信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

市场化风潮再起，成品油零售站上风口！

成品油零售行业系列报告（一）

2020 年 8 月 18 日

陈淑娴　石化行业首席分析师

曹　熠　石化行业研究助理

证券研究报告

行业研究——投资策略

成品油零售行业

看好	中性	看淡

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！》2020.8.6

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

市场化风潮再起，成品油零售站上风口！

成品油零售行业系列报告（一）　　2020 年 8 月 18 日

本期内容提要

- **七十余载发展路，加油站行业进入窗口期。**经过改革开放以来多年的发展，我国成品油定价机制基本稳定。2016 年新的成品油定价机制发布后，国内成品油零售价格与国际原油市场变化基本接轨，同时保证了国内生产经济活动受极端情况影响有限。2019 年商务部明确提出加大对成品油市场“放管服”改革的力度，2020 年，彻底取消成品油批发仓储经营资格，下放成品油零售经营资格审批至地市级政府部门。在此之前，发改委和国务院陆续取消了对外资连锁加油站超过 30 座加油站需中方控股的相关限制。我国成品油市场引来了政策大幅放宽的黄金发展期，包括外资、民营企业、山东地炼、炼化一体化石化企业等多个类型企业表明将在未来 3-5 年加大加油站投资，扩张站点数量。加油站行业迎来了自“两桶油”集团重组后的又一次市场化发展的东风。**我们认为，随着“放管服”政策的持续推进，更多民营企业将会获得成品油销售及仓储资质，国内成品油市场向市场化稳健发展，加油站行业迎来快速发展的窗口期。**

- **加油站运营多模式并存，“互联网+”成行业发展新动力。**企业获取新的加油站的经营权通常有 3 种方式：自建加油站、收购加油站和租赁加油站。自建和收购加油站成本较高，随着“放管服”的推行和零售审批下放，加快我国加油站零售终端的审批效率，间接降低了加油站的准入门槛。而租赁和收购加油站方式有助于企业快速拓展规模优势。在站点实际经营中，有包括自有品牌运营（自建、收购或租赁加油站）和加盟品牌运营的 2 种运营模式。大多数民营加油站通常会选择加盟大品牌加油站来获取品牌优势，相比之下，民营加油站所需的加盟费用较国企和外资油企更低。**我们认为，随着民营品牌的社会认可度逐渐提高和其增量开发能力的凸显，民营加油站品牌对加盟商的吸引力会快速上升。**随着智慧系统和“互联网+”技术的应用，硬件设备的智慧升级、支付方式多样化到在线支付、车牌识别等方式。**我们认为，未来加油站企业将会借助国内移动支付快速发展的东风，提高服务效率和优化客户体验，并通过大数据能力提升对客户资料的收集和管理，提高客户黏性。**

- **行业评级与投资建议：**本文从成品油零售行业发展历史入手，就成品油定价机制改革、加油站竞争格局变动和加油站运营模式分析了国内加油站行业现阶段的发展状况，**就成品油定价机制改革而言，**改革开放后，我国从完全与国际油价脱轨的统一定价机制，快速调整至基本与国际市场接轨的同时，保证国内原油产业链健康发展的定价机制。**就加油站竞争格局而言，**我国成品油零售已形成了以“两桶油”为主，外资和民营加油站为辅，地炼企业和化工类炼化企业为新兴力量快速发展的格局。我们预计，随着“放管服”制度的深化和推进，我国成品油零售市场不断向市场化的开放市场转变，民营企业、炼油企业和化工企业的市场份额将逐步提升。**我们坚定看好 A 股加油站行业的投资价值，首次给予行业“看好”评级，推荐关注：和顺石油。**

- **相关上市公司：和顺石油（603353.SH）、中国石化(601857.SH)、中国石油(600028.SH)、泰山石油（000554.SZ）、广**

聚能源（000096.SZ）

- **风险因素：**国际油价暴涨暴跌的风险；地炼企业产能淘汰过快的风险；外资加油站拓展过快的风险；新能源汽车快速普及的风险；疫情反扑导致出行需求萎缩的风险；“十四五”缩减加油站规划的风险。

目 录

七十余载发展路，加油站行业进入窗口期 1
一、计划经济时期，成品油统购统销（1950 年-1985 年） 1
二、改革开放释放投资空间，民营加油站占据市场（1986 年-1998 年） 2
三、两桶油“重磅推出”，弱定价机制下油荒频发（1998 年-2008 年） 3
四、“放管服”推动市场化，加油站行业“百花齐放” （2009 年-至今） 4
加油站运营多模式并存，“互联网+”成行业发展新动力 8
一、“放管服”稳步推进，自建加油站成本高企 8
二、租赁模式价廉物美，谨慎对待合同风险 11
三、站点收购利好品牌扩张，资金壁垒只升不降 12
四、品牌连锁吸引民企，加盟模式稳定输出 14
五、“互联网+”升级油站配置，智慧科技激活成品油市场 15
行业评级及投资建议 18
风险因素 18
相关上市公司 18

表 目 录

表 1: 成品油定价机制发展历史 2
表 2: 1998 年-2008 年成品油市场重要政策 3
表 3: 中国加油站对外开放时间表 5
表 4: 国内的外资加油站发展现状 6
表 5: “放管服”政策推进情况 7
表 6: 和顺石油部分加油站租赁期和租金支付方式情况 12
表 7: 自建、租赁和收购加油站的特点 14
表 8: 加油站等级划分 16

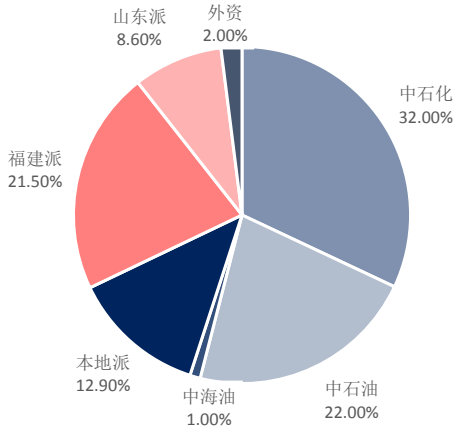
图 目 录

图 1: 中国加油站数量和类型分布（座） 1
图 2: 国内加油站按道路类型分布情况（%） 1
图 3: 山东派、福建派加油站地域分布（座） 4
图 4: 1950 年-2019 年国内加油站数量（座） 4
图 5: 成品油出口数量与布伦特原油价格（美元/桶，万吨） 5
图 6: 外资加油站数量及在华市占率（座，%） 6
图 7: 全国汽车保有量和成品油表观消费量（万吨，万辆） 8
图 8: 2010 年-2019 年国内加油站数量及同比增速（万座，%） 8
图 9: 自建加油站流程 8
图 10: 单站昼夜加油车次与加油站用地面积的关系（辆，亩） 9
图 11: 2017 年-2020 年加油站土地招拍挂价格区间及平均值（万元/亩） 10
图 12: 成品油零售经营许可证书 11
图 13: 危险化学品经营许可证 11
图 14: 2006 年-2019 年国内加油站数量变动情况（座）） 13
图 15: 2006 年-2019 年中石化加油站数量与增速（座，%） 13
图 16: 2006 年-2019 年中石油加油站数量与增速（座，%） 13
图 17: 乡镇地区出售加油站单价区间（万元/亩） 14
图 18: 乡镇地区出售加油站土地面积区间（亩） 14
图 19: 加油站布局平面图 16
图 20: 4 种场景下手机等效平面波功率密度（mW/m^2） 17
图 21: 中石油与斑马网络合作的中控屏支付 18

七十余载发展路，加油站行业进入窗口期

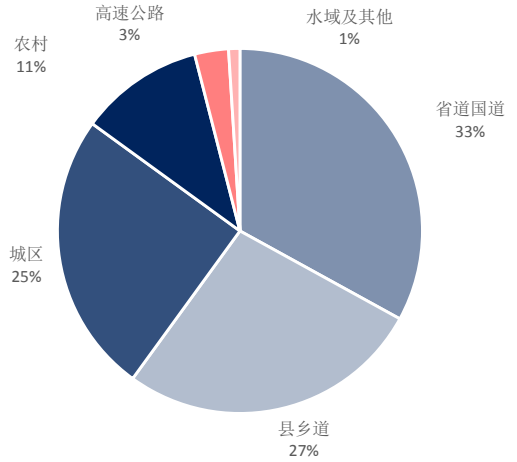
截止 2019 年，我国加油站数量为 106556 座，主要分为国企、民营、外企三大类。国企加油站以“三桶油”为代表，中石化有 3 万多座加油站，中石油有 2.2 万座加油站，中海油有 800 多座加油站，中化石油有 600 多座加油站，“三桶油”约占全国加油站数量的 55%左右。民企约占 43%，外企约占 2%。其中，民营又分为福建派（21.5%）、山东派（8.5%）和本地派（13%）。但从成品油销量角度来看，中石化和中石油贡献了成品油销量的 7 成以上，剩余不足 3 成来自于中海油、中化石油和其他社会加油站。按道路类型来看，我国 85%的加油站分布在车流量较高的省道国道、县乡道、城区中，相比之下，高速公路、农村等地的加油站分布较为稀少。

