
中石化冠德 (934 HK) -----

榆济线资产注入增厚公司盈利

杨义琼
0755-21516065
yangyq@gyzq.com.hk

核心观点

□ **受益中石化国企改革：**中石化的改革方向一直都是把旗下各专业子版块做大并各自独立上市，而国际一流的能源仓储物流专业化平台是中石化对冠德的长期战略定位，在这种定位下，中石化旗下的众多码头、仓储、管线资产都存在整合预期。中石化冠德的使命就是为了完成中石化集团内的战略定位改革，虽然进展有些慢，但值得等待。

□ **榆济线管网资产注入增厚公司盈利：**虽然此次注入的干线资产盈利低于市场预期，但收购代价合理，对公司整体盈利影响正面。且干线增压后输气量提升对2016年盈利贡献显著。

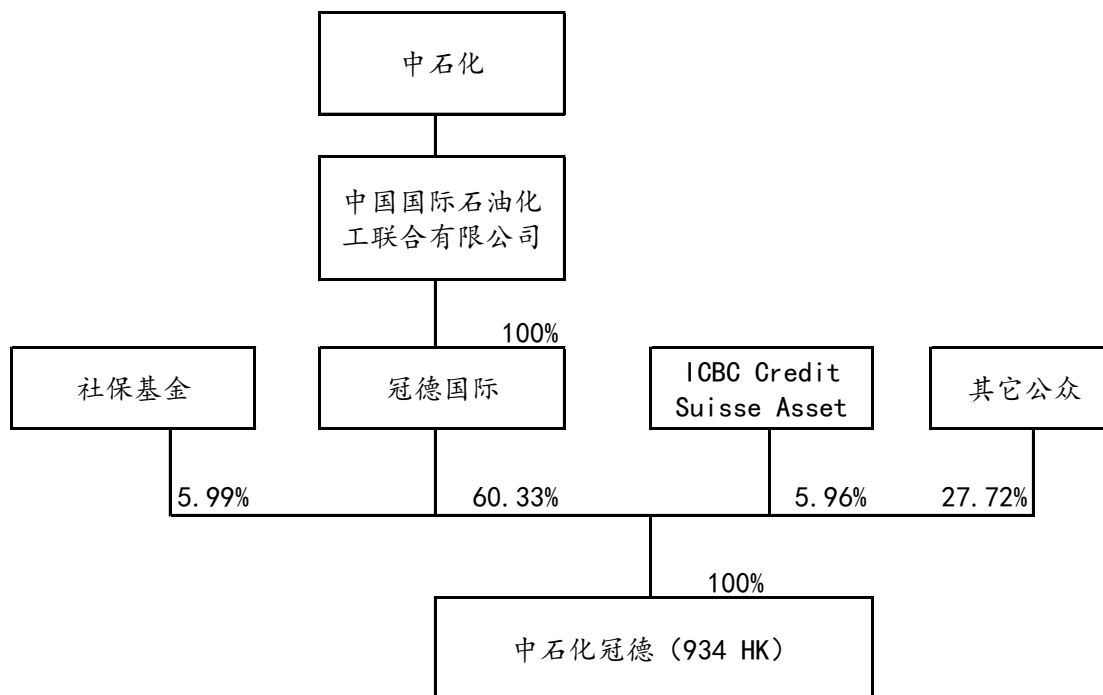
□ **公司财务健康，估值合理，安全边际高：**公司一直处于零贷款，资产负债表非常健康。榆济线注入后2016年PE11.4倍，PB1.17倍，估值优势显现，且现价已跌破2013年社保资金配售价格，安全边际较高。

一、公司介绍

中石化于香港唯一红筹股公司：

中石化冠德控股有限公司于 1998年3月成立，1999年6月25日在联交所上市。目前公司的总股本为24.86亿股，其中冠德国际持股比例为60.33%。冠德国际是由中石化的全资子公司中国国际石油化工联合有限公司（联合石化）全资持有，因此中石化冠德是目前中石化旗下在香港上市的唯一的红筹公司，也是中石化资本多元化的重要代表。

