



**买入**

**35% ↑**

目标价格:人民币 9.00

000965.CH

价格:人民币 6.68

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

# 天保基建

## 供应空客进军航空领域，民航产业稀缺标的

天保基建是天津保税区投资控股集团旗下的上市国有房地产企业。公司近期拟以现金收购集团旗下中天航空 60% 的股权和航空产业 49% 的股权，前者参与空客 A32 飞机的总装项目，供应空客进军航空领域，后续在其他机型组装、零部件等合作空间巨大，是 A 股稀缺标的；后者实现民航科技产业化基地的运营，背靠民航大学优质资源，有望对孵化成熟企业进行产业化投资，拓展新的盈利增长点；近日公司公布与中科院天津所成立合资公司，合作运营生物科技产业园，专业园区孵化项目再下一城。我们认为公司是优质转型标的，估算地产业务 RNAV 约 60 亿元提供安全边际，自上而下转型航空产业坚决，公司目前 20 亿在手现金充裕保障外延发展空间，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.26 元、0.36 元、0.43 元，采用分部估值法给予公司 90 亿元的目标市值，即 9.00 元/股，其中地产业务 RNAV 为 60 亿元，航空产业 6,000 万净利润给予 50 倍市盈率即 30 亿元。公司目前扣除集团持股后的实际流通市值仅约 30 亿元，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **拟收购中天航空 60% 股权，供应空客 320 飞机总装。**公司拟以 1 倍市净率现金收购中天航空 60% 股权，与空客合资参与 A320 组装业务，每年总装量 50 架次，实现净利润约 1 亿元；A330 组装线即将投产，预计 2017 年实现生产交付远期目标年产 24 架；并积极争取 A350 业务和空客零部件的供应。公司业务由此进入航空领域，也成为民航产业 A 股稀缺标的。
- **拟收购航空产业 49% 股权，专注民航科技产业化基地运营。**民航科技产业化基地位于天津航空城内占地 11 平方公里，目前已入驻包括空客总装、中直、西飞机翼等航空企业 50 余家，公司将与民航总局唯一直属大学——民航大学合作，背靠资源优势专注于航空产业园的运营，有望对孵化成熟的企业参与民航产业投资，培养新的利润增长点。
- **拟与中科院天津所成立合资公司，运营生物科技产业园项目。**公司近日拟与中科院天津工业生物技术研究所合资成立中科天保产业园运营管理有限公司负责汇盈产业园的开发和运营，公司持有 51% 股权，力争打造国内领先的生物高端技术、生物高端装备、生物高端产品的研发孵化转化基地，最终形成公司新的业务优势和利润增长点。
- **物业储备提供安全边际，自上而下推动航空产业转型。**公司自上而下转型航空产业坚决，位于自贸区内 70 万方未开发土地储备低成本高毛利，保证转型期的业绩贡献，我们估计公司目前可结算的物业面积近 60 万平米，RNAV 约 60 亿元。此外，公司在手现金 24 亿元，净现金 16 亿元，保障后续外延扩张的空间，为转型航空业务打下基础。

### 评级面临的主要风险

- 房地产项目去化率偏低；航空资产收购和转型进度慢于预期。

### 评级面临的主要风险

- 我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.26 元、0.36 元、0.43 元，采用分部估值法给予公司 90 亿元的目标市值，即 9.00 元/股，其中地产业务 RNAV 为 60 亿元，考虑到标的稀缺性和外延成长空间，航空产业 6,000 万净利润给予 50 倍市盈率即 30 亿元，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,580	1,306	1,808	1,984	2,223
变动(%)	81	(17)	38	10	12
净利润(人民币 百万)	265	187	262	359	437
全面摊薄每股收益(人民币)	0.263	0.186	0.260	0.356	0.433
变动(%)	58.3	(29.4)	39.9	36.8	21.8
全面摊薄市盈率(倍)	25.4	35.9	25.7	18.8	15.4
价格/每股现金流量(倍)	19.4	11.0	(5.9)	(493.7)	(106.8)
每股现金流量(人民币)	0.35	0.61	(1.13)	(0.01)	(0.06)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	21.4	15.4	12.3	10.1
每股股息(人民币)	0.031	0.014	0.026	0.036	0.043
股息率(%)	0.5	0.2	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	9.5	28.0	23.3	(7.9)
相对深证成指	27.6	22.1	21.6	9.2

发行股数(百万)	1,009
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,740
3 个月日均交易额(人民币 百万)	107
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
天津天保控股有限公司	51

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 7 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产: 房地产开发

卢晓峰

(8621)20328284

xiaofeng.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516050001

袁豪

(8621)20328529

hao.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090001

## 目录

公司简介.....	3
空客 A320 总装线项目 .....	7
航空产业园项目 .....	13
房地产项目测算 .....	18
财务分析.....	20
盈利预测及投资建议.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	23

## 公司简介

### 公司简介

#### **天保基建：天津保税区属唯一一家国有上市公司**

天津天保基建股份有限公司（以下简称“天保基建”）原为“天津水泥股份有限公司”，由天津市建筑材料有限公司、天津市新型建筑材料房地产开发公司、天津建筑材料进出口公司、天津市天材房地产开发公司及天津市建筑材料科学研究所五家股东发起。公司于1998年注册成立，于2000年在深圳证券交易所上市交易，证券代码000965。2007年公司进行股权分置改革，公司资产重组变更主营业务为房地产，并更名为“天津天保基建股份有限公司”。

**公司主营业务为房地产开发和销售**，主要开发的项目和土地储备位于天津滨海新区、空港经济区，拥有土地储备建筑面积达七十万平方米，多数项目位于天津自由贸易试验区，将是自贸区政策的直接受益者。同时，公司拓展航空产业、众创空间、园区开发等新的业务领域，按照投资与产业经营结合，围绕投资、运营两大核心能力，进一步提升可持续发展能力。

**截至2015年，公司总资产规模66.16亿元，净资产规模44亿元，2015年公司实现营业收入13亿元，净利润1.9亿元。**

### 股权变化

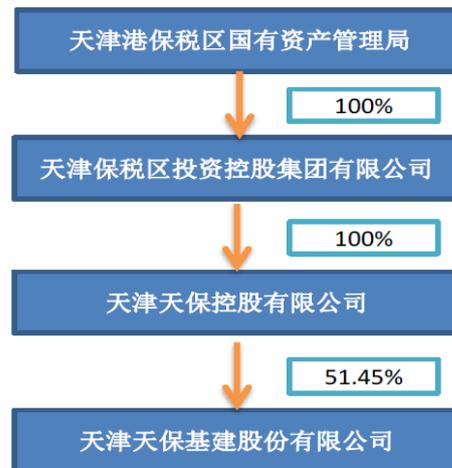
天保基建控股股东为天津天保控股有限公司，实际控制人为天津港保税区国有资产管理局。

2007年，公司进行股权分置改革，股东天保控股将其独资公司天津天保房地产开发有限公司的全部股权与天津水泥股份有限公司的资产进行置换，并将公司更名为“天津天保基建股份有限公司”，重组后公司总股本为2.39亿股。

2008年公司向天保控股非公开发行股票6,900万股，发行价格为14.79元/股，募集资金用于收购天保控股持有的天津滨海开元房地产开发有限公司100%的股权。此次增发后，公司总股本为3.08亿股。

2014年，公司非公开向7家特定投资者发行新股3.17亿股，发行价格4.46元/股，募集资金用于投向天保房地产空港商业区住宅项目（一期）、天保金海岸D06和D07住宅项目等。此次增发后，公司总股本变更为10亿股。

**目前天津天保控股有限公司持有公司股份共计5.19亿股，占公司总股本的51.45%，股权比例较为集中。**

**图表 1. 天保基建股权结构**


资料来源：公司数据、中银证券

**图表 2. 截至 2016 年 3 月 31 日天保基建前十大股东**

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	天津天保控股有限公司	519,087,178	51.45
2	天津津融投资服务集团有限公司	26,987,687	2.67
3	国信证券股份有限公司	16,115,999	1.60
4	天津市万博咨询有限公司	8,192,300	0.81
5	广发证券股份有限公司约定购回专用账户	4,544,100	0.45
6	中国证券金融股份有限公司	4,470,700	0.44
7	赵阳民	4,400,000	0.44
8	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	3,777,312	0.37
9	彭健龙	3,477,700	0.34
10	西藏自治区投资有限公司	3,428,424	0.34

资料来源：万得数据、中银证券

### 天津保税区投资控股集团

天津港保税区是我国继经济特区、经济技术开发区、国家高新技术产业开发区之后，经国务院批准设立的新的经济性区域。保税区按照国际惯例运作，享有“免证、免税、保税”政策，实行“境内关外”运作方式，功能主要定位于“保税仓储、出口加工、转口贸易”。

天津港保税区位于天津市滨海新区内，于 1991 年 5 月 12 日经国务院批准设立，是我国北方地区规模最大的保税区。经过多年的创新发展，天津港保税区已经形成了“一委三区”的管理体制，即由天津港保税区管委会管理天津港保税区、天津空港经济区和天津空港国际物流区共三个区域，统称“天津港保税区”。

天津保税区投资控股集团作为天津港保税区管委会下属国有独资企业，经管委会授权，主要承担天津港保税区、天津空港经济区和天津空港国际物流区的区域服务职能，并负责上述三个区域的基础设施建设及运营，同时还参与了空客 A320 系列飞机天津总装线等重大项目的投资和建设。天保集团通过产融结合，形成了交通运输业务、房地产开发业务、市政公用业务、金融业务以及其他业务等主营业务板块，其中房地产开发业务主要由天保基建从事。

2015年10月，天保基建董事会审议通过了《关于拟收购天津航空产业开发有限公司部分股权的议案》：为拓宽经营领域，打造新的盈利增长点，天保基建拟收购天津保税区投资有限公司持有的天津航空产业开发有限公司 49.23% 股权。

2016年6月，天保基建第六届董事会第三十次会议审议通过了《关于公司与天津保税区投资有限公司签署<股权转让合同>的议案》，天保基建拟以 3.22 亿元收购天津保税区投资有限公司持有的天津中天航空工业投资有限责任公司 60% 股权。交易完成后，公司经营业务将向航空领域扩展，打造新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力。

图表 3. 天津保税区投资控股集团旗下所有公司

二级全资子公司	二级子公司下属公司	持股(%)	备注	
天津天保控股有限公司	天津天保置业有限公司	100		
	<b>天津天保基建股份有限公司</b>	51.45	上市公司主体	
	天津天保热电有限公司	100		
	天津天保国际物流集团有限公司	79.7		
	天津天保市政有限公司	100		
	天津天保电力有限公司	100		
	天津空港国际物流股份有限公司	90.91		
	天津天保临港地产开发有限公司	100		
	天津天保港务投资发展有限公司	100		
	天津天保建设发展有限公司	100		
	家居目标（天津）物流基地有限公司	100		
	天津空港国际汽车园发展有限公司	32.65		
	天津天保宏信物流中心有限公司	100		
	天津保税区投资有限公司	<b>中航直升机有限责任公司</b>	20.09	航空产业相关
		天津天保国际物流集团有限公司	20.3	
		<b>天津中天航空工业投资有限责任公司</b>	60	拟收购
		<b>天津航空产业开发有限公司</b>	49.23	拟收购
空中客车（天津）工装夹具有限公司		49	航空产业相关	
斯提斯（天津）喷涂服务有限公司		48.89	航空产业相关	
<b>天津航空有限责任公司</b>		4.18	航空产业相关	
天津国际体育发展有限公司		19.05		
天津天保成长创业投资公司		29.7		
天津市扶素生物技术有限公司		9.84		
天天希杰（天津）商贸有限公司		5		
天津安迅达科技有限公司		3.93		
中冶天工建设有限公司		1.47		
中环天仪股份有限公司		1.01		
天保滨海投资服务有限公司		100		
航建航空产业股权投资（天津）有限公司		8.3		
天津燕山投资管理有限公司		10		
天津银行股份有限公司		19.45		
天津燕山股权投资基金有限公司		18.83		
天津经发投资有限公司		18.18		
光大金控（天津）创业投资有限公司	9.17			
国科瑞华创业投资企业	4.91			
天津北方国际信托投资股份有限公司	1.35			
天津滨海新区投资控股公司	1.5			
天津天保资产经营管理有限公司	100			
展讯科技（天津）有限公司	75			
天津大无缝投资有限公司	0.95			
天津泰信资产管理有限责任公司	1.3			
中节能（天津）投资集团有限公司	2			

资料来源：公司公告、中银证券

续 图表 3. 天津保税区投资控股集团旗下所有公司

二级全资子公司	二级子公司下属公司	持股 (%)	备注
	天津天创保鑫创业投资合伙企业 (有限合伙)	14.22	
	天津保税区发展有限公司	100	
天津天保租赁有限公司			
天津滨海新区天保小额贷款有限公司			
天津天保嘉顺投资有限公司			
天津天保嘉业投资有限公司			
天津天保嘉圆投资有限公司			
天津天保财务有限公司			
天津天保商业保理有限公司			

资料来源: 公司公告、中银证券

## 空客 A320 总装线项目

### A320 项目简介

空客 A320 系列飞机天津总装线项目作为中欧战略合作的重大项目,是空客 320 系列飞机在全球设立的第三条总装线,是空客公司在欧洲以外的第一条飞机总装线,也是全亚洲第一条民用航空生产线。

该项目由空中客车公司与天津保税区、中国航空工业集团公司组成的中方联合体合资公司——空中客车(天津)总装有限公司主导实施,空中客车中国有限公司持有 51% 的控股权,天津中天航空工业投资有限责任公司持有 49% 的股权。空客 320 天津组装线的厂房、外围基础设施建设以及生产线、安装线和技术设备等均由天保投资建设,总投资共计 111.6 亿元。

**天津中天航空工业投资有限责任公司(简称:中天航空)**是由天津保税区投资有限公司、中国航空工业第一集团公司、哈飞航空工业股份有限公司、江西洪都航空工业股份有限公司共同出资设立的有限责任公司,主营业务为投资天津空中客车 A320 系列飞机总装线项目合资公司,于 2006 年 12 月 26 日成立。其中,天津保税区投资有限公司持有中天航空 60% 的控股权。

图表 4. 天津中天航空工业投资有限责任公司实收资本明细表

股东名称	出资额(万元)	持股比例(%)
天津保税区投资有限公司	18,000	60
中国航空工业第一集团公司	6,000	20
哈飞航空工业股份有限公司	3,000	10
江西洪都航空工业股份有限公司	3,000	10
合计	30,000	100

资料来源:公司公告、中银证券

空客总装公司的经营运作模式主要是根据订单完成整机组装并收取加工费:

- 1) 由空客公司与航空公司签订购销合同后,将生产订单下达给空客总装公司。
- 2) 空客公司按照生产订单向空客总装公司提供飞机组装所需核心部件,包括前、后机身和机翼等,并且从供应商处采购发动机、座椅等部件提供给空客总装公司。
- 3) 空客总装公司负责雇用工程技术人员,采购润滑油、航空专用漆等消耗品,进行飞机的组装工作,包括飞机的总装、喷漆、测试和飞行测试等。
- 4) 待飞机组装完成后,将整机交付给空客公司。待整机销售完成后,空客公司按照每架飞机 122 万欧元加工费返还给空客总装公司。目前空客 A320 系列飞机目录价格平均在 120 万欧元左右。

### 交付情况

空客 320 天津组装线组装的飞机主要销售给中国国内的航空公司使用。空客 320 天津组装线自 2008 年投产以来,截至 2015 年底,累计完成总装并交付飞机 253 架,由空客公司销售并由空客总装公司组装的空客 320 机型在国内航空公司在同类机型中市场占有率为 50%,优势地位显著。

2006 年,空客 A320 系列总装线项目正式落户天津滨海新区;

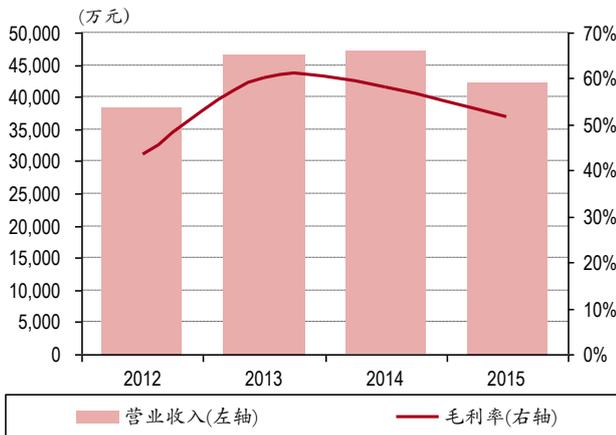
2007 年,项目开工建设;2008 年,项目正式投产;

2009年，首架飞机试飞成功并于当年交付使用，当年已成功交付11架；  
 2010年，完成26架飞机的总装；  
 2011年，项目计划达到3架/月的生产和交付速率；  
 2012年，项目计划达到4架/月的生产和交付速率；  
 2013-2015年，项目的生产速率已稳定在4架/月的水平，2013年、2014年、2015年交付量分别为46架、47架和49架。

### 经营情况

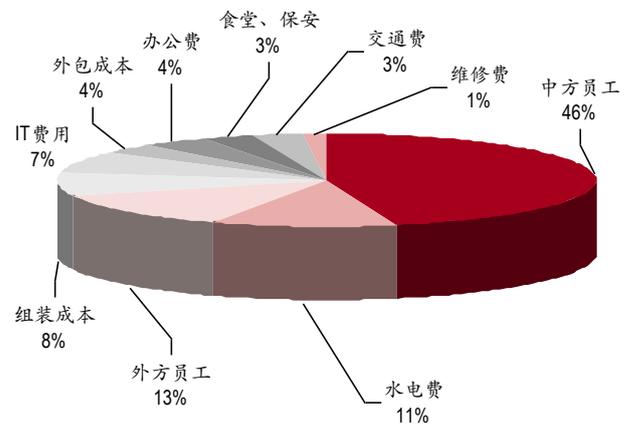
2015年，空客总装公司实现营业收入4.23亿元，毛利率为51.7%，实现营业利润1.84亿元。营业成本中最主要的部分是人工费用，占整体成本比例大于50%，其次是能源和技术服务费和消耗品采购等。根据空客的122欧元采购价、交付量和营业收入测算，预计A320单体采购金额在800-1,000万元/架，净利润约300-400万元/架，2015年收入下滑估计主要由于欧元贬值造成的外汇结算影响。

图表 5. 2012-2015 年空客总装公司营业收入情况



资料来源：公司公告、中银证券

图表 6. 2015 年空客总公司营业成本构成



资料来源：公司公告、中银证券

### 股权转让

2014年4月，公司董事会通过《关于公司与天津保税区投资有限公司签订〈股权收购框架协议〉的议案》，同意公司以2.46亿元收购天津保税区投资有限公司所持有的中天航空公司60%股权。但签署《股权转让协议》后，双方就股权收购具体实施方案进行了多轮磋商，针对具体实施方案未达成一致意见。

2016年6月，公司第六届董事会第三十次会议审议通过了《关于公司与天津保税区投资有限公司签署〈股权转让合同〉的议案》，**确定以3.22亿元收购天保投资公司持有的中天航空公司60%股权。**

从评估审计报告来看，由于中天航空持有空客总装股权比例为49%，采用权益法计量长期股权投资而不进行合并报表，初始投资成本2.84亿元，账面价值4.5亿元。截至2015年10月31日，中天航空账面资产总额为5.36亿元（长期股权投资+现金），无负债，净资产5.36亿元；2015年1-10月实现净利润6.2亿元。**此次评估作价5.37亿元，收购60%股权对价3.22亿元，相当于仅1倍市净率，和5.2倍2014年市盈率，真正体现天保集团将上市公司打造为航空产业投资和运营平台的长期战略目标。**

**图表 7. 天津中天航空工业投资有限责任公司财务情况**

项目	2012年12月	2013年12月	2014年12月	2015年10月
净资产 (亿元)	2.69	3.74	4.75	5.36
净利润 (亿元)	<b>0.52</b>	<b>0.96</b>	<b>1.04</b>	<b>0.62</b>
增速 (%)		84	9	
ROE (%)	19	26	22	

资料来源：公司公告、中银证券

此次董事会决议公告还提出：“交易完成后，公司经营业务将向航空领域扩展，打造新的盈利增长点，进一步提升公司可持续发展能力。”**我们认为公司有望借此次低价收购集团核心航空资产的机会，大力发展通用航空产业，逐渐将其打造为房地产业务以外的第二主业。**

### 空客 A330 完成及交付中心项目

2015年7月，空客与中天航空在空客总部法国图卢兹签署框架协议，将在天津建立空客 A330 飞机完成及交付中心，这是空客在欧洲以外首个宽体飞机合作项目。项目将包含一个进行客舱安装和装饰的完成厂房以及一个喷漆车间。其中，客舱完成厂房和 A320 系列飞机总装厂房大小类似，并将紧邻天津 A320 系列飞机总装线厂房建设。

空客天津 A330 项目完成及交付中心所负责的工作包括飞机接收、客舱安装、飞机喷漆、发动机试车和飞行测试，以及飞机交付和客户接收等环节。不同于 A320 系列总装项目，A330 系列飞机将在法国图卢兹完成总装，而尚未进行客舱设施安装和喷漆的“绿皮飞机”将从法国运往天津：在客舱安装和装饰完成之后，飞机将转到喷漆车间进行喷漆，经测试后交由空客天津飞机交付中心并最终交付给客户。

2016年3月，空中客车 A330 飞机天津完成及交付中心在滨海新区空港经济区的空客天津总装公司启动建设，预计 A330 项目的工程建设将历时两年，预计 2017 年将实现 A330 首架飞机交付，建成后的工作速率将是 2 架/月，即年产量达到 24 架/年，未来还将延伸生产 A350 系列飞机。

我们假设空客 A330 项目在 2017 年实现首架飞机交付，2018 年生产速率达到 1 架/月，2019 年达到目标速率 2 架/月，即 24 架/年；在 A320 项目订单量和产能稳定的状态下，合计交付量将达到 72-75 架/年。我们假设按照 A320 项目 400 万元/架的净利润，考虑到 A330 项目没有总装环节，按 350 万元/架净利润测算，估计合计净利润将达到 2.92 亿元/年，则归属上市公司的净利润约 9,000 万元。

**图表 8. 空中客车天津总装有限公司年产量估算 (架)**

年份	A320 系列	A330 系列	合计	增速 (%)
2009	11		11	
2010	26		26	136
2011	34		30	15
2012	40		36	20
2013	46		46	28
2014	47		47	2
2015	49		49	4
2016	50		50	2
2017	50	6	56	12
2018	50	12	62	11
2019	50	24	74	19

资料来源：公司公告、中银证券

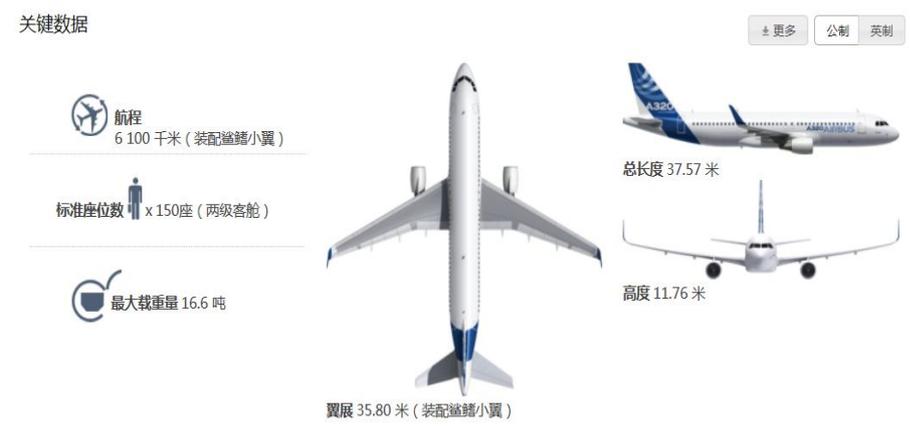
在签订此次 A330 项目框架协议时，正在法国进行访问的国务院总理李克强和法国总理马努埃尔·瓦尔斯共同见证了协议的签署。空客同时与其他中国企业签署了合作协议：与中国航空工业签署关于内饰开发的合作意向书；与浙江西子签署航空紧固件的采购协议等。目前空客民用飞机上的部分零部件由中航工业集团旗下的成飞、西飞、沈飞、哈飞等生产，而 A320 系列飞机机翼也已经全部由西飞国际航空制造(天津)有限公司完成总装及测试并直接交付。

我们认为空客与天津空港区的合作已全面上升的国家战略的层面，中航系等国产航空领域的企业通过积极参与空客飞机制造的供应链体系学习海外先进技术，由此提升我国航空产业的实力并推动持续的互惠互利的合作，而天津保税区作为战略合作载体的重要性可见一斑。

## 空客公司

空中客车公司 (Airbus, 又称空客、空中巴士)，是欧洲著名的飞机制造、研发公司, 1970 年于法国成立, 空客公司的股份由欧洲宇航防务集团公司 (EADS) 控股, 是由法宇航、德国 Dornier 和 DASA、西班牙 CASA 组成的联合体。

图表 9. A320 飞机数据



资料来源: 公司网站、中银证券

空客飞机生产线由四个系列机型组成: 单通道中短程的 A320 系列, 双通道的远程型 A330/A350 系列, 以及超远程高运力的 A380 系列。目前, 中国各航空公司运营的空客飞机数量超过 1240 架, 其中单通道的 A320 系列飞机 1,000 多架, 双通道的 A330 系列飞机 170 多架。

2015 年, 空客系列在手订单量亚太区占比已达到 29%, 远远超过欧洲 18% 和北美 9% 的市场份额。根据空客内部测算中国将成为未来 20 年里飞机订单交付金额最大的市场, 因此空客正在积极寻找在中国市场的商业和工业合作。

**图表 10. 空中客车（天津）总装有限公司年产量估算（架）**

机型	初产年份	乘客容量 (座次)	飞行距离 (公里)	机身长度 (米)	机翼宽度 (米)	2016年售价 (亿美元)
<b>A320 系列 (竞争对手: B737)</b>						
A318	2003	107	5,750	31.4	34.1	0.751
A319	1996	124	6,850	33.8	35.8	0.896
A320	1988	150	6,100	37.6	35.8	0.980
A321	1994	185	5,950	44.5	35.8	1.149
<b>A330 系列 (竞争对手: B767,B777,B787)</b>						
A330-200	1998	247	13,450	59.0	60.3	2.315
A330-300	1994	277	11,750	64.0	60.3	2.564
<b>A350 系列 (竞争对手: B787,B777)</b>						
A350-900	2014	315	14,350	66.8	64.7	3.081
A350-1000	2017	369	14,800	73.7	64.7	3.557
<b>A380 系列 (竞争对手: B747-8)</b>						
A380-800	2007	525	15,700	73.0	79.8	4.326

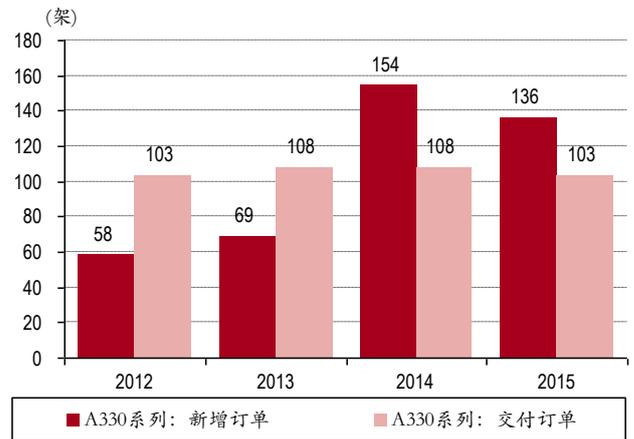
资料来源：公司公告、中银证券

截至 2015 年空客的 Airbus 客机系列全球在手订单 6,831 架：2015 年全球新增订单 1,080 架（其中，A320 系列 945 架，A330 系列 136 架），而订单交付量仅为 635 架（A320 系列 491 架，A330 系列 103 架），缺口达到 445 架（A320 系列 454 架，A330 系列 33 架），从产销和供需缺口角度来看，空客目前的产能已无法满足订单的高速增长，因此空客的扩产需求也符合市场的供需现状。

目前中天航空实现 A320 总装量 48 架/年，占比全球 A320 交付份额（490 架）约 10%，占比亚太区份额约 35%；未来中天航空可实现 A330 总装量 24 架/年，则占比全球 A330 交付份额（100 架）约 24%，占比亚太区份额约 80%。

**图表 11. 空客 A320 系列全球新增订单和交付情况**


资料来源：公司公告、中银证券

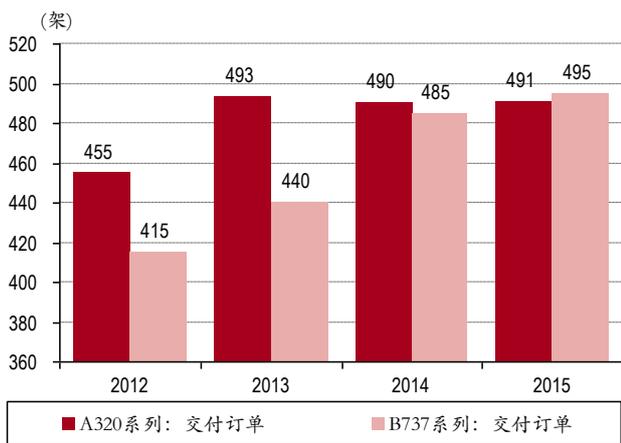
**图表 12. 空客 A330 系列全球新增订单和交付情况**


资料来源：公司公告、中银证券

根据 2014 年《中国内地飞机运营情况报告》，在中国民机市场中，空客公司和波音公司的市场份额分别为 47% 和 43%，形成外资寡头垄断格局。其中，空客 320 系列和波音 737 系列占比分别占比 41% 和 40%，是两大主力机型。空客和波音作为全球飞机制造业双寡头的竞争格局一直持续。

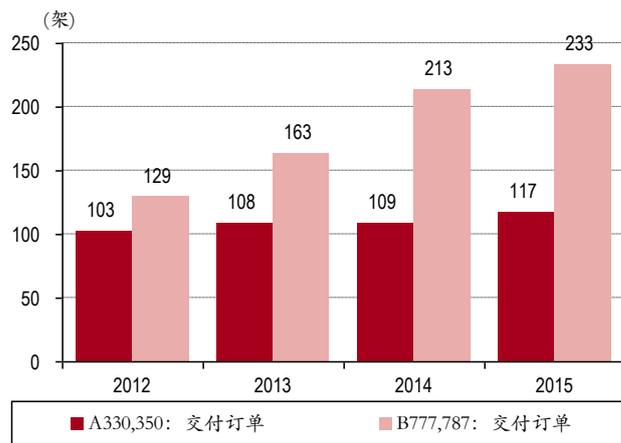
从波音近年的订单交付情况来看，B737 和 B777/787 的交付量均取得明显的增长，而对手机型空客 A320 和 A330/350 的交付量均始终维持在 490 架和 110 架的水平附近。从竞争格局的角度来看，竞争对手的快速扩张将倒逼其进行扩产，因而在中国建空客欧洲外的首个 A320 和 A330 合作工厂，也符合空客自身的战略诉求。

图表 13. 空客 320 和波音 737 订单交付量增长情况



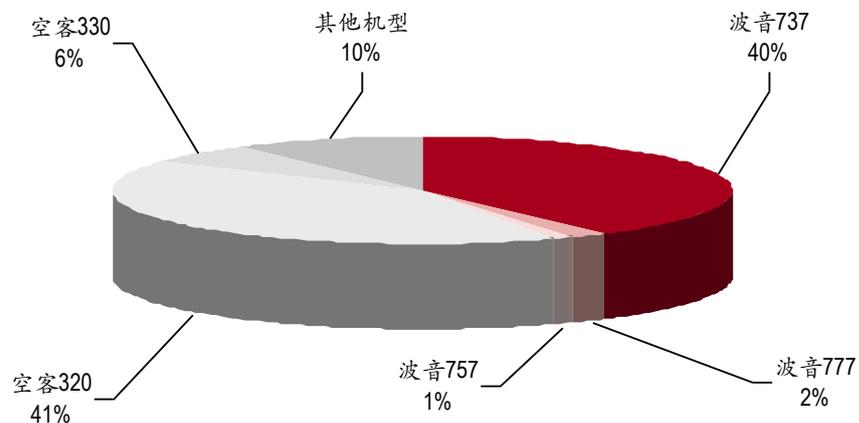
资料来源: 公司公告、中银证券

图表 14. 空客 330 和波音 777 订单交付量增长情况



资料来源: 公司公告、中银证券

图表 15. 2014 年中国民机市场各机型市场份额



资料来源: 《中国内地飞机运营情况报告》、中银证券

## 航空产业园项目

### 航空产业公司

天津航空产业开发有限公司（航空产业公司）是在天津市政府与国家民航局的倡导之下，由天津港保税区和中国民航大学分别代表天津市政府和国家民航局于 2007 年出资注册成立的国有公司，注册资本为 1 亿元人民币；其中天津保税区投资有限公司（天保投资公司）持股 49.23%，天津航大中天科技发展有限公司（航大中天公司）持股 50.77%。

天津航空产业开发有限公司按照市场化运作模式，根据天津市政府和国家民航局的要求，承担滨海新区临空产业区（航空城）内中国民航科技产业化基地的建设、运行、管理、招商引资、入园企业服务的任务。

航空产业公司的经营范围为民用航空产业投资、民用航空基础设施及厂房的开发建设、物业管理、自有房屋租赁；高科技产品的研究、开发、生产、技术转让、技术服务；科技企业孵化服务；会议服务；及以上相关咨询服务。

中国民航科技产业化基地由国家民航局和天津市政府于 2005 年 10 月签署合作协议设立，选址在天津滨海新区临空产业区内，占地面积 11 平方公里，包括 8 平方公里的航空产业园和 3 平方公里的飞机维修区（详见本篇第 4 节）。

### 股权转让

2015 年 10 月，公司董事会审议通过了《关于拟收购天津航空产业开发有限公司部分股权的议案》：为拓宽经营领域，打造新的盈利增长点，公司拟收购天津保税区投资有限公司持有的天津航空产业开发有限公司 49.23% 股权。

天津航空产业开发有限公司（航空产业公司）是依托中国民航大学和天津保税区管委会共同合建的民航专业孵化服务平台，是国家民航局赋予从事民航科技产学研结合、成果转化，提升民航科技产业自主创新能力和高新技术企业孵化为主要目标的技术研发、转移、孵化的专业机构。

航空产业公司 2014 年被认定为国家级科技企业孵化器和市级科技企业孵化器；2015 年被认定为天津市首批众创空间，由此吸引了一批民航局系统的项目进驻并开展研究，如民用机场气象设备生产及检测系统、航空旅客自助行李托运系统、民用机场围界智能安全检测系统等。

中国民航大学座落在天津航空城内，为民航科技产业发展提供重要的科技和人才支持，是民航总局所属唯一一所民航学科门类齐全、将交通运输与航空科学技术两大学科群交叉融合的综合性高等院校，成立于 1951 年已有 54 年的办学历史。学校学科遍及工、管、文、理、法五个学科门类，15 个硕士点及航空安全管理（中法合作）、航空 MBA（中澳合作）等两个研究生学位班，拥有一批民航总局级科研基地和重要科研成果，科研实力雄厚。

我们认为公司与国家民航总局唯一直属院校——中国民航大学合资合作共同开发、运营和孵化中国民航科技产业园，有望借助民航总局的优势资源和民航大学的科研实力，打造国内顶尖的民航产业园区，而公司也有望借助上市平台和资本实力对入驻企业进行专业孵化，并对孵化成熟的科研项目进行产业化投资，完成进入民航领域的转型，打造新的盈利增长点。

### 天津临空产业区（航空城）

天津临空产业区（航空城）是天津临空经济发展的核心载体，是滨海新区重要的功能区之一，将建设成为以航空物流、民航产业、临空会展商贸、民航科教为主要功能的现代化生态型产业区，总规划占地面积近 90 平方公里。航空城的总体发展目标：

- 1) 以中国民航科技产业化基地为载体，以 A320 飞机总装线为龙头，吸引飞机零部件产业集聚，带动相关的研发、销售和维修等各行业协同发展；
- 2) 形成以大型民机总装为主导，科技研发为先导的民用航空产业发展格局；
- 3) 重点发展机体零部件、发动机整机及零部件制造、机载系统及设备制造等配套产业发展，
- 4) 积极发展机场空管设备和机场地面设备制造、飞机维修、民用航空培训等相关产业，建设和完善研究开发、中介服务等支撑体系。

图表 16. 天津临空产业区（航空城）总体规划



资料来源：公司网站、中银证券

天津临空产业区（航空城）按产业特点和区域交通特点划分为六个功能分区：规划机场运营及保障区、航空教学培训与科研区、中国民航科技产业化基地、空港加工区、空港物流区、飞机维修区。

**图表 17. 天津临空产业区（航空城）按产业特点和区域交通特点划分为六个功能分区**

功能区	占地面积 (平方公里)	规划内容
机场运营及保障区	21.38	规划用地北至成林道延长线、东至京津塘高速公路、南至机场维修区，包括机场运营区、机场办公服务和机场生产辅助区。
飞机维修区	6.19	北区位于机场运营区北部机场货运功能匹配，作为货机的维修用地；南区位于南部与机场客运功能和飞机制造功能衔接，作为大型商务机维修用地。
空港物流区	6.73	空港物流区位于机场西侧和南侧，由国际物流区、机场服务区组成。可开发土地面积 3.39 平方公里。
航空教学培训与科研区	6.21	该区位于航空城规划用地的西南部，津滨快速路两侧，即民航学院新、老校区和新扩建部分，可开发土地面积 3.47 平方公里
民航科技产业化基地	11	民航科技产业化基地由民航科技产业区、民航产业发展区、飞机组装、制造区三部分构成： 1、民航科技产业区位于空港物流加工区二期用地西部，东至空流加工区二期经三路、南至津滨快速路、西至环外快速环路、北至纬三路。用地南部 2 平方公里规划为起步区。 2、民航产业发展区：分为两部分，环外快速环路以西，东至规划环外快速环路、南至京山铁路、西至机场大道，北至津滨快速路；环外快速环路以东，东至津岐快速路、南至津滨快速路、西至环外快速环路、北至京津塘高速公路。 3、飞机组装、制造区（西区）位于津北公路以北，京津塘高速公路与规划机场第三跑道之间。
空港加工区	36.96	空港加工区位于航空城规划用地的东部，即现状空港物流加工区内，用地细分为四个区：保税仓储物流加工区（2.8 平方公里）、高新技术工业加工区（19.8 平方公里）、商务中介管理服务区（6.62 平方公里）、商住生活配套区（7.74 平方公里）。
<b>合计</b>	<b>88.47</b>	

资料来源：公司公告、中银证券

### 民航科技产业化基地

**民航科技产业化基地**是国内唯一的国家级民航科技产业化基地。产业化基地选址在天津市滨海新区航空城内，依托天津保税区的空港物流加工区而建。项目占地面积总计 11 平方公里。其中，航空产业园，即制造、加工、研发、培训功能区，占地 8 平方公里（空港加工区二期用地范围），飞机维修和技术服务功能区占地 3 平方公里（位于机场运营区域内，与跑道相连）。产业基地功能定位包括：**民航设备制造和加工、民航科技研发和培训、民航维修和技术服务**，重点发展方向：

- 1) 产业方面：民航空管、通信导航设备制造；机场特种设备制造；飞机零部件及机载设备加工；民航信息产业；飞机维修及空管、机场设备维修；
- 2) 科研方面：民航科技重大专项研究平台；建立民航科学技术研究院；设立民航大学科技园；设立民航科研基地分支机构；设立国家级、民航总局级重点实验室；设立若干企业研发中心。
- 3) 其他方面：设立民航技术和产品的测试、认证中心；提供民航技术服务；建立民航技术培训中心（空管、机务、飞行）；建立科技人才创业园。

图表 18. 中国民航科技产业化基地一期项目占地 7 万平方米



资料来源：公司网站、中银证券

#### 民航产业基地 2016-2020 年的发展目标：

努力将基地建设成为世界民航高科技产业转移的主要承接基地，中国民航科技研发的“硅谷”，21 世纪全球重要的航空产业城。努力形成具有自主知识产权和良好产业化前景的核心技术，建成适应民航可持续发展需要的科技引进、消化、吸收和创新体系。

#### 基地入驻企业

在产业进驻方面，航空产业基地以空客 A320 大飞机、中航直升机等龙头项目为依托，重点发展大飞机、直升机、无人机三条产业链和机场、空管、航空租赁、物流等综合性航空配套服务业，目前还聚集了西飞机翼、古德里奇飞机短舱，欧直、泰雷兹雷达、赛峰集团、英德拉雷达、FTG 等 50 多家航空项目，其中世界 500 强企业 5 家、著名航空龙头企业 15 家，有 20 余个重大项目正在积极推动中，涉及飞机总装、零部件制造、航空租赁、物流和服务等领域。

除空客 A320 总装项目，已经落户民航产业化基地的知名企业还包括：

**古德里奇航空结构服务（中国）有限公司（GASCC）**，是知名的新加坡古德里奇亚洲航空结构服务中心——GASCA 旗下的独资公司，除为空客 A320 总装线提供发动机短舱吊挂现场技术支持外，将主要从事飞机发动机短舱部件的 MRO 服务。目前具备包括，进气道，反推，风扇整流罩，尾喷在内的 A320 发动机短舱附件的维修和大修能力，以及 B757，B737NG 等发动机短舱的维修能力。

**银河国际货运航空有限公司**，由中外运空运发展股份有限公司、大韩航空有限公司、HANA 投资有限公司及 Shinhan 投资有限公司共同出资设立，经营范围包括国内和国际航空货邮运输；飞行器租赁；自用飞行器维修维护；包机；航空公司代理服务；进出口服务及相关地面服务。公司以全货机经营定期与非定期的国际货物运输服务，使用 B747-400F 和 A300-600F 等机型经营通往欧洲和美国的航线。

**中航工业西飞 A320 机翼总装项目**，中航工业西安飞机工业（集团）有限责任公司首次在本部以外地区建设的大型航空部件装配生产线。该项目组装的机翼已被用于天津出厂的空客 A320 系列飞机上。

维斯通用航空事业发展(天津)有限公司, 经营范围是提供直升机应急救援、会展、特种行业旅游等通用航空服务, 目前运营直升机已达 12 架。随着民航装备制造加工、民航技术服务和民航科研培训等民航产业向基地聚集, 民航产业化基地将逐渐实现规模经营, 成为产业高度聚集、产业链完整、民航产品和技术具有国际水平的高科技产业园区, 成为滨海新区未来重要的经济增长点。

根据天津市工信委规划, 民航科技产业化基地下一步将按照**打造空客亚洲制造中心、全国飞机租赁中心和北方航空服务中心**的目标要求, 加快引进航空航天产业龙头项目和关键零部件配套项目, 在现有主制造商落户发展的基础上, 努力拓展完善航空产业链, 向产业链上游研发、设计环节转移, 进一步吸纳具有高端技术尤其是关键技术的航空企业来津发展。

我们认为公司作为民航科技产业化基地的运营商, 同时作为中方主导空客 A320 园区核心项目, 有望从产业链的层面深度参与园区内企业的孵化, 发展园区内企业间的航空供应链体系, 利用集团资源优势促成相关企业与空客、中直等飞机整机制造商的产业合作并实现产业化目标, 真正参与到航空产业园区的运营和产业投资。

## 房地产项目测算

公司目前主要开发的项目和土地储备位于天津滨海新区、空港经济区，拥有土地储备建筑面积达 70 万平方米，多数项目位于自贸区，将是自贸区政策的直接受益者。在公司房地产开发项目中，在建项目包括“天保金海岸项目”、“天保意境兰庭项目”、“汇津广场项目”等，上述项目主要位于天津滨海新区和空港经济区，已完工项目包括“天保汇盈产业园”等。

我们扣除项目中公建等不可售部分，估计目前权益可结算面积约 60 万平方米，权益可结货值约 98 亿元。由于公司早期拿地成本较低，根据公司公布的投资额计算得单位投资额仅 4,700 元/平方米。我们估计公司房地产开发业务重估净资产值 (RNAV) 为 61 亿元，较归母净资产账面价值 44 亿元增值约 17 亿元。

图表 19. 公司 2015 年主要可售房地产项目测算

序号	项目	位置	权益 (%)	项目类型	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	权益可结面积 (平方米)	总投资 (万元)	均价 (元/平方米)	权益可结货值 (万元)
1	天保金海岸项目	经济技术开发区	100	住宅	1,025,244	1,885,700	297,957	789,653	19,000	566,122
2	天保意境兰庭项目	空港经济区	100	住宅	122,824	285,143	132,290	236,230	19,000	251,351
3	汇津广场项目	空港经济区	100	商办	62,989	131,888	66,138	55,000	10,000	66,138
4	天保汇盈产业园	空港经济区	100	工业	40,001	65,697	65,697	26,357	9,000	59,127
5	联动金泰合作项目	空港经济区	40	商业	48,808	97,616	39,046	40,708	10,000	39,046
<b>合计</b>						<b>2,466,044</b>	<b>601,131</b>	<b>1,147,948</b>		<b>981,785</b>

资料来源：公司公告、中银证券

公司投资并持有一定的投资型物业，以获取稳定的租金回报。目前持有经营的物业包括“天保公寓”、“名居花园底商”、“天保金海岸 B05 底商”、“天保金海岸 B06”、“汇津广场一期”，上述投资型物业主要集中于天津滨海新区和空港经济区，物业类型包括公寓、写字楼等。

根据公司 2014 年的数据，公司的持有型物业可租面积约 8.9 万平方米。2015 年公司实现物业出租收入 3,853 万元，采用成本法计量的投资性房地产账面价值 7.1 亿元，单位账面成本约 7,900 元/平方米，我们给予 10,000 元/平方米进行重估，重估后投资性物业价值为 8.9 亿元，增值 1.9 亿元，扣除用现金收购 3.2 亿元收购中天航空后，地产业务 RNAV 约 60 亿元。

图表 20. 公司 2014 年持有型物业情况

序号	项目	经营业态	可租面积 (平方米)	出租率 (%)
1	天保公寓	公寓	57,990	70
2	名居花园底商	商业	7,266	86
3	天保金海岸 B05 底商	商业	1,671	93
4	天保金海岸 B06	公寓	3,037	100
5	汇津广场一期	写字楼	19,361	57
<b>合计</b>			<b>89,325</b>	<b>70</b>

资料来源：公司公告、中银证券

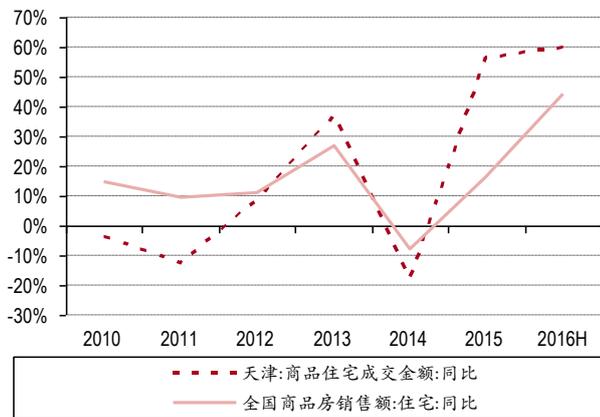
### 天津房地产市场

2015年天津商品房市场共成交1,561万平方米,较2014年上涨38.11%,其中商品住宅成交1,356万平方米,成交金额1,566亿元,较2014年分别增长42%和55%,均达到历史最高点,且均列全国第九。天津房地产市场在经历了2年的相对低迷之后,2015年销售面积、金额均创出历史新高。

近年天津商品住宅成交价格走势整体呈现平稳上涨态势,2012年首次突破万元大关,而后两年呈缓慢上涨态势,2014年成交价格为10,553元/平米,累计涨幅为4.9%,2015年整体成交价格为11,548元/平米再创新高,同比涨幅为9.4%。

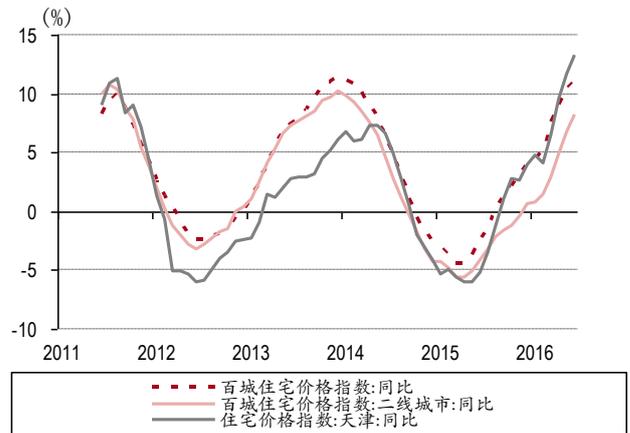
2016年上半年天津新房住宅成交继续量价齐升,根据中指院统计,6月天津住宅样本平均价格为12,017元/平米,同比涨幅为13.2%;1-6月新房累计成交1121万平方米,同比增长109.8%,接近2015年全年成交量;截至6月底天津市库存去化周期仅为7.97个月,滨海新区为9.14个月。

图表 21. 天津和全国住宅成交额同比增速



资料来源: 万得数据、中银证券

图表 22. 天津和全国住宅价格指数同比涨幅



资料来源: 万得数据、中银证券

图表 23. 天津住宅平均价格月度走势



资料来源: 中指院、中银证券

图表 24. 天津住宅库存月度走势

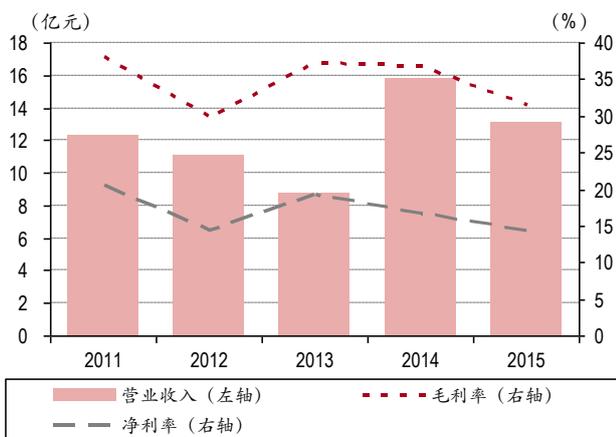


资料来源: 中指院、中银证券

## 财务分析

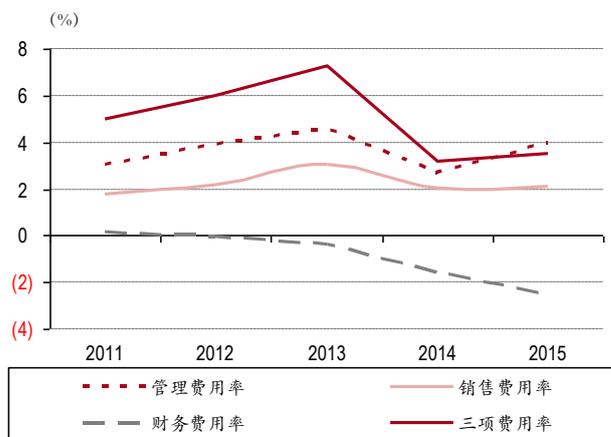
公司的主要业务分为房地产开发、物业出租和物业管理，2015年分别实现收入12.55亿元、3,853万元和1,266万元，收入占比分别为96%、3%和1%，房地产开发业务贡献主要收入；2015年公司实现营业收入为13.06亿元，比上年同期下降17.3%；实现归母净利润1.87亿元，同比下降27.9%，主要由于部分商品房尚未满足收入确认条件。2016年1-6月，公司预告实现净利润1-1.3亿元，比上年同期增长41.25%-83.62%，公司所开发项目销售情况良好，上半年满足收入确认条件的售房项目增加。

图表 25. 2011-2015 公司营业收入和利润率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 26. 2011-2015 公司三项费用率



资料来源：万得数据、中银证券

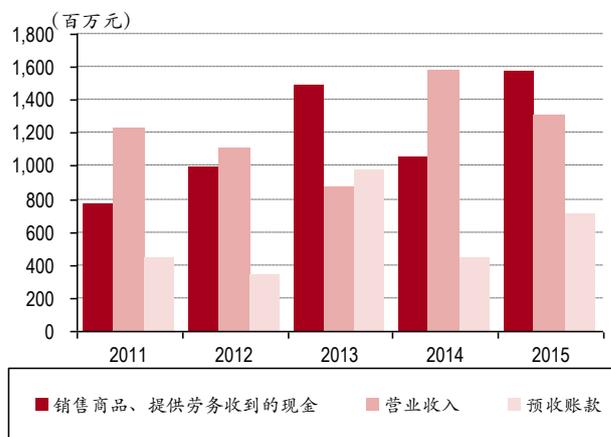
截至2016年3月31日，公司资产负债率为27.8%，在手现金24.4亿元，扣除去年发行的公司债8亿元，净现金16.4亿，由于公司获房地产项目时间较早且成本较低，因此滚动的投资额消耗资金量有限，负债率远低于行业平均水平，在手现金充足保障了后期外延扩张的空间。2015年，公司销售商品的现金流15.7亿元，同比增长50%，销售回款的增加保证了今年的结算业绩。

图表 27. 2011-2015 公司资产负债率



资料来源：万得数据、中银证券

图表 28. 2011-2015 公司现金流、营收和预收款情况



资料来源：万得数据、中银证券

## 盈利预测及投资建议

### 盈利预测

#### 房地产业务:

公司中短期的业绩仍主要由房地产业务贡献, 2015 年实现收入 13.06 亿元, 归属于母公司净利润 1.87 亿元; 2016 年 1-6 月, 公司预告实现净利润 1-1.3 亿元, 同比增长 41%-84%, 主要由于公司所开发项目销售情况良好, 上半年满足收入确认条件的售房项目增加。

根据公司的项目规划, 汇津广场二期和天保意境兰庭住宅分别有望在今年年初和年底实现竣工, 将保障 2016-17 年的结算业绩。

#### 航空业务:

公司拟以现金收购天津保税区投资有限公司持有的中天航空 60% 股权和航空产业 49.23% 的股权:

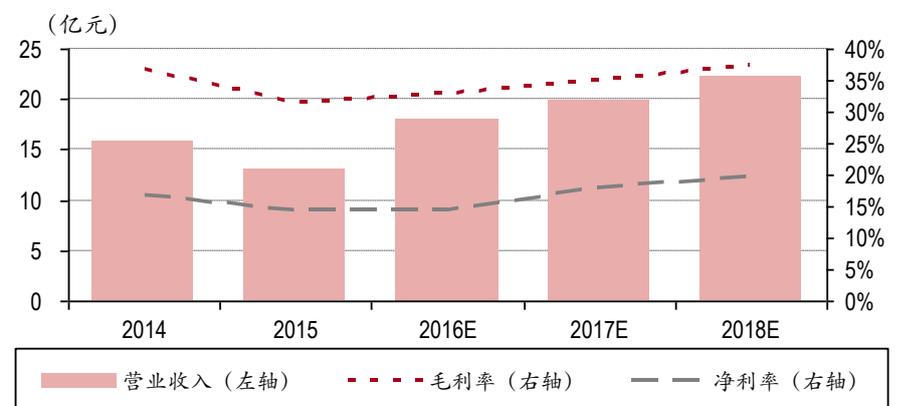
1) 中天航空 2014 年实现净利润 1.04 亿元, 空客 A320 项目保持 48 架/年的生产交付量, 预计未来业务量基本保持稳定; 2015 年 1-10 月实现净利润 0.62 亿元, 项目盈利略有下降, 预计主要由于欧元贬值导致的外汇结算影响和空客 A330 项目投建生产线的部分开支计提费用, 规划 2017 年 A330 项目将实现交付, 远期目标产能 24 架/年, 届时业绩将有较大的增长;

2) 航空产业 2015 年实现营业收入 1,496 万元, 净利润 22.5 万元, 由于业务体量较小, 盈利能力有限; 预计未来股权转让实施后, 上市公司将有效运用其资本运作平台进行通航科技产业化基地的园区运营、孵化和产业投资, 随着业务体量的扩大, 背靠民航大学优势资源, 有望实现盈利的稳步增长;

预计上述航空业务将主要体现在投资收益的增长, 主要由于中天航空本身持有空客总装合资公司 49% 的股权进行权益法计量, 故中天航空并表在上市公司体内只体现为投资收益; 而航空产业 49.23% 的权益原则上进行权益法计量。

我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.26 元、0.36 元、0.43 元。

图表 29. 公司 2016-18 年收入和盈利测算



资料来源: 公司数据, 中银证券

### 估值及投资建议

我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.26 元、0.36 元、0.43 元，采用分部估值法给予公司 90 亿元的目标市值，即 9.00 元/股，其中地产业务 RNAV 为 60 亿元，考虑到标的稀缺性和外延成长空间，航空产业 6,000 万净利润给予 50 倍市盈率即 30 亿元，首次覆盖给予**买入**评级。

图表 30.航空板块相关估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	2015 年净利 (亿元)	2016 年 市盈率(倍)	2017 年 市盈率(倍)
000768.CH	中航飞机	653	4.0	104	81
600372.CH	中航电子	374	4.8	59	47
600038.CH	中直股份	262	4.4	47	36
002013.CH	中航机电	261	4.9	44	36
002190.CH	成飞集成	153	0.9	63	26
600316.CH	洪都航空	147	0.8	126	92

资料来源：万得数据、中银证券

## 研究报告中所提及的有关上市公司

天保基建 (000965.CH/人民币 6.68, 买入)

以2016年7月19日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,580	1,306	1,808	1,984	2,223
销售成本	(1,190)	(1,016)	(1,397)	(1,490)	(1,621)
经营费用	(48)	(52)	(83)	(92)	(116)
息税折旧前利润	341	239	328	403	486
折旧及摊销	(27)	(27)	(26)	(28)	(30)
经营利润(息税前利润)	315	211	302	374	456
净利息收入/(费用)	52	84	80	79	93
其他收益/(损失)	17	0	42	108	128
税前利润	357	245	357	488	595
所得税	(91)	(58)	(89)	(122)	(149)
少数股东权益	0	0	(5)	(7)	(9)
净利润	265	187	262	359	437
核心净利润	265	187	262	359	437
每股收益(人民币)	0.263	0.186	0.260	0.356	0.433
核心每股收益(人民币)	0.263	0.186	0.260	0.356	0.433
每股股息(人民币)	0.031	0.014	0.026	0.036	0.043
收入增长(%)	81	(17)	38	10	12
息税前利润增长(%)	74	(33)	43	24	22
息税折旧前利润增长(%)	70	(30)	37	23	21
每股收益增长(%)	58	(29)	40	37	22
核心每股收益增长(%)	58	(29)	40	37	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	357	245	357	488	595
折旧与摊销	27	27	26	28	30
净利息费用	(25)	(33)	(13)	(5)	(10)
运营资本变动	105	462	(1,388)	(303)	(409)
税金	(91)	(58)	(89)	(122)	(149)
其他经营现金流	(23)	(30)	(32)	(100)	(120)
经营活动产生的现金流	348	614	(1,139)	(14)	(63)
购买固定资产净值	(4)	(3)	(1)	(2)	(3)
投资减少/增加	69	(500)	67	74	83
其他投资现金流	(1,056)	0	603	30	46
投资活动产生的现金流	(992)	(503)	668	103	126
净增权益	1,395	0	0	0	0
净增债务	(200)	799	869	242	377
支付股息	(22)	(31)	(26)	(36)	(44)
其他融资现金流	(1)	(0)	603	30	46
融资活动产生的现金流	1,172	768	1,446	236	379
现金变动	529	879	975	325	442
期初现金	975	1,504	2,426	3,358	3,684
公司自由现金流	(643)	111	(470)	89	63
权益自由现金流	(843)	910	399	331	439

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,504	2,426	3,358	3,684	4,128
应收帐款	4	39	54	59	66
库存	2,701	2,671	3,697	4,056	4,545
其他流动资产	0	531	41	44	48
流动资产总计	4,209	5,666	7,150	7,843	8,786
固定资产	123	116	140	166	192
无形资产	47	47	46	46	46
其他长期资产	753	787	763	732	709
长期资产总计	924	950	950	944	947
总资产	5,133	6,616	8,100	8,788	9,733
应付帐款	378	557	755	801	868
短期债务	0	2	872	1,114	1,490
其他流动负债	502	843	173	192	218
流动负债总计	880	1,402	1,800	2,107	2,576
长期借款	0	797	797	797	797
其他长期负债	1	9	854	906	980
股本	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
储备	3,243	3,399	3,635	3,958	4,351
股东权益	4,252	4,408	4,644	4,967	5,360
少数股东权益	0	0	5	11	19
总负债及权益	5,133	6,616	8,100	8,788	9,733
每股帐面价值(人民币)	4.21	4.37	4.60	4.92	5.31
每股有形资产(人民币)	6.07	4.32	4.56	4.87	5.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.17)	(1.61)	(1.67)	(1.76)	(1.82)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	21.6	18.3	18.2	20.3	21.9
息税前利润率(%)	19.9	16.2	16.7	18.9	20.5
税前利润率(%)	22.6	18.8	19.7	24.6	26.7
净利率(%)	16.8	14.4	14.5	18.1	19.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.8	4.0	4.0	3.7	3.4
利息覆盖率(倍)	220.4	12.8	5.6	5.5	6.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	2.1	1.9	1.8	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.4	35.9	25.7	18.8	15.4
核心业务市盈率(倍)	25.4	35.9	25.7	18.8	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	34.2	48.4	34.6	25.3	20.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	19.4	11.0	(5.9)	(493.7)	(106.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	21.4	15.4	12.3	10.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	928.4	965.0	831.7	949.8	968.4
应收帐款周转天数	0.8	6.0	9.3	10.3	10.2
应付帐款周转天数	219.9	130.6	132.4	143.2	137.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.8	9.9	13.3	13.3	13.3
净资产收益率(%)	7.7	4.3	5.8	7.5	8.5
资产收益率(%)	4.5	2.8	3.1	3.3	3.7
已运用资本收益率(%)	9.7	5.5	6.4	6.8	7.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371