

## 原油码头服务绝对龙头，业绩大幅改善

### 投资要点

- **事件:** 中石化冠德公布 2023 年年报。2023 年实现营收 6.1 亿港元，同比下降 1.01%，实现归母净利润 12.99 亿港元，同比增长 198.6%。
- **洗净铅华轻装上阵，核心业务有望持续增长。** 2023 年公司毛利同比减少约 10.23%，主要是由于 2023 年，华德石化置换了新海底管线，折旧费用同比增加所致。同时公司实现扭亏为盈，主要是由于 2022 年公司不再继续进行巴淡项目，需要对 PT. West Point 非流动资产作减值拨备。
- **全年每股现金股息 25 港仙，与投资者共享公司发展。** 2024 年 3 月 15 日，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。强化问询约谈和监管措施约束，督促不分红或分红偏少的公司提高分红水平，财务投资较多的公司提高分红比例。公司作为中国石化旗下唯一一家在香港上市的红筹子公司，综合考虑现金流状况和未来发展的需要后，2023 年全年每股现金股息 25 港仙，扣除中期已派发每股现金股息 10 港仙，2023 年末期每股现金股息为 15 港仙，同比增长 25.00%。为本公司股东持续创造价值。
- **升级改造马鞭洲码头配套设施，提高接卸能力。** 2023 年 11 月 9 日，公司全资附属公司华德石化与中石化广州工程就马鞭洲码头配套设施升级改造以接卸石脑油的建设项目订立建设协议，建设项目将确保华德石化安全、稳定及高效运营以及提升华德石化的业务量，从而进一步提高其盈利能力及经济效益。鉴于中石化广州工程拥有经验、专长及专业人员，中石化广州工程参与建设项目将有助于确保建设项目的及时实施及交付以及保障建设项目的质量。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司有充裕的现金可以积极开拓市场，有望推动整体罐容水平提升。公司继续布局 LNG 运输业务，夯实国内原油码头服务商龙头地位，享受更高收益，我们看好公司的中长期增长潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球经济衰退、码头岸线和土地资源限制、安全生产风险等。

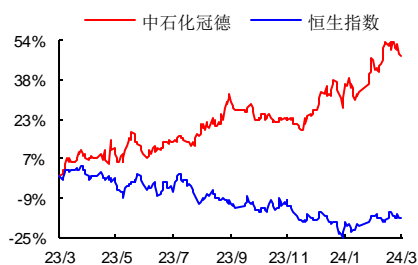
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	609.87	638.94	664.50	697.72
增长率	-1.01%	4.77%	4.00%	5.00%
归属母公司净利润(百万港元)	1298.61	1306.39	1351.15	1404.52
增长率	198.61%	0.60%	3.43%	3.95%
每股收益 EPS (港元)	0.52	0.53	0.54	0.56
净资产收益率	8.37%	7.77%	7.44%	7.17%
PE	7.16	7.12	6.88	6.62

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58351859  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	2.72-3.87
总股本(亿)	2.53
流通股数(亿)	24.86
市值(亿港元)	92.49

### 相关研究

1. 中石化冠德(0934.HK): 国内最大原油码头服务商, 轻装上阵蓄势待发 (2023-08-27)

## 盈利预测

**华德石化：**2023 年华德石化共接卸原油油轮 98 艘，完成原油接卸约 1,195 万吨，同比减少约 3.40%；输送原油约 1,103 万吨，同比减少约 2.48%。在保持现有业务稳定的同时，公司努力推进马鞭洲码头配套设施升级改造建设项目，为未来提高收入规模奠定基础。我们假设华德石化 2024-2026 年原油接卸及输送总量分别为 2367/2462/2585 万吨。码头服务属于重资产业务，固定成本占比较大且相对稳定，预计未来毛利会随着收入的增长而有所改善。

