

**买入**

2015年1月5日

**榆济天然气管线注入兑现，但盈利贡献低于预期**

- 榆济天然气管线收购代价 25.77 亿元，对应 2014 年预测 9.5 倍 PE 以及 1.67 倍 PB：**公司于 2014 年 12 月 30 日晚公布签订榆济天然气管线收购协议，兑现了一年前的注入预期。本次母公司中石化对冠德注入的榆济线共 944.93 公里，2010 年 10 月前后开始运营，主要为输送中石化在华北鄂尔多斯大牛地气田生产的天然气至济南。收购总代价为 25.77 亿元，将在先决条件(包括订约双方特别股东大会批准、审批机构批准等)达成后 30 个营业日内现金支付。截至 2014 年上半年，公司在手现金为 13.05 亿港元，因此预计此次收购所需资金中至少有 19.57 亿港元需要债务或股权融资获得。
- 注入对公司 15 年 EPS 预计增厚 8.1%-21.2%，虽低于预期但依然作用正面：**此次注入的榆济管道公司由中石化于 2014 年 10 月 27 日向榆济管道项目注入资产与负债方式新成立(此前该项管线并非独立公司形式存在)，截至 2014 年 11 月 30 日其净资产为 15.39 亿元，而中石化对该管道公司全部权益原本投资成为为 14.67 亿元。截至 2013 年该管道公司净利润为 2.64 亿元，同比增长 6.8%；截至 2014 年 11 月底净利润为 2.49 亿元，简单预测全年为 2.72 亿元，同比增长 2.9%。尽管此次注入资产的利润低于我们此前预期(原预期约为 6 亿元/年)，但对冠德未来业绩依然有正面增厚作用；根据公告中天然气运输框架协议中未来三年的收入上限测算，假设 2015 年可贡献半年收益，在不同融资条件下(详细请看图表 2-图表 5)，预计注入将增厚 2015 年净利润 21.2%-27.9%，EPS 增厚 8.1%-21.2%。
- 未来增压后管输能力仍有 67% 增长空间，利润率亦有望提升：**榆济线主干线设计输气能力为 30 亿方，在增压项目工程完成后，输气能力有望达到 50 亿方/年，即未来仍具有 67% 的输气量增长空间。由于管道的开支较固定，预计输气量的提升可有效提高项目的利润率。
- 根据目前榆济线盈利情况，下调目标价至 7.84 港元，维持买入评级：**根据收购代价以及公司在手现金情况，我们在股权与债务融资上各做了各两种方案以供参考，假设公司选用增厚最多的方式(即债务融资 19.6 亿港元)，则 15/16 年 EPS 为 35.6/42.4 港仙，据此下调 12 个月目标价至 7.84 港元，对应该融资方案下 15/16 年 22.0/18.5 倍 PE，较现价有 26.45% 的上升空间，维持买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

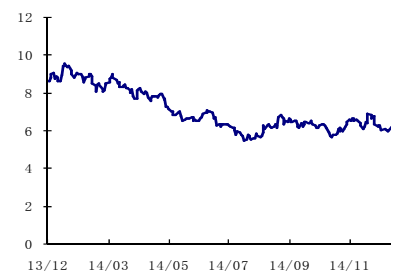
[jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk](mailto:jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	仓储物流
股价	6.20 港元
目标价	7.84 港元 (+26.45%)
股票代码	934
已发行股本	24.86 亿股
市值	154.13 亿港元
52 周高/低	9.83/5.45 港元
每股净资产	4.08 港元
主要股东	中国石化 60.3%

**盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(百万人民币)	22,041.79	23,355.58	13,741.55	14,104.78	14,778.10
(%)	11.97%	5.96%	-41.16%	2.64%	4.77%
净利润(百万人民币)	291.74	491.40	753.96	730.60	693.80
每股基本收益(港仙)	15.49	21.00	30.33	29.39	27.91
EPS(港仙)	15.49	21.00	30.33	29.39	27.91
(%)	-24.78%	35.55%	44.43%	-3.10%	-5.04%
市盈率(倍, 6.20港元)	40.03	29.53	20.44	21.10	22.22
每股派息(人民币)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
息率(%)	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%

资料来源：公司信息，第一上海预测  
注：暂未计入注入后收益

**股价表现**


资料来源：彭博

## 榆济线盈利预测

### 榆济管道利润预测

榆济线的主营收入来自于天然气输送，根据公告中天然气运输框架协议，2015-2017年该管道公司与中石化及其附属公司结算的输气服务金融将不超过13.43亿、14.78亿与15.50亿元，我们假设以此作为未来三年榆济管道公司的收入；2014年前11个月该收入为10.48亿元，而管道公司净利润为2.49亿元，净利润约为23.8%，假设未来三年依然维持此净利率，我们得到15-17年榆济线净利润为3.22/3.55/3.72亿元。

图表 1: 榆济管道公司 2014-2016 利润假设

	管道收入 (亿RMB)	净利润 (亿RMB)	同比	净利率
2014E	11.43	2.72		23.8%
2015E	13.43	3.22	18.7%	24.0%
2016E	14.78	3.55	10.1%	24.0%
2017E	15.50	3.72	4.9%	24.0%

资料来源：公司资料、第一上海预测

### 本次收购仍需外部融资

截至2014上半年，公司在手现金为13.05亿港元，因此预计此次收购所需资金中至少有19.57亿港元需要债务或股权融资获得。

## 采用股权融资获得收购资金情况假设

### 采用现金支付，预计本次将不会对中石化增发股权

目前中石化持有公司股权60.33%，本次收购代价25.77亿元，若对中石化增发，中石化持股将增至67.4%；但公告中说明本次收购讲用现金支付，因此我们认为若采用股权融资，只能对市场增发。

### 股权融资限制

若全部收购代价所需资金均从资本市场增发股权获得，发行价不能低于7.2HKD，较目前收盘价溢价16.1%，否则中石化持股将被摊薄至51%以下。我们假设按照现价折让5%作为增发价格，即5.9HKD，若要保持中石化控股地位，则融资额不可超过21.2亿人民币，即新增股数不能超过4.55亿股。

### 股权融资情况下冠德15-16年利润预测

由于注入的先决条件完成仍然需要时间，我们依然假设榆济管道在2015年可为公司贡献半年收益，2016年起全年贡献。采用股权融资情况下，假设没有其他费用，2015与2016年加上注入之后冠德的净利润预计为9.35亿港元与11.43亿港元。

### 股权融资假设方案一

假设按照上述的最大股权融资额21.2亿人民币，以5.9HKD对市场增发4.55亿股，其余资金用公司在手现金支付。预计注入后15与16年EPS较注入前分别增加8.1%与39.2%。

图表 2: 假设最大限度股权融资, 2015-2016 年盈利预测

	2014E	2015E	2016E
原有股份数	2,486,160,000	2,486,160,000	2,486,160,000
中石化持股数(持股比例60.33%)	1,499,900,328	1,499,900,328	1,499,900,328
新增股份数	0	454,821,035	454,821,035
注入后总股数	2,486,160,000	2,940,981,035	2,940,981,035
注入后中石化持股比例	60.3%	51.0%	51.0%
注入前净利润(千港元)	753,960	730,601	693,804
注入后净利润(千港元)	753,960	934,601	1,142,817
同比		24.0%	22.3%
净利润较注入前增加	0.0%	27.9%	64.7%
注入前EPS(港仙)	30.33	29.39	27.91
注入后EPS(港仙)	30.33	31.78	38.86
同比		4.8%	22.3%
EPS较注入前增加	0.0%	8.1%	39.2%
现价6.2HKD对应PE	20.4	19.5	16.0

资料来源: 公司资料、第一上海预测

股权融资假设方案二 假设使用全部在手现金后, 剩余 19.57 亿港元用股权融资获得, 以 5.9HKD 对市场增发 3.32 亿股。预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 12.9%与 45.3%。

图表 3: 假设动用全部现金, 其余用股权融资, 2015-2016 年盈利预测

	2014E	2015E	2016E
原有股份数	2,486,160,000	2,486,160,000	2,486,160,000
中石化持股数(持股比例60.33%)	1,499,900,328	1,499,900,328	1,499,900,328
新增股份数	0	331,693,527	331,693,527
注入后总股数	2,486,160,000	2,817,853,527	2,817,853,527
注入后中石化持股比例	60.3%	53.2%	53.2%
注入前净利润(千港元)	753,960	730,601	693,804
注入后净利润(千港元)	753,960	934,601	1,142,817
同比		24.0%	22.3%
净利润较注入前增加	0.0%	27.9%	64.7%
注入前EPS(港仙)	30.33	29.39	27.91
注入后EPS(港仙)	30.33	33.17	40.56
同比		9.4%	22.3%
EPS较注入前增加	0.0%	12.9%	45.3%
现价对应PE	20.4	18.7	15.3

资料来源: 公司资料、第一上海预测

## 采用债务融资获得收购资金情况假设

债务融资假设方案一 若采用债务融资，并无其他限制。假设所有收购资金 25.77 亿元人民币均已债务方式获得，年利率为 5%；仍然假设注入于 2015 年中期完成，则榆济管道对冠德当年贡献半年利润，财务费用亦为半年发生额，2016 年起全年贡献，预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 16.8%与 43.6%。

图表 4: 假设全部资金采用债务融资，2015-2016 年盈利预测

千港元	2014E	2015E	2016E
注入前净利润	753,960	730,601	693,804
榆济线贡献	0	204,000	449,013
财务费用增加	0	81,547	146,784
注入后净利润	753,960	853,054	996,032
同比		13.1%	16.8%
净利润较注入前增加	0.0%	16.8%	43.6%
注入前EPS (港仙)	30.33	29.39	27.91
注入后EPS (港仙)	30.33	34.31	40.06
同比		13.1%	16.8%
EPS较注入前增加	0.0%	16.8%	43.6%
现价对应PE	20.4	18.1	15.5

