

京城股份 (600860)

强烈推荐
行业：机械设备

气体储运主业向好+土地资源重估利用 +国企改革预期，京城股份值得重点关注

京城股份刚经历过 ST 摘帽、主业资产完全转换，目前主业已从胶印机变成前景较好的气体储运。同时，公司空置的北京五环 8.7 万平方米自有土地有望于年内加以利用，从做制造业转型做服务业，土地价值、及新产业价值有待重估。公司是大股东京城控股的唯一上市平台，大股东总资产规模为公司 14.6 倍，北京市规划 2020 年国有资本证券化率达 50%以上，随着北京国资国企改革推进，公司值得重点关注。

投资要点：

- ✧ **老产品工业气瓶国产龙头地位稳固，新产品 LNG 设备逐步发力。** 置入的天海工业为国内老牌气体储运龙头，工业气瓶国内市场占有率约 60%，未来公司将发力 LNG 设备，大力发展战略瓶、罐、车、站产业链，有望受益于油价回升+LNG 降价。考虑到主业改善空间较大，我们按 16 年预期净利 8400 万，给予 48 倍 PE，主业股权估值 40.32 亿元。
- ✧ **自有土地资源有望年内有效利用，贡献价值弹性大。** 公司自有北京五环 8.7 万平方米土地有望于年内加以利用，目前方案未定，大概率从事服务业，原则上为公司提供资金、利润支持。由于土地暂未定性，作为工业用地、商用用地估值分别为 3 亿、65 亿元。其从事新产业为公司带来的价值空间亦较大，我们保守估计予以这个自有资源 10 亿估值。
- ✧ **国企改革、资产注入预期较强增厚估值溢价。** 公司是大股东京城控股的唯一上市平台，大股东总资产规模为公司 15 倍，资产质量良好，北京市规划 2020 年国有资本证券化率达 50%以上，随着北京国资国企改革推进，公司值得重点关注。
- ✧ **首次覆盖，予以“强烈推荐”评级。预计 15~17 年 EPS 为 0.1/0.2/0.29 元。** 考虑到公司国企改革、资产注入预期较强、管理层的积极性，我们给予主业+土地 50.32 亿元估值的溢价 20%，给予公司股权整体估值 60.38 亿元，对应目标价 14.30 元。予以“强烈推荐”评级，建议重点关注。
- ✧ **风险提示：** 主业复苏低于预期；土地利用不及预期；国企改革进度不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1806	1881	2095	2363
收入同比(%)	-36%	4%	11%	13%
归属母公司净利润	21	43	84	122
净利润同比(%)	-80%	103%	93%	46%
毛利率(%)	10.2%	15.7%	16.2%	17.6%
ROE(%)	2.3%	4.5%	8.0%	10.4%
每股收益(元)	0.05	0.10	0.20	0.29
P/E	213.60	105.22	54.63	37.50
P/B	4.97	4.75	4.37	3.91
EV/EBITDA	84	48	36	28