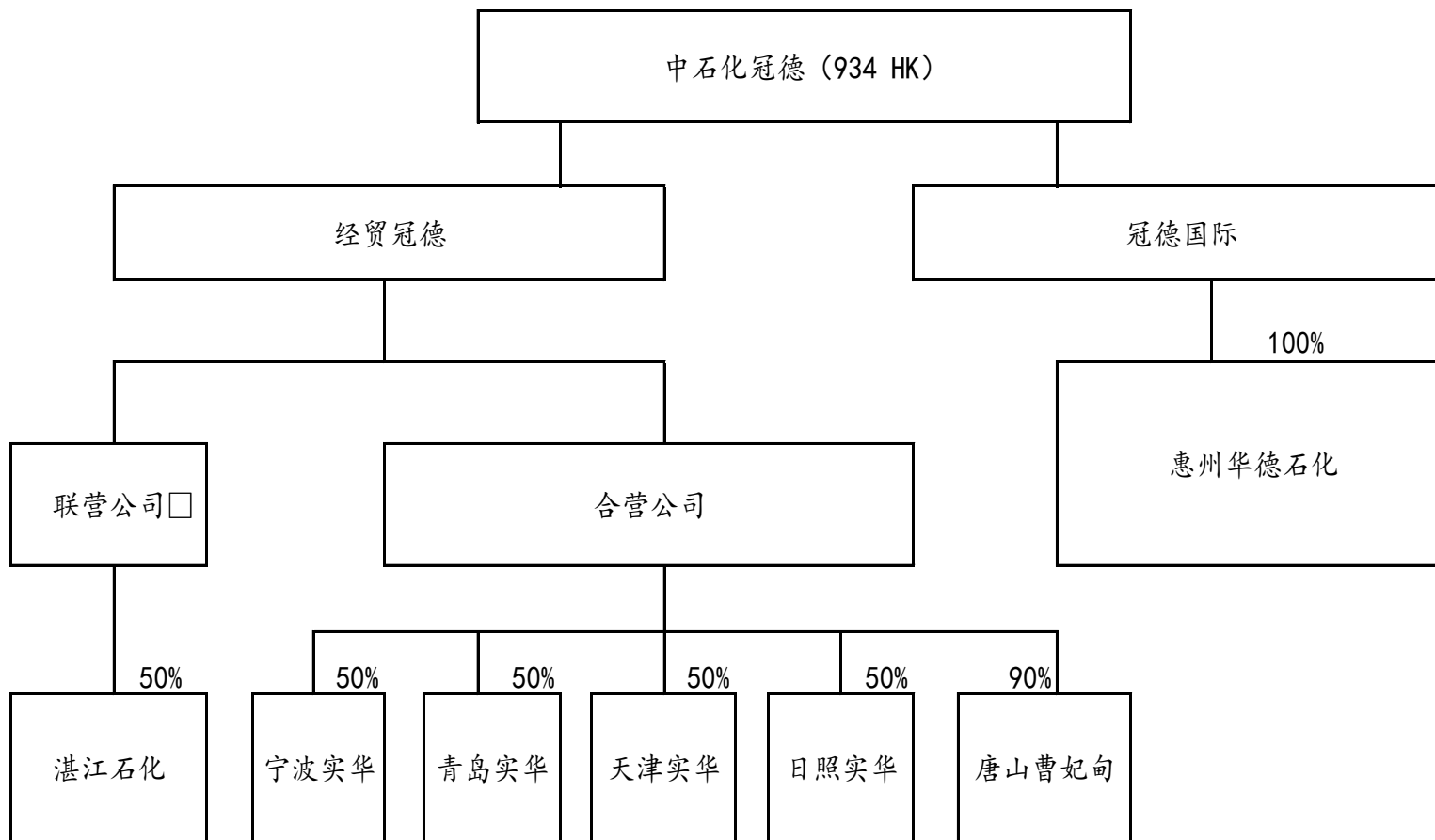
图1：公司股权结构图



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

二、公司业务

图2：公司业务结构图



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

三、收入和利润构成

图3：收入构成

■ 原油贸易 ■ 原油码头服务 ■ 船舶租赁服务

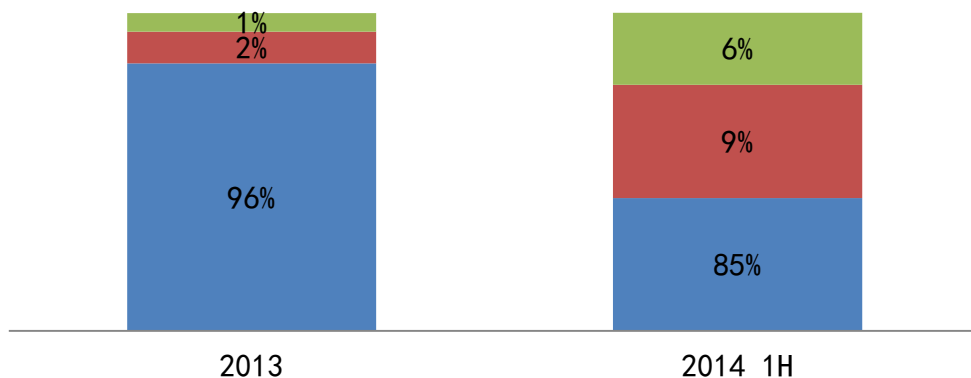
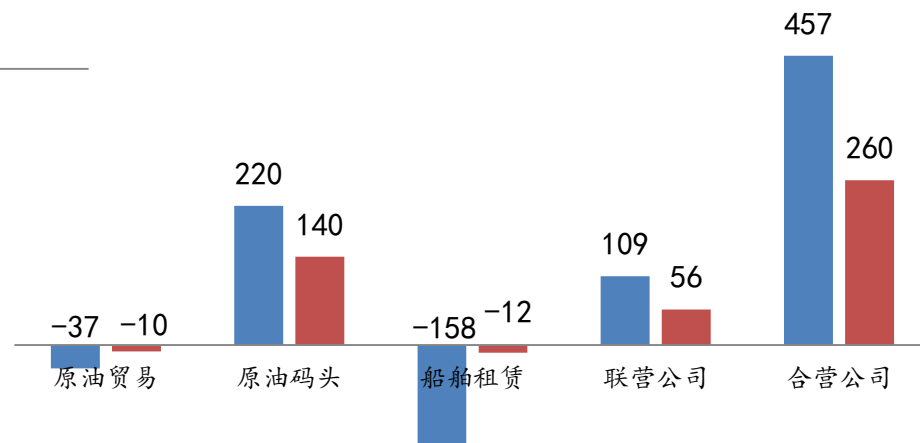


图4：营业利润构成（百万港元）

■ 2013 ■ 2014 1H



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

四、投资亮点

1. 股东背景强大，受益中石化资产重组 ——中石化打造的国际化仓储物流平台

2010年，最终控股股东中石化将中石化冠德未来的发展定位为国际一流的石化仓储与物流公司，同时中石化也进行了内部股权重组，将其持有的冠德国际100%股权全部转移至其全资子公司联合石化中。联合石化作为全球最大的贸易公司之一，主要经营中石化的原油进口、成品油进出口等贸易业务，冠德国际的并入为其提供了配套的仓储物流服务，同时为冠德自身的业务发展奠定了基础。

中石化作为中国最大的石油炼制商与石油产品生产商，其石油炼制能力达到2亿吨/年，位居世界第三，并且是全球第四大石化产品生产商。目前中石化建成了13个千万吨级的炼油基地以及10个高硫油原油加工基地，形成了渤海湾、长三角及泛珠三角等3个炼化企业集群。

