

京城股份(600860)
强烈推荐
行业：机械

具安全边际的高弹性京津冀一体化标的

近日，我们调研了京城股份，基本结论是维持主业向好、国企改革资产注入趋势不变的逻辑，通过实地考察推断、我们提高了土地开发估值至20亿，维持“强烈推荐”评级，提升目标价至17.12元。

投资要点：

- ✧ **公司是京津冀一体化国家战略的直接受益者。**京津冀战略核心为首都非核心功能有序疏解，三个重点为交通、环保、产业转移，直接利好公司LNG设备，市内产业的核心化、服务化提升了公司东五环空置土地的使用价值。
- ✧ **重申气体储运主业周期底部向好逻辑、安全边际估40亿。**油气价差扩大提高LNG设备经济性、环保需求拉动LNG设备刚需，公司LNG产品线覆盖瓶、罐、车、站，技术、渠道优势大，未来LNG设备占比将提高，主业盈利能力提升可期。我们将LNG业务与工业气瓶业务分拆估值约为30亿、10亿。
- ✧ **通过实地考察推断，我们提高土地开发估值至20亿。**结合京津冀政策、及我们对地的实地考察，我们认为公司东五环8.7万平方米的工业用地大概率做商业开发。公司将自主从多个规划方案中选择回报率最优方案，最快有望在年内确定方案。
- ✧ **国企改革是大势所趋，节奏取决于北京国资委。**作为大股东唯一上市平台+大股东目前证券化率5%+2020年北京国资预期证券化率50%，未来资产注入是大概率事件，具体时点取决于北京国资委的计划。
- ✧ **我们认为大股东近期再减持的可能性低，因减持超5%需向国务院申请。**
- ✧ **公司是具安全边际的高弹性京津冀一体化小市值标的，维持强烈推荐，提升整体估值至(40.19+20)*(1+20%)=72亿元，提升目标价至17.12元。**
- ✧ **风险提示：**主业复苏、土地利用、国企改革存在不及预期的可能性。

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人：石炯

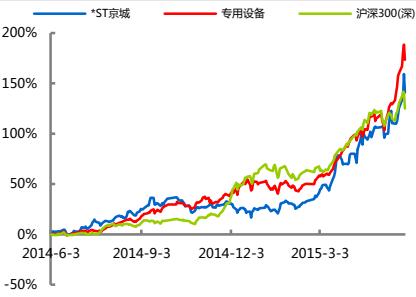
S0960114070038

0755-82026565

shijiong@china-invs.cn

6-12个月目标价： 17.12
当前股价： 13.12
评级调整： 维持
基本资料

总股本(百万股)	422
流通股本(百万股)	322
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	42
成交量(百万股)	15.62
成交额(百万元)	204.23

股价表现

相关报告

《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》 2015-4-22

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

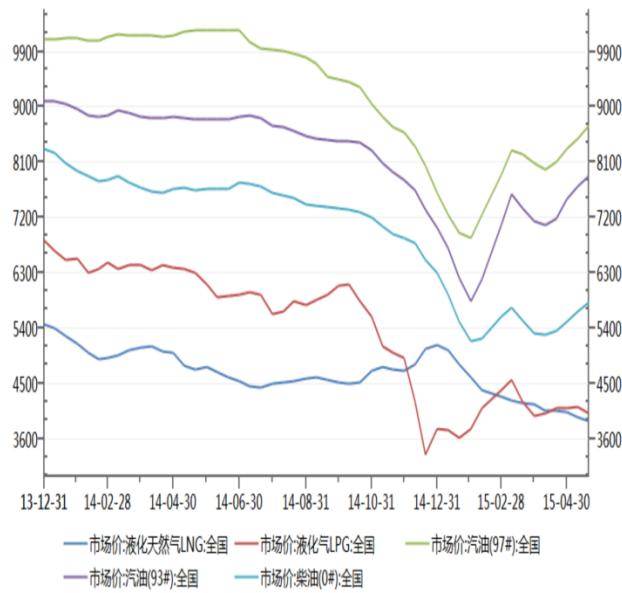
资料来源：中国中投证券研究总部

一、再次重申主业安全边际 40 亿——气体储运主业处周期底部、未来向好可期

1 LNG 业务具技术、渠道优势，有望受益于行业周期反转，估 30.47 亿

1.1 油气价差再次处扩大趋势、LNG 重卡&客车经济性渐显

图 1 整体油气价差逐步扩大（单位：元/吨）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 LNG 与 0#柴油对比（单位：元/M³、元/L）