图 1：中国加油站数量和类型分布（座）



资料来源：中国数据调研网，信达证券研发中心

图 2：国内加油站按道路类型分布情况（%）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

1924 年，美孚公司在上海的四川路上建造了中国第一家加油站，包括两个小油罐和一台手摇加油泵。新中国成立 71 年来，**我国加油站行业经历了 4 个发展阶段，实现从计划经济统购统销到民营企业爆发增长，再到“两桶油”掌握油源，最后到目前国有企业、民营企业和外资公司向市场化发展的竞争格局切换。**

一、计划经济时期，成品油统购统销（1950 年-1985 年）

新中国刚成立的 30 多年，处于计划经济下的石油商业体制的建立和发展时期。1950 年 5 月，中国石油公司成立，国家制定了石油统购统销暂行办法，规定汽油、柴油、煤油、燃料油供应均由中国石油公司统一经营，各级石油经营部门严格实行定量供应，不能擅自跨出行政区域供应和经营，实现固定批发环节、固定供应范围、固定倒扣率的“三固定”。形成以大区和中心城市设立的一级站、在有关地县设立的二级站、三级站为主体的三级批发销售体系。**在这一阶段，国内成品油处于严重短缺状态，国家对石油销售实行严格的计划经济，实施高度垄断政策**。1950 年作为零售环节的加油站数量很少，全国范围内大

约有 3600 多座加油站。1981 年，国务院办公厅发布公告，成品油计划内生产部分由政府统一定价（即平价油），超产部分按当时的国际油价对标出售（即高价油），与此同时，成品油价格也出现了平价、计划内高价和计划外高价等多种价格并存的形式，实现“价格双轨制”，成品油逐渐形成流通市场。

二、改革开放释放投资空间，民营加油站占据市场（1986 年-1998 年）

截止 1990 年底，我国加油站逐渐发展到 5000 多座。到了 1992 年，石油产品的计划管理品种和数量大大减少，石油市场基本开放。当时物资匮乏，大城市加油站寥寥无几，加油站经营几乎没有竞争压力。**上游市场逐步放开，民营资本进入加油站几乎没有门槛，让社会资本普遍认为成品油批发零售是差价大、利润丰厚的行业。**改革开放后国内经济加速发展，1993 年，全国加油站数量猛增到 3.8 万座左右。到 1998 年，该数量进一步增加到 6 万多座。在这个阶段中，福建的民营资本进入云南、贵州、四川、河北和东北三省等地区，在云南市场中，60%-70%的民营加油站都是莆田人在经营，逐渐形成了“福建派”加油站。

在成品油定价机制方面，双轨制运行过程中，各定价方式价格差距增大，各地开始出现非法倒卖和走私成品油现象。1994 年，国务院对成品油流通体制进行改革，**取消油价双轨制，改为国家统一定价，**并适当提高。对成品销售价格实行 35 个中心城市由发改委统一制定，其他地区由各省市物价部门核定的两级管理制度。此次改革为我国最终实现成品油定价机制与国际接轨打下良好的基础。

表 1：成品油定价机制发展历史

序号	发展和改革时点	定价机制
1	1950 年-1980 年	政府统一定价
2	1981 年	成品油价格双轨制：生产计划内的部分由政府统一定价；超产部分按当时的国际油价对标出售。
3	1994 年	对 35 个中心城市进行国家统一定价；其他地区由当地物价部门定价。
4	1998 年	改为政府指导价，国家发改委每月参考新加坡市场同类油品价格发布中准价格，“两桶油”在中准价格上下 5%范围内确定售价。
5	2001 年	国家发改委按照新加坡、纽约和鹿特丹三地价格确定中准价格，“两桶油”的调价区间扩大为 8%。
6	2006 年-	成品油定价基准改为布伦特、迪拜和米纳斯三地原油加权平均价格，调价区间仍保持 8%。
7	2009 年	连续 22 个工作日日均涨跌幅超过 4%时，对国内成品油价调整。
8	2013 年	调价窗口缩短至 10 个工作日。
9	2016 年	成品油调控机制设置 130 美元/桶和 40 美元/桶的上下限。

资料来源：国家发改委，信达证券研发中心

三、两桶油“重磅推出”，弱定价机制下油荒频发（1998 年-2008 年）

1998 年，国务院宣布重组石油工业，组成中石油、中石化两大石油集团。1999 年，中石化的加油站数量仅有约 8000 座，两大集团通过并购、参股、联营民营加油站和油库等方式，迅速构建了覆盖全国的成品油销售网络，2000 年末，中石化加油站总数达到了 25493 座。1999 年 5 月，国务院办公厅发布 38 号文《关于清理整顿小炼油厂和规范原油成品油流通秩序的意见》，文件要求：国内各炼油厂生产的成品油全部交由石油集团、石化集团的批发企业经营。**成品油销售渠道收归国有，使得民营加油站进入了油源不稳定，“油荒”频发的时代，这种影响在 2003-2005 年达到顶峰，许多民营企业由于长时间的油荒而经营困难，不得不出售或者关闭加油站。**

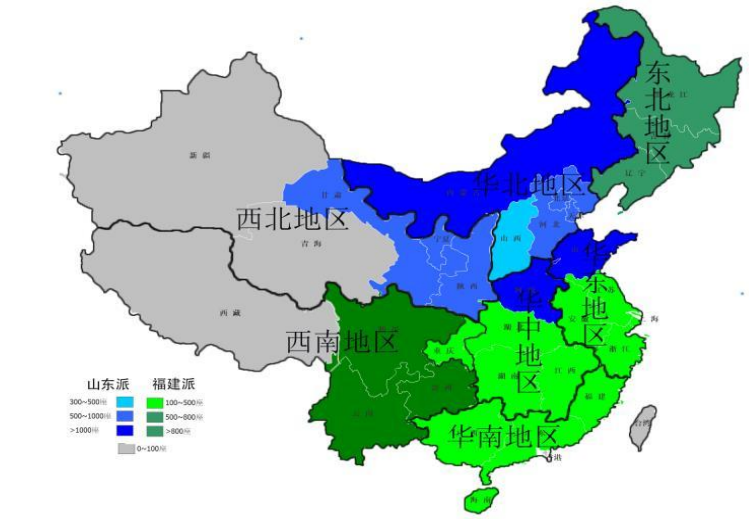
表 2: 1998 年-2008 年成品油市场重要政策

政策文件	条款	主要内容
《国务院办公厅关于清理整顿小炼油厂和规范原油成品油流通秩序意见的通知》（1999）	第四条	（一）国内各炼油厂生产的成品油（汽油、煤油、柴油）全部交由石油集团、石化集团的批发企业经营，其他企业、单位不得批发经营，各炼油厂一律不得自销。对违规销售成品油的炼油厂，要停止其原油供应。 （二）对成品油批发企业，要在 1999 年内进行清理整顿，取消不具备条件的批发企业的经营资格。对石油集团、石化集团以外经清理整顿合格的成品油批发企业，可由石油集团、石化集团依法采取划转、联营、参股、收购等方式进行重组。 （五）未经国家批准，不得设立外商投资成品油流通企业；已经设立的，由国家经贸委会同有关部门进行清理整顿。
《成品油市场管理办法》（2006）（已于 2020 年废止）	第二章第七条	申请**成品油批发经营资格**的企业应具备下列条件： 1.具有长期、稳定的成品油供应渠道； 2.申请主体是中国企业法人分支机构的，其法人应具有成品油批发经营资格； 3.拥有库容不低于 10000 立方米的成品油油库，油库建设符合城乡规划、油库布局规划； 5.拥有接卸成品油的输送管道或铁路专用线或公路运输车辆或 1 万吨以上的成品油水运码头等设施。
	第二章第八条	申请**成品油零售经营资格**的企业应具备下列条件： 1.符合当地加油站行业发展规划和相关技术规范要求； 2.具有长期、稳定的成品油供应渠道，与具有成品油批发经营资格的企业签订 3 年以上的与其经营规模相适应的成品油供油协议； 3.具有成品油检验、计量、储运、消防、安全生产等专业技术人员；

