

買入

2008年8月1日

北京燃氣收入預計增長 20%，其他業務發展良好

- ▶ **北京燃氣今年上半年收入預計將增長 20%**：占公司整體利潤比例為 60% 的北京燃氣，今年上半年的業績狀態良好，售氣量有 25% 的提升，預計未來三年售氣量每年能夠保持 20% 的增長，到 2010 年售氣量超過 60 億立方米。北京燃氣到 2010 年之前，其能夠直接將上游的成本轉移到下游的用戶，不需要召開聽證會，盈利能力完全不受氣價上漲的影響，估計 08 年該業務的收入能夠達到人民幣 84 億元。
- ▶ **大力開發新的燃氣專案**：北京燃氣集團與大唐發電、大唐集團及新天域資本簽署了投資協議，擬組建克旗煤制氣公司，以籌備、建設及營運克旗煤制氣工程。大唐發電、北京燃氣集團、大唐集團及新天域資本同意分別按 51%、33%、6% 及 10% 的比例出資組建克旗煤制氣公司。克旗煤制氣工程計畫分三期建設，該專案預計 2012 年全部建成，投產後可生產天然氣 40 億立方米/年及其它副產品。
- ▶ **燕京啤酒積極擴張，成本控制良好**：在啤酒原材料成本大幅上漲的情況下，公司成本控制良好，其控股的燕京啤酒在主要地區提價 6%，在 08 年 1 季度淨利潤同比增長 31.42% 至 2,100 萬人民幣，銷售收入同比增長 16.4% 至 17.10 億人民幣。08 年 1 季度實現每股收益 0.02 人民幣。第一季度公司啤酒銷量同比提高 9% 至 74 萬千升。預計啤酒業務今年能夠達到 440 萬千升，全年收入增長 19% 至 80.25 億元。
- ▶ **機場高速車流量接近飽和**：公司控股的機場高速路日均車流量接近飽和，超過 15.3 萬輛。在北京機場快線建成運行後，我們預計將分流該路段的車流量，因此，將 08、09 年的車流量增速由 07 年的 14.5% 下調至 5% 和 2%。
- ▶ **目標價下調為 35.56 港元，維持買入評級**：基於現金流折現法，我們將目標價下調在 35.56 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 21 倍和 09 年預期每股盈利的 21 倍，目標價與現價相比，有 21% 的上升空間，維持投資評級為買入。

張薇

86755-33367015

Elsa.zhang@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	公用事業
股價	29.6 港元
目標價	35.57 港元 (+21%)
股票代碼	0392
已發行股本	11.38 億股
市值	315.8 億港元
52 周高/低	51-22 港元
每股淨資產	23.48 港元
主要股東	北京控股集團 (BVI) 有限公司 (36.11%) 北京企業投資有限公司 (16.04%)

★ 1 港元=0.87 元人民幣

盈利摘要

截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年历史	08 年预测	09 年预测	10 年预测
营业额(港币百万)	7,247	11,300	17,707	19,838	21,061
变动	16%	56%	57%	12%	6%
净利润(港币百万)	339	1,438	1,941	1,967	2,108
每股盈利(港币元)	0.54	1.67	1.70	1.73	1.85
变动	-41%	209%	2%	1%	7%
市盈率@29.6港元(倍)	54.8	17.7	17.4	17.1	16.0
每股股息(港币元)	0.30	0.79	0.51	0.52	0.56
股息现价比率(%)	1.01%	2.68%	1.73%	1.75%	1.88%

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現


資料來源：彭博

北京燃氣今年上半年收入預計將增長 20%

北京燃氣業務未來三年售氣量每年能夠保持 20% 的增長

占公司整體利潤比例為 60% 的北京燃氣，今年上半年的業績狀態良好，售氣量有 25% 的提升，預計未來三年售氣量每年能夠保持 20% 的增長，到 2010 年售氣量超過 60 億立方米。北京燃氣到 2010 年之前，其能夠直接將上游的成本轉移到下游的用戶，不需要召開聽證會，盈利能力完全不受氣價上漲的影響，估計 08 年該業務的收入能夠達到人民幣 84 億元。

