

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2019年12月16日

**市场数据**

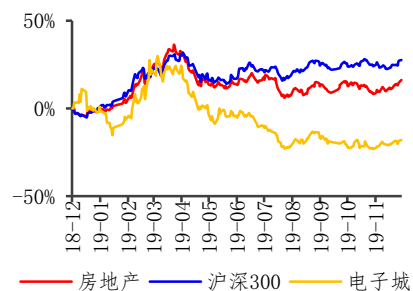
目前股价	4.39
总市值（亿元）	49.11
流通市值（亿元）	49.11
总股本（万股）	111,859
流通股本（万股）	111,859
12个月最高/最低	7.29/4.05

**分析师**

分析师：陈智旭 S1070518060005

☎ 021-31829691

✉ chenzhixu@cgs.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 产业园区科技服务运营+国改核心标的，未来增长可期

## ——电子城（600658）公司深度报告

**盈利预测**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2134.0	2234.4	2476.0	4641.9	6448.9
(+/-%)	40.8	4.7	10.8	87.5	38.9
净利润	510.5	396.6	365.5	477.8	654.0
(+/-%)	21.3	-22.3	-7.9	30.7	36.9
摊薄 EPS	0.46	0.37	0.33	0.43	0.58
PE	9.7	12.0	13.5	10.3	7.5

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 背靠北京国资委，北京地区优质资源丰富：**电子城集团的前身是北京电子城有限责任公司，1994年北京市政府批准《北京电子城方案》，并批准成立北京电子城有限责任公司作为承担电子城老工业基地改造任务的实施主体。1999年经科技部和国务院批准，将电子城老工业基地纳入中关村科技园区；同年设立北京电子城科技园管理委员会与公司合署办公。2009年电子城与兆维科技进行资产置换及发行股份购买资产，成功重组上市，“电子城股份”作为产业地产运营商面向公众。目前，电子城的第一大股东为北京电子控股有限责任公司，总计持有47.61%的股份。
- 主业园区地产，近年开始积极扩张：**2013年以前，电子城处于区域发展阶段，主要园区和商业地产项目都集中于北京酒仙桥区域。2013至2018年为公司跨区域发展阶段，此阶段公司通过品牌塑造、模式复制及科技产业聚集，先后向山西朔州、天津、厦门、昆明和南京等地其他区域扩张，向全国区域输出科技创新园区项目。
- 向科技服务积极战略转型：**公司多年来聚焦产业地产领域，积累了丰富的产业地产开发建设及运营管理经验。同时，凭借自身独有的空间资源、产业资源、客户资源等竞争优势，在“科技创新聚集”、“智慧城市”、“科技城市更新”等业务板块的发展规模不断壮大。近年来，在科技空间服务基础上，不断探索和发展科技孵化、科技金融等方面的科技创新服务，全面推动了向“科技服务”的战略转型，进一步增加公司在科技服务转型上的重大进展，例如积极引入5G及集成电路设计产业、与国寿打造产业基金等等。
- 在建项目和拟建项目储备充足，能有效支撑未来的销售和收入：**截至2019年6月末，公司在建项目建筑总面积共计245.13万平方米，拟建项目建筑面积共计89.90万平方米，项目储备较为充足，能够有效支撑公司未来发展阶段的销售和收入结转。

- **股权激励充分，彰显管理层增长信心：**2019年4月10日，公司发布股票期权激励计划草案，拟向激励对象授予股票期权1118.6万股，占比已发行股本总额的1.0%，其中首次授予1006.8万股，占股本总额的0.9%，占激励计划股票期权授予总数的90.0%；预留111.8万股，占股本总额的0.1%，占激励计划股票期权授予总数的10.0%。首期授予的激励对象共计92名，具体包括：高级管理人员、核心骨干和核心业务人员，行权价格6.78元/股。2019年6月15日，该股权激励计划获得北京市国资委批复，属北京市国资委旗下第一家推进股权激励的房企。
- **给予公司“推荐”评级：**随着公司开发销售部分逐步结算及自持部分逐步出租，且考虑到公司2019年11月21日股东大会通过的《公司拟入伙基金及全资子公司向基金出售资产暨关联交易的议案》涉及的40.39亿元资产包的出售，我们预计公司19~21年营业收入分别为24.76、46.42及64.49亿元，归母净利润3.64、4.76及6.51亿元，对应PE 13.5X/10.3X/7.5X。考虑到1)公司拥有多年园区开发及运营经验,2)资产布局及质量优质,3)未来有望自国企改革中进一步获益,4)股权激励彰显信心，估值处于较低水平，我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**调控政策及信贷政策超预期收紧，行业景气度持续下降，公司扩张效果不及预期

## 目录

1. 电子城概况.....	5
1.1 公司历史沿革.....	5
1.2 公司不同时期战略变化.....	6
1.3 股权结构.....	7
2. 公司盈利模式.....	9
2.1 经营战略：园区运营向科技服务商转型.....	9
2.2 产业布局：科技空间服务体系和科技创新服务体系.....	10
2.3 收入来源：园区地产出售+出租.....	11
2.4 电子城园区开发：立足北京、辐射全国.....	12
2.5 新型科技服务：出租+物管+新型服务.....	14
3. 核心竞争力.....	16
3.1 国企背景，控股股东实力与资源丰富.....	16
3.2 专注园区地产多年，拥有历史积淀与优势.....	16
3.3 结合国企改革，实施股权激励.....	16
3.4 对外投资合作多样.....	18
3.5 致力于向科技服务企业转型.....	19
4. 财务分析.....	20
4.1 盈利能力：受三费率提升拖累盈利水平有所下降.....	20
4.2 负债情况：负债率处于行业较低水平.....	22
4.3 运营情况：近几年周转率水平较为平稳.....	23
5. 公司估值.....	24
5.1 NAV 估值：每股 NAV 11.64 元，当前股价较其折价 62.3%.....	24
5.2 股息率：近三年维持 3%以上.....	24
6. 投资建议.....	25
7. 风险提示.....	25
8. 附：财务预测表.....	26

## 图表目录

图 1:	公司发展沿革	5
图 2:	公司各项业务贡献营收 (亿元) *	7
图 3:	公司股权结构	7
图 4:	社保基金持有公司股份比例	8
图 5:	电子城部分项目一览	10
图 6:	电控产投股权结构	18
图 7:	北京创 E+酒仙桥社区	19
图 8:	公司合作企业	20
图 9:	公司营业收入及同比	21
图 10:	公司投资性房地产及同比	21
图 11:	公司营业利润及同比	21
图 12:	公司归母净利润及同比	21
图 13:	公司及可比公司毛利率	21
图 14:	公司及可比公司净利率	21
图 15:	公司及可比公司期间费用率 (%)	21
图 16:	公司及可比公司 ROA (%)	22
图 17:	公司及可比公司 ROE (%)	22
图 18:	公司及可比公司资产负债率 (%)	23
图 19:	公司及可比公司剔除预收后资产负债率 (%)	23
图 20:	公司及可比公司净负债率 (%)	23
图 21:	公司综合融资成本 (%)	23
图 22:	公司及可比公司总资产周转率	23
图 23:	公司及可比公司存货周转率	23
图 24:	公司股息率 (按 12 月 16 日收盘价)	24
表 1:	公司整体战略	6
表 2:	2019 年三季度报前十大股东:	8
表 3:	公司历年拿地区域变化	9
表 4:	公司近年来拿地情况	9
表 5:	公司营业收入构成 (万元、%)	11
表 6:	2018 年公司房地产销售情况 (平方米)	11
表 7:	2018 年及 2019 年上半年公司房地产出租情况	11
表 8:	公司已建成园区情况	12
表 9:	公司主要在建项目	13
表 10:	公司主要拟建项目	13
表 11:	公司 2019 上半年末土地储备 (万方、亿元)	13
表 12:	公司新型科技服务业务收入构成及毛利率水平 (亿元、%)	14
表 13:	公司主要项目定位	15
表 14:	北京市国企改革内容	16
表 15:	公司股权激励业绩考核目标	17
表 16:	公司 NAV 估值	24

# 1. 电子城概况

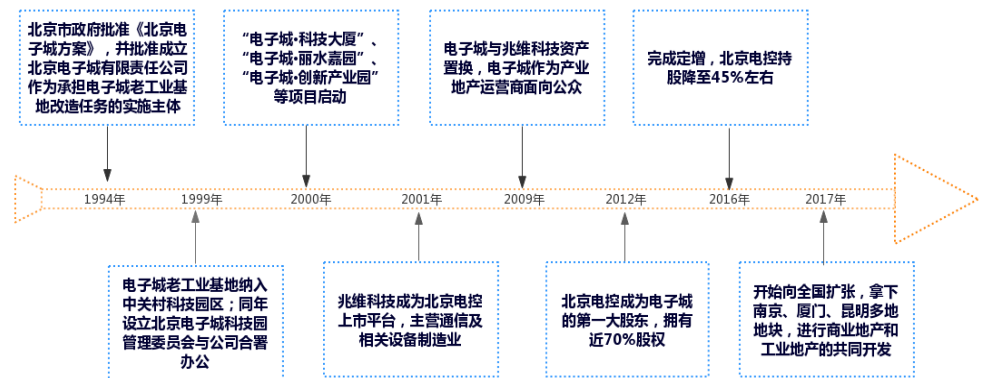
## 1.1 公司历史沿革

北京电子城投资开发集团股份有限公司的前身电子城有限责任公司成立于 1994 年，是 1997 年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，也是中关村科技园区电子城科技园开发建设、招商引资具体工作及北京电子城老工业基地改造建设工作的实施主体。

2009 年北京电控将旗下电子城与上市平台兆维科技进行资产置换，电子城作为产业地产运营商面向公众。历经十余年，电子城在北京中关村电子城科技园区成功开发运营了“电子城 IT 产业园、电子城创新产业园、电子城科技研发中心、电子城科技大厦、电子城国际电子总部”等主题科技产业园；先后拓展了“电子城朔州数码港、大数据及互联网金融产业园（天津）、国际创新中心（天津）、国际电子总部（天津）、电子城厦门国际创新中心、中关村电子城（昆明）产业园、南京国际数码港”等多个全国性项目，通过战略协同及内部资源的整合，打造了“临空经济创新产业基地、数字新媒体创新中心、电子城·北戴河新区企业汇、集成电路设计创新中心”等多个项目。

近两年，公司积极向科技服务方向转型，以“科技空间服务、科技创新服务”两大发展体系为支撑，打造“科技发展空间营造能力、科技发展助推服务能力、科技资源资本运作整合能力”三大核心竞争力，完善科技服务体系，创新科技服务模式，优化科技服务布局，提升科技服务能力，促进科技服务专业化、规模化发展，公司目标成为国内领先、国际享有一定知名度的科技服务企业。

图 1：公司发展沿革



资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 1.2 公司不同时期战略变化

2009年重组上市后，电子城一直立足北京，以园区地产销售及出租、物业管理为主营业务。从布局上看，2013年公司提出走向全国，完成了“以北京为中心”到“立足北京，走向全国”的战略变更；从业务上来看，2014年公司提出“地产价值链延伸投资”与“科技产业孵化”共同发展的“一加二”发展战略，业务在园区开发基础上有所延伸，并在2016及2018年明确提出向科技服务业转型。

电子城以工业园区为发展起点，其园区地产的销售占公司的总体收入较大比重，收入绝对数呈上升趋势，但是占比有所下降；同时，物业管理和出租的收入总额在逐年上升，占比有所提高。对比2018年各项业务的收入情况，目前电子城主要仍是依靠园区地产的销售获益，虽然开展了新型高科技服务业务，并且向商业地产进军，但这些扩张对收入的贡献目前仍然有限。

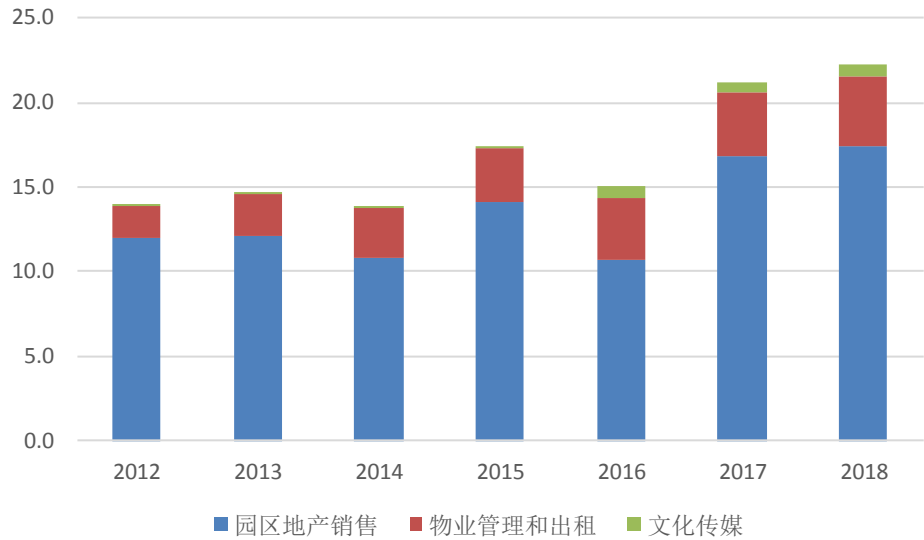
**表 1: 公司整体战略**

时间	业务	战略
2009	园区地产销售及出租和物业管理	以北京为中心，以推动城市产业结构升级，促进区域经济增长为动力，以电子城高科技产业园区的标准化复制为主要业务发展模式
2012	园区地产销售及出租和物业管理	以“推动产业结构升级、促进区域经济增长、实现自身可持续发展”为使命，以科技产业地产开发运营为主，同时发展园区配套住宅和商业的开发建设
2013	园区地产销售及出租和物业管理	“立足北京、走向全国”；以“推动城市产业升级、促进区域经济增长、实现自身可持续发展”为使命，将推进公司从“建设型”向“开发型”的模式转变、从“区域型”向“跨区域性”的空间转变、从“销售为主，持有为辅”向“核心区域持有为主，持有+销售”的市场转变
2014	园区地产销售及出租和物业管理	以“科技产业地产开发运营”为主线，“地产价值链延伸投资”与“科技产业孵化”共同发展的“一加二”发展战略；增加“资源存量”规模、增加“持有物业”规模、增加“科技内涵”，实现公司“可持续发展”的“一加三”可持续战略；以及“实体经济”与“资本经营”结合发展的“一加一”经营战略
2016	园区地产销售及出租和物业管理、文化传媒	致力于国内“高科技创新产业平台”及“现代文化创意产业平台”的开发运营；以“科技服务、文化创意”作为产业定位，推动公司向“科技服务业”战略转型
2018	园区地产销售、新型科技服务、文化传媒	围绕“构筑科技创新发展环境、促进区域经济转型增长”使命，将以“科技发展环境营造、科技创新发展助推”为发展模式，以“科技空间服务体系、科技发展服务体系”为支撑，打造“科技发展空间营造能力、科技创新发展服务能力、科技资源整合及资本运作能力”三大核心竞争力

资料来源：公司公告，长城证券研究所



图 2: 公司各项业务贡献营收 (亿元) \*

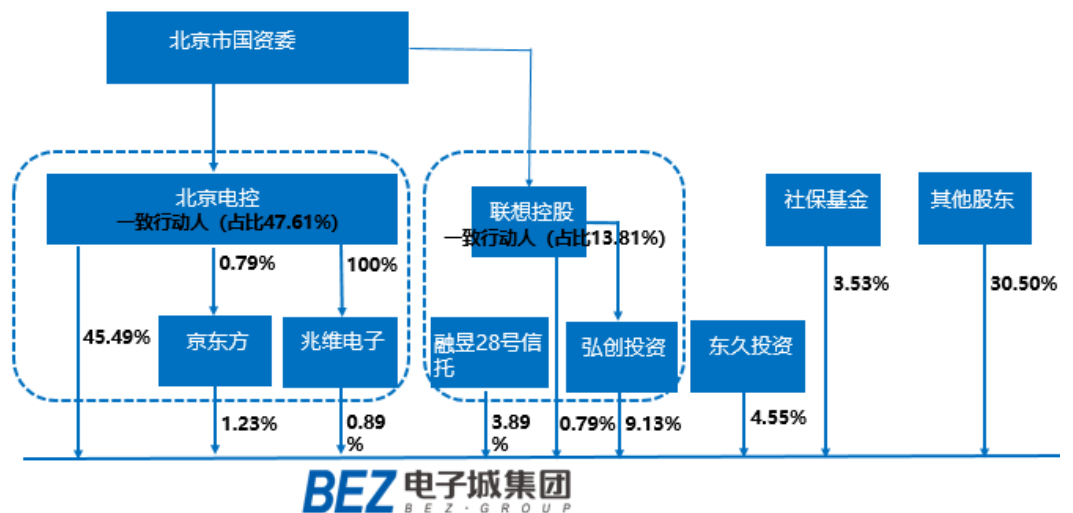


\*2018 年新型科技服务归入物业管理和出租。  
资料来源: 长城证券研究所

### 1.3 股权结构

截至 2019 年三季度末, 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房地产相关子公司。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

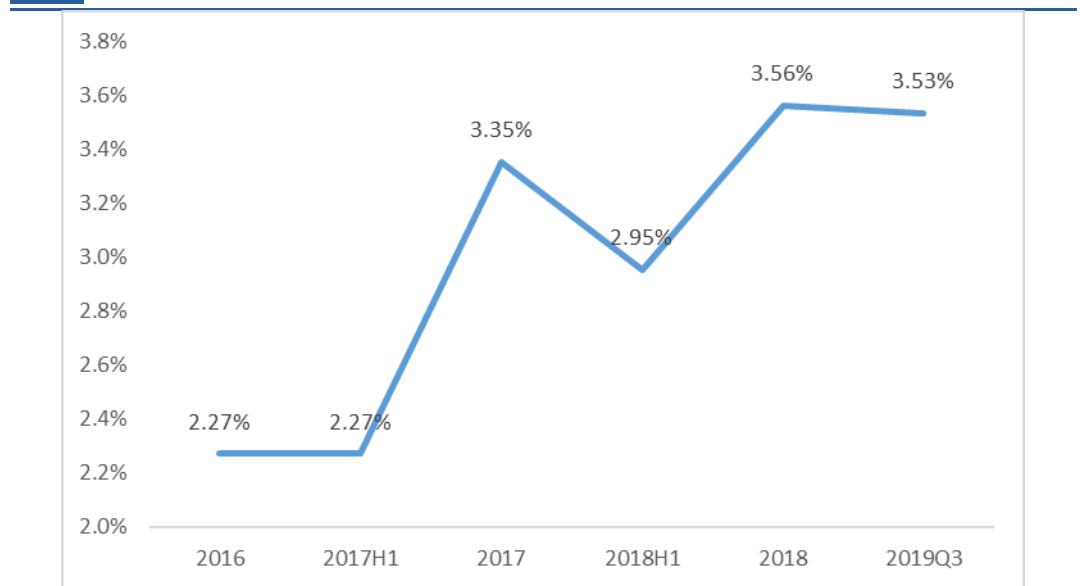
表 2: 2019 年三季报前十大股东:

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	北京电子控股有限责任公司	508,801,304	45.49
2	弘创(深圳)投资中心(有限合伙)	102,149,137	9.13
3	德邦基金-浦发银行-中融信托-中融-融昱 28 号集合资金信托计划	43,539,875	3.89
4	全国社保基金五零三组合	39,459,663	3.53
5	东久(上海)投资管理咨询有限公司	28,509,951	2.55
6	国泰君安证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户	22,352,900	2.00
7	京东方科技集团股份有限公司	13,747,290	1.23
8	北京兆维电子(集团)有限责任公司	10,004,098	0.89
9	联想控股股份有限公司	8,811,741	0.79
10	MORGAN STANLEY & CO. INTERNATIONAL PLC.	6,717,642	0.60
合计		784,093,601	70.10

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

除了有国资背景, 电子城也逐年吸引了国家社保基金的投入, 近年来社保基金持股比例陆续上升, 2019 年三季末达到总股本的 3.53%, 相比 2016 年底增长了 1.26%。

图 4: 社保基金持有公司股份比例



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所



## 2. 公司盈利模式

### 2.1 经营战略：园区运营向科技服务商转型

具体来看，2013 年以前，电子城处于区域发展阶段，主要园区和商业地产项目都集中于北京酒仙桥区域。2013 至 2018 年为公司跨区域发展阶段，此阶段公司通过品牌塑造、模式复制及科技产业聚集能力，先后向山西朔州、天津、厦门、昆明和南京等地其他区域扩张。

公司多年来聚焦产业地产领域，逐步形成上市公司专业品牌效应，积累了丰富的产业地产开发建设及运营管理经验。同时，凭借自身空间资源、产业资源、客户资源等竞争优势，在“科技创新聚集”、“智慧城市”、“科技城市更新”等业务板块的发展规模不断壮大。近年来，在科技空间服务基础上，不断探索和发展科技孵化、科技金融等方面的科技创新服务，全面推动了向“科技服务”的战略转型。

**表 3: 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、成都

资料来源：公司年报，长城证券研究所

**表 4: 公司近年来拿地情况**

时间	城市	占地面积	容积率	总建面	权益比	成交价	楼面价	用地类型
Dec-16	厦门	10.3	5.4	56.00	0.70	19,400	346	研发
Jun-17	昆明	9.6	2.0	19.3	1.00	3,699	192	工业
Dec-17	昆明	11.5	3.0	34.6	1.00	4,432	128	工业
Dec-17	昆明	9.5	2.5	23.8	1.00	3,656	154	工业
Dec-17	昆明	11.5	3.0	34.4	1.00	4,402	128	工业
May-18	南京	8.5	2.9	24.9	1.00	342,000	13,730	商办混合
Jun-19	天津	6.1	3.0	6.1	1.00	71,700	11,716	商服设施

资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：面积单位为万方，成交价单位为亿元，楼面价单位为元/平方米

## 2.2 产业布局：科技空间服务体系和科技创新服务体系

目前公司的业务布局为：科技空间服务、科技创新服务两大体系所组成的科技服务发展体系。其中科技空间服务包括“科技创新聚集平台”、“智慧城市平台”、“科技城市更新平台”三大平台，科技创新服务包括“科技孵化服务”、“科技金融服务”、“科技成果转化服务”、“科技设计研发服务”、“智慧园区服务”及“科技文化融合服务”六大平台。科技空间服务是现阶段公司收入占比最大的业务体系板块。

**科技创新聚集平台：**电子城近年来着力打造科技创新聚集平台，以科技园区为依托，为入驻园区的各家高科技公司提供科技服务。以电子城 IT 产业园、电子城 国际电子总部、电子城·临空经济创新产业基地等为代表，加速打造科技创新聚集平台，已经吸引了包括奇虎 360、Wework、中国电信、西门子、联发科技等在内的国内外互联网和信息技术高科技产业领域的领军企业入驻。

**科技城市更新平台：**电子城围绕北京市“四个中心”的功能定位及十大高精尖产业方向，实现资源盘活再利用，参与了电子城 集成电路设计创新中心项目、电子城·(北京)数字新媒体创新产业园等科技城市更新平台项目。

**智慧城市平台：**公司通过品牌塑造、模式复制及以往形成的科技产业聚集能力，探索并打造融合国内“高端科技”、“节能技术”、“网络技术”、“生活保障技术”的配套商业、住宅产品，并使其成为支撑公司发展的第二支柱，代表项目有电子城 朔州数码港、电子城 南京国际数码港等。

科技创新服务方面，电子城围绕北京市“四个中心”的功能定位及十大高精尖产业方向，实质性推进股东资源的协同发展，参股了燕东微电子等。公司近年来积极打造“科技发展环境营造”及“科技发展助推”的发展模式，助力北京全国科技创新中心建设。

图 5：电子城部分项目一览



资料来源：公司官网，长城证券研究所

## 2.3 收入来源：园区地产出售+出租

公司以园区地产开发与销售、新型科技服务（园区物业出租与管理）和广告传媒为主要业务板块，其中主营业务收入主要来源于园区地产销售板块。

2016年、2017年、2018年和2019年1-6月，公司分别实现营业收入15.16亿元、21.34亿元、22.34亿元和5.11亿元，2016-2018年园区地产销售贡献收入占主营业务收入比重均在70%以上，2019年上半年新型科技服务收入比重升至47%。

**表 5：公司营业收入构成（万元、%）**

类别	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务	49,914.36	97.68	222,356.08	99.51	212,330.17	99.50	150,468.60	99.28
园区地产销售	24,523.75	47.99	173,932.91	77.84	167,920.87	78.69	106,344.00	70.17
新型科技服务	24,100.39	47.17	41,236.02	18.45	37,560.94	17.60	37,044.64	24.44
广告传媒	1,290.23	2.53	7,187.15	3.22	6,848.35	3.21	7,079.96	4.67
其他业务	1,183.60	2.32	1,088.30	0.49	1,067.29	0.50	1,085.38	0.72
合计	51,097.97	100.00	223,444.38	100.00	213,397.46	100.00	151,553.90	100.00

资料来源：公司公告，长城证券研究所

**表 6：2018年公司房地产销售情况（平方米）**

地区	项目	经营业态	可供出售面积	已售面积
北京	产业类项目	工业/研发	51795.64	51795.64
天津	产业类项目	工业/研发办公	104936.76	32994.46
朔州	住宅项目	住宅	200043.4	75731.96

资料来源：公司公告，长城证券研究所

**表 7：2018年及2019年上半年公司房地产出租情况**

2018 年报				
地区	项目	经营业态	出租房地产的建筑面积(万方)	出租房地产的租金收入(万元)
北京	产业类项目	工业/研发	13.05	13738.40
北京	商业类	商业	0.59	420.98
北京	产业类项目	新媒体产业园	0.78	192.54
北京	创 E+	工业/研发	1.96	1749.23
天津西青区	创 E+	工业/研发	0.18	12.5
合计			16.55	16113.65
2019 半年报				
			出租房地产的建筑面积(万方)	出租房地产的租金收入(万元)
合计			18.83	12433.92

资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.4 电子城园区开发：立足北京、辐射全国

2019年6月末，公司土地储备占面共计59.10万平方米，土地储备主要集中在北京、天津、南京、厦门等科技基础实力较好、科研机构较为集中的一、二线城市，有利于公司科技产业园区的开发运营，符合公司的发展战略。公司土地的获取方式以招拍挂和协议取得为主，并有少量通过股权转让方式取得，其中，公司在北京地区的土地多为2007年及之前通过协议方式取得，土地获取时间较早，获取成本较低。

近三年，电子城新增土地储备面积72.39万平方米，新增土地主要集中在厦门、昆明、南京和天津等地，契合公司“立足北京、辐射全国”的业务布局战略，京外优质地段土地的获取为公司的可持续发展提供了有力支持。

