中石化冠德（00934.HK）

买入（首次评级）

港股公司深度研究

证券研究报告

石化仓储码头龙头 海内外业务齐发展

公司简介

公司是中国最大的石化仓储码头公司，且为中国石化唯一的红筹子公司。公司专注于石化仓储物流业务，涵盖石油接卸、储存和输送，以及 LNG 船舶运输。公司在国内的 7 家码头总接卸能力约为 3 亿吨/年，2023 年总吞吐量为 2.2 亿吨，占全国原油进口量的四成。2023 年公司营业收入为 6.1 亿港元，同比下降 1%；净利润为 13.0 亿港元，同比增长 199%，主要系上年计提损失及拨备导致的低基数。公司毛利率稳定，2017 年以来均为 40%以上。公司投资收益高，2023 年来自 6 家码头公司、境外仓储公司及 LNG 运输公司的投资收益为 9.8 亿港元。2023 年公司派息 25 港仙/股，同比增长 25%，派息率达 48%。

投资逻辑：

石化仓储物流：境内开拓新业务，境外优化资产布局。公司在国内外拥有多家石化仓储和码头公司，包括 7 家国内全资或合资仓储码头公司和 2 家海外仓储公司。境内方面，公司收入主要来源于子公司华德石化，投资收益来自于其他 6 家码头公司。其中华德石化正在开拓针对第三方的石脑油接卸业务，预计将为客户提供 240-480 万吨/年石脑油接卸服务，业务量可提升 20%-40%，有望边际增加收入 0.32-0.63 亿港元。境外方面，Vesta 公司 2023 年出售亏损的爱沙尼亚 VTT 项目，预计投资收益将有所增长。

LNG 运输业务：新增运力确定，投资收益增长可期。公司积极拓展 LNG 运输业务，目前拥有 8 艘 LNG 船舶，自 2018 年全部投入营运以来，8 艘船舶的年均投资收益为 0.93 亿港元。2023 年，公司宣布进一步注资中国能源运输投资，拟用于新增 3 艘 LNG 船舶，并将长期租赁给中国石化，上述 3 艘 LNG 船舶单艘容量为 175,000 立方米，预计 2027 年开始交付。待运力全部投放后，公司 LNG 船舶总容量将增长 38%，投资收益增长可期。

盈利预测、估值和评级

考虑新增石脑油接卸业务及投资收益改善，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.6 亿港元、14.2 亿港元和 14.7 亿港元。综合市净率法及 DDM 估值法，给予目标价 5.36 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

宏观经济风险、安全生产风险、项目建设进度不及预期风险、汇率波动风险、利率风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

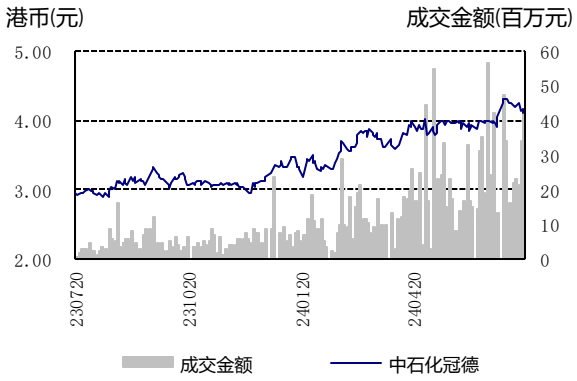
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（港币）：4.100 元

目标价（港币）：5.36 元



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	616	610	616	654	692
营业收入增长率	-3.21%	-1.01%	1.02%	6.12%	5.78%
归母净利润(百万元)	435	1,299	1,357	1,417	1,472
归母净利润增长率	-58.60%	198.61%	4.46%	4.47%	3.88%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.52	0.55	0.57	0.59
每股经营性现金流净额	0.06	0.25	0.18	0.17	0.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.93%	8.37%	8.37%	8.37%	8.32%
P/E	16.86	6.43	7.79	7.46	7.18
P/B	0.49	0.54	0.65	0.62	0.60

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、聚焦石化仓储物流，派息稳定增长 4
1.1 中国石化唯一红筹子公司，专注石化仓储物流 4
1.2 海内外布局石化仓储物流，积极开拓 LNG 运输业务 5
1.3 投资收益贡献大，现金充足派息率较高 6
二、石化仓储物流：境内开拓新业务，境外优化资产布局 8
2.1 境内仓储码头：开拓石脑油接卸业务，收入将边际增长 8
2.2 境外仓储物流：剥离亏损业务，新工程有望提升投资收益 11
三、LNG 运输业务：新增运力确定，投资收益增长可期 12
3.1 天然气进口需求稳定 12
3.2 拟新增 3 艘运力，投资收益增长可期 13
四、盈利预测与估值 14
4.1 盈利预测 14
4.2 投资建议与估值 15
五、风险提示 16

图表目录

图表 1：公司以石化仓储物流为主业，近年来拓展 LNG 运输业务 4
图表 2：实控人中国石化持有公司 60.33%股份 4
图表 3：公司子公司华德石化并表，其他参股公司贡献投资收益 5
图表 4：公司收入来自原油码头及储存服务 5
图表 5：2023 年公司投资收益为 9.8 亿港元，主要来自境内码头公司 6
图表 6：近三年公司营业收入趋于稳定 6
图表 7：2023 年公司净利润同比增长近 2 倍 6
图表 8：公司毛利率稳定 7
图表 9：公司净利率高于毛利率 7
图表 10：公司账上现金充沛 7
图表 11：2023 年公司派息率达到 48% 7
图表 12：2023 年公司股息率为 7.4% 7
图表 13：原油进口创历史新高 8
图表 14：预计中国海运原油进口量持续增长 8
图表 15：公司拥有 7 家境内码头公司，码头规模总量居全国首位 8
图表 16：公司码头覆盖东部及南部海岸线，区位优势明显 9

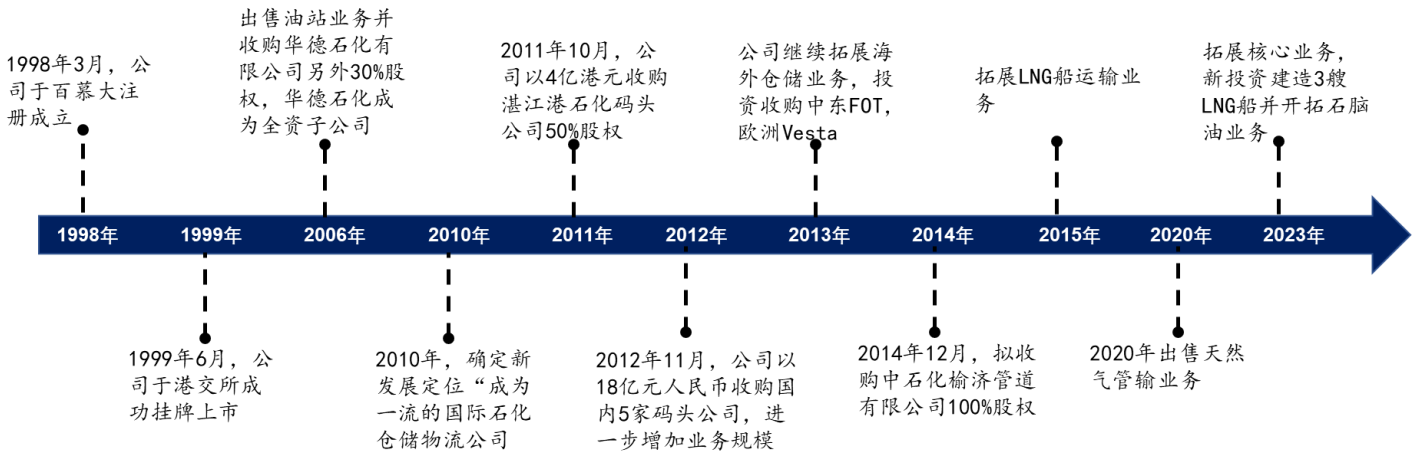
图表 17： 华德石化油轮接卸量稳定 9
图表 18： 华德石化原油接卸及输送量相对稳定 9
图表 19： 按单吨 12 元计算，开拓石脑油接卸有望增加收入 0.32-0.63 亿港元 10
图表 20： 2017 年以来 6 家码头公司吞吐量维持在 2 亿吨以上 10
图表 21： 6 家码头公司投资收益稳定在约 8 亿港元 10
图表 22： 公司在欧洲、中东布局仓储物流业务 11
图表 23： 公司海外仓储容量合计 247.75 万立方米 11
图表 24： 2023 年境外仓储公司库区出租率均为 100% 12
图表 25： 2020 年起富查伊拉公司投资收益大幅增长，Vesta 公司投资收益波动明显 12
图表 26： 2023 年全年中国天然气进口 1.2 亿吨，同比增长 9.90% 13
图表 27： 预计中国海运 LNG 进口量持续增长 13
图表 28： 目前公司在营 LNG 船舶共计 8 艘 13
图表 29： LNG 业务航次相对稳定 13
图表 30： LNG 运输投资收益稳步贡献 14
图表 31： 新增运力投产后总容量将增长 38% 14
图表 32： 收入成本预测 14
图表 33： 投资收益预测（亿港元） 15
图表 34： 费用率预测 15
图表 35： 可比公司估值比较（市净率法） 15
图表 36： DDM 估值法参数设置及目标价 16
图表 37： DDM 估值法敏感性分析 16