四、投资亮点

2. 努力发展成为全球领先的石化仓储物流公司

2.1 全方位收购中石化国内优质码头：

1) 湛江码头：2011年上半年公司以3.32亿元人民币的代价收购湛江港石化码头50%股权，2012年湛江石化正式成为冠德的联营公司。收购PE约4倍。

2) 2011年12月3日，经贸冠德与中石化订立收购协议，以总代价约18亿元人民币收购宁波实华、青岛实华、天津实华、日照实华及唐山曹妃甸实华等五个码头公司的部分权益，收购代价由供股筹资支付。收购PE6-7倍。

经过以上收购之后，公司未来来自于码头业务的盈利显著增加，2013年贡献盈利超过4亿港元，成为公司核心及稳定的利润来源。

按照公司的战略定位与发展策略，在母公司中石化的支持下，未来更多原油码头、仓储设施的收购值得期待。

四、投资亮点

2. 努力发展成为全球领先的石化仓储物流公司

2.2 积极并购海外仓储项目，2015年以后将成为公司盈利新的增长点

2013年公司签订了五个海外项目，包括三个仓储项目（富渣伊拉、巴淡与 VESTA）共532.5万方/年的仓储能力，两个LNG运输项目（新几内亚与澳洲）共10艘船、960万吨/年的运输量。其中仅 VESTA 的160万方的仓储已经投运，其余四个均将于2015年起陆续建成；冠德占95%股权的巴淡项目将作为附属公司并表，其他则为联营公司。

表1：海外收购项目一览

海外项目	股权占比	项目总投资额	自有资金支出	收购代价	仓储容量 (万立方米)	船只	年运输量 (万吨)	月收费 价格	预期投 运时间
富渣伊拉仓储	50%	3.04亿美元	4500万美元		1125			4美元/ 立方米	2015
LNG运输船		大于20亿美元				10	960		2015- 2017
新几内亚 (千吨)	9%					2	200		
澳洲 (千吨)	34.35					8	760		
印尼巴淡仓储	95%	68.18亿港元	15.48-18.58亿港元		260				2015
VESTA仓储	50%			13.02亿港元	160				2013

资料来源：公司资料，国元证券（香港）

四、投资亮点

3. 榆济线资产注入增厚公司盈利

3.1 资产收购情况

榆济线资产：2013年，中石化考虑将其拥有的榆林—济南天然气传输管线即榆济线资产注入本集团。榆济管道项目的管道全长约944.93公里，西起中国陕西省榆林，东至山东齐河，途径陕西、山西、河南和山东四省，年设计输气量为30亿立方米，主要输送中国石化于鄂尔多斯盆地气田生产的天然气至华东地区山东省，是中国「十一五」规划确定的重大能源项目和重点工程，也是中国规划建设的天然气输气管网的重要组成部分。公司2014年12月30日公告收购的为干线资产，总资产规模50亿人民币，负债35亿人民币。支线资产因不能取得土地证，暂时无法注入。

资产收购：收购代价25.77亿人民币（约32亿港元），对应2014年PE9.48倍，PB 1.67倍。

支付方式：2014年上半年公司在手现金约13亿港元，预期公司需募集资金至少20亿港元。目前中石化股权占比仅60.33%，且公司一直处于零负债状况，股份定增或者发债，贷款等融资方式都可以自由选择。公司或更倾向于发行债券