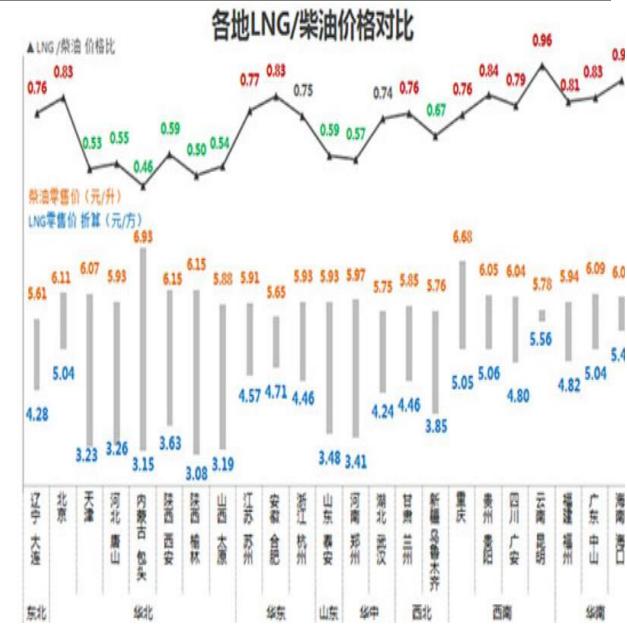


表 2 : LNG 客车经济性测算

LNG 比柴油每年节省的 燃料费用 (万元/年)		LNG 价 (元/M³)				
		3	3.5	4	4.5	5
0#柴油价 (元/L)	5	3.00	1.00	(1.00)	(3.00)	(5.00)
	5.5	4.50	2.50	0.50	(1.50)	(3.50)
	6	6.00	4.00	2.00	0.00	(2.00)
	6.5	7.50	5.50	3.50	1.50	(0.50)
	7	9.00	7.00	5.00	3.00	1.00

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

结合图 2 各地区的 LNG 与 0#柴油数据、表 1 表 2 重卡客车的经济性测算，我们可看出华北、西部、少数中东部省 LNG 重卡与客车的经济性是比较明显的。LNG 重卡、LNG 客车比柴油重卡、客车要分别贵 10 万、7.5 万，由上推断出，华北、西部与少数中东部省如山东、河南 LNG 重卡投资回收期在 1 年以内，具有经济可行性。

随着天然气气改的推进，进口与国内产能加大，LNG 价格下行是大势所趋，未来其经济性将更明显。

1.2 环保刚需推动 LNG 的发展

我国的能源发展规划中强调不断提高天然气在一次能源的使用比例：**2015 年规划**在一次能源结构中占比 7.5%，**2020 年规划**占比达 10%+。

比较现实的问题是目前环保问题现已成为日常的民生问题，雾霾、PM2.5 等挥之不去，这与我国一次能源消耗量居世界之首、能源消费结构中原煤消费占比最大有很大关系，**天然气作为清洁能源在这种背景上更凸显其刚性的战略地位。**

且不论经济效益，推广 LNG 最可行的渠道就在公共产品上使用。现在包括京津冀、广东、重庆、福建等全国各地都在推行提高 LNG 公交车的比例。每个大中城市均有公交车几千上万部，随着 LNG 公交车的渗透率提高，市场空间广阔。

1.3 公司 LNG 业务技术资质、渠道优秀，有望受益 LNG 行业周期反转

技术方面，

- ✓ **公司自主研发的 HPDI 储罐是目前全球顶尖的车载 LNG 储罐**，已累计向北美、加拿大出口数千台，良好运行超过 6 年，后续将在国内加大推广。
- ✓ **产品类型齐全：立志做 LNG 瓶、罐、车、站全产业链解决方案。**公司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 攀装站、LNG 加气站项目等。在超大型储罐的制造方面，公司技术国内领先。

渠道方面，

- ✓ 公司有国内最大的气体储运销售渠道，同时产品远销世界五大洲四十多个国家和地区；
- ✓ 国企背景与政府合作更有优势。

LNG 公交方面 北京市目前有公交 20000 多部，其中 LNG 公交 4000 多部，几乎全用公司的 LNG 气瓶。后续随着京津冀一体化战略的推进，环保问题较严重的该区域经济体预期将提高 LNG 公交车的比例，公司有望从中受益。

LNG 船方面：近期公司为国内建造速度最快的首艘标准化加注趸船“西江新奥 01”装配了 2 台 100 立方米 LNG 储气罐（合共 300~400 万元），根据广西壮族自治区政府审议通过的《广西西江黄金水道水上加油加气站布局规划（2012—2030 年）》，广西将依托梧州扶典水上加气站这一西江流域首座水上 LNG 加气站，在 2020 年前分两期完成西江黄金水道规划范围内的水上加油加气合建站 31 座，LNG 储气罐大概率将均由公司制造装配。

1.4 LNG 业务估值：30.47 亿元

综合上述对行业及公司业务的分析，我们预计未来 3 年公司 LNG 业务营收 GAGR 为 30%+。

我们假设 16 年公司 LNG 业务毛利率达到较正常水平 30%（富瑞为 35%），按目前费用率约 18% 算，则业务净利率约 12%，

则 2016 年公司 LNG 业务净利为 $3.34 \times 1.3 \times 1.3 \times 12\% = 0.6770$ 亿元

我们参照富瑞特装，富瑞未来 3 年营收、净利增速一致预期约 30%，其 16 年的 PE 约为 37 倍，考虑公司目前毛利率远低于同行 / 改善空间大 / 且正在改善中，给予公司 LNG 业务 2016 年 45 倍估值，对应估值 30.47 亿元。

2 工业气瓶业务增长稳健，估 9.72 亿元

全球工业气体市场未来几年将以 9% 左右稳步增长。公司工业气瓶国产龙头地位稳固，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。**

但工业气瓶的毛利率一直不高，在 10%多左右，算上费用率，净利率将为负。公司也积极采取各种措施去降成本 / 提效率，公司逐步将低附加值的产能转移到山东、江苏等人工成本、运输成本较低的区域，并采取以专利、专有技术等无形资产轻资产入股的新方式入股合作，提高资本效率。

因直接用 PE 估值净利为负不好估算，我们改用 PB 方式进行估值。

表 3：公司参控股 6 家非全资子公司资产情况如下

	参控股比例	净资产	归属公司净资产
天津天海	55%	226,327,682.75	124,480,225.51
上海天海	89.32%	32,230,706.45	28,788,467.00
廊坊天海	82.08%	162,778,765.31	133,608,810.57
美洲幸福	51%	30,907,437.39	15,762,793.07
山东天海	51%	114,174,850.47	58,229,173.74
江苏天海	35%	80,000,000.00	28,000,000.00
合计		646,419,442.37	388,869,469.89

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

目前市场上很多钢铁股 PB 都很高，公司做的是有一定技术含量的钢瓶，我们保守给归属公司的净资产 2.5 倍估值，工业气瓶业务对应估值 9.72 亿元。

整个气体储运主业估值 30.47 + 9.72 = 40.19 亿元

二、我们提高对公司于北京东五环空置土地开发的信心，提升估值至 20 亿

通过近期实地调研及政策推断，我们加大了对土地开发价值判断的信心：

- ✓ 结合京津冀政策、我们对地的实地考察，我们认为土地大概率**将做商业开发**，我们认为土地**不排除做房地产、文化创意园等方向的可能性**。公司目前自主做各种方案规划，到时选回报率最高的方案，具体方案最快有望在年内出台；
- ✓ 我们认为公司**倾向用开发用地做可持续经营的产业，将土地做一次性买卖的可能性低**；
- ✓ 我们之前按工业用地、商业用地属性给地分别估 3 亿、65 亿，上次整体给 10 亿估值，**通过这次调研，我们提高了对土地开发的信心，予以土地及其未来产业 20 亿的估值。**

三、国企改革趋势不改，是标的的高弹性催化剂，改革节奏取决于北京国资委

- ✓ 公司是大股东目前唯一的上市平台，公司名称由之前的“北人股份”改为与大股东京城机电控股同名的“京城股份”
- ✓ 大股东总资产 360 多亿元，目前证券化率仅约 5%
- ✓ 2020 年北京国资规划证券化率预期达 50%，未来资产注入是大概率事件
- ✓ 具体改革节奏取决于北京国资委的计划
- ✓ 国企改革预期给标的带来很大的想象空间，造就其低风险高收益的特性

四、整体股权估值 72.23 亿元，对应目标价 17.12 元

我们仍按之前给予国企改革预期 20% 的估值溢价整体股权估值为

$$(40.19+20) * (1+20\%) = 72.23 \text{, 对应目标价 } 17.12 \text{ 元。}$$

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

相关报告

报告日期 报告标题

2015-4-22 公司深度报告——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

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,中国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