公司控股自营码头营收及贡献溢利占比较小，大量收益来自合营码头投资收益分红，相关公司营收和利润未并表，盈利只能通过投资收益体现，因此对合资及联营公司做盈利预测。

**国内 6 家码头：**2023 年受上半年青岛炼厂检修等因素影响，国内 6 家码头公司合计码头吞吐量为 2.09 亿吨，同比减少 0.48%。随着下游需求缓慢复苏，同时考虑到公司有望续参投，假设公司码头总吞吐量 2024-2026 年增速分别为 1%/2%/3%。

**海外仓储：**公司海外业务主要在中东和欧洲。2023 年中东富查伊拉公司努力开拓市场，在确保储罐出租率 100% 的基础上，不断推高出租费率水准及延长合同有效期。此外，公司库区与港口超大油轮码头连接管网工程计划于 2024 年上半年投用。欧洲 Vesta 中，因 VTT 经营情况未得到有效改善，2023 年底 Vesta 签署了买卖协议出售 VTT 全部股份，轻装上阵后预计欧洲 Vesta 业绩有望持续改善，同时欧洲 Vesta 未来将与潜在客户探索绿氨接卸和仓储项目的可行性，推进业务转型和资产增值。假设海外仓储在 100% 出租率前提下，2024-2026 年费率增速分别为 10%/5%/3%。

**LNG 运输：**2023 年，公司下属的八艘 LNG 船共完成 96 个航次，为本公司实现投资收益约 7,902 万港元，同比下跌约 31.89%，主要是由于本年度年底其中一艘 LNG 船出现设备故障，发生额外拖轮租用费用等，未来该部分费用有望获得保险补偿，因此在无其他意外的风险的前提下，随着项目的推进，LNG 船贡献收益会有所提升，假设公司 2024-2026 年 LNG 运输贡献投资收益增速分别为 20%/8%/6%。

**表 1：收入、成本和投资收益预测（百万港元）**

		2023A	2024E	2025E	2026E
华德石化	营业收入	610	639	665	698
	YOY	-1.0%	4.8%	4.0%	5.0%
	营业成本	352	356	361	368
	毛利率 (%)	42.4	44.4	45.7	47.3
合资及联营公司 投资收益	国内六家码头	781	789	805	829
	海外仓储	117	129	135	139
	LNG 运输	79	95	102	109

数据来源：Wind, 西南证券

基于上述假设和测算：2024-2026 年公司实现营收 6.39 亿港元、6.65 亿港元、6.98 亿港元，同比+4.8%、+4.0%、+5.0%；实现归母净利润分别为 13.1 亿港元、13.5 亿港元、14.0 亿港元，EPS 分别为 0.53 港元、0.54 港元、0.56 港元，对应的 PE 为 7 倍、7 倍、7 倍。

## 相对估值

我们选取 A 股石化仓储物流行业中的 3 家主流公司, 2023 年 3 家公司平均 PE 为 18 倍, 2024 年平均 PE 为 14 倍。考虑到公司有充裕的现金可以积极开拓市场, 有望推动整体罐容水平提升。公司继续布局 LNG 运输业务, 夯实国内原油码头服务商龙头地位, 享受更高收益, 我们看好公司的中长期增长潜力, 维持“买入”评级。

表 2: 仓储物流行业可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	每股收益 (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ
600794.SH	保税科技	3.62	0.1	0.2	0.3	47	18	15	2.1
002930.SZ	宏川智慧	15.58	0.5	0.8	1.0	32	22	16	3.8
603713.SH	密尔克卫	48.82	3.7	3.5	4.6	44	14	11	5.3
平均						41	18	14	3.7