资料来源：商务部，国家发展和改革委员会，国务院办公厅，信达证券研发中心

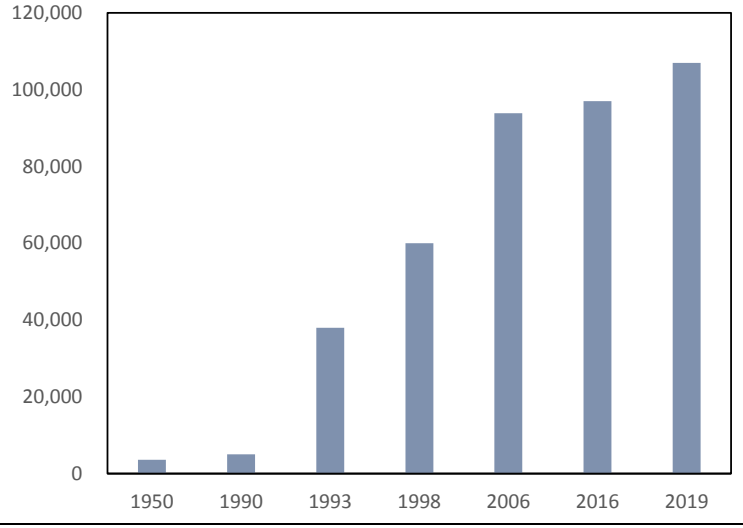
2006 年，商务部发布《成品油市场管理办法》，放开成品油批发经营权，规定**从事成品油批发、仓储经营**的公司应向省级人民政府相关部门申请，并由商务部决定是否给予成品油批发、仓储资格；从事**成品油零售**的公司应向所在地级市（设区的市）人民政府相关部门申请，由省级人民政府商务主管部门决定是否给予成品油零售资格。零售、批发和仓储活动在获得经营许可后方可运营，进一步规范国内成品油销售企业的资质。**截止 2006 年，全国 93879 座**加油站中，中石油加油站数量为 18207 座，占全国的 19.4%，中石化为 28801 座，占全国的 30.7%；而民营加油站数量从 1999 年底的 7 万多座降至 4.3 万座，占比从 8 成降至 4 成，形成以两桶油为主导的市场格局。2008 年左右，山东派加入民营加油站市场，大量进入山东、内蒙古、河南等北方地区，形成了“南莆田、北庆云”的格局。在激烈的竞争环境中，民营加油站仍保持较好的活力。

图 3：山东派、福建派加油站地域分布（座）



资料来源：中国产业调研网，信达证券研发中心

图 4：1950 年-2019 年国内加油站数量（座）



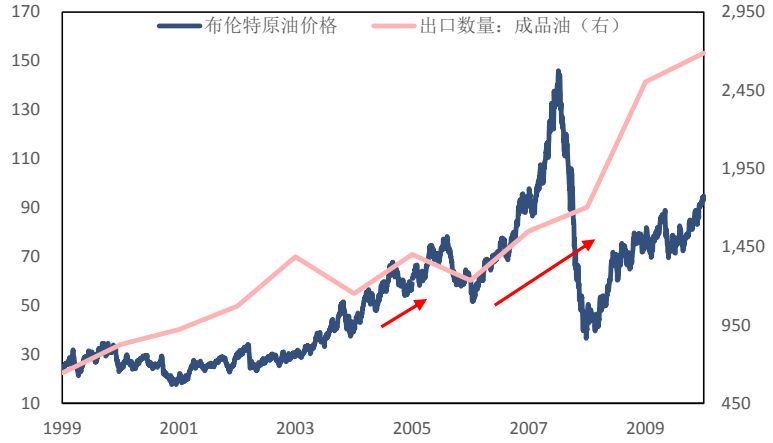
资料来源：信达证券研发中心整理

1998 年 6 月，国家取消汽柴油零售价格统一定价的模式，改为政府指导价。汽柴油零售中准价格由国家发改委每月发布，“两桶油”可以在中准价格上下 5%的幅度范围内确定具体售价，参考成品油价格为新加坡市场同类油品价格。2001 年，国家发改委再次对定价机制进行升级，参考市场改为新加坡、纽约和鹿特丹三地，且将“两桶油”的调价区间改为 8%上下，进一步完善了国内成品油价格与国际联动机制。

四、“放管服”推动市场化，加油站行业“百花齐放” （2009 年-至今）

2006 年，国家发改委**将国内成品油定价基准从新加坡、纽约和鹿特丹改为布伦特、迪拜和米纳斯三地原油加权平均价格**，上下浮动 8%确定零售价格。进入 2007 年，国际油价涨幅过大，为了稳定国内油价，发改委将成品油政府指导价定得远远低于国际油价，国内炼油企业选择将成品油出口国外，国内市场出现柴油短缺。2009 年 3 月，国家发改委披露新的成品油定价机制，国际油价连续 22 个工作日日均涨跌幅超过 4%时，对国内成品油价进行调整。2013 年将**调价窗口缩短至 10 个工作日。2016 年，国家发改委进一步完善成品油价格机制，将调控的上下限分别设置为 130 美元/桶和 40 美元/桶。这一系列措施使得国内成品油零售价格对国际油价的体现更加完全，同时保证了国内生产经济活动受极端情况影响有限。**

图 5：成品油出口数量与布伦特原油价格（美元/桶，万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2001 年，中国加入 WTO 组织，外资公司，如美孚、壳牌、BP 成为中石化的战略合作方，先后进入中国加油站市场。受到“入世”保留条款的限制，外资公司在中国投资和运营加油站数量超过 30 座时不能控股，且需要国家商务部等进行审批。因此外企多选择与中石化、中石油等国有企业合作，大规模建设“双品牌”加油站。2018 年 6 月 28 日，国家发改委和商务部发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》，取消包括外资连锁加油站超过 30 座加油站需中方控股等 22 项具体限制。随即英国 BP 公司在当年宣布，未来 5 年将在中国新增 1000 座加油站；壳牌集团未来 5 年将在中国新增 2500 座加油站；海湾石油公司未来 10 年将在中国新增 1000 座加油站。2019 年，国务院在《成品油管理办法》中也删除了加油站数量的限制条款，全面放开外资企业加油站投资市场。**我们预计未来几年，外资加油站将加快在国内加油站市场布局的速度和覆盖范围。**

表 3：中国加油站对外开放时间表

时间	政策	具体内容
2001.12	加入 WTO 时的承诺	自入世起 3 年内放开成品油零售市场，外国企业可在国内开办加油站；5 年内放开成品油批发市场，外国公司可在国内营建油库、码头和销售网络进行成品油批发业务。
2004.04	《外商投资商业领域管理办法》	明确外商投资企业经营加油站从事成品油零售的，应具有稳定的成品油供应渠道，符合当地加油站建设规划，经营设施负荷国家标准和规定。
2006.12	履行加入 WTO 的承诺	放开了成品油批发经营权。所有拥有市场准入相应资质的企业，包括外资企业，都可以申请成品油经营权，国内外成品油市场的竞争更加激烈。
2007.07	《外商投资产业指导目录》（修订版）	成品油批发及加油站建设、管理限制外商投资产业目录，要求同一外国投资者设立 30 家分店、销售来自多个供应商的不同种类和品牌成品油的连锁加油站，由中方控股。
2008.12	《外商投资准入管理指引手册》	对外商投资企业经营范围涉及成品油分销的申请，省级商务主管部门在收到全部申请文件后 3 个月内进行批复。
2017.08	《关于促进外资增长若干措施的通知》	明确进一步扩大市场准入对外开放范围，持续推进加油站等领域对外开放。

2018.06	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》	发改委和商务部：正式取消了外资连锁加油站超过30座需要中方控股的限制。
2019.11	《成品油市场管理办法》	国务院：正式删除办法中外资加油站超过30座需要中方控股的条件。