资料来源：公司资料、第一上海预测

债务融资假设方案二 假设使用全部在手现金后，其余资金用债务 19.57 亿港元用债务融资所得，其余假设与债务方案一相同；预计注入后 15 与 16 年 EPS 较注入前分别增加 21.2%与 52.0%。

图表 5: 同期业绩比较

千港元	2014E	2015E	2016E
注入前净利润	753,960	730,601	693,804
榆济线贡献	0	204,000	449,013
财务费用增加	0	48,925	88,065
注入后净利润	753,960	885,676	1,054,752
同比		17.5%	19.1%
净利润较注入前增加	0.0%	21.2%	52.0%
注入前EPS (港仙)	30.33	29.39	27.91
注入后EPS (港仙)	30.33	35.62	42.42
同比		17.5%	19.1%
EPS较注入前增加	0.0%	21.2%	52.0%
现价对应PE	20.4	17.4	14.6

资料来源：公司资料、第一上海预测

## 附录：主要财务报表

## 损益表

&lt;港币百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	22,042	23,356	13,742	14,105	14,778
毛利	239	155	327	340	344
其他业务收入	43	75	30	30	30
销售及管理费用	-75	-132	-117	-120	-126
其他费用	0	0	0	0	0
营运收入	207	97	240	250	248
财务开支	-2	-1	-5	-60	-140
联营公司与共同控制实体	152	566	616	634	674
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	357	662	851	824	783
所得税	-66	-171	-102	-99	-94
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
净利润	292	491	749	725	689
折旧及摊销	170	183	170	168	250
EBITDA	334	205	380	389	469
增长					
总收入 (%)	12.0%	6.0%	-41.2%	2.6%	4.8%
EBITDA (%)	-18.2%	-38.5%	85.0%	2.4%	20.6%

## 财务分析

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	1.1%	0.7%	2.4%	2.4%	2.3%
EBITDA 利率 (%)	1.5%	0.9%	2.8%	2.8%	3.2%
净利率 (%)	1.3%	2.1%	5.5%	5.1%	4.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	0.3%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%
实际税率 (%)	18.4%	25.8%	12.0%	12.0%	12.0%
股息支付率 (%)	24.9%	17.7%	11.6%	12.0%	12.6%
库存周转	1	1	1	1	1
应付账款天数	0	1	1	1	1
应收账款天数	14	11	18	15	15
财务状况					
净负债/股本	0.21	0.14	0.13	0.26	0.46
收入/总资产	2.80	2.09	1.17	1.00	0.95
总资产/股本	1.21	1.14	1.13	1.26	1.46
盈利对利息倍数	188	445	150	12	5

## 资产负债表

&lt;港币百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2012年 历史	2013年 历史	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	2,405	1,622	1,696	783	879
应收账款	629	730	625	534	680
存货	48	47	26	49	30
其他流动资产	5	0	-0	-0	-0
总流动资产	3,087	2,400	2,348	1,366	1,589
固定资产	1,855	1,958	1,827	2,741	3,573
无形资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,848	6,108	6,872	9,333	9,732
其他	75	724	715	715	715
总资产	7,865	11,191	11,761	14,156	15,610
应付帐款	35	44	30	31	33
短期银行贷款	0	0	0	0	0
短期负债	0	0	0	0	0
其他短期负债	1,320	1,193	1,234	1,256	1,278
总短期负债	1,355	1,237	1,263	1,287	1,311
长期银行贷款	0	0	0	1,500	3,500
其他负债	2	98	88	79	71
总负债	1,357	1,334	1,351	2,866	4,882
少数股东权益	0	10	40	43	41
股东权益	6,508	9,847	10,371	11,247	10,687
每股账面值(港元)	3.1	4.0	4.2	4.5	4.3
营运资金	1,732	1,163	1,084	79	278

## 现金流量表

&lt;港币百万元&gt;, 财务年度

	2012年 历史	2013年 预测	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	334	205	380	389	469
融资成本	-2	-1	-5	-60	-140
营运资金变化	290	111	157	-122	-114
所得税	-66	-171	-102	-99	-94
其他	-255	264	101	304	182
营运现金流	302	408	531	412	303
资本开支	-177	-395	-34	-1,079	-1,079
其他投资活动	-1,619	-3,392	-331	-600	-402
投资活动现金流	-1,796	-3,787	-365	-1,678	-1,480
负债变化	-267	0	0	500	1,500
股本变化	104	41	0	0	0
股息	73	87	87	87	87
其他融资活动	3,213	2,439	-179	-234	-314
融资活动现金流	3,122	2,567	-92	353	1,273
现金变化	1,628	-811	74	-913	96
期初持有现金	772	2,405	1,622	1,696	783
汇兑变化	5	29	0	0	0
期末持有现金	2,405	1,622	1,696	783	879

资料来源：公司公告，第一上海预测

注：暂未计入注入后收益

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。