北京燃氣集團與大唐發電、大唐集團及新天域資本簽署了投資協議，擬組建克旗煤制氣公司，以籌備、建設及營運克旗煤制氣工程。大唐發電、北京燃氣集團、大唐集團及新天域資本同意分別按 51%、33%、6% 及 10% 的比例出資組建克旗煤制氣公司。克旗煤制氣工程計畫分三期建設，該專案預計 2012 年全部建成，投產後可生產天然氣 40 億立方米/年及其它副產品。

燕京啤酒積極擴張，成本控制良好

燕京啤酒成本控制良好

在啤酒原材料成本大幅上漲的情況下，公司成本控制良好，其控股的燕京啤酒在主要地區提價 6%，在 08 年 1 季度淨利潤同比增長 31.42% 至 2,100 萬人民幣，銷售收入同比增長 16.4% 至 17.10 億人民幣。08 年 1 季度實現每股收益 0.02 人民幣。第一季度公司啤酒銷量同比提高 9% 至 74 萬千升。我們預計啤酒業務今年能夠達到 440 萬千升，全年收入增長 19% 至 80.25 億元。

機場高速車流量接近飽和

機場高速路日均車流量接近飽和

公司控股的機場高速路日均車流量接近飽和，超過 15.3 萬輛。在北京機場快線建成運行後，我們預計將分流該路段的車流量，因此，將 08，09 年的車流量增速由 07 年的 14.5% 下調至 5% 和 2%。

估值

每股價值為 35.56 港元

基於分部估值法，我們將目標價下調在 35.56 港元。該目標價格相當於 08 年預期每股盈利的 21 倍和 09 年預期每股盈利的 21 倍，該目標價與現價相比，有 21% 的上升空間，我們維持投資評級為買入。

表 1：2006---2010 年各業務收入假設

港币百万	2006A	2007A	2008F	2009F	2010F
北京燃气					
对居民供气	1,288.20	1,499.06	1,834.67	2,073.17	2,342.69
对采暖制冷供气	3,422.50	3,874.64	4,724.16	5,338.30	6,032.28
对公共服务供气	773.08	879.65	1,055.58	1,192.80	1,347.87
其他（热电联产）	196.00	256.70	284.94	350.98	396.61
水务--第九水厂	506.16	519.84	555.98	568.62	582.66
燕京啤酒	5,476.38	6,470.32	7,704.21	8,736.58	9,907.28
华油公司	2,709.40	3,987.00	4,276.35	5,117.00	5,482.50
北京首都机场路段					
日均车流量	140,000	153,000	160,650	163,863	163,863
日均单车收费（港币元）	9.00	9.43	9.62	9.81	10.01
年收入	459.90	526.62	564.01	586.79	598.53
深圳石观公路					
日均车流量	25,480	25,200	25,200	25,200	25,200
日均单车收费（港币元）	7.90	8.06	8.22	8.38	8.55
年收入	73.47	74.12	75.60	77.11	78.65

資料來源：公司資訊，第一上海

表 2：分部估值

項目	權益	估值方法	WACC	現值
北京燃气	100%	DCF	10.2%	28,994.43
首都机场高速公路	96%	DCF	10.2%	3,623.64
深圳石观高速公路	53%	DCF	10.2%	256.55
燕京啤酒	43%	DCF	10.2%	6,863.71
北控水务	100%	DCF	10.2%	2,577.08
中生北控(8247)	24%	市值		18.00
合计				42,333.41
估计净负债百万				1,832.47
净资产值百万				40,500.94
流通股数百万				1,139.00
每股净值港币元				35.56