资料来源：商务部，国家发展和改革委员会，国务院办公厅，信达证券研发中心

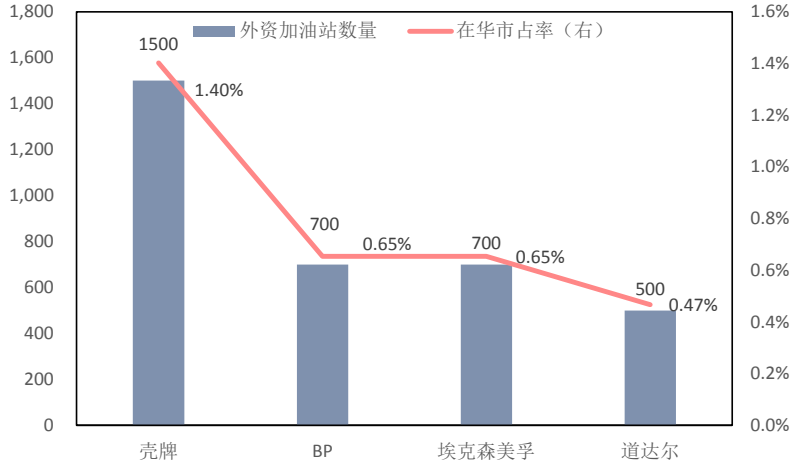
截止2019年，外资在中国约有3400座加油站，2018年，BP与山东东明石化集团成立合资公司，分别持股49%和51%。这是首次国内民营油企和世界顶级油企的合作，公司计划在山东、河南和河北三省开展“10年内新增500座加油站计划”，2019年，合资公司在济南和唐山投入运营两座BP独立品牌加油站，这是BP公司进入中国以来的首座独立品牌加油站。**相比之下，外资加油站通常选择与“两桶油”合作，与国有企业合作程度更深的企业在规模化发展上更具优势**，比如壳牌，通过加强与本地国营企业如延长石油的合作，积极开展加盟的运营模式，加油站数量从2017年的1200座扩张到2019年的1500座，其在华市占率为1.40%，远高于另外几家外资企业。

表4：国内的外资加油站发展现状

外资品牌	中方合作企业	加油站数量	所在区域
壳牌	中石油、中石化、中海油、延长石油	1500	北京、天津、河北、山东、山西、陕西、四川、重庆、江苏、广东、浙江等21个省、直辖市、特别行政区
BP	中石化、中石油、山东东明集团	700	浙江、广东
埃克森美孚	中石化	700	福建、湖南
道达尔	中化国际	500	北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江

资料来源：壳牌公司官网，《2019成品油零售行业发展趋势报告》，信达证券研发中心

图6：外资加油站数量及在华市占率（座，%）



资料来源：壳牌公司官网，《2019成品油零售行业发展趋势报告》，信达证券研发中心

2015 年，国家提出要对政府职能工作进行简政放权和放管结合，在此时指出了“放管服”的概念。并在同年对实施近 10 年的《成品油市场管理办法》进行修订，放宽了成品油批发经营仓储资格的审批要求。到了 2019 年-2020 年期间，国务院加快了成品油市场流通政策的放宽速度，陆续下发了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》和《关于促进石油成品油流通高质量发展的意见》，**加速对我国石油成品油流通实行“放管服”改革，从取消批发仓储经营资格审批、下放零售经营资格审批至地市级人民政府，到废止执行十四年的《成品油市场管理办法》，仅用了 1 年时间。**政策松绑后，我国加油站企业仅需向所在区域的相关部门提交零售经营资格申请，加快了审批流程和便捷度。

表 5：“放管服”政策推进情况

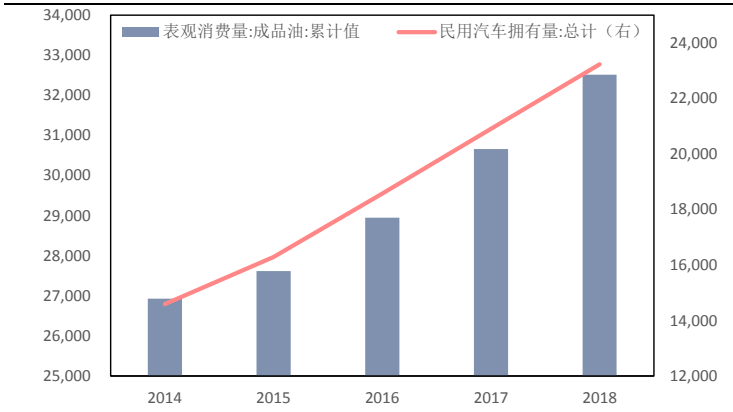
时间	政策	具体内容
2015 年 5 月	《关于印发 2015 年推进简政放权放管结合转变政府职能工作方案的通知》（国发〔2015〕29 号）	推进简政放权、放管结合和转变政府职能工作，**从减少审批向放权、监管、服务并重转变**，提高行政审批效率。
2015 年 10 月	修订《成品油市场管理办法》	**删除 2 条审批资格规定：**1）申请成品油批发经营资格的企业注册资本不低于 3000 万元人民币；2)申请成品油仓储经营资格的企业注册资本不能低于 1000 万元。此外，企业未参加或未通过年检的，不再被撤销成品油经营许可决定。
2018 年 6 月	发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》	**正式删除外资加油站投资限制条款**：取消外国投资者设立超过 30 家分店、销售来自多个供应商的不同种类和品牌成品油的连锁加油站建设、经营须由中方控股的限制条款。
2019 年 8 月	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》国办发〔2019〕42 号	**扩大成品油市场准入。**取消石油成品油批发仓储经营资格审批，将成品油零售经营资格审批下放至地市级人民政府。乡镇以下具备条件的地区建设加油站，可使用存量集体建设用地。
2019 年 11 月	修订《成品油市场管理办法》	**删除 2 条涉及外资加油站规定**：1）同一外国投资者在中国境内从事成品油零售经营超过 30 座及以上加油站的（含投资建设加油站、控股和租赁站），销售来自多个供应商的不同种类和品牌的成品油的，不允许外方控股。2）外商投资企业还应提交《中华人民共和国外商投资企业批准证书》
2020 年 7 月	废止《成品油市场管理办法》和《原油市场管理办法》。	**废止已经使用十余年的《成品油市场管理办法》**，各省级部门编写成品油零售体系发展规划和成品油零售审批标准，按照规划对当地加油站布局和审批。

资料来源：国务院办公厅，信达证券研发中心

2015 年“两权合并、配额放宽”政策实施后，国内地炼企业油源充足、质量提高，民营加油站的采购渠道多样化。占据采购优势的部分民营加油站多次开展了价格战，而中石化和中石油由于运营成本较高，其市场份额也受到部分挤压。目前国内加油站行业保持“三桶油”数量上占据龙头地位，民营加油站分散发展，外资加速布局的竞争格局。2017 年开始，我国加油站数量突破 10 万座，加油站数量再次进入增长的通道。**我们认为，“放管服”的落实加速了我国成品油终端销售的政策“松绑”，**

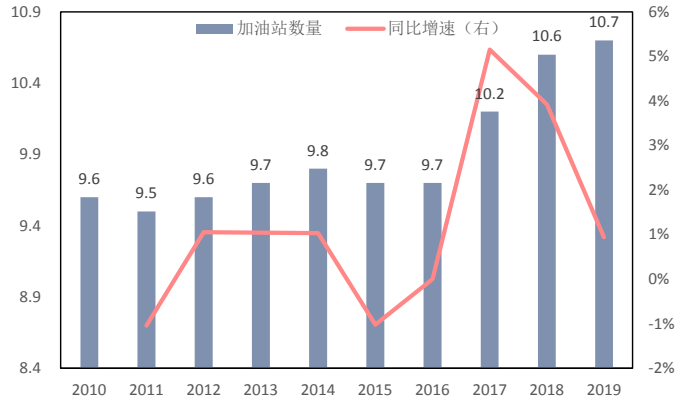
无论是外资还是国内民营企业都将借助于这一政策“东风”，扩大发展规模和速度。国内成品油市场向市场化稳健发展，加油站行业迎来快速发展的窗口期。

图 7：全国汽车保有量和成品油表观消费量（万吨，万辆）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2010 年-2019 年国内加油站数量及同比增速（万座，%）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