资料来源：中国中投证券研究总部

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：石炯

S0960114070038

0755-82026565

shijiong@china-invs.cn

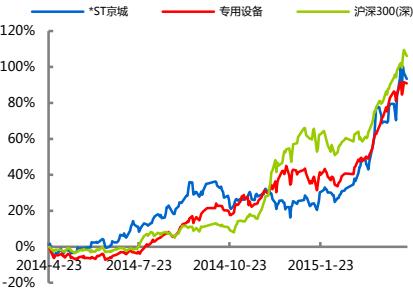
6 - 12 个月目标价： 14.30

当前股价： 10.84

评级调整： 首次

基本资料

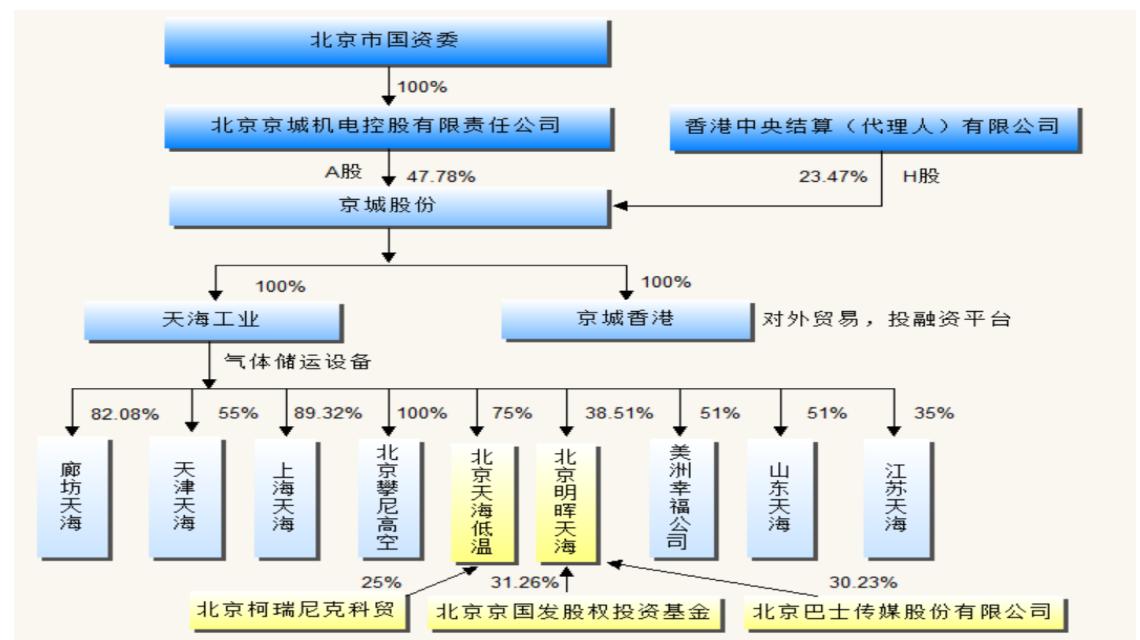
总股本(百万股)	422
流通股本(百万股)	322
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	35
成交量(百万股)	7.57
成交额(百万元)	82.37

股价表现

相关报告

一、老产品工业气瓶国产龙头地位稳固，新产品 LNG 设备逐步发力

京城股份经历完资产完全置换后，目前主生产气体储运装备，业务主体为图 1 的天海工业。天海工业目前拥有 7 个专业气体储运装备生产基地、一个专用汽车制造基地和一个驻美公司的集团公司。

图 1 京城股份股权结构



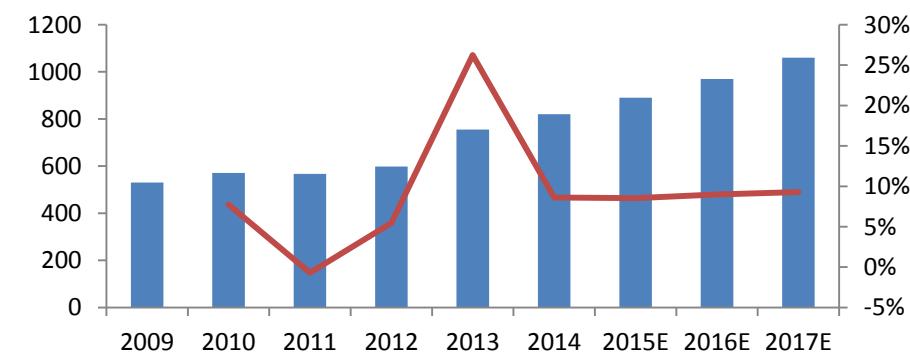
资料来源：中国中投证券研究总部整理

1、老产品工业气瓶国产龙头地位稳固

公司可生产 800 余个品种规格的钢质无缝气瓶、缠绕气瓶、蓄能器壳体、无石棉填料乙炔瓶、焊接绝热气瓶、碳纤维全缠绕复合气瓶（含车用）等系列产品，**年产量达 300 万支以上**，产品广泛应用于汽车、化工、消防、医疗、石油、能源、城建、食品、冶金、机械、电子等行业。**其中，钢质无缝气瓶产销量稳居世界第一。**