一、聚焦石化仓储物流，派息稳定增长

1.1 中国石化唯一红筹子公司，专注石化仓储物流

公司专注于石化仓储物流。中石化冠德控股有限公司（以下简称“冠德控股”）于 1998 年成立，于 1999 年在香港联交所挂牌上市（股票代号：00934）。公司是一家仓储和物流公司，主要业务包括石油及石化产品的接卸、储存和输送及液化天然气的船舶运输。2010 年，公司确立新的发展定位，即成为“一流的国际石化仓储物流公司”。

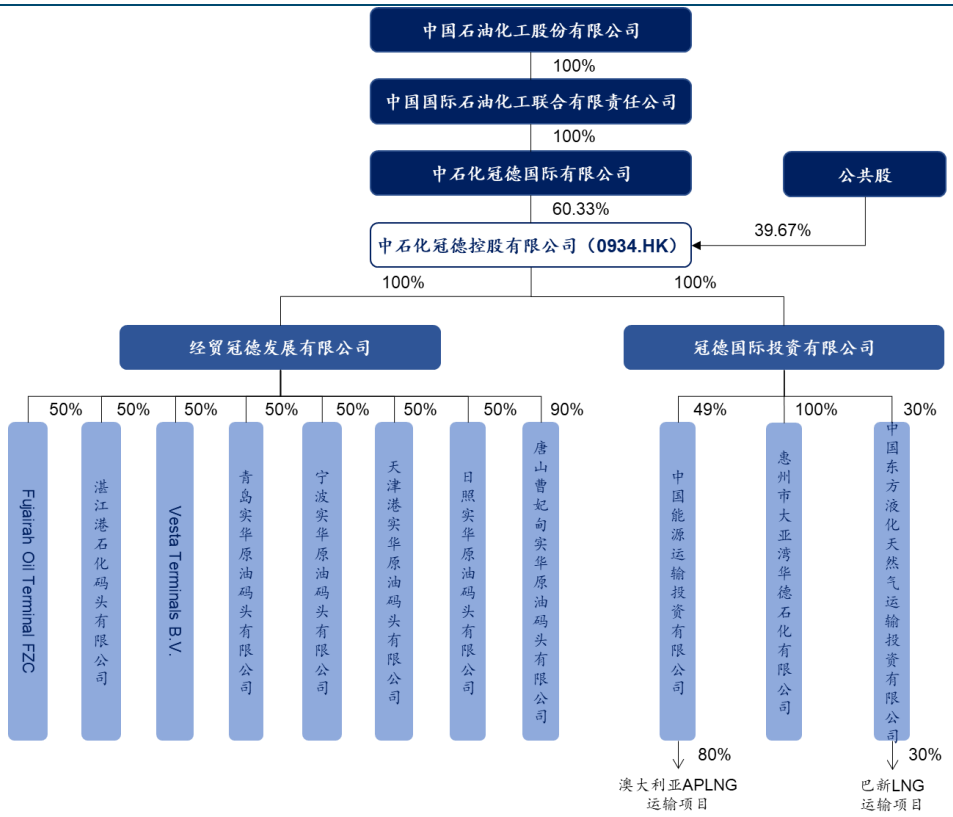
图表1：公司以石化仓储物流为主业，近年来拓展 LNG 运输业务



来源：公司官网，国金证券研究所

公司是中国石化唯一红筹子公司。公司控股股东为冠德国际，持股比例为 60.33%。公司实际控制人为中国石化，公司是中国石化旗下唯一一家在香港上市的红筹股子公司。

图表2：实控人中国石化持有公司 60.33%股份



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 海内外布局石化仓储物流，积极开拓 LNG 运输业务

旗下多家公司经营码头、石化仓储及 LNG 业务。目前公司拥有国内全资或合资仓储码头公司共 7 家，海外仓储公司 2 家，并拥有 2 个 LNG 运输合资公司。其中，子公司华德石化为附属公司，贡献主要收入，其余参股公司为联营或合营公司，贡献投资收益。

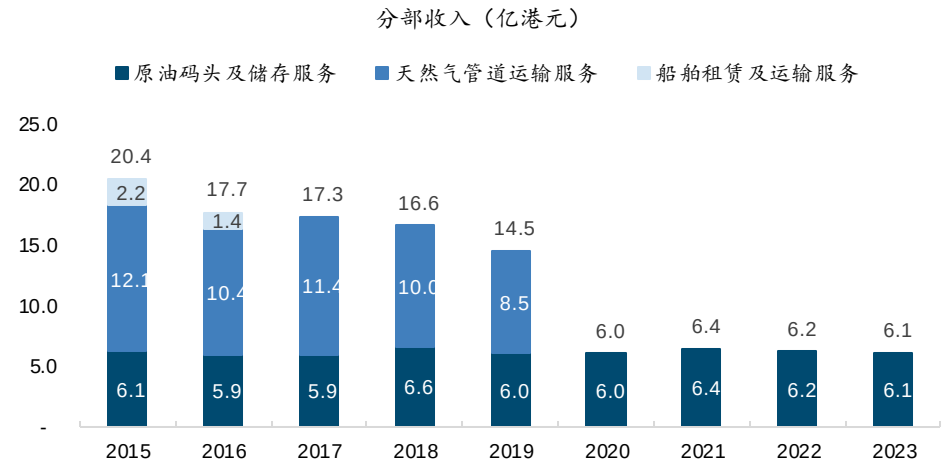
图表3：公司子公司华德石化并表，其他参股公司贡献投资收益

序号	公司名	类型	持股比例	主要业务
1	惠州华德石化	附属	100%	码头接卸、石化仓储、原油管道运输
2	唐山曹妃甸实华	合营	90%	码头接卸
3	天津港实华	合营	50%	码头接卸
4	青岛实华	合营	50%	码头接卸、石化仓储
5	日照实华	合营	50%	码头接卸
6	宁波实华	合营	50%	码头接卸
7	湛江港石化	联营	50%	码头接卸、石化仓储
8	Vesta	合营	50%	石化仓储
9	富查伊拉油品仓储	合营	50%	石化仓储
10	中国东方液化天然气	联营	30%	LNG 海运
11	中国能源运输投资	合营	49%	LNG 海运

来源：公司公告，国金证券研究所

逐步聚焦主业，收入来自原油码头及储存业务。2020-2023 年公司收入以原油码头及储存服务为主，稳定在 6 亿港元以上，主要来自于子公司华德石化。其中，2016 年公司考虑国际油轮市场波动较大，为规避经营风险，决定在期租油轮合约到期后暂停期租船业务；2020 年公司为持续优化资产配置，出售天然气管输业务（即榆济管道公司）。