时间表：资产注入方案将于2月10日独立董事会及股东会投票审议通过，之后进入到政府、证监会等部门审批程序，公司管理层表示2015年可完成。

四、投资亮点

3. 榆济线资产注入增厚公司盈利

3.1 资产收购情况

表2：榆济线经营及财务数据

百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016 (增压后)
输气量 (亿立方米)		30	30	40	50
投资成本	1466.81			800.00	
收购代价			2576.88	2976.88	2976.88
榆济线干线净利润	247.56	264.39	271.63	362.17	452.71
净资产		1291.26	1539.37	2339.37	2339.37
收购PE		9.75	9.49	8.22	6.58
收购PB		2.00	1.67	1.27	1.27
榆济线支线净利润 (估计)			200	200	200

资料来源：公司资料，国元证券（香港）

四、投资亮点

3. 榆济线资产注入增厚公司盈利

3.2 资产收购支付代价选择方案

表3: 不同融资方案选择对盈利的影响 (假设资产注入于2015年中完成, 半年并表)

方案	融资需求 (百万港元)	原始股本	股权融资 (百万港元)	债券融资 (百万港元)	定增价 (港元)	新增股本 (亿)	债券 年利率	抵税后财 务成本 (百万港元)
1	2500	24.86	2500		6	4.17		
2	2500	24.86		2500			5%	102.50
3	2500	24.86	1250	1250	6	2.08		51.25
净利润	2015E	2016E	完成融资后 股本 (亿)	2015E	2016E	每股盈利 (港仙)	2015E	2016E
方案			方案			方案		
1	1037	1396	1	29.03	29.03	1	36	48
2	934	1344	2	24.86	24.86	2	38	54
3	985	1344	3	26.94	26.94	3	37	50

资料来源: 公司资料, 国元证券 (香港)

四、投资亮点

3. 榆济线资产注入增厚公司盈利

3.3 资产注入后公司盈利预测

图5：公司净利润(百万港元)

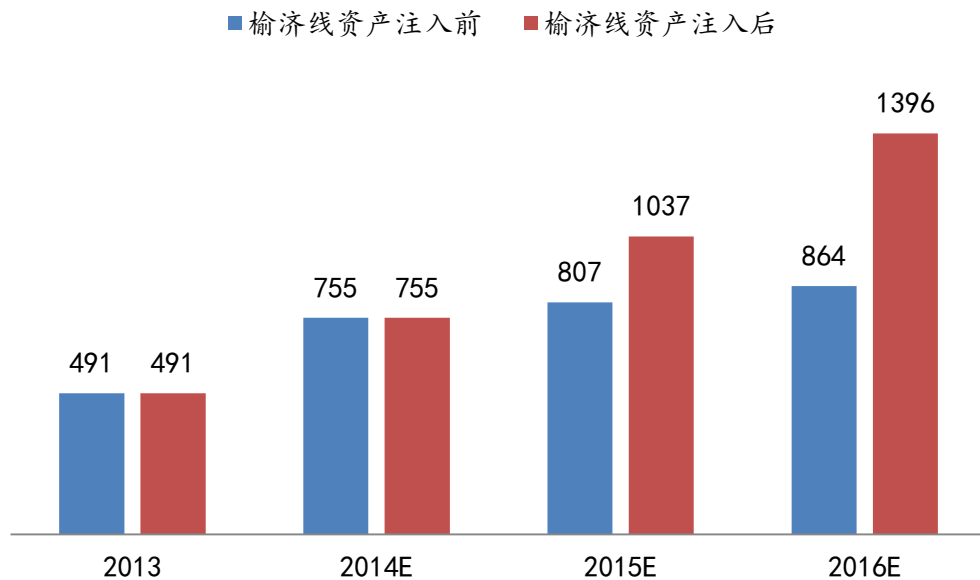
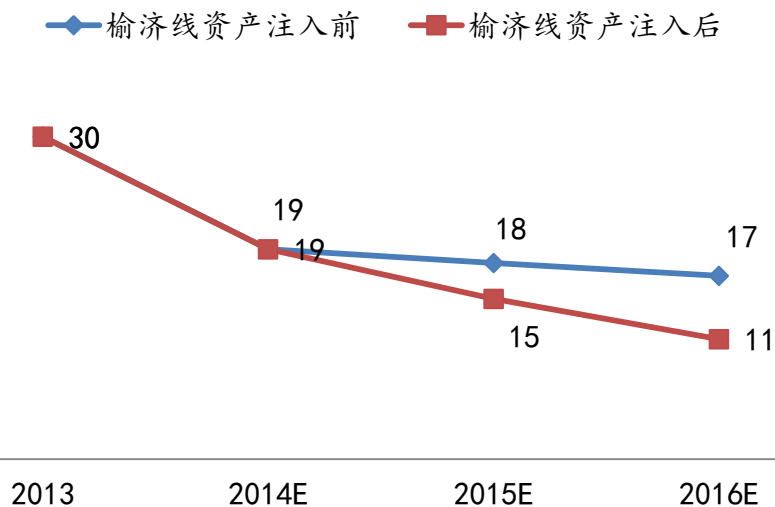