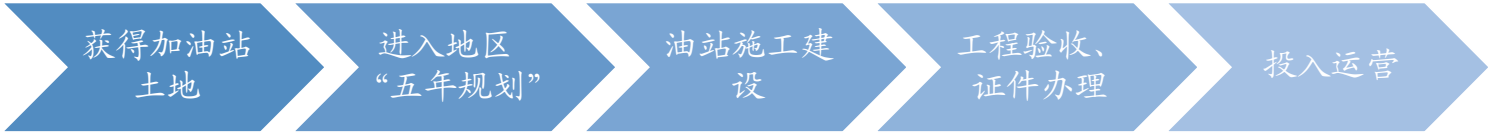
加油站运营多模式并存，“互联网+”成行业发展新动力

企业想要获取一座新的加油站的经营权通常有 3 种方式：自建加油站、收购加油站和租赁加油站；在站点实际经营中，有包括自有品牌运营（自建、收购或租赁加油站）和加盟品牌运营的 2 种运营模式。传统的加油站经营权获取中，自建和租赁加油站的比例较高，但收购加油站的方式能够快速铺开站点规模和投入运营。由于自有品牌的培养时间长，业绩提升较难且缓慢，大多数民营加油站通常会选择加盟“两桶油”等国有企业来获取品牌优势和体系化运营模式。

一、“放管服”稳步推进，自建加油站成本高企

相较于其他的运营模式，自建加油站所花费的时间最长，成本最高，属于典型的重资产运营模式。自建加油站的主要流程为：获取加油站专用土地使用权证—进入所在区域加油站布点“五年规划”—加油站施工建设—办理危险化学品经营许可证和成品油零售经营许可证—投入运营。其中获取规划资格、运营资格和建设土地是自建加油站最核心的环节。

图 9：自建加油站流程



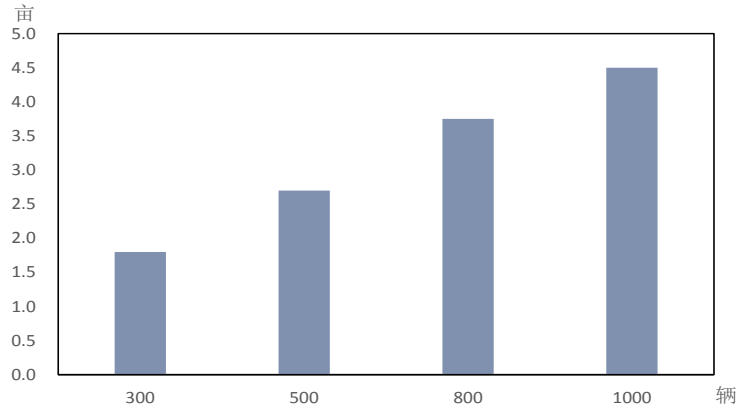
资料来源：信达证券研发中心整理

1.土地成本逐年攀高，重资产模式壁垒突出

根据 2012 年 1 月 1 日起颁布实施的《城市用地分类与规划建设用地标准》的规定：**加油站用地属于商业服务业设施用地，为 B41 加油加气专用地，**专用于零售加油、加气以及液化石油气换瓶站用地。部分早年建成的加油站通过租赁集体土地的方式取得经营用地，原则上不符合法律规定，需由政府将集体土地转变为国有土地，加油站取得国有土地使用权证后，满足地方零售网点布局，取得成品油零售批准证书和危险化学品经营许可证后，方能完全合法经营。**2019 年《关于加快发展流通促进商业消费的意见》中允许乡镇以下具备条件土地的存量集体建设用地用于加油站、加气站等的建设，扩大了加油站在乡镇地区的用地范围。**

按照《城市道路交通规划设计规范》的规定，城市公共加油站的用地面积，考虑用地条件和消防安全距离等因素，以加油站的昼夜加油车次而定，昼夜车次在 300 辆级别的加油站占地约为 1.8 亩，4 亩以上的加油站昼夜车次约为 900-1000 辆，属于较大规模加油站。城市加油站的服务半径为 0.9 公里至 1.2 公里，各省市与地区按照其《成品油零售体系》对站点服务半径要求有所不同。

图 10：单站昼夜加油车次与加油站用地面积的关系（辆，亩）

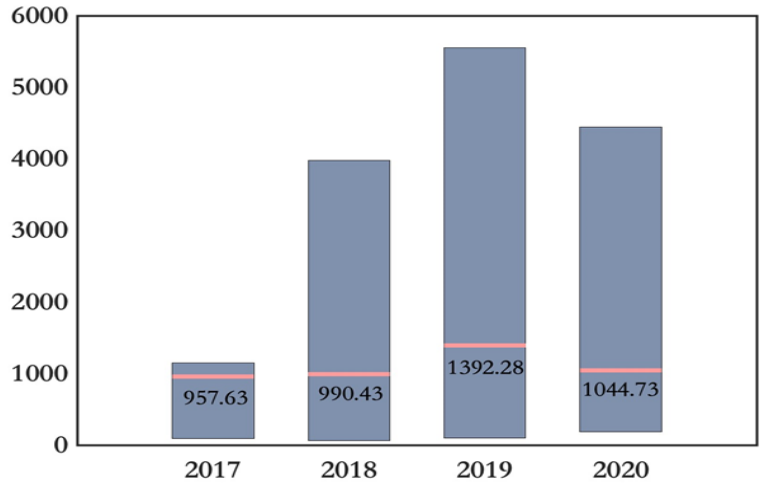


资料来源：《交通与运输》，信达证券研发中心

通过对 2017 年-2020 年各省会及直辖市加油站专用地“招拍挂”价格进行统计，我们发现，观察期内加油站专用地块成交主要在上海、重庆、贵阳、武汉等地，其他地区近三年加油站地块成交量屈指可数。2017 年-2019 年，全国加油站地块成交平均价格逐年上升，从 2017 年的 958 万元/亩，上升到 2019 年的 1392 万元/亩。加油站土地成交单价的区间较大，2019 年，从约 99 万元/亩到最大的 5555 万元/亩，主要是由于所拍卖地块在距离核心功能区的直线距离不同导致的。近年来招拍挂的主要地块位于城市核心功能区以外，包括农村集体建设用地，价格大部分在 300 万元/亩-1000 万元/亩之间。核心功能区的土地价格保持高位，大部分在 2000 万元/亩以上。**可以看出，核心地区加油站专用地的价格较高，按面积最低 3 亩计算，单站土**

地的成本约为 6000 万元，形成较高的资金壁垒，且核心区加油站专用地新增拍卖数量较少，核心地区的土地主要被“三桶油”企业或外资企业，如壳牌，等拥有大量资金的大型能源企业获得。

图 11: 2017 年-2020 年加油站土地招拍挂价格区间及平均值（万元/亩）



资料来源：全国公共资源交易平台，信达证券研发中心

2.政策“解绑”审批简化，成品油市场化进程加快

在取得加油站专用土地之后，公司新建加油站点需进入所属地区的《成品油零售体系五年规划》中并符合当地相关技术规范的要求。我国《成品油零售体系五年规划》由各省级和直辖市单位制定之后，再由各地级市按照当地生产生活的成品油需求、汽车保有量情况和加油站企业申报情况等综合制定详细规划。由于我国国民经济仍处于发展阶段，因此各地五年计划新增加油站数量均会较前一阶段有所增加。目前全国范围内各省市已启动“成品油零售分销体系十四五规划”的编制工作。

根据《关于加快发展流通促进商业消费的意见》和《危险化学品经营许可证管理办法》的规定，经营成品油零售业务的加油站企业应当取得各地级市人民政府核发的《成品油零售经营许可证》和地级市应急管理部门核发的《危险化学品经营许可证》。2019 年和 2020 年，国务院接连发布的两道促进商品和成品油流通的文件，强调深化落实成品油流通“放管服”，废止 2006 年发布的《成品油市场管理办法》，取消成品油批发经营资格的审批，下放成品油零售经营资格的审批至地级市人民政府，在保障成品油市场的同时，简化了经营企业的审批手续。**我们认为，这将加快我国加油站零售终端的审批效率，间接降低了加油站的准入门槛，加速我国成品油市场化发展的进程。**

