

北京燃气蓝天 (6828 HK)

转型完成，蓄势待发

- ❖ **北京燃气集团的海外上市资本平台。**北京燃气蓝天（北燃蓝天）自2014年开始启动业务转型，成为一家集天然气供应、分销、以及运营的综合性燃气企业。公司的业务专注于燃气产业链中下游。2017年，公司完成对原印刷业务的处置，并自转型开始引入了多个新的战略股东，包括北京燃气、邓普顿资产管理以及韩国SK E&S。经过多轮新股发行，可换股债券换股后，北京燃气目前是北燃蓝天的最大股东，截止至2018年8月末共持有公司42.0%股份。北燃蓝天目前已成为北京燃气集团的海外上市资本平台。依托于北京燃气集团的信贷资源和丰富的项目支持，我们相信北燃蓝天将有望加速其天然气业务布局并获得良好发展。
- ❖ **北京燃气资产注入是公司业务发展的关键。**北京燃气由北京控股（392 HK）全资拥有，并且为北京控股的核心资产。由于市场对北京控股施加控股企业估值折扣，以目前2019年6.0倍前瞻市盈率来看，我们认为北京燃气的价值大幅低估，远远落后于城市燃气同业。我们预期北京燃气对北燃蓝天的资产注入将有助于逐步释放北京燃气自身的资产价值。北京燃气目前已启动第一批资产注入，包括1) 2018年6月已注入的京唐LNG接收站29%股权，以及2) 预期下半年完成的广西藤县燃气专营权项目。对于北燃蓝天，受惠于京津冀地区强劲的天然气消费需求，我们认为京唐LNG项目将在2017年实现人民币8.33亿基础上实现增长，并在下半年对公司贡献显著的股东利润分成。长期来看，我们认为北京燃气将持续将其资产逐渐注入公司，注入次序将以北京燃气非核心资产优先开始。
- ❖ **内生增长将专注于扩大LNG业务规模。**北燃蓝天的天然气销售划分为4类，分别为1) L/CNG加气站、2) 城市燃气、3) 点供以及4) 贸易及分销。我们相信公司未来在城市燃气扩张将主要通过三四线城市以及产业园区的项目注入及并购，而其它几个部分则聚焦于做大LNG贸易及分销规模。2018年上半年公司录得燃气销售量为1.96亿方，同比增长216.3%。根据管理层透露，公司目前已与河北、山东和浙江多个主要的LNG接收站建立长期合作关系，并成为几个LNG接收站的一级代理商，此外，公司目前正积极拓展全球LNG现货资源，并通过这些接收站的窗口期实现落地。随着公司LNG贸易及分销规模逐渐扩大，我们判断公司各项业务的毛利和销气毛差将呈明显扩张。
- ❖ **2019年起，盈利将步入增长轨道。**公司在业务转型和布局完成以后，我们预期北燃蓝天的业务将逐渐稳定，并且燃气业务本身将进入快速发展阶段。在目前中国天然气需求增速强劲以及北京燃气良好的信贷和项目资源的支持下，我们认为公司的长期增长潜力将随公司自身业务快速增长以及潜在资产注入显著释放。现阶段，我们认为公司的表现值得关注。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万港元)	106	634	1,451
净利润 (百万港元)	17	100	-12
EPS (港仙)	0.33	1.28	-0.13
EPS变动 (%)	n/a	293	n/a
市盈率(x)	174.4	44.4	n/a
市帐率(x)	2.26	1.71	1.70
股息率 (%)	0	0	0
权益收益率 (%)	1.3	3.9	-0.4
净财务杠杆率 (%)	19.8	17.9	43.0

资料来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$0.57

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃气行业

市值(百万港元)	7,377
3月平均流通量(百万港元)	22.58
52周内股价高/低(港元)	0.62/0.48
总股本(百万)	12,943

资料来源：彭博

股东结构

北京燃气集团	42.0%
郑明杰	10.0%
流通股	27.7%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.5%	12.1%
3-月	9.4%	20.0%
6-月	1.8%	18.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.bgbluesky.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。