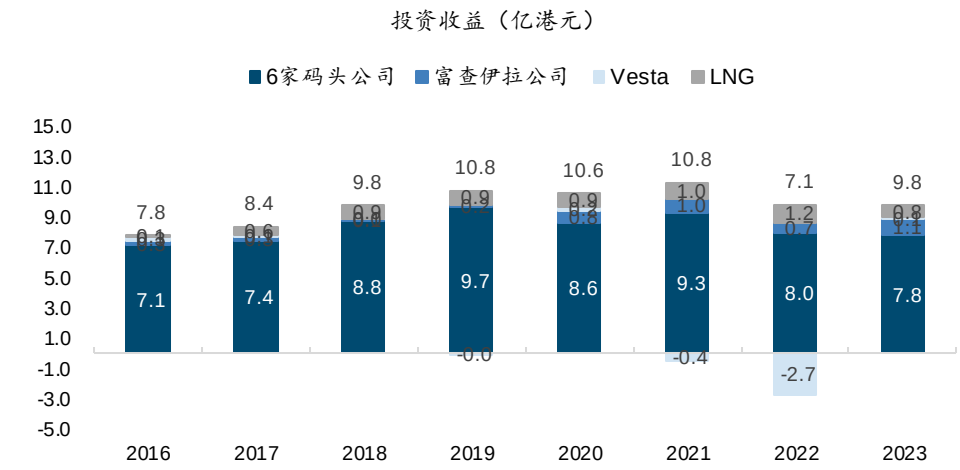
图表4：公司收入来自原油码头及储存服务



来源：公司公告，国金证券研究所

公司投资收益主要来自境内码头公司。公司投资收益主要来自联营、合营公司，其中 6 家境内码头公司贡献主要部分。2023 年公司投资收益为 9.8 亿港元，其中来自 6 家码头公司的为 7.8 亿港元，来自境外仓储公司（富查伊拉、Vesta）的为 1.2 亿港元，来自 LNG 运输公司的为 0.8 亿港元。

图表5：2023年公司投资收益为9.8亿港元，主要来自境内码头公司



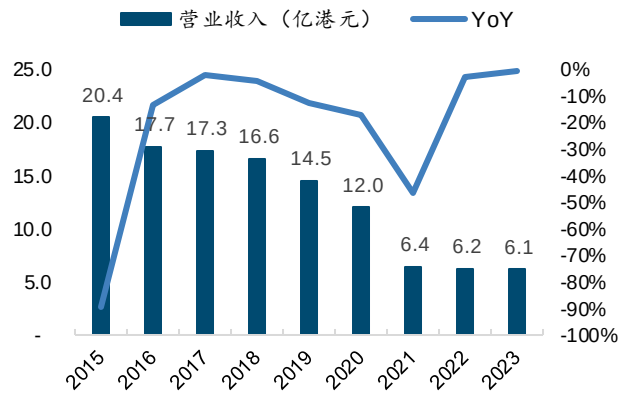
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 投资收益贡献大，现金充足派息率较高

营业收入较为稳定，净利润重回增长轨道。2023年公司营业收入为6.1亿港元，同比下降1.01%，过去三年均为6亿港元以上。其中，2021年公司营业收入为6.4亿港元，同比下降47%，主要系剥离天然气管输业务。

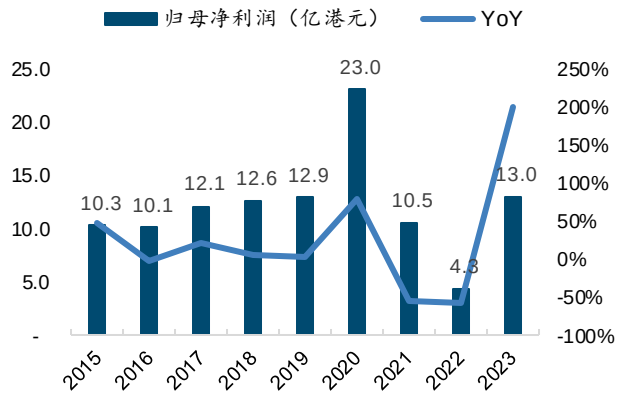
2023年公司净利润为12.99亿港元，同比增长198.61%，主要系投资收益大幅增加，以及存款利率上升带来财务收入增长。其中，2020年公司净利润为23.01亿港元，同比增长79.18%，主要系出售榆济管道公司产生收益；2022年公司净利润为4.3亿港元，出现大幅回落，主要系下属企业Vesta计提损失2.61亿港元及巴淡项目计提拨备6.3亿港元。

图表6：近三年公司营业收入趋于稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

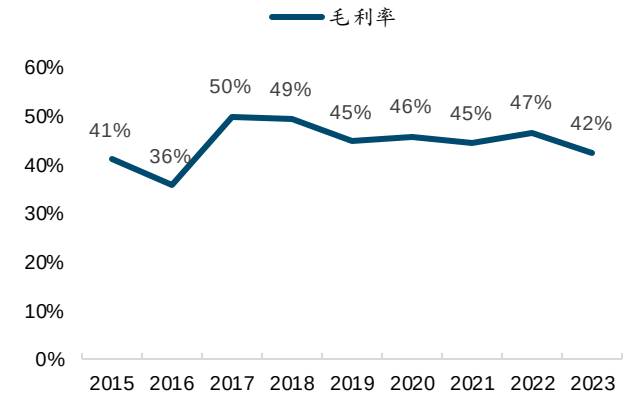
图表7：2023年公司净利润同比增长近2倍



来源：公司公告，国金证券研究所

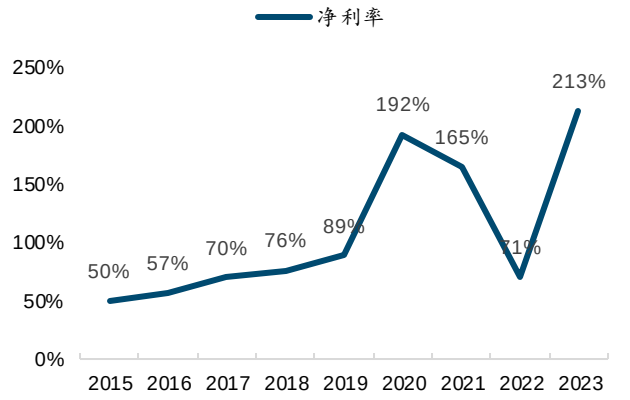
毛利率稳定，投资收益贡献大。自出售榆济管道公司后，公司毛利率较为稳定，2017-2023年均为40%以上。公司投资收益较高，2023年公司净利率为213%。

图表8：公司毛利率稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

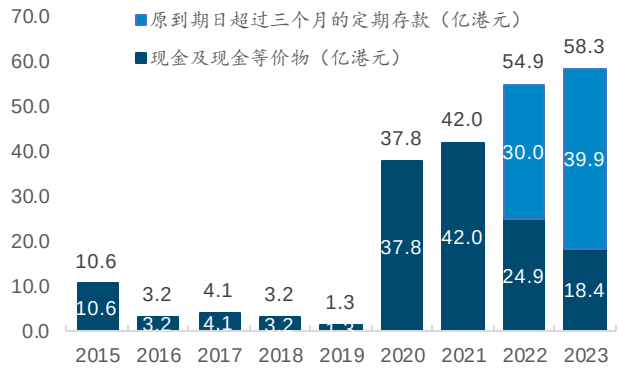
图表9：公司净利率高于毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

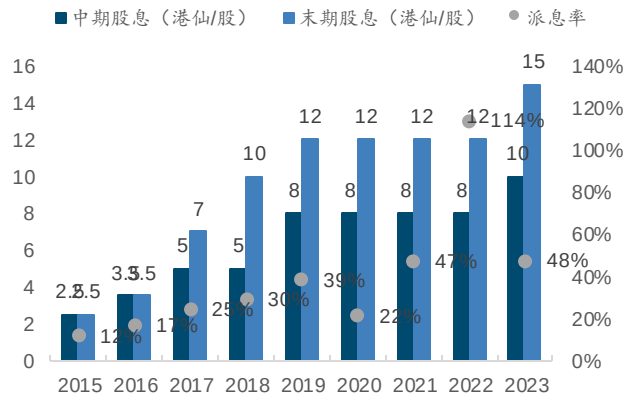
公司现金充足，派息率高。2020 年公司现金大幅增长，达到 37.81 亿港元，同比增长达 1591.88%，主要系公司出售榆济管道公司 100%股权及相关资产获得变现资金。2023 年公司现金及现金等价物、超过三个月的定期存款合计为 58.3 亿港元。充沛的现金有助于公司进行项目建设或并购扩张。公司重视投资者回报，2023 年派息 25 港仙/股，同比增长 25%，派息率达到 48%，股息率达 7.4%。