图 12：成品油零售经营许可证书



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

图 13：危险化学品经营许可证



资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

二、租赁模式价廉物美，谨慎对待合同风险

由于取得加油站土地的门槛较高，租赁加油站也成为了主流的取得加油站运营权的主要方法之一。相较于租赁其他不动产，**加油站租赁具有租期长、租金高、法律风险较高等特点。**租赁油站的来源主要是各地区拥有加油站，但没有自营加油站意愿的业主。租赁加油站的有民营加油站企业，如和顺石油、山东地炼品牌等；也有大型国有企业，如中石化、中石油；有外资企业，如 BP、壳牌。租赁合同包含的不动产，包括但不限于：房屋、罩棚、油罐、加油机具等。**加油站租期通常在 10 年以上，在支付租金方面，方式较为灵活，包括“一次付清或分期支付”、“一付多年，多年一付”、“一年一付”、“先付 N 年，之后 M 年一付” 等多种方式，在租金方面，包括“固定租金”、“逐年递增”、“固定租金 N 年，后逐年递增”、“分固定租金 N 年，后每 M 年递增”、“分阶段固定租金”。**在签订租赁合同时，需要出租方提供危险化学品经营许可证和成品油零售经营许可证，并在租赁合同签订后，与承租方进行证照变更。部分加油站在租入后，可能还需要进行部分设备改造升级。

根据对和顺石油披露的租赁加油站情况进行分析，可以看出，和顺石油租赁加油站的租期通常在 10-20 年之间，且同一家加油站企业在租赁加油站时，租金金额和具体支付方式受站点位置、出租方要求和站点具体情况等多种因素影响而存在很大差别。由于土地价格的快速上涨，且加油站合同租期较长，因租金上涨导致的合同违约风险较大。另外由于租赁加油站涉及土地、许可证、危化品经营责任等多方面因素，其产生合同纠纷的风险相较于其他方式也更大。租赁双方在签订合同时，可以附带优先购买权，这也是某些加油站企业培育可收购加油站的一种操作方式。**我们认为：加油站租赁仍然是一种摊薄成本、快速铺开加油站规模的有效方式，未来仍将是加油站运营企业在业务扩张方面的主要选择之一。但随着土地价格逐年上涨，加油站租金也将不断上调，租金带来的合同违约风险仍需注意。**

表 6：和顺石油部分加油站租赁期和租金支付方式情况

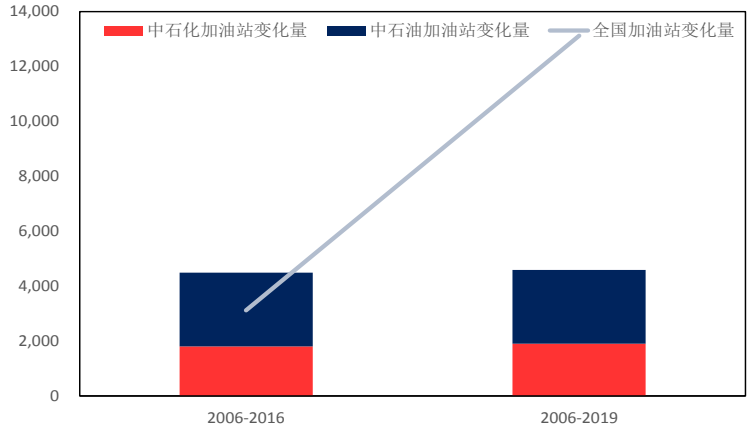
加油站名称	租赁期	租金支付方式	租金条款
中意路加油站	8 年	固定租金 N 年，后逐年递增	前 5 年 37 万/年，后 10 年每年租金在上一年基础上复式递增 5%
五里牌加油站	10 年	固定租金	188 万/年
新韶加油站	13 年	逐年递增	第一年 240 万，第二年在第一年基础上递增 7%，以此类推逐年递增。
顺安加油站	16 年	固定租金 N 年，后逐年递增	第一年至第三年租金为 35 万/年，自第四年起每年递增 1 万元
展览加油站	17 年	固定租金 N 年，后每 M 年递增	前 5 年 14.8 万/年，此后每 5 年按 10%递增
时代加油站	16 年	分阶段固定租金	前 10 年 123.3 万/年；后 10 年 147.96 万/年
香樟路加油站	18 年	分阶段固定租金	前两年 12 万/年；第 3-7 年 12.8 万/年；第 8-12 年 13.6 万/年；第 13 至 17 年 18 万/年；第 18 至 20 年 40 万/年

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、站点收购利好品牌扩张，资金壁垒只升不降

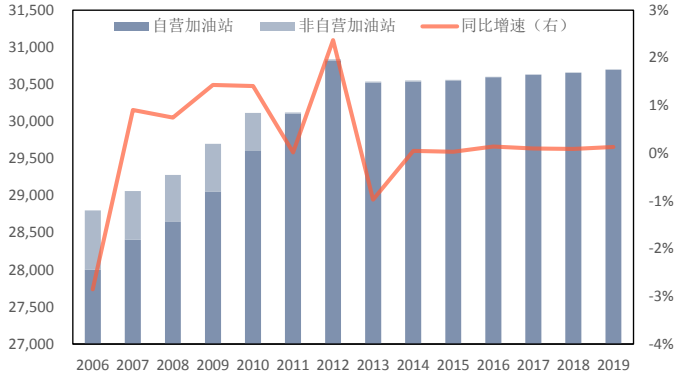
21 世纪初期，“两桶油”重组后中小加油站企业因为油荒导致破产的数量快速增加，同时“两桶油”为了扩张油站规模，进行了大量的加油站收购，**收购的方式也成为了获取一座加油站所有权和经营权最快捷的方式，且可选择的加油站地理位置可拓展到存量区域，不受土地增量少的限制。**我们对国内加油站总量变化情况分析发现， 2006 年-2019 年，全国加油站总量增加 1.3 万座，其中“两桶油”加油站数量增加仅 4500 座，其他大部分增长来源于外资和民营加油站。我们发现 2017 年开始，由于国家政策的放宽等原因，我国加油站数量增长迅速，3 年共计增加约 1 万座加油站。如果以 2016 年为分界点，2006 年-2016 年期间，我国新增加油站数量仅 3000 余座，低于“两桶油”品牌增量，约 4000 余座。分析“两桶油”加油站结构我们发现，2006 年-2016 年，“两桶油”对加盟商进行整改，加盟站点数量持续减少，这十年中，“两桶油”的站点增量主要来源于自营加油站的增长，包括新建和收购的加油站，该数量达到 6073 座。“两桶油”加油站增量大于全国增量的主要原因是：“两桶油”除了新建加油站以外，对存量加油站进行了大量的收购。**我们认为，除去新建带来的加油站数量净增长，2006 年-2016 年期间，我国加油站行业的格局发展同时大量采用了收购的方式进行存量整合。随着行业各品牌的影响力逐渐提升，收购的方式将成为各企业提高品牌市占率的有效手段，持续推动行业集中度提升。**

