

交易机会

北京控股 [0392.HK; 41.25港元; 未评级] - 从分类加总角度看估值被严重低估

分析员: 王志文, CFA (cmwong@chinastock.com.hk; 电话: 852 - 3698 6317)

摘要: 北京控股股价在过去几天反弹, 我们认为其反弹将持续, 因为根据公司最新的剩余价值计算, 其未上市的天然气业务的市盈率仅0.95倍, 属于不合理地低的水平。值得注意的是, 我们认为部分投资者仍将该股视为北控水务 (0371.HK) 的影子股, 并且没有留意到中国燃气 (0384.HK) 已经占到北京控股上市资产价值的一半以上。如果我们保守地假设其剩余价值的市盈率达5倍, 该股的上涨空间达25%。

上市资产价值。 目前, 北京控股的主要上市资产包括中国燃气 (384.HK; 24.91%股权)、北控水务 (0371.HK; 42.42%)、燕京啤酒 (000729.CH; 45.79%)、北京控股环境集团 (0154.HK; 50.4%) 和中生北控生物科技 (8247.HK; 18.84%)。根据昨天 (5月17日) 的收市价, 这些上市资产总值约为 697 亿港元 (图 1)。然而, 北京控股的最新市值仅为 520 亿港元。

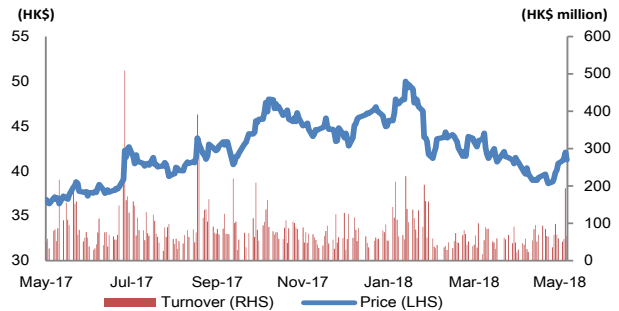
被错误地认为北控水务是影响表现的最大因素。 图 2 显示北京控股和北控水务集团于过去两年的股价变动。不难发现它们整体均以同一方向移动。北控水务于本年初配股和其 2017 年业绩较预期疲弱导致公司遭下调估值, 这对北京控股的股价表现也造成影响。

市场忽略了中国燃气占上市资产价值逾 50% 的事实。 图 3 显示中国燃气自 2017 年下半年出现重大重估。现时, 中国燃气现时占北京控股上市资产价值的 52.8%。故此, 中国燃气 (而非北控水务) 对北京控股的表现影响应最大。

错误定价导致剩余价值不合理低企。 由于北京控股的股价未能受中国燃气强劲的股票表现所带动, 其剩余价值 (北京控股市值减其上市资产价值 (包括 30% 持股折让)) 跌至 32 亿港元。根据我们的估计, 这表示非上市资产 (主要为燃气业务) 的剩余价值的 2017 年市盈率仅 0.95 倍。

VCNG 的全年贡献和北京燃气的内生增长应可大幅抵销管道业务盈利下跌的影响。 中石油北京管道公司于 2017 年为北京控股带来净利 22.8 亿港元。由于在 2017 年 9 月对管输费进行调整, 我们预测 2018 年管道公司的净利可能出现近 40% 的一次性跌幅, 跌至约 14 亿港元。然而, 我们预期盈利差距很大程度上可由下列各项填补: (i) VCNG (俄罗斯石油生产联营公司) 的全年贡献; 油价上涨也应有所帮助; VCNG 于 2017 年下半年带来净利 4.21 亿港元; 和 (ii) 北京燃气的内生增长, 主要受煤改

北京控股



市值: 66.32亿美元; 自由流通量: 38%

HK\$	2016	2017	2018E	2019E
收入 (百万元)	55,959	57,508	62,681	65,733
销售成本 (百万元)	(46,523)	(48,145)	(52,607)	(55,290)
毛利润 (百万元)	9,436	9,363	10,073	10,442
毛利率 (%)	16.9	16.3	16.1	15.9
EBIT (百万元)	3,862	3,517	3,942	3,999
净利润 (百万元)	6,236	6,880	7,236	7,992
净利润率 (%)	11.1	12.0	11.5	12.2
每股盈利	4.92	5.45	5.72	6.32
股本回报率 (%)	10.80	11.02	10.29	10.47
股息收益率 (%)	2.30	2.84	2.90	3.05
市盈率 (倍)	8.4	7.6	7.2	6.5
市净率 (倍)	0.91	0.77	0.72	0.66

来源: 彭博, 公司

气工程所带动。因此我们预期, 非上市燃气业务的盈利贡献不会急剧下降。

北控水务: 此轮估值下调即将结束。 根据市场共识预测, 北控水务目前的 2018 年市盈率为 9.3 倍。我们相信, 这已大致反映了 2017 年业绩未如理想的情况。此外, 就如我们于 5 月 14 日的研报所指, 政府对 PPP 项目的审核结果优于预期, 这应有助降低市场对公司的忧虑。

有进一步反弹的空间。 于过去几天, 北京控股股价表现明显优于北控水务 (图 2)。我们认为, 越来越多投资者发现公司的剩余价值处于极低的估值。如剩余价值的市盈率上升至 5 倍, 则潜在股价上升空间达 25%。这假设并不十分进取, 因为这仅相当于公司 9 倍的 2018 年市盈率, 仍远低于中国燃气 19.9 倍的 2019 年财年 (截至 3 月止年度) 市盈率估值。

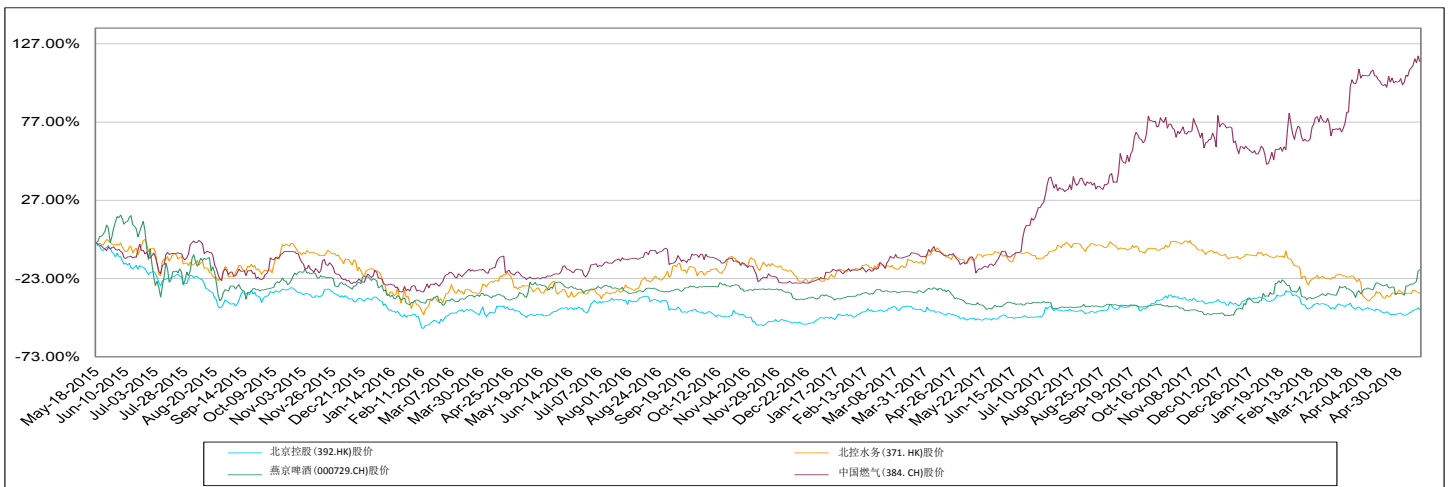
图1: 北京控股的主要上市资产

公司	股票代码	持股	应占市值(百万港元)
中国燃气	384 HK Equity	24.91%	36,820
北控水务	371 HK Equity	42.42%	17,847
燕京啤酒	000729 CH Equity	45.79%	14,371
北京控股环境集团	154 HK Equity	50.40%	650
中生北控生物科技	8247 HK Equity	18.84%	58
		合计	69,747
给予30%控股公司折让			48,823
北京控股市值			52,060
剩余价值			3,237

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

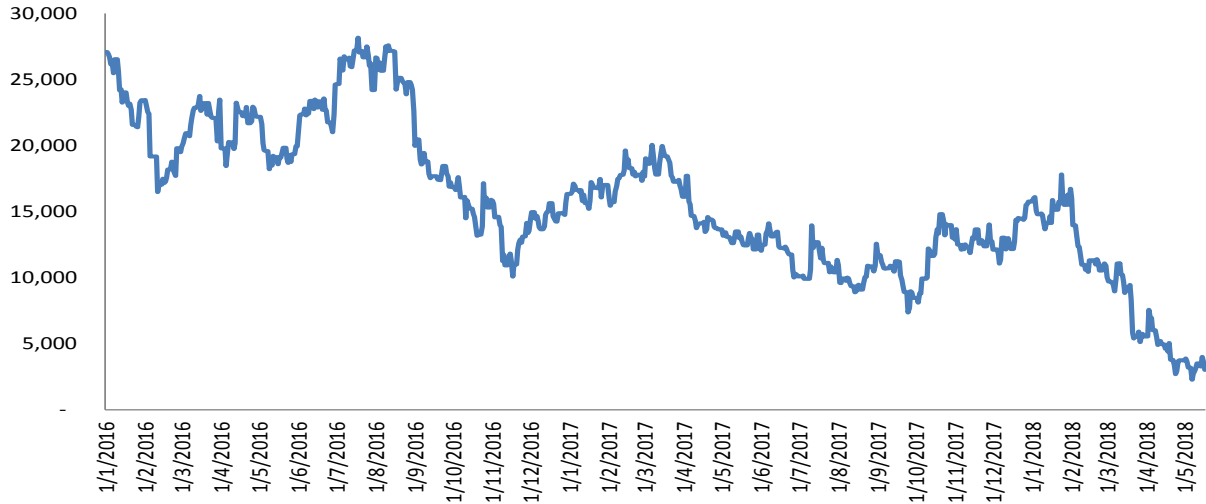
图2: 北京控股及北控水务的股价表现


来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图3: 北京控股旗下上市资产的相对表现


来源: Capital IQ, 中国银河国际证券研究部

图4: 北京控股的剩余价值 (百万港元)



剩余价值 = 北京控股的市值 - 上市资产价值 (包括30%控股公司折让)

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888