图表10：公司账上现金充沛



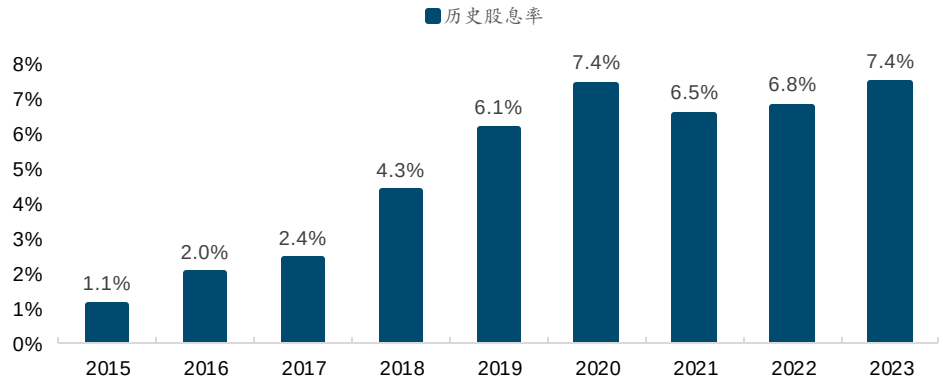
来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：2023 年公司派息率达到 48%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表12：2023 年公司股息率为 7.4%



来源：wind，国金证券研究所　备注：股息率采用股息/年末收盘价计算。

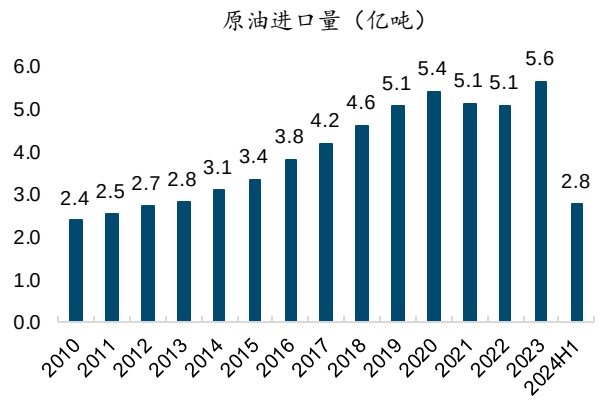
二、石化仓储物流：境内开拓新业务，境外优化资产布局

2.1 境内仓储码头：开拓石脑油接卸业务，收入将边际增长

2023 年原油进口量创历史新高。中国是原油净进口大国，原油长期依赖进口。2015 年原油非国营贸易进口向国内地炼市场敞开大门，民营地方炼厂原油进口量大增，带动原油进口量逐年大幅提升。2023 年中国全年原油累计进口 5.6 亿吨，同比增长 11.00%，创历史新高。其中，2023 年我国海运原油进口量为 5.1 亿吨，亦创历史新高。

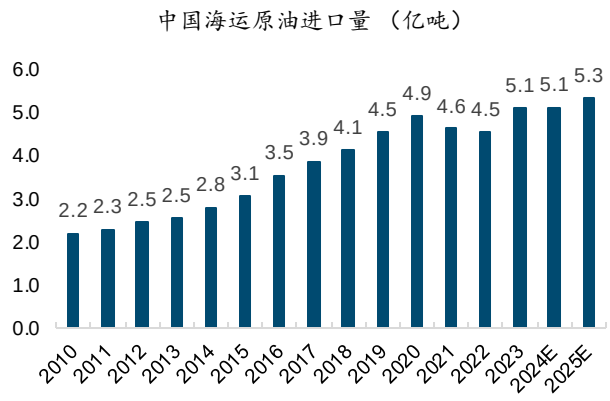
原油支柱性能源地位短期内不会动摇。石化工业仍属于能源和原材料工业的重要组成部分，预计原油进口量保持增长。2024 年 1-6 月，我国原油累计进口量为 2.8 亿吨，同比下降 2.4%。根据克拉克森预测，2025 年中国原油海运进口需求为 5.3 亿吨，较 2023 年增长 4.4%。预计持续的原油进口将带动相关产业链（原油接卸、仓储等）的稳步发展。

图表13：原油进口创历史新高



来源：wind，国金证券研究所

图表14：预计中国海运原油进口量持续增长



来源：克拉克森，国金证券研究所

公司是中国最大的石化仓储码头公司。公司旗下 7 家境内仓储码头共拥有各类油品泊位 38 座，其中 30 万吨级及以上原油泊位 13 座，占据全国 VLCC 原油泊位的一半以上，其中宁波实华拥有的 45 万吨级原油码头是亚洲最大的原油码头。7 家码头总接卸能力约 3 亿吨/年，码头规模总量居全国首位。此外，公司拥有境内各类油品仓储总量 338 万立方米。

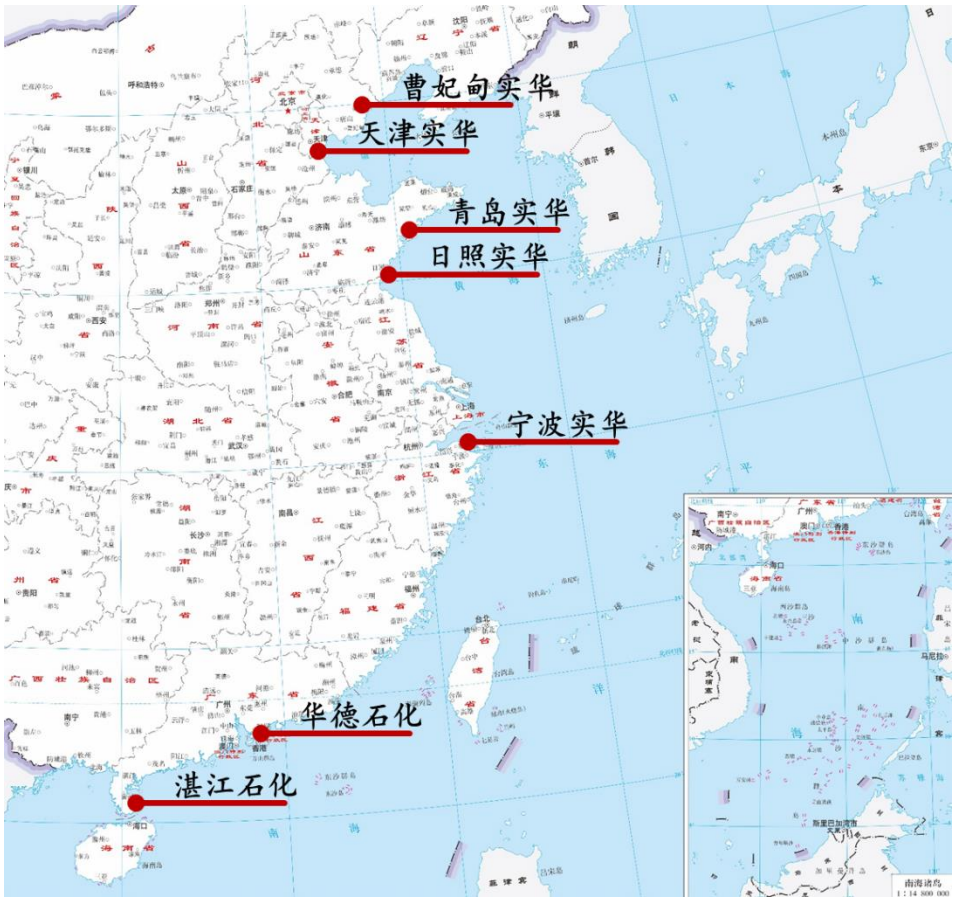
图表15：公司拥有 7 家境内码头公司，码头规模总量居全国首位

序号	码头公司	类型	持股比例	泊位（罐）	30 万吨及以上泊位（罐）	设计吞吐能力	仓储容量（万立方米）	主要服务客户
1	唐山曹妃甸实华	合营	90%	1	1	2000 万吨/年		燕山石化、天津石化、石家庄炼化等
2	天津港实华	合营	50%	1	1	2000 万吨/年		燕山石化、天津石化、石家庄炼化等
3	青岛实华	合营	50%	13	3	8400 万吨/年	103.2	齐鲁石化、济南炼化、青岛炼化等
4	日照实华	合营	50%	3	3	5600 万吨/年		石油销售公司、扬子石化、洛阳石化等
5	宁波实华	合营	50%	3	2	3500 万吨/年		金陵石化、扬子石化、金山炼厂等
6	惠州华德石化	附属	100%	4	1	3190 万吨/年	134	广州石化
7	湛江港石化	联营	50%	13	2	4400 万吨/年	100.8	茂名石化、北海炼化、中科（东兴）、中燃油等
	合计			**38**	**13**	**29090 万吨/年**	**338**	

来源：公司公告，国金证券研究所

公司旗下码头区位优势明显，吞吐量占据全国四成。公司 7 家境内石化仓储码头公司均匀分布于中国沿海，占据了中国经济最活跃的长三角、珠三角和环渤海经济圈三大区域的入海口位置，并连通中石化集团的绝大部份沿海、沿江炼油企业的原油管输网络，同时也为地方炼厂企业提供了有效的原油及液体化工产品的接卸及中转服务。2023 年，7 家公司的总吞吐量为 2.2 亿吨，约占全国原油进口量的四成。

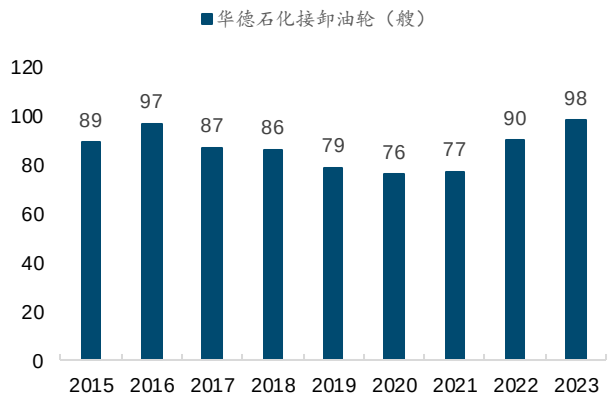
图表16：公司码头覆盖东部及南部海岸线，区位优势明显



来源：公司官网，政府官网，国金证券研究所

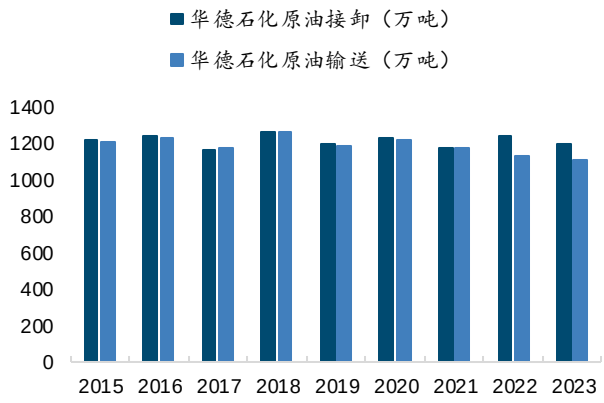
子公司华德石化经营稳健。公司附属公司华德石化拥有码头资源、仓储资源以及 174 千米的原油管线。2023 年，华德石化共接卸原油油轮 98 艘，完成原油接卸约 1,195 万吨，同比减少约 3.40%；输送原油约 1,103 万吨，同比减少约 2.48%。

图表17：华德石化油轮接卸量稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表18：华德石化原油接卸及输送量相对稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

华德石化拟开拓石脑油接卸业务，收入有望边际增长。华德石化正在推进马鞭洲码头配套设施升级改造建设项目，用以接卸石脑油，为未来提高收入规模奠定基础。马鞭洲码头配套石脑油接卸升级改造项目是华德公司实现与埃克森美孚长期合作，为其提供石脑油原料接卸的码头改造项目。

该项目的配套码头升级改造项目已正式开工，预计 2024 年内第四季度建成。预计 2025 年起，将为客户提供 240-480 万吨/年石脑油接卸服务，业务量可提升 20%-40%。石脑油接卸的服务价格高于原油业务，假设接卸单价为 12 元/吨，有望边际增加收入 0.32-0.63 亿港元。

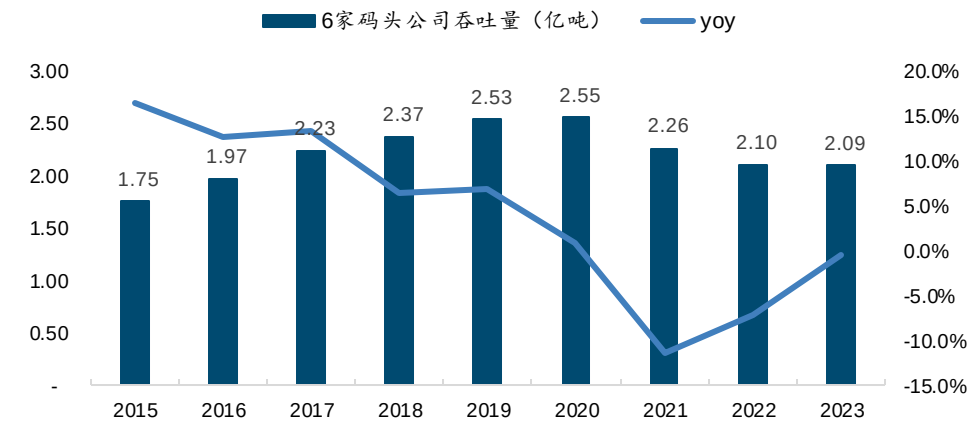
图表19：按单吨 12 元计算，开拓石脑油接卸有望增加收入 0.32-0.63 亿港元

		接卸量（万吨/年）				
	收入增量（亿港元）	240	300	360	420	480
接卸单价（元/吨）	10	0.26	0.33	0.39	0.46	0.53
	11	0.29	0.36	0.43	0.51	0.58
	12	**0.32**	**0.39**	**0.47**	**0.55**	**0.63**
	13	0.34	0.43	0.51	0.60	0.68
	14	0.37	0.46	0.55	0.64	0.74

来源：公司公告，国金证券研究所

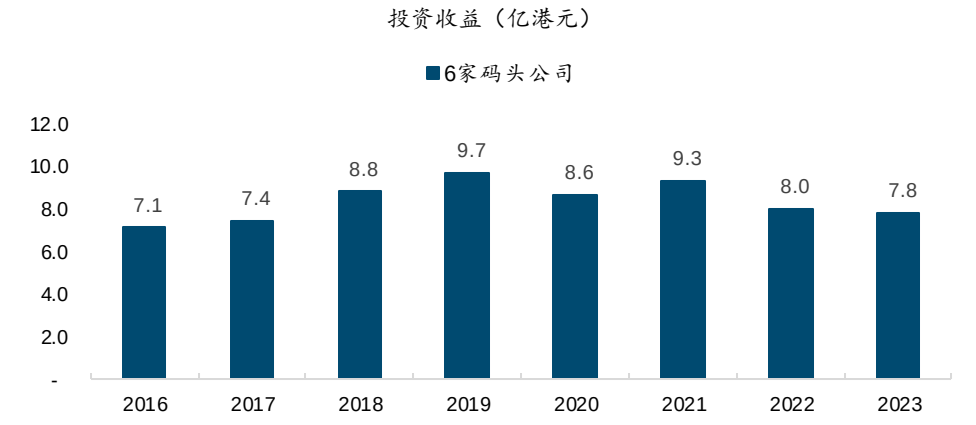
公司 6 家码头公司投资收益较稳定。公司在国内的六家码头公司(湛江港石化、青岛实华、宁波实华、日照实华、天津港实华、曹妃甸实华）吞吐量合计约为 2.09 亿吨，同比减少约 0.48%。相应地，公司 6 家码头的投资收益较为稳定，均在 8 亿港元左右。

图表20：2017 年以来 6 家码头公司吞吐量维持在 2 亿吨以上



来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：6 家码头公司投资收益稳定在约 8 亿港元



来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 境外仓储物流：剥离亏损业务，新工程有望提升投资收益

境外仓储能力已具规模。公司通过新建、收购、兼并等方式积极开拓境外仓储项目，目前在欧洲（比利时安特卫普、荷兰法拉盛）和中东阿联酋富查伊拉港拥有相应的仓储设施，总罐容达 248 万立方米。

图表22：公司在欧洲、中东布局仓储物流业务

来源：公司公告，国金证券研究所

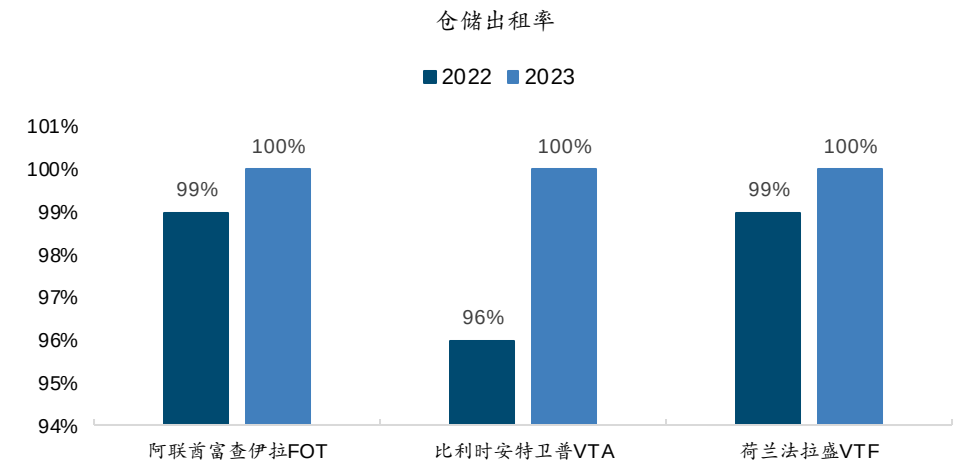
图表23：公司海外仓储容量合计 247.75 万立方米

序号	仓储公司	类型	持股比例	库区	泊位（罐）	仓储容量（万立方米）
1	Vesta	合营	50%	欧洲荷兰 Vesta 法拉盛库区（VTF）	27	38.85
				欧洲比利时 Vesta 安特卫普库区（VTA）	45	93.4
2	富查伊拉	合营	50%	中东阿联酋富查伊拉库区（FOT）	34	115.5
	合计				**106**	**247.75**

来源：公司公告，国金证券研究所

境外仓储公司经营持续提升。2023 年全球油品仓储市场出现前低后高结构，经营环境对储罐租赁业务较为有利。公司下属的富查伊拉公司采取灵活策略，在确保储罐出租率 100%的基础上，不断推高出租费率水平及延长合同有效期，平均租金增长 17%；同年公司下属的 Vesta 进一步加大市场开拓力度，储罐出租率及平均租金水平都得到了改善，安特卫普库区的租金同比增长 13%，法拉盛库区的租金同比增长 15%。

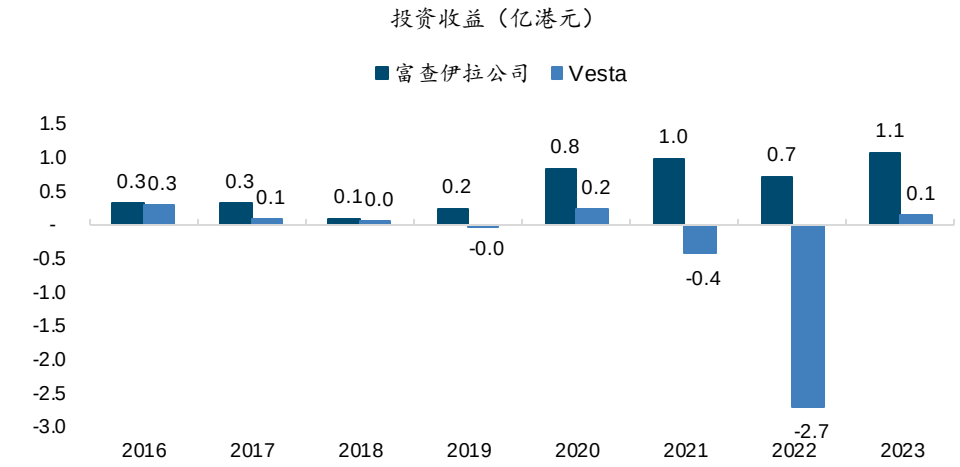
图表24：2023年境外仓储公司库区出租率均为100%



来源：公司公告，国金证券研究所

投资收益将逐步改善。减亏：公司完成对亏损库区的出售。受到地缘政治影响，Vesta在爱沙尼亚的公司VTT经营环境持续恶化，且经过一系列创效降本措施，经营情况未得到有效改善，2023年底，Vesta签署了买卖协议出售了VTT全部股份。增收：富查伊拉公司正在建造库区与港口VLCC码头连接管网工程，计划于2024年投用，有助于提升未来收入和利润规模。

图表25：2020年起富查伊拉公司投资收益大幅增长，Vesta公司投资收益波动明显



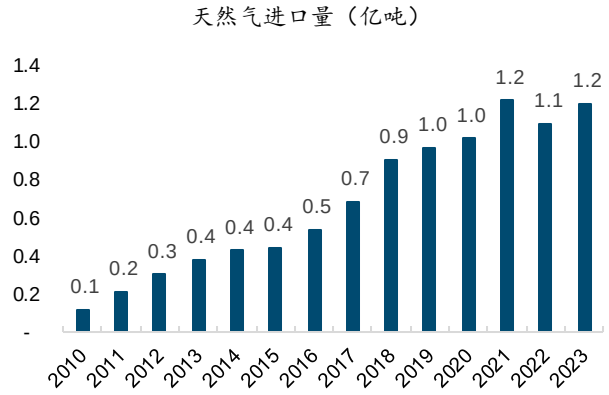
来源：公司公告，国金证券研究所

三、LNG运输业务：新增运力确定，投资收益增长可期

3.1 天然气进口需求稳定

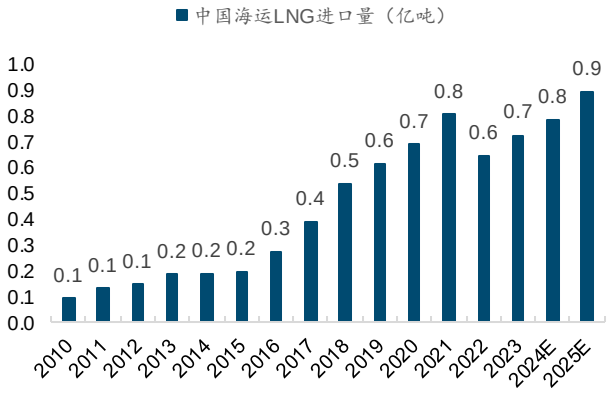
天然气进口需求稳定。2023年全年中国天然气进口1.2亿吨，同比增长9.90%，这是仅次于2021年的第二高记录。其中，通过海运的进口量为0.7亿吨，同比增长12%。预计2025年海运LNG进口量将达到0.9亿吨，较2023年增长23%。

图表26：2023年全年中国天然气进口1.2亿吨，同比增长9.90%



来源：wind，国金证券研究所

图表27：预计中国海运LNG进口量持续增长



来源：克拉克森，国金证券研究所

3.2 拟新增3艘运力，投资收益增长可期

公司积极拓展LNG运输业务。公司与上海中远海运液化天然气投资有限公司(前称中海集团液化天然气投资有限公司)成立了2家合资公司：中国东方液化天然气运输投资有限公司和中国能源运输投资有限公司，以合资公司为平台，推进巴新LNG运输项目和澳大利亚APLNG运输项目。目前公司在营LNG船舶共计8艘。

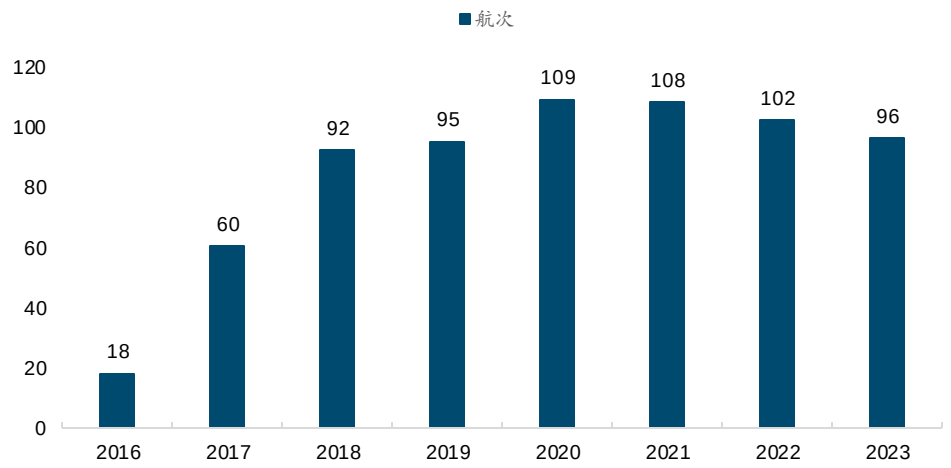
图表28：目前公司在营LNG船舶共计8艘

	LNG运输公司	类型	持股比例	项目	项目占比	LNG船舶数量（艘）	每艘容量（立方米）
1	中国东方液化天然气	联营	30%	巴布亚新几内亚液化天然气项目	30%	2	172000
2	中国能源运输投资	合营	49%	澳大利亚太平洋液化天然气项目	80%	6	174000

来源：公司公告，国金证券研究所

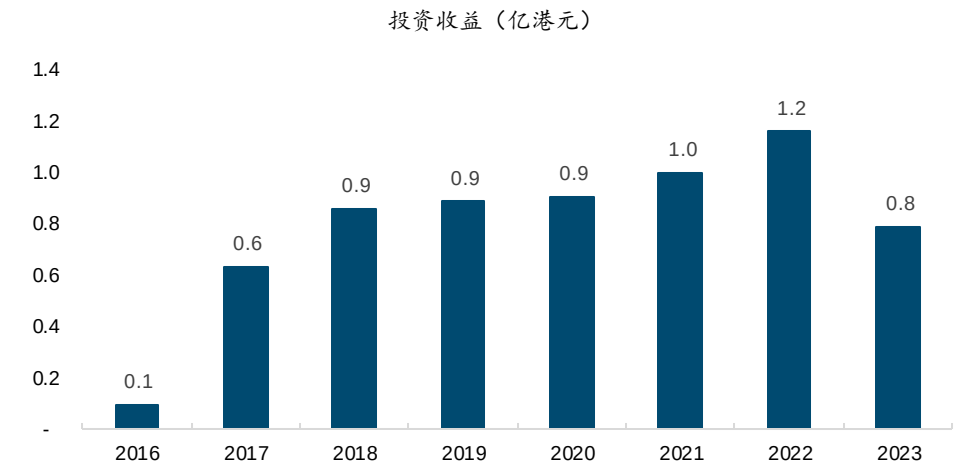
公司LNG业务经营稳健。自2018年，公司全部8艘LNG开始运营，2018-2023年年均航次为100次，年均投资收益为0.93亿港元。

图表29：LNG业务航次相对稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

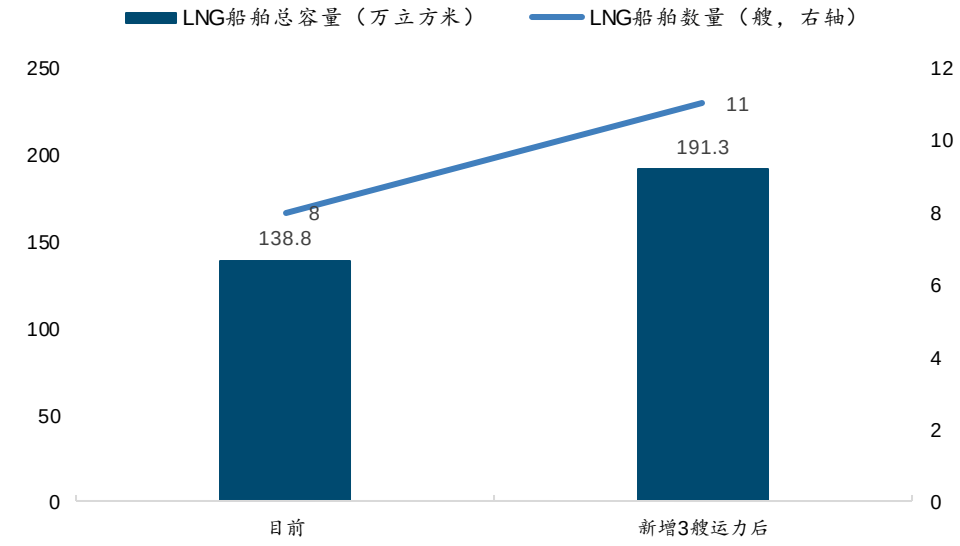
图表30：LNG 运输投资收益稳步贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

LNG 运力增长确定。2023 年，公司宣布进一步注资中国能源运输投资，拟用于设计、建造、采购及营运 3 艘 LNG 船舶，承担中石化美国维吉 LNG 项目运输任务（20 年）。上述 3 艘 LNG 船舶单艘容量为 175,000 立方米，预计 2027 年开始交付。项目总投资约 7.6 亿美元，公司按股比需注资 9531 万美元，已注资 6953 万美元。待运力全部投放后，公司 LNG 船舶总容量将增长 38%。

图表31：新增运力投产后总容量将增长 38%



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

预计 2024-2026 年，公司收入分别为 6.2 亿港元、6.5 亿港元、6.9 亿港元，同比增长 1%、6.1%、5.8%，2025 年起增量主要来自于新增石脑油接卸业务。考虑成本端较为稳定，预计 2024-2026 年，公司毛利率分别为 42.4%、45.1%、47.6%。

图表32：收入成本预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿港元）	6.37	6.16	6.10	6.16	6.54	6.92

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
YoY	6.0%	-3.3%	-1.0%	1.0%	6.1%	5.8%
营业成本（亿港元）	3.5	3.3	3.5	3.55	3.59	3.62
YoY	6.7%	-7.1%	7.1%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	44.5%	46.7%	42.4%	42.4%	45.1%	47.6%

来源：wind，国金证券研究所

预计 2024-2026 年公司投资收益分别为 10.3 亿港元、10.6 亿港元、10.8 亿港元。其中，6 家码头公司的年均投资收益增速为 1%；考虑 2023 年因船舶故障导致的低基数，预计 2024 年 LNG 业务投资收益增长，2025-2026 年维持稳定；考虑海外仓储市场景气，预计 2024-2026 年富查伊拉公司投资收益分别为 1.16 亿港元、1.21 亿港元、1.28 亿港元，Vesta 投资收益分别为 0.19 亿港元、0.20 亿港元、0.21 亿港元。

图表33：投资收益预测（亿港元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
6 家码头公司	9.30	7.98	7.81	7.97	8.13	8.30
LNG 业务	1.00	1.16	0.79	1.02	1.02	1.02
富查伊拉公司	0.97	0.70	1.05	1.16	1.21	1.28
Vesta	-0.44	-2.72	0.12	0.19	0.20	0.21
合计	10.83	7.12	9.78	10.34	10.57	10.80

来源：wind，国金证券研究所

预计 2024-2026 年公司销售费用率维持稳定，均为 2.9%；预计 2024-2026 年公司管理费用率随收入增长而逐步降低，分别为 22%、21.5%、21%。

图表34：费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用率	21.3%	23.9%	22.0%	22.0%	21.5%	21.0%

来源：wind，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

首次覆盖给予“买入”评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.6 亿港元、14.2 亿港元和 14.7 亿港元。综合市净率法及 DDM 估值法，给予目标价 5.36 港元。

市净率法：公司属于重资产行业，适用于市净率法估值。预计 2024-2026 年 BPS 分别为 6.5 港元、6.8 港元、7.1 港元。2024 年可比公司平均 PB 为 0.8 倍，给予公司 2024 年 0.8x 倍 PB，对应目标价 5.22 港元。

图表35：可比公司估值比较（市净率法）

股票代码	股票名称	股价（港元）	BPS（港元）				PB			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
6198.HK	青岛港	5.71	6.83	7.20	7.71	8.24	0.8	0.8	0.7	0.7
0386.HK	中国石油化工股份	4.73	7.40	7.39	7.64	7.91	0.6	0.6	0.6	0.6
2386.HK	中石化炼化工程	4.94	7.68	7.81	8.11	8.31	0.6	0.6	0.6	0.6
1033.HK	中石化油服	0.50	0.47	0.52	0.58	0.67	1.1	1.0	0.9	0.8
平均数							**0.8**	**0.8**	**0.7**	**0.7**
0934.HK	中石化冠德	4.10	6.24	6.52	6.81	7.12	0.7	0.6	0.6	0.6

来源：Bloomberg，国金证券研究所　注：股价日期为 2024 年 7 月 20 日。

DDM 估值法：公司现金充足，稳定支付股利，采用 DDM 估值法。假设派息率维持 48%，预测期年数为 10 年，折现率为 6.8%，永续增长率为 1.5%，给予公司目标价 5.51 港元。

图表36：DDM 估值法参数设置及目标价

估值假设	参数设置	结果	
预测期年数	10	股利预测期现值（百万港元）	5,458.02
永续增长率 g	1.5%	股利永续价值现值（百万港元）	8,247.77
贝塔值（β）	0.528	股权价值（百万港元）	**13,705.79**
无风险利率 Rf（%）	3.3%	总股本（百万）	2,486.16
市场的预期收益率 Rm（%）	10.0%	**每股价值（港元）**	**5.51**
有效税率 T（%）	7.3%		
债务资本成本 Kd	不适用		
债务资本比重 Wd	0%		
股权资本成本 Ke	6.8%		
加权平均资本成本 WACC	**6.8%**		

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
现金红利总额（百万港元）	**651**	**680**	**707**	**717**	**728**	**739**	**750**	**761**	**773**	**784**
折现因子	1.00	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59	0.55
现金红利现值（百万港元）	651	637	619	588	559	531	505	479	456	433

来源：wind，国金证券研究所

图表37：DDM 估值法敏感性分析

		折现率				
		5.8%	**6.3%**	**6.8%**	**7.3%**	**7.8%**
	0.5%	5.86	5.37	4.96	4.61	4.31
	1.0%	6.25	5.68	5.21	4.82	4.48
永续增长率	**1.5%**	6.73	6.06	5.51	5.06	4.68
	2.0%	7.33	6.52	5.87	5.35	4.92
	2.5%	8.12	7.10	6.32	5.70	5.19

来源：wind，国金证券研究所

五、风险提示

宏观经济风险。若宏观经济增速不及预期，影响油气进口量，将影响公司相关收入与利润。

安全生产风险。公司服务于油气行业，石油和天然气行业面临严格的环保要求和安全风险，若在油气接卸、运输、仓储过程中产生安全事故或违规行为，将影响相关业务的正常经营。

项目建设进度不及预期风险。若 3 艘 LNG 船舶的投产节奏不及预期，将影响后续年度的收入利润。

汇率波动风险。公司财务报表以港币作为单位，公司境内及海外均有业务布局，若汇率发生较大变化，将影响公司业绩。

利率风险。若利率下降，公司利息收入将受到影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**637**	**616**	**610**	**616**	**654**	**692**
增长率	5.9%	-3.2%	-1.0%	1.0%	6.1%	5.8%
主营业务成本	353	328	352	355	359	362
%销售收入	55.5%	53.3%	57.6%	57.6%	54.9%	52.4%
毛利	283	288	258	261	295	329
%销售收入	44.5%	46.7%	42.4%	42.4%	45.1%	47.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	18	17	18	18	19	20
%销售收入	2.9%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	135	147	134	136	141	145
%销售收入	21.3%	23.9%	22.0%	22.0%	21.5%	21.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	1,077	475	1,109	1,160	1,211	1,263
%销售收入	169.2%	77.1%	181.8%	188.3%	185.2%	182.6%
财务费用	-80	-135	-292	-303	-318	-326
%销售收入	-12.6%	-21.8%	-47.8%	-49.2%	-48.6%	-47.1%
投资收益	927	712	978	1,034	1,057	1,080
%税前利润	80.1%	116.8%	69.8%	70.7%	69.1%	68.0%
营业利润	143	130	113	108	136	164
营业利润率	22.5%	21.1%	18.5%	17.5%	20.7%	23.7%
营业外收支						
税前利润	1,157	610	1,401	1,463	1,529	1,588
利润率	181.8%	99.0%	229.7%	237.5%	233.8%	229.6%
所得税	107	207	102	107	112	116
所得税率	9.3%	34.0%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
净利润	1,050	403	1,298	1,357	1,417	1,472
少数股东损益	-1	-32	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,050**	**435**	**1,299**	**1,357**	**1,417**	**1,472**
净利率	165.0%	70.6%	212.9%	220.2%	216.8%	212.9%

现金流量表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,050	435	1,299	1,357	1,417	1,472
少数股东损益	-1	-32	0	0	0	0
非现金支出	-1,076	-428	-1,293	-1,053	-1,075	-1,099
非经营收益						
营运资金变动	23	11	468	-7	-45	-45
经营活动现金净流	**161**	**154**	**618**	**438**	**426**	**446**
资本开支	-42	-5	-80	-35	-10	-10
投资	95	-2,906	-1,331	-90	-90	-90
其他	1,484	1,570	706	1,053	1,075	1,099
投资活动现金净流	**1,538**	**-1,342**	**-705**	**928**	**975**	**999**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-787	-8	-10	0	0	0
其他	-497	-497	-547	-651	-680	-707
筹资活动现金净流	**-1,284**	**-505**	**-557**	**-651**	**-680**	**-707**
现金净流量	**416**	**-1,707**	**-653**	**706**	**712**	**729**

资产负债表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,198	2,490	1,837	2,543	3,255	3,984
应收款项	1,622	591	922	932	989	1,046
存货	4	4	3	4	4	4
其他流动资产	0	3,000	3,988	3,988	3,988	3,988
流动资产	5,823	6,085	6,751	7,466	8,235	9,021
%总资产	36.7%	39.6%	42.1%	44.6%	47.2%	49.5%
长期投资	6,863	6,730	6,817	6,907	6,997	7,087
固定资产	1,508	1,453	1,397	1,290	1,171	1,063
%总资产	9.5%	9.5%	8.7%	7.7%	6.7%	5.8%
无形资产	591	34	45	45	45	45
非流动资产	10,023	9,275	9,276	9,260	9,230	9,213
%总资产	63.3%	60.4%	57.9%	55.4%	52.8%	50.5%
资产总计	**15,847**	**15,360**	**16,027**	**16,726**	**17,465**	**18,234**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	117	37	45	46	46	47
其他流动负债	122	197	183	185	196	208
流动负债	239	234	229	231	243	255
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	208	260	282	282	282	282
负债	447	494	510	513	525	536
普通股股东权益	15,365	14,864	15,515	16,211	16,939	17,695
其中：股本	249	249	249	249	249	249
未分配利润	14,820	15,070	15,801	16,497	17,225	17,982
少数股东权益	34	2	2	2	2	2
负债股东权益合计	**15,847**	**15,360**	**16,027**	**16,726**	**17,465**	**18,234**

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.42	0.17	0.52	0.55	0.57	0.59
每股净资产	6.18	5.98	6.24	6.52	6.81	7.12
每股经营现金净流	0.06	0.06	0.25	0.18	0.17	0.18
每股股利	0.20	0.20	0.25	0.26	0.27	0.28
回报率						
净资产收益率	6.84%	2.93%	8.37%	8.37%	8.37%	8.32%
总资产收益率	6.63%	2.83%	8.10%	8.11%	8.11%	8.07%
投入资本收益率	6.34%	2.11%	6.63%	6.63%	6.63%	6.61%
增长率						
主营业务收入增长率	5.87%	-3.21%	-1.01%	1.02%	6.12%	5.78%
EBIT 增长率	-18.51%	-55.87%	133.38%	4.62%	4.37%	4.27%
净利润增长率	-54.37%	-58.60%	198.61%	4.46%	4.47%	3.88%
总资产增长率	-1.05%	-3.07%	4.34%	4.36%	4.42%	4.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	364.7	347.3	185.9	55.1	53.8	53.9
存货周转天数	4.3	4.5	3.9	3.5	3.5	3.5
应付账款周转天数	107.8	84.5	42.3	46.3	46.3	46.3
固定资产周转天数	870.5	865.3	841.2	785.0	677.5	581.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.91%	-15.00%	-10.02%	-13.95%	-17.55%	-20.92%
EBIT 利息保障倍数	938.8	557.7	1,025.0	—	—	—
资产负债率	2.82%	3.21%	3.19%	3.07%	3.00%	2.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究