2、全球工业气体市场稳步增长，公司工业气瓶业务将稳步增长

图 2 全球工业气体市场稳步增长（亿美元）



资料来源：中国产业信息网、中国中投证券研究总部

3、LNG 新产品逐步发力：公司立志做 LNG 瓶、罐、车、站全产业链解决方案

LNG 设备主要在本部通州基地完成（明晖天海、天海低温）。**公司 LNG 设备技术领先、产品类型齐全**：可根据用户的要求分别按照中国压力容器标准，AD2000-Merkblatt, 欧盟 EN 标准, 澳大利亚/新西兰 AS1210 等标准设计制造不同压力等级，容积为 2M³ 至 350M³ 的固定式立式或卧式低温贮罐、5M³ 至 50M³ 汽车罐车及低温罐式集装箱、低温汽车罐车、LNG 捆装站、LNG 加气站项目等。其中，具有全球顶尖技术、主要用于港口运输及重型卡车的 HPDI 储罐已向北美及澳大利亚出口上千余台。

4、虽然公司是 LNG 设备的行业后进者，但仍优势明显，后劲十足：

- ✓ **20 多年气体储运行业丰富经验。** 公司进入气体储运行业已 20 多年，比富瑞更早，气体行业的技术经验可借鉴到 LNG 设备领域；
- ✓ **技术团队专业高效、产品优秀资质国际化。** 产品获得多项国际认证、资质：已取得 ISO9001:2000 证书、中国压力容器制造许可证（包括 A2 第Ⅲ类低中压容器、C2 汽车罐体、C3 罐式集装箱）欧盟 PED 和 TPED 认证、德国 AD2000-Markblatt 认证、澳大利亚/新西兰 AS 认证、马来西亚 DOSH 认证等压力容器证书。**大型 LNG 低温设备出口量或大于富瑞；**
- ✓ **国内最大的气体储运销售渠道。** 经过 20 多年打造，天海工业已建立了**气体储运行业最大规模的产品销售网络和完备高效的售后服务体系，产品覆盖全国，远销世界五大洲四十多个国家和地区**，优秀的渠道将有助于 LNG 设备销售。

5、原油反弹+天然气气改+天然气供过于求趋势（管道+海运 LNG 供应量提升）

=> LNG 经济性增加 +环保需求 => LNG 设备未来 20%+增长。

6、公司积极调整产业布局、全面控制成本，毛利率有望逐步上升

结合京津冀一体化国家战略，公司明确了各个生产基地的战略定位和盈利模式，逐步将附加值低的生产线向低成本区转移。一年来，通州漷县基地已快速建成并实现投产，北京天海向各子公司的产品转移工作也已陆续启动，并陆续完成了山东天海投资合作、天津天海产品结构调整、天海低温购买大型低温储罐技术、天海西港清算、出售京城压缩机公司股权等重大项目。整个产业布局调整后，产品成本结构中的人工、能源、及运输成本将得到较好控制。

同时，公司表示将通过控制原材料采购成本、零部件国产化、加强材料定额管理、生产组织优化、人工成本市场化等各种方式全面控制成本，**公司综合毛利率有望逐步上升。**

7、天海工业产品收入毛利率预测

表 1：天海工业产品分项预测

		2013	2014	2015E	2016E	2017E
钢制无缝气瓶	收入	7.84	8.41	9.08	9.81	10.69
	增速		7%	8%	8%	9%
	毛利率	9.91%	10.01%	12.00%	12.00%	13.00%
缠绕气瓶	收入	4.77	3.36	3.43	3.50	3.57
	增速		-30%	2%	2%	2%
	毛利率	19.98%	14.77%	18%	19%	20%
低温气瓶	收入	3.62	2.26	2.94	3.82	4.97
	增速		-38%	30%	30%	30%
	毛利率	14.88%	0	20%	20%	22%
大型低温储运装备	收入	1.58	1.08	1.40	1.83	2.37
	增速		-32%	30%	30%	30%
	毛利率	27.92%	23.24%	30%	30%	30%
其他	收入	2.21	1.92	1.96	2.00	2.04
	增速		-13%	2%	2%	2%
	毛利率	10.48%	9.47%	12%	12%	12%
总收入		20.02	17.03	18.81	20.95	23.63
	增速		-15%	10%	11%	13%
毛利率		15%	10%	16%	16%	18%
净利率			1.2%	2.3%	4.0%	5.2%