图 14: 2006 年-2019 年国内加油站数量变动情况（座））



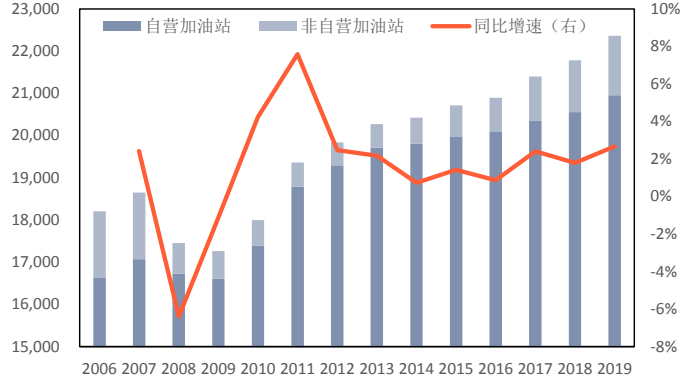
资料来源：中石化公司公告，中石油公司公告，前瞻经济研究员，信达证券研发中心

图 15: 2006 年-2019 年中石化加油站数量与增速（座，%）



资料来源：中石化公司公告，信达证券研发中心

图 16: 2006 年-2019 年中石油加油站数量与增速（座，%）

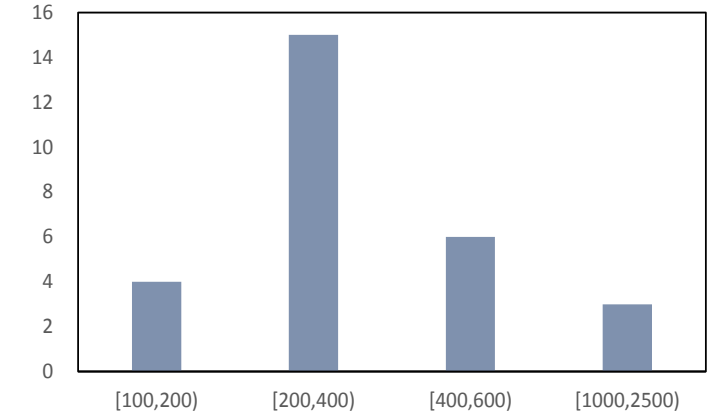


资料来源：中石油公司公告，信达证券研发中心

通过对隆众资讯网站上发布的加油站出售广告进行统计，我们发现，通过公开渠道发布出售意向的加油站，主要是乡镇地区省道、国道和乡道上的民营加油站，大部分面积在 2-4 亩之间，属于中型加油站。4 亩以上的大型加油站数量较少。单价方面，一半以上的加油站业主报价在 200-400 万元/亩，平均报价为 433.6 万元/亩，这意味着收购一座占地 4 亩的乡镇加油站市场均价约 1734.4 万元。根据和顺石油的上市扩张计划，和顺石油计划在长沙市区内按照每站 3850 万元的水平，对核心区域的存量加油站进行租赁或者收购。可以看出，单座加油站收购的最少资金需求，即收购一座占地 2 亩的小型乡镇道路加油站，价格在 400-500 万元；随着道路级别升高，车流量逐步增加，加油站收购价格也越高，收购地理位置优越，车流量较大的中心城市中大型加油站，所需的资金成本达到数千万。标的加油站的加油机、油罐等硬件配置也会抬高加油站收购成本，站点收

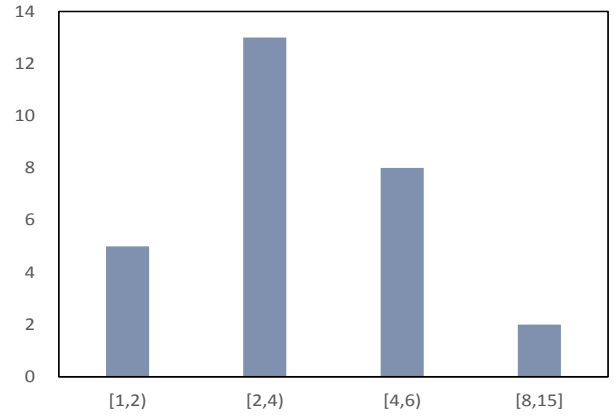
购的资金壁垒整体较高。

图 17：乡镇地区出售加油站单价区间（万元/亩）



资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

图 18：乡镇地区出售加油站土地面积区间（亩）



资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

对比自建、租赁和收购加油站 3 中获取加油站经营权的方式，租赁加油站成本最低，但租赁合同风险最高；收购方式成本较高，收购与租赁的方式获得加油站所耗费的时间周期均较短，且可选择的站点主要为存量站点，可选择的标的多样化。相比之下，自建加油站所花费的时间长，受地块限制较大，建设成本受逐年攀升的地价影响较大。

表 7：自建、租赁和收购加油站的特点

获取方式	获取时间	成本	位置可选性	合同风险
自建	长	高	低，受新增地块限制	低，主要为自身风险
租赁	短	低	高，存量加油站	高，租赁合同风险
收购	短	高	高，存量加油站	中，所有权变更前后的风险

资料来源：信达证券研发中心整理

四、品牌连锁吸引民企，加盟模式稳定输出

加油站加盟的形式通常是中小加油站经营者为了提高成品油销售量和盈利空间，选择加盟已经有一定规模的加油站品牌，**典型的品牌包括：中石油、中石化、中海油、中化石油等国有能源企业；或和顺石油、冠德车到、中国油联等地区性或全国性民营加油站品牌；或道达尔、延长壳牌等知名外资品牌。**通常加盟商需要根据品牌商的形象标准进行站点改造，并自行承担相关费用；品牌商提供系统的人员培训，如中石化还会派驻 1 名管理人员以提高加盟商营运能力；最重要的是，加盟商的油源均 100%来自于品牌商，归属于品牌商的成品油批发业务。

不同品牌提出的加盟条件各不相同，**“两桶油”企业和外资油企对品牌加盟的输出已经形成了固定的模式，**在加盟费方面，包括：加盟费、信用保证金、品牌使用费（或特许金）和管理费等，其中加盟费和保证金为一次性支付，加盟费在 1 万元-2 万元左右，保证金在 2 万元-3 万元左右；品牌使用费和管理费为每年支付，品牌使用费较少，约 1 千元-3 千元，管理费约 5 千元-1 万元，**首年需支付的加盟费用在 4 万元-6 万元左右。相比之下，民营加油站所需加盟费用较低，**例如，和顺石油的特许经营商无需支付加盟费用，仅使用品牌和签订供油合同；冠德车到根据合作方的业绩实际增量收取费用。但近年来，中石化逐渐减少非自营加油站数量至仅 6 座，主要开展加油站代理人制度，即中石化员工对公司加油站进行承包管理制度。尽管中石油仍能加盟，但“两桶油”加盟总量同比减少，且近年来优质的民营品牌在业绩短期提升能力较“两桶油”更强。**我们认为，随着民营品牌的社会认可度逐渐提高和其增量开发能力的凸显，民营加油站品牌对加盟商的吸引力会快速上升。**

五、“互联网+”升级油站配置，智慧科技激活成品油市场

1.加油站标准化配置智能升级

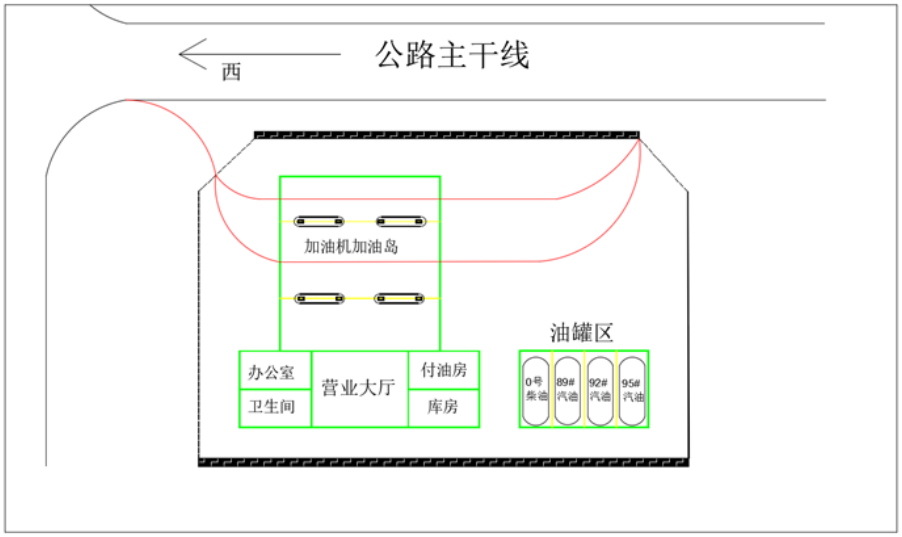
加油站企业在学习国外加油站配置和多年发展的经验上，基本已经建立了一套标准化的站点配置方案。

首先是选址标准化。加油站首选车流集中的中心城区十字路口或主干道，其次选择车流较高的风景区、港区、国道、省道等地区，最后选择在县区、乡镇等地车辆通行必经之路的县道和乡道。

其次是人员配置标准化。按照中石油的人员配备标准，一般设置站长 1 人，年加油量 4000 吨以上的加油站增设副站长 1 人。设置收银员和加油员岗位，可以兼任，至少 1 人。另配备办公管理人员、安全员、设备管理员、质量监督员等岗位。加油站收银和加油人员一般实行 2-3 班轮班制度，加油站工作人员一般在 10 人左右，根据站点规模，适当增减人员。

站点配置标准化。加油站建筑主体主要包括罩棚、站房、加油机和油罐，根据中石油 2010 年加油站建设标准，加油站站房分为两层，上层面积比下层面积大 140 平方米，下层包括便利店、办公室等，便利店面积通常仅占一层面积的 50%左右。根据最新版国家标准，按照单站油罐储容将国内加油站分为三个级别。加油站的油罐总容积与单站日均加油量直接相关，一般为加油站 3-5 天的售油量。

图 19：加油站布局平面图



资料来源：信达证券研发中心整理

表 8：加油站等级划分

级别	油罐容积（m³）	
	总容积（m³）	单罐容积（m³）
一级	150 ＜ V ≤ 210	V ≤ 50
二级	90 ＜ V ≤150	V ≤ 50
三级	V ≤ 90	汽油罐 V ≤ 30 柴油罐 V ≤ 50