数据来源: Wind, 西南证券整理 (收盘价日期为 2024.3.22)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	609.87	638.94	664.50	697.72	税后经营利润	317.48	359.24	373.02	390.64
销售成本	351.55	355.45	360.78	367.99	折旧与摊销	0.00	233.60	233.60	233.60
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-236.18	-237.00	-237.00	-237.00
销售费用	17.84	18.21	18.94	19.89	其他经营资金	-81.30	1423.86	-133.29	-173.19
管理费用	134.17	143.04	148.76	156.20	经营性现金净流量	0.00	1779.69	236.32	214.05
财务费用	-236.18	-237.00	-237.00	-237.00	投资性现金净流量	0.00	-99.71	-99.71	-99.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	0.00	237.00	237.00	237.00
营业利润	1320.19	1371.82	1415.41	1467.37	现金流量净额	0.00	1916.98	373.61	351.34
税前利润	1400.80	1272.11	1315.69	1367.66					
所得税	102.31	-0.00	-0.00	-0.00	<b>财务分析指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
税后利润	1298.49	1272.11	1315.69	1367.66	<b>成长能力</b>				
归属于非控制股东利润	-0.13	-34.28	-35.46	-36.86	营收额增长率	-1.0%	4.8%	4.0%	5.0%
<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>1298.61</b>	<b>1306.39</b>	<b>1351.15</b>	<b>1404.52</b>	EBIT 增长率	118.5%	-11.1%	4.2%	4.8%
					EBITDA 增长率	73.9%	8.9%	3.4%	4.0%
					税后利润增长率	222.5%	-2.0%	3.4%	3.9%
<b>资产负债表 (百万港元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>盈利能力</b>				
货币资金	1837.35	7494.33	11607.94	15699.28	毛利率	42.4%	44.4%	45.7%	47.3%
应收账款	93.88	436.47	453.93	476.62	净利率	212.9%	199.1%	198.0%	196.0%
预付款项、按金及其他应收款项	828.24	632.37	657.66	690.55	ROE	8.4%	7.8%	7.4%	7.2%
存货	3.48	4.04	4.10	4.18	ROA	8.1%	7.5%	7.3%	7.0%
其他流动资产	3988.00	2429.82	2527.02	2653.37	ROIC	7.9%	8.3%	9.0%	8.8%
<b>流动资产总计</b>	<b>6750.94</b>	<b>10997.04</b>	<b>15250.65</b>	<b>19524.00</b>	<b>估值倍数</b>				
固定资产	1396.68	1177.87	959.06	740.24	P/E	7.16	7.12	6.88	6.62
无形资产	75.86	63.22	50.58	37.93	P/S	15.25	14.55	13.99	13.33
其他非流动资产	16.10	13.96	11.82	9.68	P/B	0.60	0.55	0.51	0.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>9276.28</b>	<b>10055.26</b>	<b>10864.06</b>	<b>11707.19</b>	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>16027.22</b>	<b>17312.30</b>	<b>18634.71</b>	<b>20011.20</b>	EV/EBIT	-0.73	-2.70	-2.97	-3.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-0.73	-2.20	-2.44	-2.63
应付账款	45.42	67.97	68.99	70.37	EV/NOPLAT	-0.86	-2.46	-2.72	-2.91
其他流动负债	183.25	173.67	179.37	186.81					
<b>流动负债合计</b>	<b>228.67</b>	<b>241.64</b>	<b>248.35</b>	<b>257.18</b>					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	281.82	281.82	281.82	281.82					
<b>非流动负债合计</b>	<b>281.82</b>	<b>281.82</b>	<b>281.82</b>	<b>281.82</b>					
<b>负债合计</b>	<b>510.49</b>	<b>523.46</b>	<b>530.18</b>	<b>539.00</b>					
股本	248.62	248.62	248.62	248.62					
储备	15266.17	15266.17	15266.17	15266.17					
留存收益	0.00	1306.39	2657.54	4062.06					
归属于母公司股东权益	15514.79	16821.18	18172.33	19576.85					
归属于非控制股东权益	1.94	-32.34	-67.80	-104.66					
<b>权益合计</b>	<b>15516.73</b>	<b>16788.84</b>	<b>18104.53</b>	<b>19472.20</b>					
<b>负债和权益合计</b>	<b>16027.22</b>	<b>17312.30</b>	<b>18634.71</b>	<b>20011.20</b>					

数据来源：同花顺 iFinD，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn



---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---