资料来源：中国中投证券研究总部预测

公司目前仍处于非理想经营状态，同行业富瑞特装 14 年三季报时毛利率、净利率分别达到 36.02%、11.68%，公司的盈利能力指标与之相差较大，存在较大改善空间。

公司整体上资产优良，作为国内最大的工业气瓶商、加之 LNG 业务资质与技术不差于富瑞，在公司目前实行全面严控成本、国企改革预期的背景下，我们相信公司未来能逐步回归到行业的平均水平。所以，我们按 16 年来估值，16 年预期净利润 8400 万，考虑未来业绩在逐步向好，未来几年业绩增速 70%+，我们予以 16 年 48 倍的估值，主业股权估值 8400 万*48=40.32 亿元。

二、土地资源有望在年内有效利用，贡献价值弹性大

公司将天海天业搬到通州漷县后，原位于北京朝阳区五环的老厂房处于空置状态。

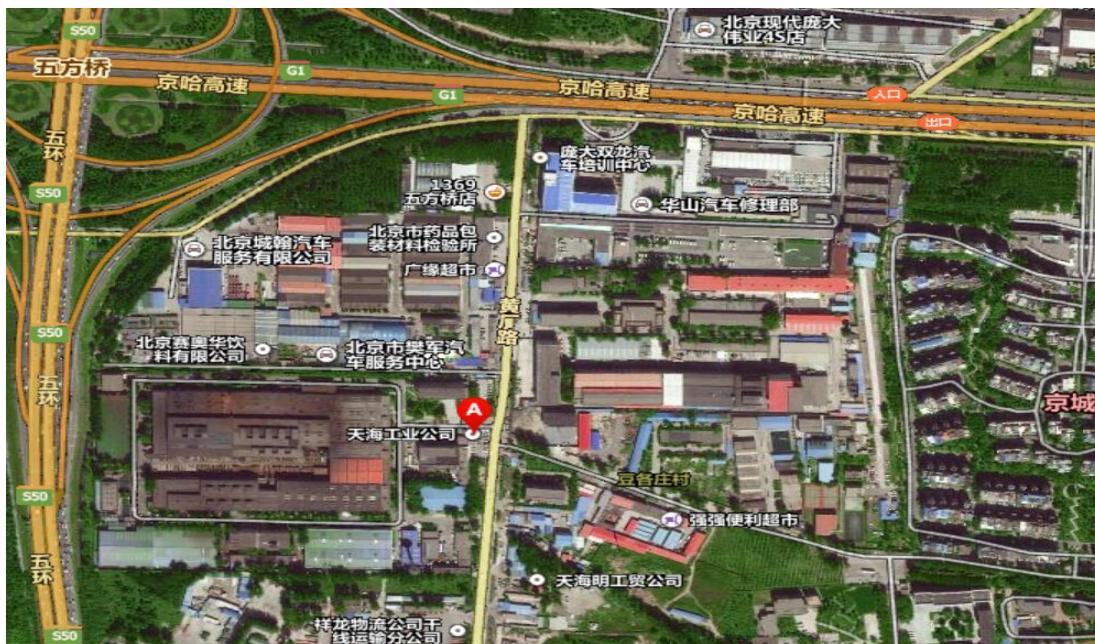
表 2：土地信息：评估日期为 2012 年

土地位置	土地权证编号	面积 (m ²)	账面价值	评估价值
北京市朝阳区 天盈北路 9 号	京朝国用 (2005 出) 第 0242 号	87541.76	840.81 万元	13087.49 万元

资料来源：公司公告

根据京津冀协同发展战略、疏解非首都核心功能要求，公司已将制造业产业天海工业往通州迁移。调研时公司表示将尽力在今年内把空置用地有效利用起来，目前公司正在做具体方案，大概率在该地从事服务业产业。

图 3 公司旧厂土地实景图



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

按最新版（2014.1.1）的北京市级别基准地价表，土地被划分为工业用地五级 V09 档，建筑物均价 2540 元/平方米。考虑土地变更属性的可能性，我们进行粗略重估：

表 3：土地按工业用地、商业用性属性分别粗估

	工业用地	商业用地
建筑物均价（元/建筑平方米）	2540	30000
土地面积（万平方米）	8.75	8.75
容积率	1.5	2.5
建筑物面积（万平方米）	13.13	21.88
价值(亿元)	3.34	65.65

资料来源：中国中投证券研究总部

由于目前公司具体方案未定，所以我们无法预测未来土地的性质，我们把 2 种可能情况都进行估算（如表 3），若仍是工业用地属性约 3.34 亿元，若变更为商业用地属性约 65.65 亿元，呈现出来的土地重估价值弹性很大，值得关注。同时，公司如何利用这块从事何种产业，也给我们留下了很大的想象空间，保守考虑，我们给这块自有土地资源及其有效利用后新产业带来的价值整体股权估值 10 亿元。

三、国企改革、资产注入预期较强增厚估值溢价

根据北京市《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，**到 2020 年北京国有资本证券化率力争达到 50%以上**，要通过发展混合所有制经济，推动市属企业主业上市或整体上市，使上市公司成为国企发展混合所有制的主要形式。

公司在 14 年的年报中也明确表示：“作为北京市国资委下属少有的几个上市公司平台之一，我们要充分用好、发展好这个平台”。管理层积极性良好。

公司的大股东是北京京城机电控股有限责任公司，公司是其旗下唯一上市平台。

北京京城机电控股有限责任公司是由北京市人民政府出资设立的大型装备制造业公司，是中国最大 500 家企业集团之一。公司在北京的产业发展历史已超过 100 年。根据联合资信评估报告，14 年 9 月公司总资产达 364.74 亿，是京城股份(目前总资产 25 亿)的 14.6 倍，13 年公司营收规模达 209 亿元。

公司旗下共有 27 家装备制造业企业，其中，14 家合资公司，1 家上市公司，3 家科研院所和学校，员工 2 万 5 千余名。**产业包括拥有数控机床、气体储运、环保产业、新能源、火力发电、工程机械等六大业务板块**，客户已经遍及全球 70 多个国家和地区。

表 4：大股东京城控股 13 年各大产业营收规模及盈利能力（亿元）

	物流产业	发电设备	数控机床	气体储运	环保产业	液压产业	工程机械	其他
收入	79.30	31.25	27.23	19.76	6.39	6.37	6.01	29.25
毛利率	1.58%	8.66%	14.38%	14.57%	23.31%	20.49%	12.73%	16.82%

资料来源：Wind，中国中投证券研究总部

根据北京国企改革的政策，未来为满足北京国资达到证券化率 50%的要求，庞大的大股东集团资产有望逐步注入公司这一目前集团的唯一上市平台里，预期较强。

值得一提的是大股东旗下的较优质的类服务业资产 **京城环保股份有限公司** 与**北京京城国际融资租赁有限公司**。

北京京城环保股份有限公司前身曾是北京市最大的科研院所，作为“**中国环保产业骨干企业**”，公司拥有近五十项国家专利及千余项科研成果，在工业危险废物、大型医疗废物、城市生活垃圾、防化危险品、污泥、餐厨垃圾、有机废液焚烧处理领域，**形成独特的核心技术，创造了多项国内“第一”**。在国内省级危险废物集中处置领域，**拥有 70%以上的市场份额**，居国内领军地位；在污泥处置领域，再生资源综合利用领域，处于国内领先水平。

北京京城国际融资租赁有限公司是北京市国资委系统内最早成立的厂商系融资租赁公司，坚持积极探索以产业链为核心的供应链金融商业模式，全力推进产业与资本市场结合。公司业务以集团产业为支撑，以金融服务为驱动，通过优质的资产管理服务完善集团资源配置体系，通过个性化的金融租赁服务完善制造商销售体系，并由此为各行业终端客户提供优质的融资租赁产品和综合运营服务。

四、整体股权估值 60.38 亿元，目标价 14.30 元，“强烈推荐”评级

综合上述，

- 1、公司目前气体设备主业股权估值 40.32 亿元；
- 2、自有土地资源及其利用后可能带来的价值增值估值 10 亿元。
- 3、考虑国企改革、资产注入预期较强、管理层的积极性良好，我们予以以上估值 20% 的溢价。

所以，我们给予公司整体股权估值 $(40.32+10) * (1+20\%) = 60.38$ 亿元，对应目标价 14.30 元，予以“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 1、主业复苏不及预期；行业竞争激烈、市场需求存在没预期乐观的可能性、公司的管理改善也存在一定不确定性。
- 2、土地资源利用不及预期；目前公司如何用地的方案还没确定，所以存在多种可能性，存在估值不及预期的可能。
- 3、国企改革、资产注入进度不及预期。管理层能动性较强，但公司归属北京市国资委，改革的节奏进度存在不确定性。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1240	1177	1337	1607
现金	164	188	210	358
应收账款	404	370	431	479
其它应收款	6	10	9	10
预付账款	79	53	63	73
存货	573	535	602	664
其他	13	21	24	23
非流动资产	1268	1177	1096	1015
长期投资	55	55	55	55
固定资产	1017	948	873	795
无形资产	161	161	161	161
其他	36	13	7	4
资产总计	2508	2353	2433	2621
流动负债	929	732	725	791
短期借款	318	34	0	0
应付账款	372	330	377	414
其他	239	368	347	377
非流动负债	134	133	136	136
长期借款	0	0	0	0
其他	134	133	136	136
负债合计	1063	865	861	927
少数股东权益	525	525	525	525
股本	422	422	422	422
资本公积	684	684	684	684
留存收益	-186	-143	-59	63
归属母公司股东权益	920	963	1047	1169
负债和股东权益	2508	2353	2433	2621

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-108	316	48	135
净利润	13	43	84	122
折旧摊销	84	80	81	81
财务费用	42	7	-6	-11
投资损失	-101	-2	-2	-2
营运资金变动	-64	188	-116	-58
其它	-82	0	7	3
投资活动现金流	88	9	2	2
资本支出	149	0	0	0
长期投资	-58	-0	0	0
其他	178	9	2	2
筹资活动现金流	-161	-301	-29	11
短期借款	-165	-284	-34	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	125	0	0	0
其他	-121	-17	6	11
现金净增加额	-180	24	21	148

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1806	1881	2095	2363
营业成本	1621	1586	1755	1948
营业税金及附加	21	6	6	7
营业费用	103	94	105	118
管理费用	183	169	168	189
财务费用	42	7	-6	-11
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	101	2	2	2
营业利润	-64	21	69	113
营业外收入	84	30	30	30
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	18	51	99	143
所得税	5	8	15	22
净利润	13	43	84	122
少数股东损益	-8	0	0	0
归属母公司净利润	21	43	84	122
EBITDA	62	108	143	184
EPS (元)	0.05	0.10	0.20	0.29
主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-36.1%	4.1%	11.4%	12.8%
营业利润	-159.2	-66.9%	224.0%	65.6%
归属于母公司净利润	-80.1%	103.0%	92.6%	45.7%
获利能力				
毛利率	10.2%	15.7%	16.2%	17.6%
净利率	1.2%	2.3%	4.0%	5.2%
ROE	2.3%	4.5%	8.0%	10.4%
ROIC	-1.0%	1.8%	4.0%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	36.8%	35.4%	35.4%
净负债比率	30.95%	3.99%	0.00%	0.00%
流动比率	1.33	1.61	1.84	2.03
速动比率	0.71	0.87	1.00	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.77	0.88	0.94
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	4.23	4.52	4.97	4.92
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.10	0.20	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.75	0.11	0.32
每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.28	2.48	2.77
估值比率				
P/E	213.60	105.22	54.63	37.50
P/B	4.97	4.75	4.37	3.91
EV/EBITDA	84	48	36	28

投资评级定义**公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

石炯,中国中投证券研究所机械行业研究员,暨南大学金融学硕士,华南理工大学工业工程学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434