資料來源：公司資訊，第一上海

主要財務報表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年	07年	08年	09年	10年		06年	07年	08年	09年	10年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
经常性营业收入	7,247	11,300	17,707	19,838	21,061	盈利能力					
毛利	2,431	3,143	4,515	4,960	5,265	毛利率率 (%)	33.6%	27.8%	25.5%	25.0%	25.0%
其他收入	441	533	533	533	533	EBITDA利润率 (%)	17.6%	25.5%	22.7%	21.5%	20.9%
销售费用	(835)	(889)	(1,050)	(1,176)	(1,249)	净利润率 (%)	4.7%	10.4%	10.1%	9.4%	10.0%
管理费用	(858)	(891)	(1,442)	(1,626)	(1,726)	营运表现					
其他支出	(717)	(86)	(86)	(86)	(86)	实际税率 (%)	40.0%	16.6%	17.9%	19.6%	19.0%
营业利润	463	1,809	2,470	2,604	2,737	库存天数	123	103	54	53	48
财务开支	(104)	(235)	(150)	(139)	(139)	应付账款天数	55	77	54	53	48
联营公司	65	178	412	481	622	应收账款天数	23	36	36	36	33
税前盈利	424	1,753	2,731	2,946	3,220	管理费用/营业额 (%)	11.8%	7.9%	8.1%	8.2%	8.2%
所得税	(170)	(291)	(490)	(579)	(612)	股息支付率 (%)	55.1%	47.5%	30.0%	30.0%	30.0%
非经常性项目收入	354	81	0	0	0	财务状况					
少数股东应占利润	(270)	(365)	(450)	(500)	(500)	负债/权益	0.48	0.50	0.43	0.40	0.38
净利润	339	1,177	1,791	1,867	2,108	总收入/资产	0.42	0.25	0.39	0.42	0.43
折旧及摊销	815	1,067	1,542	1,655	1,655	总资产/股本	1.95	1.67	1.59	1.55	1.52
EBITDA	1,278	2,876	4,012	4,259	4,392	盈利对利息倍数	3	5	12	13	15
增长											
总收入 (%)	15.7%	55.9%	56.7%	12.0%	6.2%						
EBITDA (%)	-17.7%	125%	39.5%	6.1%	3.1%						
每股收益 (%)	-41.3%	209.3%	2.1%	1.3%	7.2%						
资产负债表						现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	06年	07年	08年	09年	10年		06年	07年	08年	09年	10年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	预测	预测	预测	预测
现金	2,708	8,072	5,632	6,769	8,366	税前利润	424	2,014	2,881	3,046	3,220
应收账款	458	1,120	1,771	1,984	1,915	折旧及摊销	815	1,067	1,542	1,655	1,655
存货	1,649	2,342	1,967	2,204	2,106	营运资金变化	295	(227)	(419)	(259)	(144)
其他流动资产	1,749	1,764	2,273	1,234	1,234	其他	720	(94)	(699)	(917)	(946)
总流动资产	6,564	13,299	11,643	12,191	13,621	所得税	(170)	(291)	(490)	(579)	(612)
非流动资产						营运现金流	2,254	2,760	3,306	3,526	3,786
固定资产	8,258	18,233	21,470	23,000	23,500	资本开支	(1,520)	(1,536)	(4,159)	(1,789)	(1,789)
无形资产	1,495	8,490	8,063	7,916	7,916	自由现金流	734	1,224	(853)	1,736	1,997
可供出售之投资	353	290	300	300	300	收购业务及附属公司	(823)	(11,600)	(1,200)	(500)	(500)
共同控制公司	522	3,303	3,600	3,000	3,000	其他投资活动	69	425	425	500	500
其他	133	1,065	214	805	753	投资活动现金流	(2,275)	(12,711)	(4,934)	(1,789)	(1,789)
总资产	17,324	44,679	45,290	47,212	49,090	贷款变化	(672)	3,568	(742)	(500)	(300)
短期负债						发行股票净额	0	11,219	0	0	0
短期银行借款	1,334	2,641	1,300	1,300	1,300	股息	(187)	(220)	(350)	(400)	(400)
应付帐款	734	1,738	1,967	2,204	2,106	其他融资活动	63	600	100	100	100
其他应付款	1,036	4,292	4,494	4,500	4,500	融资活动现金流	(796)	15,167	(992)	(800)	(600)
其他短期资产	551	879	1,084	1,084	1,084	现金变化	(817)	5,216	(2,620)	936	1,397
总短期负债	3,655	9,550	8,845	9,088	8,990	汇率影响	106	150	180	200	200
长期银行贷款	567	3,282	2,500	2,200	2,200	期初持有现金	3,418	2,707	8,072	5,632	6,769
其他长期负债	43	410	954	956	956	期末持有现金	2,707	8,072	5,632	6,769	8,366
总负债	4,264	13,242	12,299	12,244	12,146						
少数股东权益	4,189	4,689	4,550	4,600	4,600						
股东权益	8,871	26,747	28,441	30,368	32,344						
负债权益合计	17,324	44,679	45,290	47,212	49,090						

資料來源：公司公告，第一上海預測

披露事項：第一上海投資公司，為第一上海證券有限公司的關聯機構，目前持有北京控股（392）的股票。

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。