并购助力公司发展,非油业务潜力较大。**民营加油站行业整体呈现“多、小、散”的特征,孕育着巨大的收购整合机会,公司已计划借助资本市场资源,在成品油零售领域开展跨省并购、联营合作等,从而实现将公司的品牌、管理、人才等资源进行复制、输出,快速做大做强。此外,公司基于会员体系寻找开发新的利润增长点,在会员服务、客户储值、非油消费及零售网点布局上努力突破和创新。
- 盈利预测。**我们预计2021-23年公司归母净利润分别为2.33亿元、2.88亿元、3.45亿元,对应EPS分别为1.34、1.66、1.99元/股。参考同行业可比公司估值,给予公司2021年22-26倍PE,对应合理价值区间为29.48-34.84元,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原油价格波动风险,加油站租赁续约风险,新能源汽车推广风险。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1940	1844	2663	3373	4041
(+/-)YoY(%)	-17.1%	-5.0%	44.5%	26.6%	19.8%
净利润(百万元)	162	170	233	288	345
(+/-)YoY(%)	3.7%	5.4%	36.7%	23.8%	19.6%
全面摊薄EPS(元)	0.93	0.98	1.34	1.66	1.99
毛利率(%)	19.2%	20.7%	19.2%	19.2%	19.2%
净资产收益率(%)	23.7%	10.4%	12.1%	12.9%	13.3%

资料来源:公司年报(2020),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

关键产品销量假设: 假设加油站的单站运营的销售水平会趋于稳定, 对于 21 年新租赁的 25 座加油站, 由于是刚接手运营, 并且加油站分布在湖南各地级市, 我们预计这些加油站单站的销量在未来三年处于一个上升到稳定的阶段。

毛利率假设: 我们预计柴油 2021-23 年毛利率为 12%, 其他业务毛利率为 30%。

**表 1 和顺石油分业务盈利预测**

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (万元)	184352.88	266343.87	337271.27	404130.57
总成本 (万元)	146255.49	215183.41	272639.79	326408.90
总毛利 (万元)	38097.39	51160.46	64631.48	77721.67
总毛利率	20.67%	19.21%	19.16%	19.23%
<b>柴油</b>				
收入 (万元)	31963.02	47413.91	61236.00	73710.00
成本 (万元)	28491.12	41724.24	53887.68	64864.80
毛利 (万元)	3471.91	5689.67	7348.32	8845.20
毛利率	10.86%	12.00%	12.00%	12.00%
<b>汽油</b>				
收入 (万元)	149993.59	216246.15	273029.40	327054.00
成本 (万元)	116037.32	171580.50	216648.00	259187.50
毛利 (万元)	33956.27	44665.65	56381.40	67866.50
毛利率	22.64%	20.66%	20.65%	20.75%
<b>其他</b>				
收入 (万元)	2396.26	2683.81	3005.87	3366.57
成本 (万元)	1727.05	1878.67	2104.11	2356.60
毛利 (万元)	669.21	805.14	901.76	1009.97
毛利率	27.93%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

**表 2 可比上市公司估值比较**

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600688.SH	上海石化	3.79	0.06	3.27	2.91	59.28	12.41	11.03
002221.SZ	东华能源	11.16	0.77	0.94	0.79	13.82	10.51	8.77
603906.SH	龙蟠科技	41.39	0.67	1.55	1.09	57.13	64.28	45.12
	均值					43.41	29.07	21.64

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 7 月 14 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1844</b>	<b>2663</b>	<b>3373</b>	<b>4041</b>
每股收益	0.98	1.34	1.66	1.99	营业成本	1463	2152	2726	3264
每股净资产	9.46	11.11	12.87	14.98	毛利率%	20.7%	19.2%	19.2%	19.2%
每股经营现金流	2.28	1.42	2.47	2.85	营业税金及附加	8	10	12	15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	134	162	219	267
P/E	29.46	21.55	17.41	14.56	营业费用率%	7.3%	6.1%	6.5%	6.6%
P/B	3.06	2.61	2.25	1.93	管理费用	24	31	40	49
P/S	2.10	1.89	1.49	1.24	管理费用率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
EV/EBITDA	16.40	11.11	8.75	7.38	EBIT	215	309	375	445
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	5	1	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%
毛利率	20.7%	19.2%	19.2%	19.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	9.2%	8.7%	8.5%	8.5%	投资收益	11	9	12	16
净资产收益率	10.4%	12.1%	12.9%	13.3%	<b>营业利润</b>	<b>224</b>	<b>312</b>	<b>387</b>	<b>463</b>
资产回报率	8.7%	10.3%	10.7%	10.9%	营业外收支	5	0	0	0
投资回报率	9.7%	11.9%	12.5%	12.7%	<b>利润总额</b>	<b>229</b>	<b>312</b>	<b>387</b>	<b>463</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	263	376	465	509
营业收入增长率	-5.0%	44.5%	26.6%	19.8%	所得税	59	79	98	118
EBIT 增长率	-4.9%	43.6%	21.4%	18.7%	有效所得税率%	25.6%	25.4%	25.4%	25.5%
净利润增长率	5.4%	36.7%	23.8%	19.6%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>170</b>	<b>233</b>	<b>288</b>	<b>345</b>
资产负债率	16.5%	14.9%	16.8%	18.1%					
流动比率	3.58	3.74	3.16	3.06	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	3.34	3.35	2.76	2.72	货币资金	801	843	958	1267
现金比率	2.46	2.49	2.12	2.21	应收账款及应收票据	6	8	12	13
<b>经营效率指标</b>					存货	50	93	130	136
应收帐款周转天数	1.12	1.12	1.28	1.17	其它流动资产	306	319	330	342
存货周转天数	12.47	15.81	17.40	15.23	流动资产合计	1163	1263	1430	1757
总资产周转率	0.94	1.17	1.25	1.27	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	13.34	13.44	12.21	12.26	固定资产	138	198	276	330
					在建工程	69	93	112	136
					无形资产	349	466	621	702
					非流动资产合计	808	1007	1260	1419
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1971</b>	<b>2270</b>	<b>2690</b>	<b>3177</b>
净利润	170	233	288	345	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	23	22	30	40
非现金支出	48	67	90	64	预收账款	0	127	137	119
非经营收益	-14	-9	-12	-16	其它流动负债	302	189	286	415
营运资金变动	191	-45	63	102	流动负债合计	325	338	453	574
<b>经营活动现金流</b>	<b>395</b>	<b>246</b>	<b>429</b>	<b>495</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-219	-253	-325	-202	其它长期负债	0	0	0	0
投资	-258	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	15	9	12	16	<b>负债总计</b>	<b>325</b>	<b>338</b>	<b>453</b>	<b>574</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-462</b>	<b>-244</b>	<b>-313</b>	<b>-186</b>	实收资本	133	173	173	173
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1640	1927	2232	2597
股权募资	877	40	0	0	少数股东权益	5	5	5	5
其他	-245	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1971</b>	<b>2270</b>	<b>2690</b>	<b>3177</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>633</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>566</b>	<b>42</b>	<b>116</b>	<b>308</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 14 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
刘海荣 基础化工行业  
李智 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,会通股份,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,永太科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。