图6：公司市盈率



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

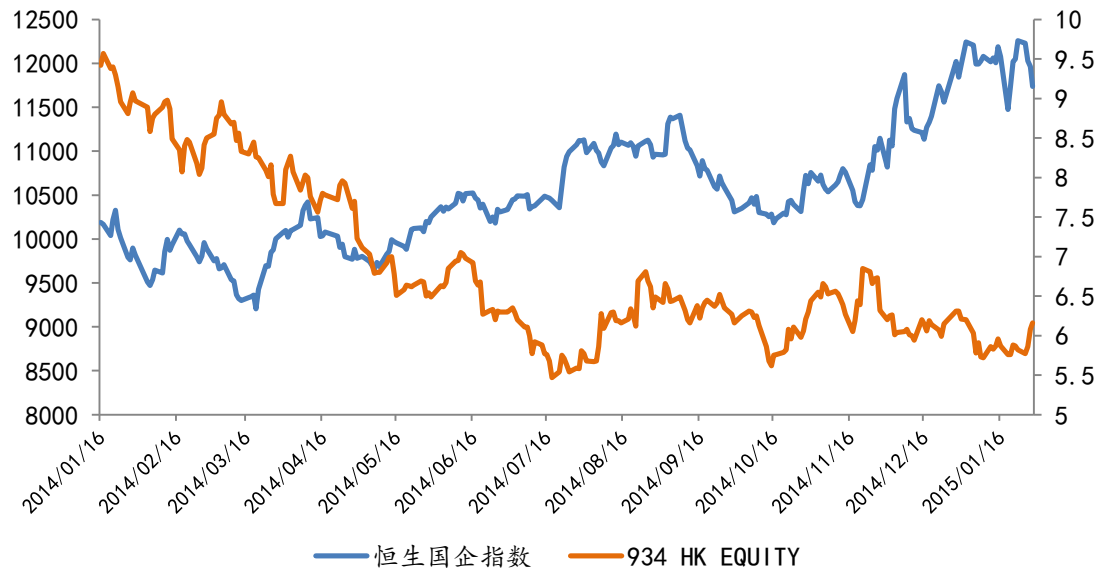
四、投资亮点

4. 公司估值合理，安全边际高

2015年1月29日收盘价6.16港元，市值约153.15亿港元。

公司股价从2014年初高点到现在已经跌幅超过50%，现价已经跌破2013年对社保基金6.50元的增发价格。榆济线注入后公司2016年PE11.4倍，PB1.17倍，对于一个财务足够健康（无任何贷款，总资产负债率仅为8%）、业务与现金流稳定的央企码头类公用事业公司，估值合理，安全边际高。

图7：公司52周股价 VS 恒生国企指数图



资料来源：公司资料，国元证券（香港）

五、盈利预测及目标价

目标价8.12港元，给予“强烈推荐”评级。

表4：公司历年财务数据及预测摘要

截止 12 月31 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额(百万港元)	22,042	23,356	23,639	24,052	24,642
变动(%)	12%	6%	1%	2%	2%
净利润(百万港元)	292	491	747	1,037	1,396
变动(%)	37%	68%	52%	39%	35%
每股盈利(港仙)	15.49	21.00	30.20	37.57	54.08
市盈率@6.16港元(倍)	39.8	29.3	20.4	16.4	11.4
每股股息(港仙)	3.50	3.50	4.70	6.80	7.20
股息现价比率(%)	0.57%	0.57%	0.76%	1.10%	1.17%
现价	6.16	6.16	6.16	6.16	6.16
B 港元	3.14	3.96	4.06	4.39	5.27
PB	1.96	1.56	1.52	1.40	1.17
PE			26.89	21.61	15.01
目标价 港元			8.12	8.12	8.12
涨幅+				32%	
PB			2.00	1.85	1.54
每股净资产 港元			4.06	4.39	5.27
目标价			8.12	8.12	8.12

资料来源：公司资料，国元证券（香港）

附表：油气行业估值

名称	代码	股价	PE				PB			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
石油										
中石油	857 HK	8.42	9.34	10.56	15.78	10.80	1.07	1.02	0.97	0.91
中石化	386 HK	6.17	8.67	9.60	13.79	10.05	1.01	0.92	0.86	0.81
中海油	883 HK	10.2	8.93	7.10	12.47	8.54	1.47	0.98	0.94	0.86
上海石化	338 HK	2.21	9.16	57.19	13.64	11.29	0.72	1.08	1.01	0.95
光汇石油	933 HK	1.93	31.32	14.92	12.13	8.08	2.47	N/A	1.87	1.49
MI能源	1555 HK	0.87	11.64	7.97	N/A	20.03	0.93	0.48	0.50	0.49
联合能源	467 HK	1.11	12.02	10.57	11.10	6.94	1.84	1.23	0.99	0.76
中石化冠德	934 HK	6.16	41.05	20.30	15.21	12.54	2.18	1.38	1.16	1.09
平均			16.52	17.28	13.44	11.03	1.46	1.01	1.04	0.92
天然气										
昆仑能源	135 HK	8.14	16.07	10.64	10.91	9.27	2.18	1.20	1.10	1.01
中国燃气	384 HK	12.22	21.28	23.12	18.71	15.18	3.61	3.98	3.27	2.81
北京控股	392 HK	59.65	21.30	15.26	12.76	11.14	1.81	1.29	1.20	1.11
中油燃气	603 HK	0.99	17.56	10.00	8.46	7.62	2.02	1.26	1.11	0.99
港华燃气	1083 HK	6.77	21.17	14.92	12.61	10.89	1.87	1.31	1.21	1.10
华润燃气	1193 HK	18.92	27.00	16.35	13.89	11.81	4.23	2.56	2.24	1.94
新奥能源	2688 HK	46.85	38.59	18.15	16.03	13.64	5.08	3.61	3.02	2.58
天伦燃气	1600 HK	8.15	28.73	24.29	17.97	13.67	5.17	4.10	3.26	2.54
中裕燃气	3633 HK	1.99	21.08	16.58	13.72	12.06	3.27	2.55	2.15	1.83
天津津燃	1265 HK	1.28	34.79	21.49	19.84	17.19	1.87	1.32	1.30	1.29
平均			24.76	17.08	14.49	12.25	3.11	2.32	1.99	1.72

资料来源：彭博，国元证券（香港）

风险提示

资产注入因政府审批程序延后

天然气管输费下调

国企管理层政治风险

其他不可抗力风险

投资评级定义

强烈推荐	预期股价在未来12个月上升20%以上
推荐	预期股价在未来12个月上升5%~20%
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌5%以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来12个月下跌20%以上

免责声明

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：
分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。
此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。
国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。
国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。
未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露
分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港中环干诺道3号中国建设银行大厦22楼
公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888
公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>