

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

上次评级: 首次覆盖

## 成品油竞争日趋激烈, 销售费用大幅增长

### 报告摘要:

**事件:** 公司发布年报, 2018 年公司实现营业收入 30.78 亿元, 同比增长 13.20%, 实现归母净利润 188 万元, 同比下滑 29.85%, 业绩整体符合预期。Q4 单季度实现营收 7.82 亿元, 实现归母净利润 69 万元, 同比下滑 32.35%, 环比增长 155.56%。

**成品油竞争日趋激烈, 销售费用大幅增长。** 2018 年, 公司共完成各类成品油经营总量 41.2 万吨。其中成品油零售量 34.5 万吨, 同比减少 2.94 万吨; 大客户直销 6.37 万吨, 同比增加 0.74 万吨; 零售量的减少主要系山东成品油销售竞争日趋激烈所致。公司的现有加油站 200 座左右, 主要分布在泰安, 单个加油站每日加油量仅为 4.72 吨, 远低于中石化平均 10 吨的水平; 此外, 销售费用连续 3 年, 2018 年全年销售费用达到 1.98 亿元, 相比 2017 年同期增长 2700 万元, 相比于百万元级别的净利润水平, 销售费用的提升也印证了日趋激烈的成品油销售竞争。

**预计公司成长空间有限, 混改是未来看点:** 由于公司主要在泰安从事成品油的零售业务, 因此业务主要集中在炼化产业链的终端, 随着民营炼化项目的相继投产, 国内成品油供应过剩进一步加剧, 成品油零售终端的竞争也必然更加白热化, 终端的竞争核心是加油站之间的竞争, 公司核心资产在泰安地区, 因此成长空间在于对泰安当地成品油消费市场的开拓, 随着山东当地地炼企业逐步加强与民营加油站之间的合作, 进一步做大业务体量难度相当大, 我们倾向于认为公司未来成长空间较为有限。我们认为, 按照中国石化专业化重组上市的整合思路, 公司作为成品油零售业务中稀缺的上市企业, 有一定平台价值。

**盈利预测:** 调整公司 2019-2021 年归母净利润 3/4/3 百万元, 对应 PB 分别为 3.47/3.46/3.44 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:** 成品油需求下滑、中石化混改不及预期

### 股票数据

2019/4/30

6 个月目标价 (元)	6.60
收盘价 (元)	6.52
12 个月股价区间 (元)	4.50 ~ 7.96
总市值 (百万元)	3,135
总股本 (百万股)	481
A 股 (百万股)	481
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	6

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	30%	-3%
相对收益	-2%	6%	-7%

### 相关报告

- 《联化损失靴子落地, 四季度业绩好于预期》  
--20190128
- 《广汇能源 (600256.SH): 18 年业绩符合预期, 19 年业绩增量有保障》  
--20190426
- 《联化损失靴子落地, 四季度业绩好于预期》  
--20190128

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,719	3,078	3,034	3,059	3,103
(+/-)%	-1.75%	13.19%	-1.41%	0.81%	1.44%
归属母公司净利润	3	2	3	4	3
(+/-)%	-38.09%	-29.94%	58.10%	28.96%	-28.89%
每股收益 (元)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
市盈率	1459.08	1311.51	1056.40	819.15	1151.98
市净率	4.26	2.73	3.47	3.46	3.44
净资产收益率 (%)	0.29%	0.21%	0.33%	0.42%	0.30%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	481	481	481	481	481

### 证券分析师: 刘军

执业证书编号: S055016090002  
liujun@nesc.cn 021-20361113

### 研究助理: 田照丰

执业证书编号: S0550118080009  
tianzf@nesc.cn 010-58034585

### 联系人: 吴若飞

执业证书编号: S0550118090038  
wurf@nesc.cn 010-58034585

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	86	0	0	0	净利润	2	3	4	3
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	15	0	0	0
应收款项	0	0	0	0	折旧及摊销	63	0	0	0
存货	148	121	122	124	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	36	28	28	28	财务费用	2	4	4	4
<b>流动资产合计</b>	<b>271</b>	<b>149</b>	<b>150</b>	<b>152</b>	投资损失	1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	26	-97	-2	2
长期投资净额	17	17	17	17	其他	-17	6	5	5
固定资产	545	545	545	545	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>92</b>	<b>-85</b>	<b>10</b>	<b>13</b>
无形资产	300	300	300	300	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-107</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
商誉	23	23	23	23	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>998</b>	<b>998</b>	<b>998</b>	<b>998</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-67</b>	<b>101</b>	<b>8</b>	<b>3</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,269</b>	<b>1,147</b>	<b>1,148</b>	<b>1,150</b>					
短期借款	60	68	66	61	财务与估值指标				
应付款项	135	112	113	115	每股指标				
预收款项	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.00	0.01	0.01	0.01
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	1.87	1.88	1.89	1.89
<b>流动负债合计</b>	<b>352</b>	<b>226</b>	<b>224</b>	<b>223</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.19	-0.18	0.02	0.03
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	14	14	14	14	营业收入增长率	13.19%	-1.41%	0.81%	1.44%
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	净利润增长率	-29.94%	58.10%	28.96%	-28.89%
<b>负债合计</b>	<b>365</b>	<b>240</b>	<b>237</b>	<b>236</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	900	903	907	910	毛利率	8.74%	8.61%	8.45%	8.27%
少数股东权益	3	3	4	4	净利率	0.06%	0.10%	0.13%	0.09%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,269</b>	<b>1,147</b>	<b>1,148</b>	<b>1,150</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.02	0.02	0.02	0.02
					存货周转率 (次)	15.95	15.95	15.95	15.95
					偿债能力指标				
					资产负债率	28.78%	20.93%	20.66%	20.56%
					流动比率	0.77	0.66	0.67	0.68
					速动比率	0.34	0.11	0.11	0.12
					费用率指标				
					销售费用率	6.42%	6.38%	6.20%	6.12%
					管理费用率	1.43%	1.41%	1.39%	1.35%
					财务费用率	0.11%	0.10%	0.13%	0.12%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	1311.51	1056.40	819.15	1151.98
					P/B (倍)	2.73	3.47	3.46	3.44
					P/S (倍)	1.02	1.03	1.02	1.01
					净资产收益率	0.21%	0.33%	0.42%	0.30%

  

利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,078	3,034	3,059	3,103
营业成本	2,809	2,773	2,800	2,846
营业税金及附加	13	13	13	13
资产减值损失	16	0	0	0
销售费用	198	194	190	190
管理费用	44	43	43	42
财务费用	3	3	4	4
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>8</b>
营业外收支净额	-8	-6	-5	-5
<b>利润总额</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
所得税	1	1	1	1
净利润	2	3	4	3
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**刘军:** 机械行业首席分析师, 2016年加入东北证券研究所, 2013年新财富最佳分析师第四名, 水晶球卖方分析师第四名. 2014年新财富最佳分析师第五名。

**田照丰:** 中化集团六年石化产业工作经验, 涵盖工程、财务、产业投资等领域。2018年6月加入东北证券研究所。

**吴若飞:** 中国科学技术大学理学学士, 中科院理学硕士, 2018年1月加入东北证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn