

项目改造顺利推进，分红稳定展现发展信心

投资要点

- **事件：**中石化冠德公布 2024 年年报。2024 年实现营收 6.67 亿港元，同比增加 9.38%，实现归母净利润 11.77 亿港元，同比下降 9.33%。
- **重点项目改造顺利推进，华德石化未来有增长空间。**2023 年底华德石化启动升级改造马鞭洲码头配套设施项目，项目于 2024 年四季度顺利建成并开始试运行，公司预计未来业务量可以提升 20%以上，同时华德石化利用现有码头富裕能力为第三方客户提供接卸服务，全年业务量增长，2024 年华德石化吞吐量同比增长 16.49%，2024 年公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 9.38%。
- **国内油品市场需求下降，受此影响合资码头业务量下降。**青岛实华受山东地炼开工率下降以及鲁宁线停输影响吞吐量下降，湛江港石化码头受非中石化客户降低加工负荷以及博茂线投产分流部分货源影响业务量下滑，六家合资联营码头吞吐量 2024 年同比下降 9.09%。
- **海外项目提质增效，竞争力有所提升。**FOT 以及 VESTA 提质增效项目顺利推进；维吉 LNG 项目三艘船预计 2027 年-2028 年陆续交付，海外项目收益增长显著，2024 年 FOT 项目投资收益同比增长 19.05%，为 1.25 亿港元；VESTA 项目投资收益同比增长 137.17%为 2865 万港元；LNG 船运业务同比增长 51.28%为 1.2 亿港元。
- **归母净利有所下滑，分红金额稳定展现持续发展信心。**综合各项业务来看，公司 2024 年实现归母净利 11.77 亿港元，同比下降 9.33%。公司作为中国石化旗下唯一一家在香港上市的红筹控股子公司，综合考虑现金流状况和未来发展的需要后，2024 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，2024 年末期每股现金股息为 15 港仙，公司分红稳定且有长期来看有一定增长，公司稳定的分红政策，为本公司股东持续创造价值。
- **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。华德石化改造完成，业务量有增长空间，同时随着国内经济持续修复，合资码头业务量有望回升，此外公司继续布局 LNG 运输业务同时进一步提高海外仓储竞争能力，我们认为公司夯实国内原油码头服务商龙头地位，享受高收益，同时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。

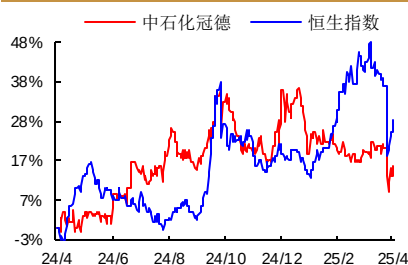
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	667.09	705.45	769.89	813.39
增长率	9.38%	5.75%	9.13%	5.65%
归属母公司净利润(百万港元)	1177.40	1220.68	1284.17	1357.78
增长率	-9.33%	3.68%	5.20%	5.73%
每股收益 EPS (港元)	0.47	0.49	0.52	0.55
净资产收益率	7.40%	7.39%	7.48%	7.59%
PE	9.14	8.82	8.38	7.93

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@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)	3.78-4.9
总股本(亿)	2.98
流通股数(亿)	24.86
市值(亿港元)	107.65

相关研究

1. 中石化冠德 (0934.HK)：原油码头服务绝对龙头，业绩大幅改善 (2024-03-28)

盈利预测

华德石化：公司马鞭洲码头配套设施升级改造建设项目完成，为未来提高收入规模奠定基础。我们假设华德石化 2025-2027 年原油接卸及输送总量分别同比增长 5%/8%/5%。码头服务属于重资产业务，固定成本占比较大且相对稳定，预计未来毛利率会随着收入的增长而有所改善，2025-2027 年分别为 48.9%、51.3%、53.0%。

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：2024 年受炼厂开工率下降等因素影响，国内 6 家码头公司合计码头吞吐量下降 9.09%。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 2025-2027 年增速分别为 2%/2%/2%。

海外仓储：公司海外业务主要在中东和欧洲。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。此外欧洲 Vesta 中，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 2025-2027 年海外仓储出租费率综合增速分别为 10%/10%/10%。

LNG 运输：随着维吉 LNG 项目三艘船项目推进，LNG 船贡献收益会有所提升，假设公司 2025-2027 年 LNG 运输贡献投资收益增速分别为 6%/6%/10%。

表 1：收入、成本和投资收益预测（百万港元）

		2024A	2025E	2026E	2027E
华德石化	营业收入	667.00	705.35	769.78	813.28
	YOY	9.34%	5.75%	9.13%	5.65%
	营业成本	343	360.15	374.56	382.05
	毛利率	48.58%	48.94%	51.34%	53.02%
合资及联营公司	国内六家码头	581	593.47	605.34	617.44
投资收益	海外仓储	154	169.02	185.93	204.52
	LNG 运输	120	126.71	134.32	147.75

数据来源：Wind，西南证券

基于上述假设和测算：预计 2025-2027 年公司实现营收 7.1 亿港元、7.7 亿港元、8.1 亿港元，同比+5.8%、+9.1%、+5.7%；实现归母净利润分别为 12.2 亿港元、12.8 亿港元、13.6 亿港元，EPS 分别为 0.49 港元、0.52 港元、0.55 港元，对应的 PE 为 9 倍、8 倍、8 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。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	587.57	564.36	615.91	650.71	营业额	667.09	705.45	769.89	813.39
应收账款	67.14	71.00	77.49	81.87	销售成本	343.37	360.20	374.61	382.10
预付款项、按金及其他应收款项	112.57	106.46	116.19	122.75	销售费用	18.63	19.91	21.73	22.95
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	132.07	139.66	152.42	161.03
存货	2.89	3.70	3.85	3.93	财务费用	-257.95	-256.28	-255.98	-268.12
其他流动资产	6355.56	6578.31	6767.33	6970.73	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	7125.73	7323.84	7580.77	7829.99	投资收益	855.03	889.20	925.58	969.71
长期股权投资	7787.67	8676.88	9602.46	10572.17	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1307.29	1184.40	1061.52	938.63	营业利润	1286.01	1331.17	1402.70	1485.14
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	0.98	0.00	1.00	2.00
无形资产	63.39	52.83	42.26	31.70	税前利润	1286.99	1331.17	1403.70	1487.14
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	109.59	110.49	119.53	129.36
其他非流动资产	14.86	12.89	10.91	8.94	税后利润	1177.40	1220.68	1284.17	1357.78
非流动资产合计	9173.21	9926.99	10717.15	11551.43	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	16298.95	17250.83	18297.92	19381.42	归属于母公司股东利润	1177.40	1220.68	1284.17	1357.78
短期借款	0.00	290.75	665.45	1018.47	EBITDA	1179.31	1210.31	1283.14	1354.44
应付账款	12.27	33.41	34.75	35.44	NOPLAT	918.47	1028.47	1091.43	1155.19
其他流动负债	155.52	197.39	212.89	223.06	EPS(港元)	0.47	0.49	0.52	0.55
流动负债合计	167.80	521.55	913.09	1276.97					
长期借款	0.00	0.00	0.62	0.62	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	211.95	211.95	211.95	211.95	成长能力				
非流动负债合计	211.95	211.95	212.56	212.56	营收额增长率	9.4%	5.7%	9.1%	5.6%
负债合计	379.74	733.50	1125.66	1489.54	EBIT 增长率	-11.6%	4.5%	6.8%	6.2%
股本	248.62	248.62	248.62	248.62	EBITDA 增长率	-9.9%	2.6%	6.0%	5.6%
归属于母公司股东权益	15917.26	16515.39	17170.32	17889.94	税后利润增长率	-9.3%	3.7%	5.2%	5.7%
归属于非控制股东权益	1.95	1.95	1.95	1.95	盈利能力				
权益合计	15919.21	16517.34	17172.26	17891.89	毛利率	48.5%	48.9%	51.3%	53.0%
负债和权益合计	16298.95	17250.83	18297.92	19381.42	净利率	176.5%	173.0%	166.8%	166.9%
					ROE	7.4%	7.4%	7.5%	7.6%
					ROA	7.2%	7.1%	7.0%	7.0%
现金流量表 (百万港元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
税后经营利润	394.28	331.47	357.84	386.57	估值倍数				
折旧与摊销	150.27	135.42	135.42	135.42	P/E	9.14	8.82	8.38	7.93
财务费用	-257.95	-256.28	-255.98	-268.12	P/S	16.14	15.26	13.98	13.23
其他经营资金	-197.81	-158.31	-188.54	-203.56	P/B	0.68	0.65	0.63	0.60
经营性现金净流量	88.79	52.31	48.75	50.31	股息率	0.00	0.06	0.06	0.06
投资性现金净流量	-701.15	0.00	0.75	1.50	EV/EBIT	1.00	1.27	1.52	1.72
筹资性现金净流量	-629.58	-75.52	2.06	-17.01	EV/EBITDA	0.87	1.13	1.36	1.55
现金流量净额	-1241.95	-23.21	51.55	34.80	EV/NOPLAT	1.12	1.33	1.60	1.82

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn