

# 电子城 (600658)

 证券研究报告  
 2020年09月08日

## 园区地产销售创佳绩，科技服务转型未来向好

电子城(600658.SH)是北京市国资委控股的大型高科技企业集团“北京电控”旗下唯一的科技服务平台。公司前身北京电子城有限责任公司成立于1994年，经过十余年的发展，公司成功实施电子城老工业基地的升级改造和电子城科技园区的开发建设后，2009年电子城与其兆维科技的资产进行置换，电子城正式登陆A股。2013年，公司提出“立足北京，走向全国”的布局，2017年公司开始全国扩张，并拿下厦门、昆明等多城市地块。同年，公司提出向科技服务转型的战略规划。目前，公司主营业务为园区地产销售、科技服务业务以及文化传媒业务。

**2020H1 业绩提升幅度大，盈利能力改善。**公司2017年-2019年业绩波动较大，2020年以来公司营收迎来较大幅度增长。2020H1公司营收12.8亿元，同比增幅150.42%，主要源于公司园区销售及出租收入的大幅增长。公司各项业务中，2020H1公司园区地产销售、科技服务业务以及文化传媒业务收入分别为14.57亿元、3.19亿元、0.12亿元，分别变动+493.9%、+10.8%、-4.2%，另外包含5.08亿分部间抵销，园区地产销售增长亮眼。公司归母净利润近几年波动较大，主要由于公司营业成本及期间费用的增加。公司2020H1归母净利润2.35亿元，同比增加38.06%，公司摊薄ROE在近年同样呈下滑趋势，2019年公司摊薄ROE达5.3%，预计2020年该指标会随归母净利润的提升而有所改善。毛利占比方面，2020H1公司园区地产销售毛利占比88.7%，新型科技服务占比10.5%，文化传媒占比0.8%。**毛利率方面，公司园区地产业务毛利率稳中趋降，2020H1开始改善，2020H1年公司园区地产销售业务毛利率56.46%，较2019年底提升2.75个PCT；新型科技服务业务毛利率有所下滑，2020H1该业务毛利率30.35%，较2019年底下滑6.96个pct。文化传媒业务2020H1毛利率提升明显，达到61.24%，较2019年底提升18.82%。2020H1公司经营情况逐步改善，管理费用率、财务费用率分别为8.13%、9.14%，较2019年底的10.41%、9.75%均有所下降。公司盈利能力自2020年来有所改善。**

**销售跨规模增长，拿地积极，可售土储充裕。**2020年以来公司地产销售实现大幅增长，上半年实现销售金额25.14亿元，销售面积16.70万平米，同比增长1814.1%、401.5%。其中，销售面积多集中在北京、天津、山西。公司2020年地产销售实现巨幅增长，同时，截至2019年底公司可供出售面积达86.2万平米，可覆盖公司2-3年销售，随着疫情缓解，预计公司销售将更进一步。截至2019年年底，公司的土地储备为76万平方米，主要集中在北京、厦门、昆明、朔州等地。2020年以来公司拿地积极，6月份公司在朔州拿下两个地块，新增建面47.15万平，新增土地总价2.34亿元。2019年公司在建建筑面积144.88万平米，yoy+106.8%，达到新高，为后续业绩提供保障。**公司自2018年年报将原有的园区物业出租和物业管理业务整合至新型科技服务。**目前，公司的新型科技服务收入主要为园区出租和物业管理业务。新型科技服务近年来收入保持增长，2020H1公司该业务收入3.19亿元，yoy+10.76%，毛利率持续下降，2020H1毛利率达30.35%，较2019年底下滑近7个百分点。

**公司杠杆水平持续提升，融资成本维持稳定。**截至2020H1，公司资产负债率为56.99%，剔除预收账款的资产负债率为54.86%，公司资产负债率近年来有所提升，或与公司拓展有关，但仍保持60%以下的低位，处于行业较低水平。净负债率在2018、2019年均有较大幅度的上升，2020H1公司净负债率为57%，较2019年底提升了12个PCT。公司净负债率的提升主要由于公司有息负债金额的增加。公司融资成本稳定，现金短债比有所下降。长期以来公司的综合融资成本维持在4%-5%之间，2019年公司综合融资成本为4.76%，较2018年下降0.16个PCT。而由于负债金额的增加，公司现金短债比不断下降，2020H1公司货币资金/短期负债的比例达到79.85%。

**投资建议：**公司背靠北京电控资源丰富，积极向科技服务方向转型且初具成效。2020年上半年公司盈利能力有所提升，园区销售及文化传媒业务毛利率均有回升，整体毛利率在有所回升。2019年公司土储稳定，在建面积达到新高，后续结转有保障。预计持有型物业出租率的上升、租金减免的减少以及物业管理附加值的提升将为公司新型科技服务业务提供更大增长空间。基于此，我们预计公司20-22年归母净利润分别为4.56亿元、4.72亿元、5.48亿元，对应PE估值分别为14.91X、14.41X、12.40X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价7.92元/股。

**风险提示：**房地产销售不及预期、融资成本控制不及预期、项目开发进度不及预期

### 投资评级

行业	房地产/园区开发
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	5.88元
目标价格	7.92元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,118.59
流通A股股本(百万股)	1,118.59
A股总市值(百万元)	6,577.28
流通A股市值(百万元)	6,577.28
每股净资产(元)	6.11
资产负债率(%)	56.99
一年内最高/最低(元)	7.41/3.94

### 作者

陈天诚 分析师  
 SAC执业证书编号: S1110517110001  
 chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,234.44	1,824.87	2,554.82	3,065.79	3,617.63
增长率(%)	4.71	(18.33)	40.00	20.00	18.00
EBITDA(百万元)	666.70	545.37	735.60	820.40	969.29
净利润(百万元)	409.87	350.97	456.08	471.96	548.38
增长率(%)	(19.40)	(14.37)	29.95	3.48	16.19
EPS(元/股)	0.37	0.31	0.41	0.42	0.49
市盈率(P/E)	16.59	19.38	14.91	14.41	12.40
市净率(P/B)	1.03	1.03	0.98	0.94	0.90
市销率(P/S)	3.04	3.73	2.66	2.22	1.88
EV/EBITDA	6.53	11.56	9.90	9.43	8.58

## 内容目录

1. 公司简介及历史沿革.....	4
1.1. 背靠大股东北京电控资源丰富，科技服务转型打造核心优势.....	4
1.2. 股权激励计划覆盖公司管理层及业务骨干，保持管理层利益与公司长期一致.....	5
2. 财务概况：2020H1 业绩提升幅度大，盈利能力改善，文化传媒毛利率亮眼.....	5
3. 园区地产业绩增长迅猛，销售规模再创佳绩.....	7
3.1. 拿地力度加强，在手土储优厚.....	9
4. 科技服务战略转型初显规模，毛利率有所下滑.....	10
5. 杠杆水平提升，融资成本稳定.....	11
6. 盈利预测与估值.....	13
7. 投资建议.....	14
8. 风险提示.....	14

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司营收（亿元）及 YoY.....	6
图 4：公司各项业务营收占比.....	6
图 5：公司归母净利润（亿元）及 YoY.....	6
图 6：公司摊薄 ROE（%）.....	6
图 7：公司毛利率与净利率.....	7
图 8：公司三费率.....	7
图 9：公司各类业务毛利占比.....	7
图 10：公司各项业务毛利率.....	7
图 11：园区地产销售业务营收（万元）及 YOY.....	8
图 12：园区地产销售业务营收占比.....	8
图 13：地产销售业务毛利润（万元）及 YOY.....	8
图 14：地产销售业务毛利润占比.....	8
图 15：地产业务签约销售面积及 YOY.....	8
图 16：公司可供出售面积及 YOY.....	8
图 17：公司历年新增土储建筑面积及拿地金额.....	9
图 18：公司历年待开发土储面积及待开发项目个数.....	9
图 19：公司历年在建项目建筑面积.....	9
图 20：公司历年土储面积.....	9
图 21：公司新型科技服务业务营收及 yoy.....	10
图 22：公司科技服务业务毛利及毛利率.....	10

图 23: 公司历年出租面积 .....	10
图 24: 公司北京出租面积及其占比.....	10
图 25: 公司资产负债率&扣预资产负债率 .....	11
图 26: 公司历年净负债率 (%) .....	11
图 27: 公司融资成本 (%) .....	12
图 28: 公司历年利息资本化金额/借款金额 .....	12
图 29: 公司货币资金 (万元) & 现金短债比 .....	12
表 1: 公司历年拿地区域变化 .....	9
表 2: 2016 年以来新增拿地情况 .....	9
表 3: 公司主要自持科技服务平台项目列表.....	11
表 4: 各业务收入预测 (单位: 亿元) .....	13

## 1. 公司简介及历史沿革

### 1.1. 背靠大股东北京电控资源丰富，科技服务转型打造核心优势

电子城（600658.SH）是北京市国资委控股的大型高科技企业集团“北京电控”旗下唯一的科技服务平台，控股股东北京电控旗下还有京东方和北方华创两家上市公司。

公司前身北京电子城有限责任公司成立于 1994 年，成立之初的任务主要为承接中关村科技园区电子城科技园开发建设、招商引资以及北京电子城老工业基地改造建设等工作，是北京市人民政府批准的落实《北京电子城发展实施方案》的实施主体单位。

经过十余年的发展，公司成功实施电子城老工业基地的升级改造和电子城科技园的开发建设后，2009 年电子城与其兆维科技的资产进行置换，电子城正式登陆 A 股。

2013 年，公司提出“立足北京，走向全国”的布局。2016 年，公司集合旗下各子公司组建“北京电子城投资开发集团”，并更名为北京电子城集团投资开发股份有限公司，全面启动向科技服务战略转型。2017 年公司开始全国扩张，并拿下厦门、昆明等多城市地块。

近三年，公司积极向科技服务方向转型，以“构筑科技产业生态，促进区域创新发展”为使命，以“打造国内领先、国际知名的科技服务企业”为愿景，凭借在科技发展空间营造、科技发展助推服务及科技资源资本运作整合等方面的核心竞争优势，构建了“科技空间服务”及“科技创新服务”两大发展体系，通过运营数十个科技空间项目、发展创 E+科技孵化服务平台、成立集成电路设计服务公司、参股英诺创易佳科技创投基金等不断深化转型。

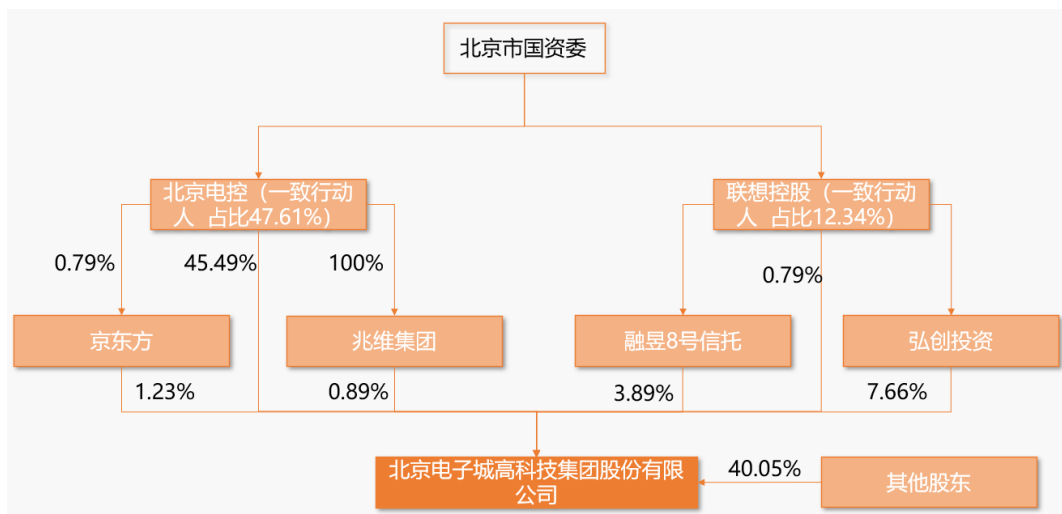
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

股权方面，截至 2020 年半年度，公司第一大股东为北京电控，直接持有 5.08 亿股，占公司总股本的 45.49%，同时通过京东方和兆维集团持有公司 2.12% 的股份，总计持有 47.61% 的股份。北京电控成立于 1997 年 4 月，由北京市国资委 100% 控股，旗下拥有京东方、北方华创、电子城 3 家上市公司，共有 18 家二级企事业单位，电子城是其唯一上市的园区科技服务上市平台。

图 2: 公司股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

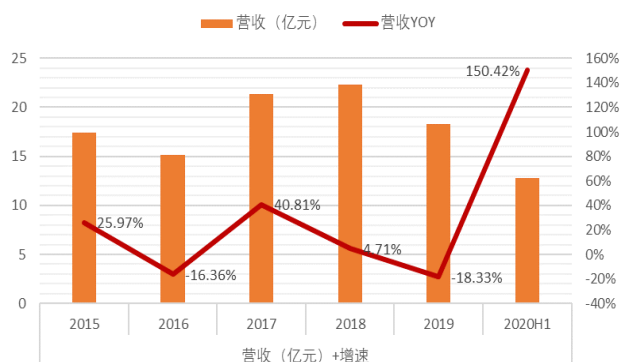
## 1.2. 股权激励计划覆盖公司管理层及业务骨干，保持管理层利益与公司长期一致

公司于 2019 年 8 月推出首期股票期权激励计划，授予日为 2019 年 8 月 5 日，行权价格为 6.78 元/股，成为北京市首家获批实施股权激励计划的市属国有园区地产上市公司。本激励计划的激励额度为 11,185,850 份股票期权，约占公司已发行股本总额 1,118,585,045 股的 1%，授予人数 91 人，主要为公司管理层及其他核心骨干员工 83 人。其中首次授予 10,067,500 股，首次授予部分占本激励计划签署时公司股本总额的 0.9%，占本次授予股票期权总量的 90%，预留授予 1,118,350 股，占本次授予股票期权总量的 10%。2020 年 6 月 17 日为预留部分股票期权的授予日，公司向 18 名激励对象授予 1,118,350 份股票期权，行权价格为 6.12 元/股。

## 2. 财务概况：2020H1 业绩提升幅度大，盈利能力改善，文化传媒毛利率亮眼

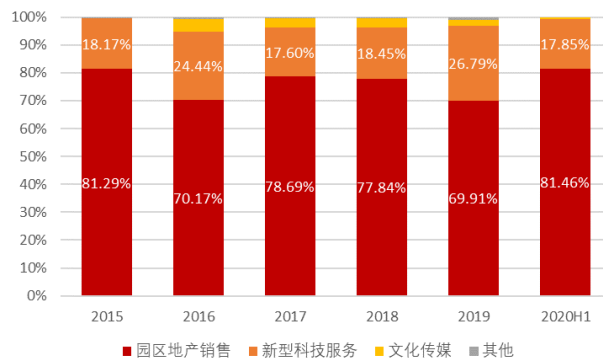
公司 2017 年-2019 年业绩波动较大，2020 年以来公司营收迎来较大幅度增长。2020H1 公司营收 12.8 亿元，同比增幅 150.42%，主要源于公司园区销售及出租收入的大幅增长。公司各项业务中，新型科技服务业务收入占比 2017-2019 年逐年上升，体现出公司科技服务战略转型的显著成效。2020H1 该业务占比略有下降，主要由于公司园区销售收入的大幅提升。2020H1 新型科技业务 3.19 亿元，较 2019H1 的 2.88 亿元仍有 10.8% 的增长。

图 3：公司营收（亿元）及 YoY



资料来源：Wind，天风证券研究所

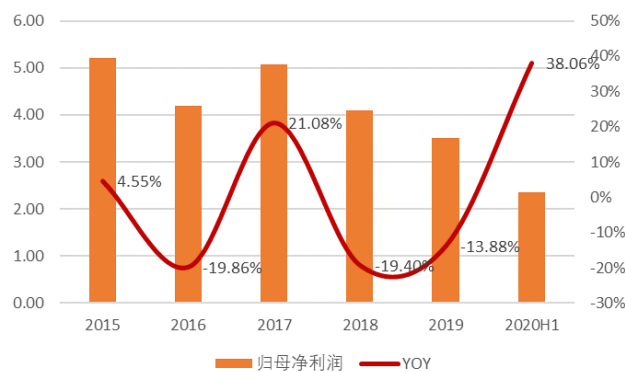
图 4：公司各项业务营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

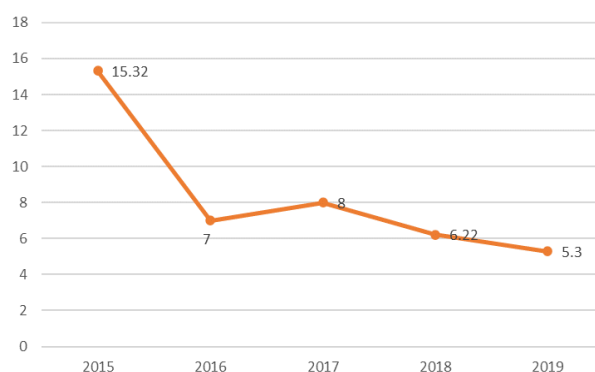
盈利能力近期有所提升。公司归母净利润近几年波动较大，主要由于公司营业成本及期间费用的增加。公司 2020 年 H1 归母净利润 2.35 亿元，同比增加 38.06%，公司摊薄 ROE 在近年同样呈下滑趋势，2019 年公司摊薄 ROE 达 5.3%，预计 2020 年该指标会随归母净利润的提升而有所改善。公司销售毛利率、净利率 2015 年以来呈下降趋势，2019 年以来毛利率、净利率有所改善，公司 2020H1 毛利率、净利率分别为 56.65%、17.72%，均较 2019 年末分别上升 7.42、下降 0.81 个 PCT，净利率 2018 年止住颓势维持稳定。费用方面，公司三费费用率 2015 年以来有所上升，主要由于公司管理费用及财务费用的增加，公司 2019 年管理费用、财务费用分别为 10.41%、9.75%，2020H1 公司经营情况逐步改善，管理费用率、财务费用率分别为 8.13%、9.14%，较 2019 年底均有所下降。

图 5：公司归母净利润（亿元）及 YoY



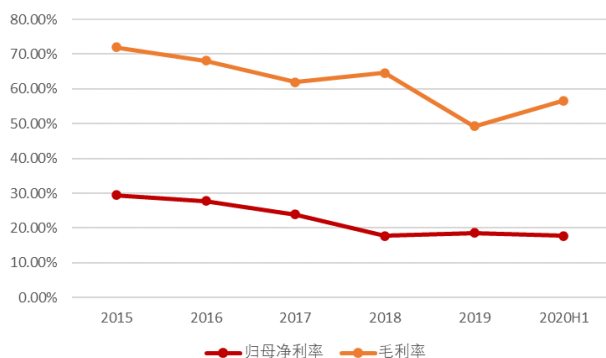
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司摊薄 ROE (%)



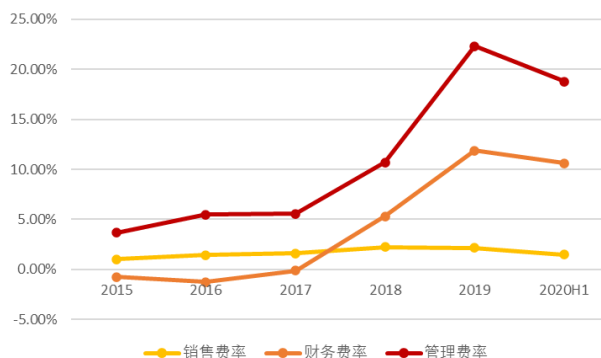
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

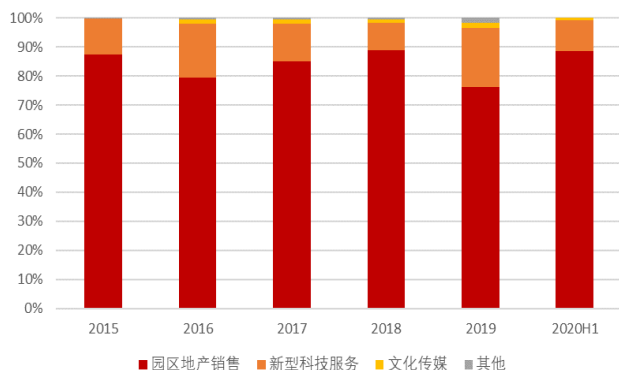
图 8：公司三费率



资料来源：Wind，天风证券研究所

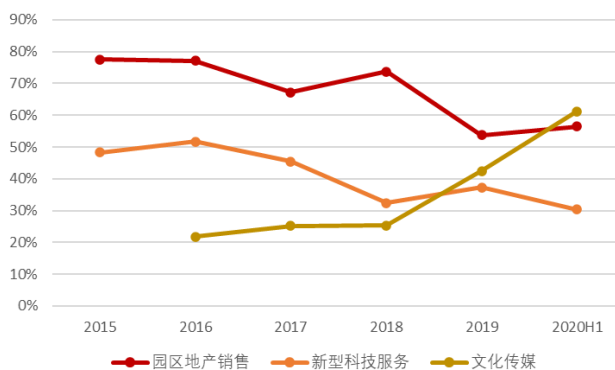
按业务分类来看，近年来公司毛利以园区地产销售业务为主，2020H1 公司园区地产销售毛利占比 88.7%，新兴科技服务占比 10.5%，文化传媒占比 0.8%。毛利率方面，公司园区地产业务毛利率稳中趋降，2020H1 开始改善，2020H1 年公司园区地产销售业务毛利率 56.46%，较 2019 年底提升 2.75 个 PCT；新型科技服务业务毛利率有所下滑，2020H1 该业务毛利率 30.35%，较 2019 年底下滑 6.96 个 pct。文化传媒业务 2020H1 毛利率提升明显，达到 61.24%，较 2019 年底提升 18.82%。

图 9：公司各类业务毛利占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司各项业务毛利率

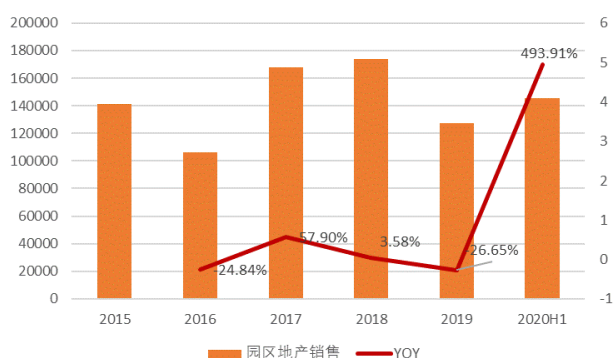


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 园区地产业绩增长迅猛，销售规模再创佳绩

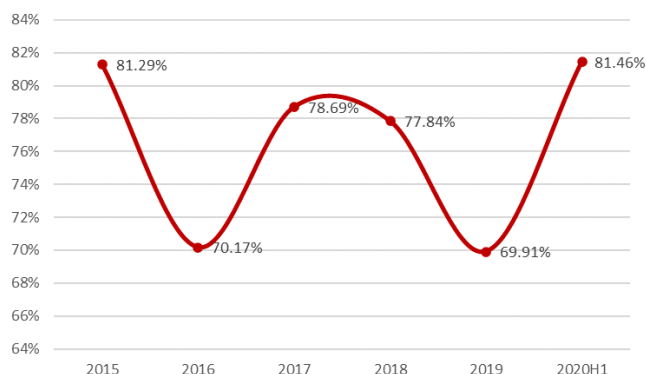
从营收结构来看，截至 2020H1，公司地产销售业务实现营收 14.57 亿元，同比增长 493.9%，增幅显著，该部分营收占比约 81%，同比增长 1.55%；实现毛利润 8.22 亿元，同比增幅 1107%，占比约 88.7%，较上年增长 12.45 个 PCT；对应毛利率 56.46%，较 2019 年底增长 2.75 个百分点。

图 11: 园区地产销售业务营收 (万元) 及 YOY



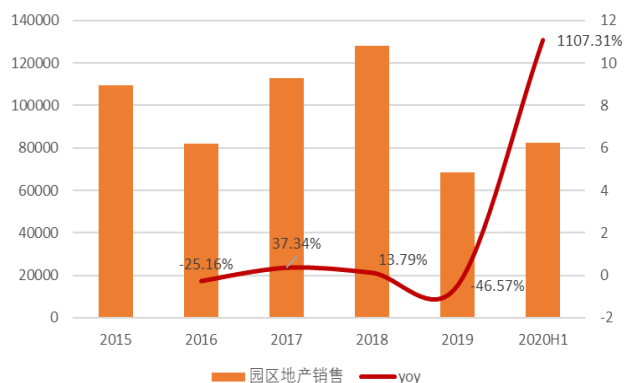
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 园区地产销售业务营收占比



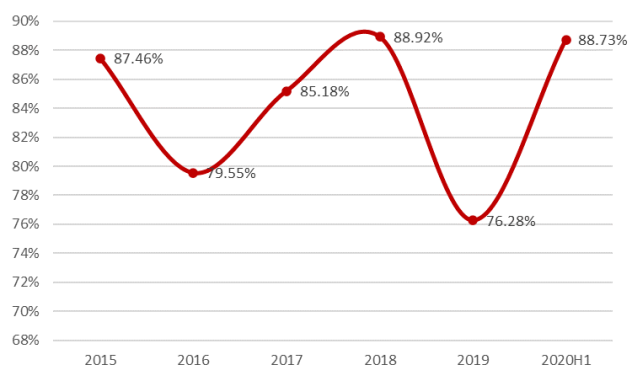
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 地产销售业务毛利润 (万元) 及 YOY



资料来源: Wind, 天风证券研究所

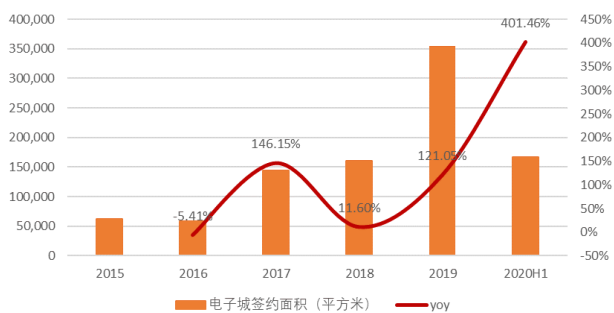
图 14: 地产销售业务毛利润占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

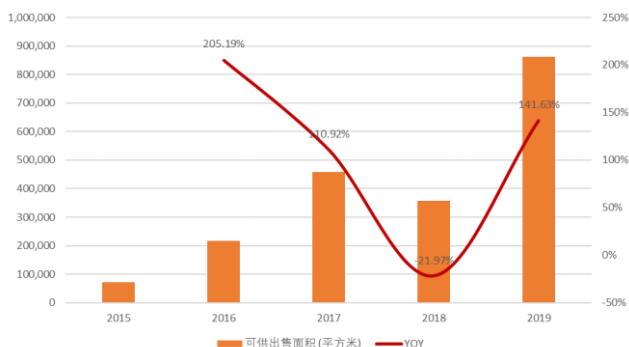
2015 至 2018 年间, 公司地产业务销售规模持续呈上升趋势。2019 年, 地产业务销售继续增长, 实现销售金额 22.46 亿元, 销售面积 35.48 万方。2020 年以来公司地产销售实现大幅增长, 上半年实现销售金额 25.14 亿元, 销售面积 16.70 万平米, 同比增长 1814.1%、401.5%。其中, 销售面积多集中在北京、天津、山西。公司 2020 年地产销售实现高增长, 同时, 截至 2019 年底公司可供出售面积达 86.2 万平米, 可覆盖公司 2-3 年销售, 随着疫情缓解, 预计公司销售将更进一步。

图 15: 地产业务签约销售面积及 YOY



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 公司可供出售面积及 YOY



资料来源: Wind, 天风证券研究所

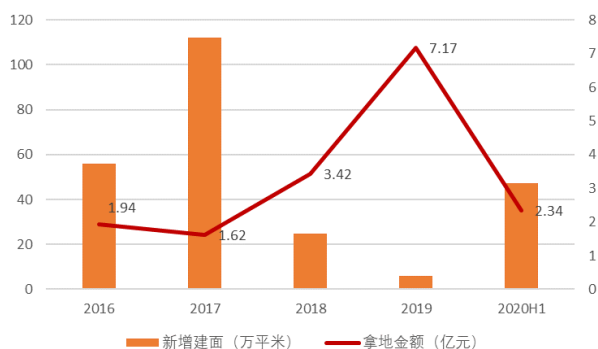


### 3.1. 拿地力度加强，在手土储优厚

公司在手的土地储备规模总体来看较为平稳，待开发土储面积 2017 年来维持稳定，2019 年公司待开发土储面积 106.6 万平米，新增获取土地总价 7.17 亿元，新增计容建面 6.1 万平米。公司拟开发项目、在建项目和已完工项目大多处于北京、天津、南京、厦门、昆明等一、二线城市，市场需求稳定，产品质量高，变现能力较强。

截至 2019 年年底，公司的土地储备为 76 万平方米，主要集中在北京、厦门、昆明、南京和天津、朔州等地。2020 年以来公司拿地积极，6 月份公司在朔州拿下两个地块，新增建面 47.15 万平，新增土地总价 2.34 亿元。2019 年公司在建建筑面积 144.88 万平米，yoy+106.8%，达到新高，为后续业绩提供充足保障。

图 17：公司历年新增土储建筑面积及拿地金额



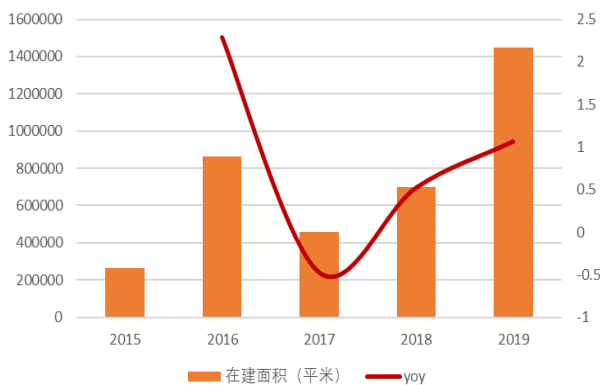
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司历年待开发土储面积及待开发项目个数



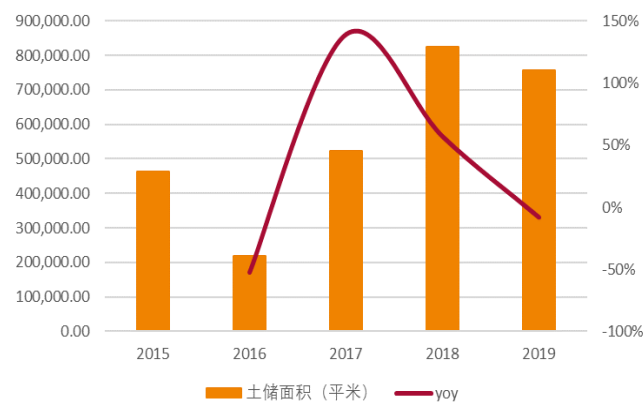
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：公司历年在建项目建筑面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：公司历年土储面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司历年拿地区域变化

时间	拿地区域
2009-2012	北京
2013	北京、山西
2014-2015	北京、山西、河北、天津
2016	北京、山西、河北、天津、厦门
2017	北京、山西、河北、天津、厦门、昆明
2018~至今	北京、山西、河北、天津、厦门、昆明、南京

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：2016 年以来新增拿地情况

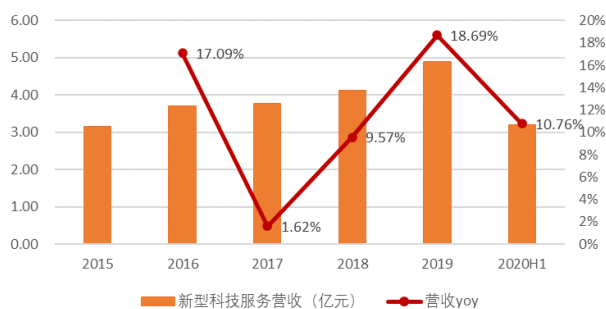
	城市	规划建筑面积 (万平方米)	权益比	成交价 (万元)	楼面地价 (元/平米)	土地性质
Dec-16	厦门	56	70%	19400	346	研发
Jun-17	昆明	19	100%	3699	192	工业
Dec-17	昆明	35	100%	4432	128	工业
Dec-17	昆明	24	100%	3656	154	工业
Dec-17	昆明	34	100%	4402	128	工业
May-18	南京	25	100%	342000	13735	商住混合
Jun-19	天津	6	100%	71700	11754	商业服务设施
Jun-20	朔州	43	100%	21900	504	二类居住用地
Jun-20	朔州	4	100%	1550	421	中小学

资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 科技服务战略转型初显规模，毛利率有所下滑

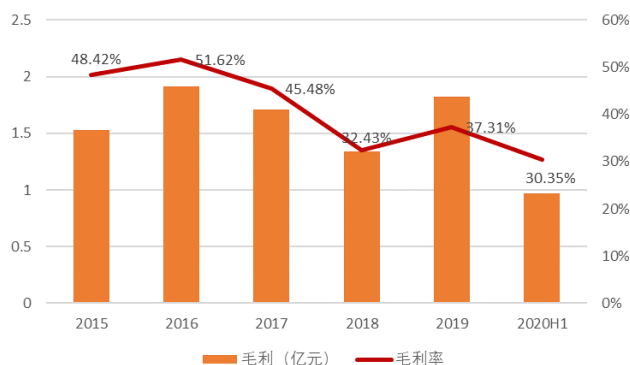
自 2018 年起，公司将园区物业出租与物业管理合并至新型科技服务。目前，公司的新型科技服务收入包括：科技服务平台的持有经营服务（园区物业出租和物业管理）、创业孵化与企业成长加速服务、科技金融服务、成果转化与技术转移服务、科技咨询服务等所形成的收入。2017 年以来，公司新型科技服务业务收入保持稳步增长，2020H1 该项业务营收为 3.19 亿元，同比增长 10.76%。该项业务毛利率持续下降，2020H1 毛利率达 30.35%，较 2019 年底下滑近 7 个百分点。公司出租面积中，北京占绝大部分，近年来公司园区出租向北京以外开始扩张。

图 21：公司新型科技服务业务营收及 yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

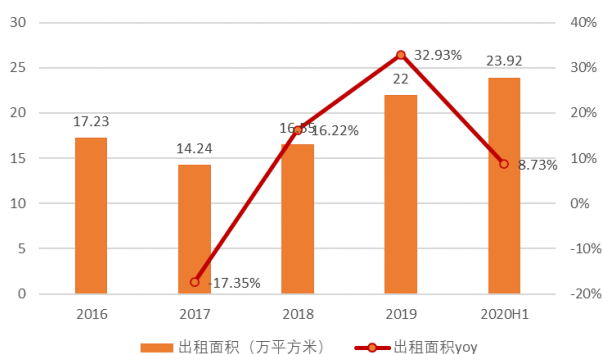
图 22：公司科技服务业务毛利及毛利率



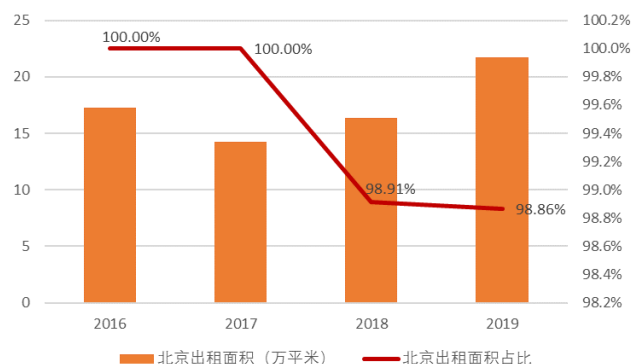
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：公司历年出租面积

图 24：公司北京出租面积及其占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司自持物业在报表体现主要为投资性房地产，主要为公司自身开发并运营的持有型物业，公司对投资性房地产采用成本法计量。2017-2019 年和 2020 年中报公司投资性房地产账面价值分别为 4.58 亿元、15.40 亿元、15.48 亿元和 15.27 亿元。

表 3：公司主要自持科技服务平台项目列表

自持科技服务平台项目名称	区域	面积 (平方米)
电子城·科技大厦	北京	27000
电子城·创新产业园	北京	8899.03
电子城·科技研发中心	北京	31289.72
电子城·IT 产业园	北京	55155.47
电子城·国际电子总部 (二期)	北京	172324.02
丽水嘉园商业等	北京	11773.60
天津项目	天津	46932.65
合计		352632.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

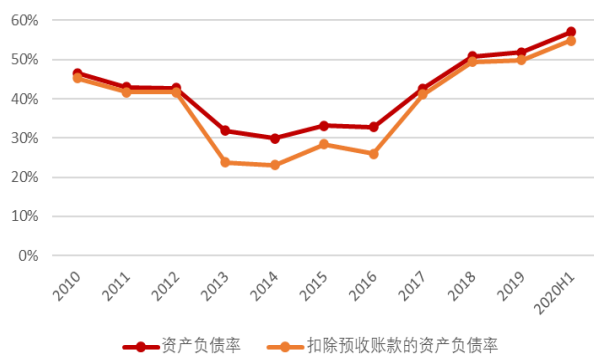
在新型科技服务中的经营主体是北京电子城物业管理有限公司，管理着电子城 IT 产业园区、创新产业园、研发中心等园区，截至 2019 年底，公司物业管理面积约 218 万方。现阶段，电子城物业管理业务主要是依托于其园区物业开发和租赁，配合其物业销售、出租的顺利完成。随着电子城推进战略转型，强化与科技服务先进企业开展合作，不断升级物业服务模式，打造特色社区生态，为科技创新型公司创造出更加丰富、灵活的业务拓展条件，未来公司的物业管理服务附加值预计将逐步提高，在营业总收入中所占的比重也将逐步提高。

## 5. 杠杆水平提升，融资成本稳定

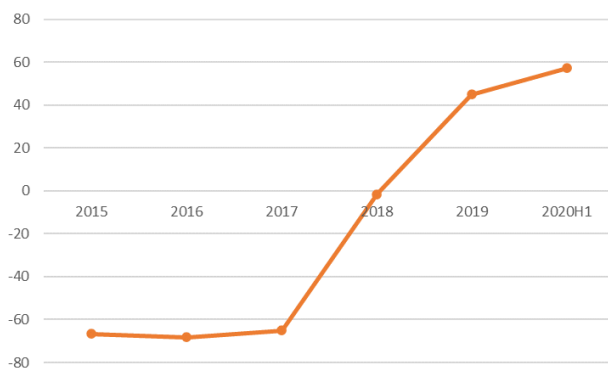
2015 年至今，公司杠杆水平持续提升，融资成本维持稳定。截至 2020H1，公司资产负债率为 56.99%，剔除预收账款的资产负债率为 54.86%，公司资产负债率近年来有所提升，或与公司拓展有关，但仍保持 60% 以下的低位，处于行业较低水平。净负债率在 2018、2019 年均有较大幅度的上升，2020H1 公司净负债率为 57%，较 2019 年底提升了 12 个 PCT。公司净负债率的提升主要由于公司有息负债金额的增加。

图 25：公司资产负债率&扣预资产负债率

图 26：公司历年净负债率 (%)



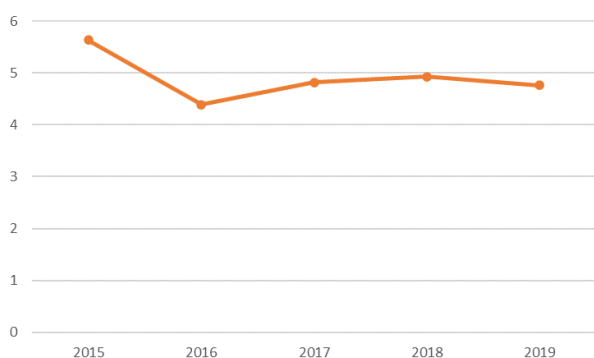
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

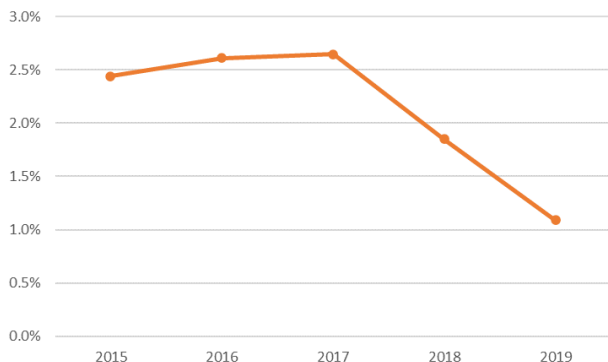
公司融资成本稳定, 现金短债比有所下降。长期以来公司的综合融资成本维持在 4%-5%之间, 2019 年公司综合融资成本为 4.76%, 较 2018 年下降 0.16 个 PCT。而由于负债金额的增加, 公司现金短债比不断下降, 2020H1 公司货币资金/短期负债的比例达到 79.85%, 低于 100%。

图 27: 公司融资成本 (%)



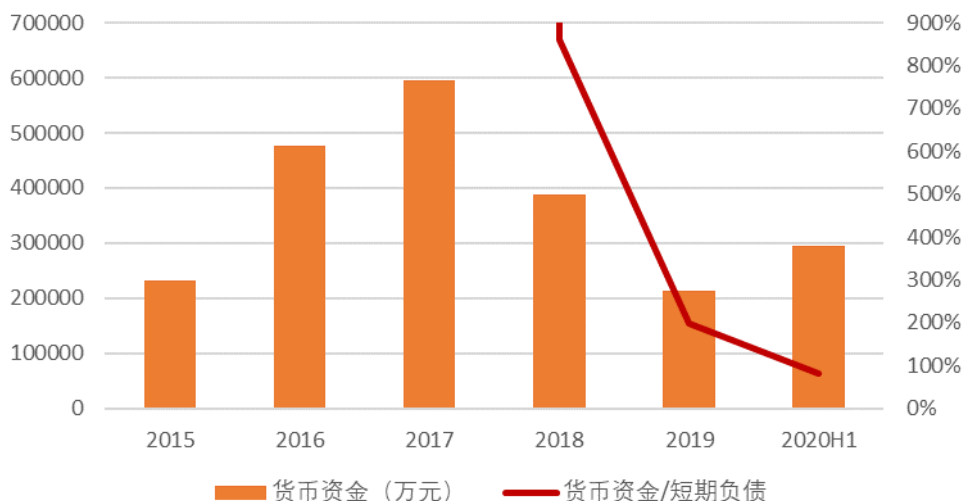
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 公司历年利息资本化金额/借款金额



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29: 公司货币资金 (万元) & 现金短债比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

我们将电子城的业务分为四部分：园区地产销售业务、新型科技服务业务、文化传媒及其他业务。我们对各项业务预测如下：

1) 园区地产销售业务：2020 年来公司地产销售业务不惧疫情大幅增长，截至 2020H1，公司地产销售业务实现营收 14.57 亿元，同比增长 493.9%，预计 2020 全年该项业务业绩亮眼。我们预计未来三年公司地产开发业务收入分别为 19.14、22.97、26.41 亿元，对应增速分别为 50%、20%、15%。

2) 新型科技服务业务作为公司的战略类主业，能带来稳定现金流，随着电子城推进战略转型，不断升级物业服务模式，未来公司的物业管理服务附加值预计将逐步提高，我们预计公司该项业务继续向好，未来三年收入分别为 5.67、6.69、8.16 亿元，对应增速分别为 16%、18%、22%。

3) 在文化传媒业务方面，2020H1 公司该业务营收 1236 万元，较 2019H1 的 1290 万元稍有下降，我们预计该项业务 2020 年全年表现较稳定，我们预计未来在该项业务上未来三年收入分别为 3.92、3.96、3.98 亿元，对应增速分别为 0.5%、1%、0.5%。

4) 其他业务根据总营收扣除三大业务的营收，预计公司未来三年的其他业务增速分别为 6.84%、0.74%、0.99%。

因此，预计未来三年净利润分别为 4.56 亿元、4.72 亿元、5.48 亿元。

在估值上，我们采用分部估值法对公司进行估值。我们将公司业务分为 4 部分，园区地产销售业务、新型科技服务业务、文化传媒及其他业务。园区房地产业务方面，由于公司 2019 年销售净利率为 18.53，2020H1 公司净利率为 17.72%，由于公司业务净利率趋势我们假设 2020 年公司净利率为 17.20%，根据申万园区开发指数的 PE，我们给予公司 2020E 园区地产业务 13.82 倍 PE，地产板块估值在 47.2 亿元；新型科技服务板块方面，由于该业务为物业管理及园区出租的收入之和，2019 年电子城京内外各项目出租面积近 22 万<sup>m</sup>，物业管理面积 218 万<sup>m</sup>。基于此，我们综合物业管理板块及商业物业经营板块估值给予 38.5 倍 PE，得到新型科技服务板块估值在 390.1 亿元；文化传媒板块方面，我们根据传媒行业的估值，给予该板块 20.1 倍 PE，得到文化传媒板块估值在 1.4 亿元；对于其他业务，我们根据上证综指平均估值，给予 16 倍 PE，得到该板块估值在 1.0 亿元。

各项业务加总得到合理市值在 88.6 亿元，根据目前公司的最新股本 11.19 亿股，得到目标价 7.92 元/股，当前股价较之仍有约 34%上行空间。

表 4：各业务收入预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
园区地产业务	17.39	12.76	19.14	22.97	26.41
yoy (%)		-26.65	50	20	15
新型科技服务	4.12	4.89	5.67	6.69	8.16
yoy (%)		18.55	16	18	22
文化传媒及其他业务	0.72	0.39	0.39	0.40	0.40
yoy (%)		-45.67	0.5	1	0.5
其他	0.11	0.21	0.35	0.60	1.20
yoy (%)		94.13	64.43	74.11	99.12
合计	22.34	18.25	25.55	30.66	36.18
yoy			40%	20%	18%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 7. 投资建议

公司背靠北京电控资源丰富，积极向科技服务方向转型且初具成效。2020 年上半年公司盈利能力有所提升，园区销售及文化传媒业务毛利率均有回升，整体毛利率在有所回升。2019 年公司土储稳定，在建面积达到新高，后续结转有保障。预计持有型物业出租率的上升、租金减免的减少以及物业管理附加值的提升将为公司新型科技服务业务提供更大增长空间。基于此，我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 4.56 亿元、4.72 亿元、5.48 亿元，对应 PE 估值分别为 14.91X、14.41X、12.40X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 7.92 元/股。

## 8. 风险提示

### 房地产销售不及预期

房地产作为国家支柱产业之一，是国家政策调控的重点关注领域。国家层面 2018 年年底召开的中央经济工作会议明确要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位同时各地方政府时常出台“限购、限贷、限售、限价”相关调控政策。如果公司不能适应政府调控政策的变化，则有可能对公司的销售造成不利影响。

### 融资成本控制不及预期

在公司发展过程中，需投入大量的资金用于土地获取、项目开发以保持和提升公司竞争力。公司开发资金来源除自有资金外，还需要通过银行借款、发行有价证券等方式进行融资。若国家宏观经济形势、信贷政策和资本市场发生重大变化，可能导致公司融资受限或融资成本上升，从而对生产经营产生不利影响。