注：V 为油罐总容积，柴油罐容积可折半计入油罐总容积

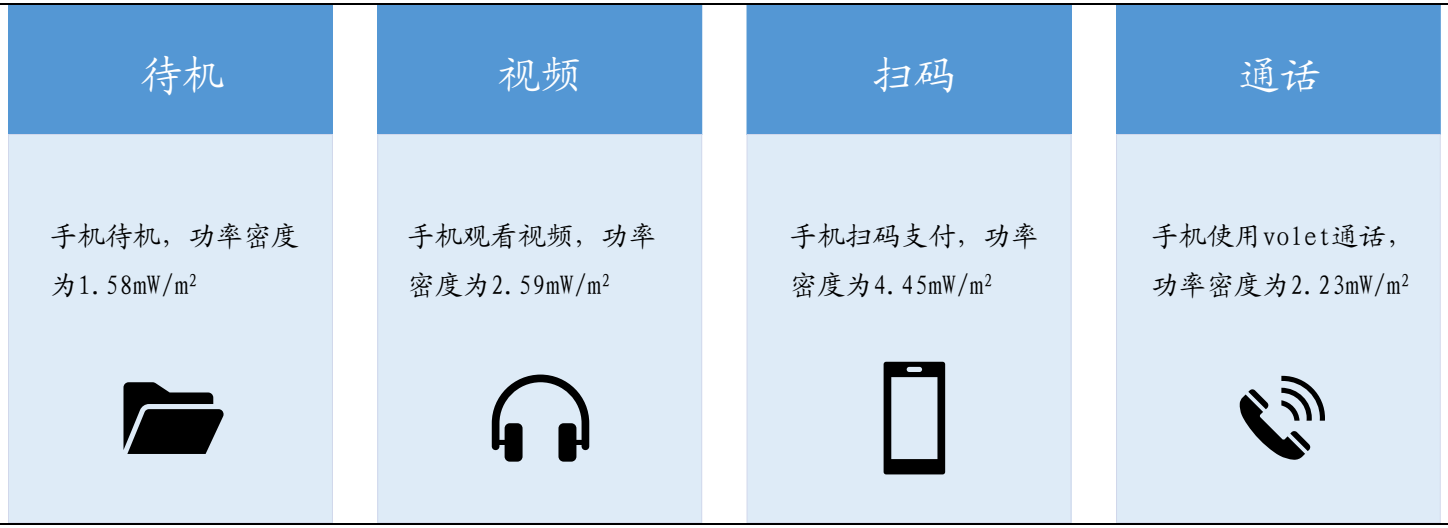
资料来源：《GB50156-2012 汽车加油加气站设计与施工规范(2014 年版)》，信达证券研发中心

单台加油机根据加油枪数量，有 4 种规格：八枪机、六枪机、四枪机和双枪机，根据提供油品数量，还可分为单油品、双油品、三油品，甚至是四油品加油机，可以覆盖加油站提供的所有成品油标号。在乡镇、县城等车流量较小的地区加油站，通常只配备双枪机和四枪机，加油机的数目通常不超过 4 台。国道、省道、高速公路、城市中各级加油站，通常会配备六枪机；在部分城市干道的大型加油站，会配备八枪机，同时配备的加油机数量最多可能会达到 6-8 台。**随着智慧加油机的更新升级，加油机从老式操作性差的款式，升级到多媒体智慧屏、有独立操作性、支持移动支付、可进行车牌识别和自动数据收集的智能机型**，如正星科技的星云系列智慧加油机，其主要供货对象为中石化、中石油等企业。

2.智慧支付风险与发展并存

关于扫码方式移动支付的加油机，仍存在一定潜在的风险。浙江省海宁市检察部门聘请的专家发现，使用手机扫描支付功能的功率密度为 4.45mW/m^2，高于手机通话的 2.23 m W/m^2，政府专家团认为在加油站易燃易爆范围内使用手机扫描支付存在一定风险性，因此认定在加油机旁进行移动支付存在安全隐患。目前，国内南京、苏州、洛阳等地已经下令禁止在加油区域内使用手机进行支付，需要在加油站办公区内进行扫码付款。

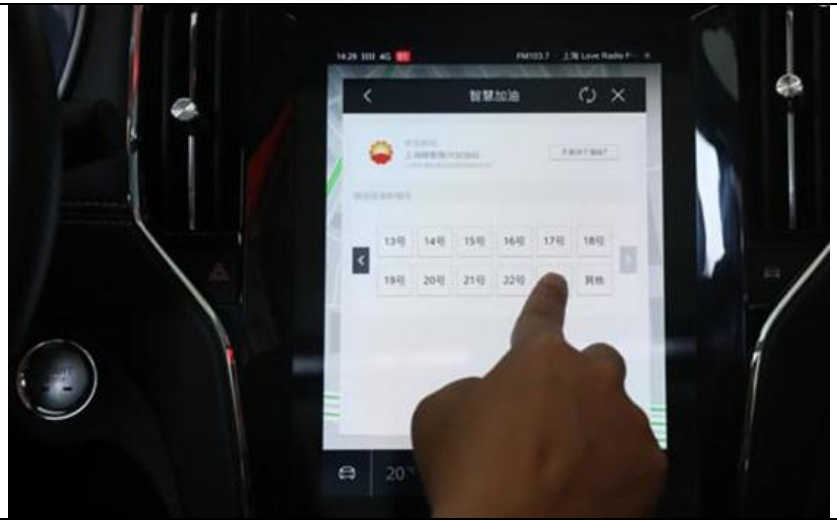
图 20: 4 种场景下手机等效平面波功率密度（mW/m^2）



资料来源：21 世纪经济报道，信达证券研发中心

在其他支付方面的探索，“两桶油”相比于其他企业走得更远。2018 年开始，两家公司均在浙江省进行网络支付的试点，中石化通过浙江销售公司的公众号绑定“易捷钱包”功能，客户可以在手机上选择油品和加油枪编号，系统自动根据加油量进行扣费。中石油则通过与京东的合作，在京东金融的平台上提供“不下车加油”产品，通过移动端直接结算并支付费用。2019 年，中石油与斑马网络合作，在上海的 15 家加油站推行汽车中控屏完成加油支付的方式，通过在车辆中控屏中搭载斑马网络的执行操作系统，车主即可完成在车上的一键支付，据中石油统计，初期试点的加油效率提升达到了 50%。2018 年，中石化与阿里巴巴进行战略合作，计划在杭州试点开设一家无人加油站，通过在淘宝或支付宝绑定车辆信息，站内设备智能识别车辆泊位信息，通过机械臂完成打开油盖—加油—关闭油盖的操作，并进行自动扣款，实现全流程无人操作。**未来加油站企业将会借助国内移动支付快速发展的东风，提高服务效率和优化客户体验，并通过大数据能力提升对客户资料的收集和管理，提高客户黏性。**

图 21：中石油与斑马网络合作的中控屏支付



资料来源：央广网，信达证券研发中心

行业评级及投资建议

本文从成品油零售行业发展历史入手，就成品油定价机制改革、加油站竞争格局变动和加油站运营模式分析了国内加油站行业现阶段的发展状况，**就成品油定价机制改革而言，**改革开放后，我国从完全与国际油价脱轨的统一定价机制，快速调整至基本与国际市场接轨的同时，保证国内原油产业链健康发展的定价机制。**就加油站竞争格局而言**，我国成品油零售已形成了以“两桶油”为主，外资和民营加油站为辅，地炼企业和化工类炼化企业为新兴力量快速发展的格局。我们预计，随着“放管服”制度的深化和推进，我国成品油零售市场不断向市场化的开放市场转变，民营企业、炼油企业和化工企业的市场份额将逐步提升。**我们坚定看好 A 股加油站行业的投资价值，首次给予行业“看好”评级，推荐关注：和顺石油。**

风险因素

国际油价暴涨暴跌的风险；地炼企业产能淘汰过快的风险；外资加油站拓展过快的风险；新能源汽车快速普及的风险；疫情反扑导致出行需求萎缩的风险；“十四五”缩减加油站规划的风险。

相关上市公司

和顺石油（603353.SH）、中国石化(601857.SH)、中国石油(600028.SH)、泰山石油（000554.SZ）、广聚能源（000096.SZ）

研究团队简介

陈淑娴，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。荣获 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媒体发表文章。

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
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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。