### 项目开发进度不及预期

近年国家陆续出台了更为严格的审批要求，加之疫情的影响，可能导致公司房地产开发及销售周期延长，进而增加开发成本和开发风险，并对公司经营业绩产生负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,888.12	2,145.77	2,503.73	2,391.31	2,459.99
应收票据及应收账款	45.30	356.38	367.49	378.52	391.23
预付账款	187.89	292.41	317.75	346.50	370.77
存货	6,392.58	8,094.74	8,874.43	9,724.69	10,693.82
其他	605.71	487.05	537.02	589.63	642.90
<b>流动资产合计</b>	<b>11,119.60</b>	<b>11,376.35</b>	<b>12,600.41</b>	<b>13,430.65</b>	<b>14,558.70</b>
长期股权投资	42.96	114.30	164.30	214.30	264.30
固定资产	54.82	183.08	272.87	358.78	440.36
在建工程	69.09	143.50	146.10	147.66	148.60
无形资产	29.52	199.70	212.74	223.55	241.42
其他	2,666.22	2,192.32	2,338.95	2,473.42	2,595.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,862.61</b>	<b>2,832.91</b>	<b>3,134.96</b>	<b>3,417.72</b>	<b>3,690.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,982.21</b>	<b>14,209.26</b>	<b>15,735.37</b>	<b>16,848.37</b>	<b>18,249.12</b>
短期借款	0.00	700.00	960.18	1,214.68	1,534.92
应付票据及应付账款	439.06	829.43	889.15	944.20	1,003.42
其他	3,155.31	2,278.91	2,805.11	3,028.46	3,197.29
<b>流动负债合计</b>	<b>3,594.36</b>	<b>3,808.34</b>	<b>4,654.44</b>	<b>5,187.34</b>	<b>5,735.62</b>
长期借款	489.20	583.41	826.36	963.42	1,325.41
应付债券	2,842.78	2,854.20	2,954.20	3,054.20	3,154.20
其他	177.37	126.72	176.72	226.72	276.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,509.34</b>	<b>3,564.33</b>	<b>3,957.28</b>	<b>4,244.34</b>	<b>4,756.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,103.71</b>	<b>7,372.68</b>	<b>8,611.72</b>	<b>9,431.68</b>	<b>10,491.96</b>
少数股东权益	289.46	217.63	204.35	190.60	174.63
股本	1,118.59	1,118.59	1,118.59	1,118.59	1,118.59
资本公积	2,810.89	2,649.30	2,649.30	2,649.30	2,649.30
留存收益	5,450.96	5,504.27	5,800.72	6,107.50	6,463.94
其他	(2,791.39)	(2,653.20)	(2,649.30)	(2,649.30)	(2,649.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>6,878.50</b>	<b>6,836.59</b>	<b>7,123.66</b>	<b>7,416.68</b>	<b>7,757.16</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>13,982.21</b>	<b>14,209.26</b>	<b>15,735.37</b>	<b>16,848.37</b>	<b>18,249.12</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	396.64	338.16	456.08	471.96	548.38
折旧摊销	53.87	77.47	24.58	31.72	39.62
财务费用	145.27	32.09	177.46	174.09	188.09
投资损失	(2.38)	(3.32)	(5.00)	(2.00)	(5.00)
营运资金变动	(4,025.69)	(3,566.69)	(356.81)	(728.73)	(883.66)
其它	(402.97)	830.22	(13.28)	(13.75)	(15.97)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(3,835.24)</b>	<b>(2,292.07)</b>	<b>283.01</b>	<b>(66.71)</b>	<b>(128.54)</b>
资本支出	(1.04)	557.86	130.00	130.00	140.00
长期投资	6.43	71.34	50.00	50.00	50.00
其他	(239.63)	(1,106.79)	(375.00)	(378.00)	(395.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(234.24)</b>	<b>(477.59)</b>	<b>(195.00)</b>	<b>(198.00)</b>	<b>(205.00)</b>
债权融资	3,783.35	4,518.37	5,121.49	5,613.06	6,395.30
股权融资	227.42	(362.87)	(173.55)	(174.09)	(188.09)
其他	(2,037.89)	(3,138.42)	(4,678.00)	(5,286.68)	(5,805.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,972.87</b>	<b>1,017.08</b>	<b>269.94</b>	<b>152.29</b>	<b>402.21</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,096.62)</b>	<b>(1,752.58)</b>	<b>357.96</b>	<b>(112.41)</b>	<b>68.67</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,234.44</b>	<b>1,824.87</b>	<b>2,554.82</b>	<b>3,065.79</b>	<b>3,617.63</b>
营业成本	792.17	926.58	1,299.77	1,594.21	1,884.79
营业税金及附加	637.14	191.15	255.48	321.91	379.85
营业费用	50.10	38.69	52.89	64.99	76.69
管理费用	119.78	189.64	235.04	291.25	343.67
研发费用	0.00	3.92	5.62	6.74	7.96
财务费用	68.86	177.88	177.46	174.09	188.09
资产减值损失	13.57	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.38	3.32	5.00	2.00	5.00
其他	(45.42)	(99.74)	(10.00)	(4.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>595.86</b>	<b>393.19</b>	<b>533.56</b>	<b>614.59</b>	<b>741.58</b>
营业外收入	15.02	93.26	100.00	50.00	20.00
营业外支出	0.39	0.61	1.00	10.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>610.49</b>	<b>485.84</b>	<b>632.56</b>	<b>654.59</b>	<b>760.58</b>
所得税	213.85	147.68	189.77	196.38	228.17
<b>净利润</b>	<b>396.64</b>	<b>338.16</b>	<b>442.79</b>	<b>458.21</b>	<b>532.40</b>
少数股东损益	(13.22)	(12.82)	(13.28)	(13.75)	(15.97)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>409.87</b>	<b>350.97</b>	<b>456.08</b>	<b>471.96</b>	<b>548.38</b>
每股收益(元)	0.37	0.31	0.41	0.42	0.49
<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.71%	-18.33%	40.00%	20.00%	18.00%
营业利润	-12.04%	-34.01%	35.70%	15.19%	20.66%
归属于母公司净利润	-19.40%	-14.37%	29.95%	3.48%	16.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	64.55%	49.23%	49.13%	48.00%	47.90%
净利率	18.34%	19.23%	17.85%	15.39%	15.16%
ROE	6.22%	5.30%	6.59%	6.53%	7.23%
ROIC	44.72%	9.68%	7.09%	7.46%	7.97%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.81%	51.89%	54.73%	55.98%	57.49%
净负债率	-1.52%	34.70%	36.75%	43.44%	50.73%
流动比率	3.09	2.99	2.71	2.59	2.54
速动比率	1.32	0.86	0.80	0.71	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	45.57	9.09	7.06	8.22	9.40
存货周转率	0.45	0.25	0.30	0.33	0.35
总资产周转率	0.18	0.13	0.17	0.19	0.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.31	0.41	0.42	0.49
每股经营现金流	-3.43	-2.05	0.25	-0.06	-0.11
每股净资产	5.89	5.92	6.19	6.46	6.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.59	19.38	14.91	14.41	12.40
市净率	1.03	1.03	0.98	0.94	0.90
EV/EBITDA	6.53	11.56	9.90	9.43	8.58
EV/EBIT	6.98	13.07	10.24	9.81	8.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com