2019年4月4日，北京北广科技股份有限公司将其所持北京北广通信技术有限公司70%股权转让给北京电子城空港有限公司，并已完成工商变更登记。发行人通过此项股权收购获取位于北京顺义的工业用地，并计划在该地块进行广电产业、军事通信高科技产业园区开发，截至2019年6月末，该项目处于在建状态。此次交易使电子城获取北京临空经济区核心位置的稀缺土地资源，有利于公司拓展北京地区优质园区开发项目。

截至2019年6月末，电子城已建成园区项目6个。

**表8：公司已建成园区情况**

序号	项目	类型	定位	总建筑面积（万方）	入驻企业
1	电子城·(北京)创新产业园	工业	高科技创新产业发展基地	12.80	北方华创、日立、世纪互联等
2	电子城·(北京)科技研发中心	工业	电子及相关产业科技研发聚集区	7.24	西门子、三星
3	电子城·(北京)科技大厦	科研、生产	跨国企业分支机构、科技企业服务机构	2.33	精锐教育、青岛希杰、德中韦氏等
4	电子城·(北京)IT产业园1	工业	北京市重点工程、北京市重点产业化促进项目	58.80	58同城、东方园林、艺龙、携程、ABB等
5	电子城·(北京)国际电子总部一期(3#地)	研发	大型高科技电子信息企业、跨国公司企业总部、研发总部聚集区	13.53	奇虎360、中国电信、联发博动
6	电子城·(北京)国际电子总部二期(4#地)	研发	大型高科技电子信息企业、跨国公司企业总部、研发总部聚集区	17.24	Wework、雀巢、赛百味、中国平安等
合计		--	--	111.94	--

资料来源：公司公告，长城证券研究所

截至2019年6月末，电子城在建项目共计10个。从在建项目区域布局来看，北京市分布2个项目，天津市分布4个项目，昆明市分布2个项目，厦门市和朔州市各分布1个



项目。公司在建项目建筑总面积共计 245.13 万平方米，项目储备较为充足，能够有效支撑公司未来发展阶段的销售和收入结转。

**表 9: 公司主要在建项目**

序号	项目名称	所在地区	建筑面积 (万方)	权益占比
1	电子城·(北京)国际电子总部三期(5#地)	北京市朝阳区	10.31	100%
2	电子城 厦门国际创新中心	厦门市集美区	57.17	70%
3	中关村电子城(昆明)科技产业园一期	云南滇中新区临空产业园	11.92	100%
4	中关村电子城(昆明)科技产业园二期	云南滇中新区临空产业园	51.51	100%
5	电子城·(朔州)星悦港商业一期	山西朔州	17.55	100%
6	智尚中心	天津市西青区	20	100%
7	盈辉中心	天津市西青区	24.24	100%
8	鼎创中心	天津市西青区	9.37	100%
9	鼎峰中心	天津市西青区	17.83	100%
10	电子城·(北京)临空经济创新产业基地	北京市顺义区	25.23	70%
	合计	-	245.13	-

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

截至 2019 年 6 月末, 电子城集团拟建项目共计 7 个, 从拟建项目区域布局来看, 北京市分布 4 个项目, 天津市分布 1 个项目, 南京市分布 1 个项目, 秦皇岛市分布 1 个项目。公司拟建项目建筑面积共计 89.90 万平方米, 项目储备较为充足, 能够有效支撑公司未来发展阶段的销售和收入结转。

**表 10: 公司主要拟建项目**

序号	项目名称	所在地区	建筑面积 (万方)	性质
1	电子城·(北京)国际电子总部四期(26#地)(1#楼等7项)	北京朝阳区	10.7	研发
2	电子城·(北京)IT产业园 B3 厂房	北京朝阳区	3.41	工业
3	电子城·(北京)IT产业园 D3 厂房	北京朝阳区	3.56	工业
4	来广营 89 号院	北京朝阳区	5.19	保障房
5	电子城·北戴河新区企业汇	秦皇岛市	-	-
6	电子城·南京国际数码港	南京市玄武区	38	混合
7	星悦中心	天津市西青区	29.04	工业
	合计	-	89.9	-

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

**表 11: 公司 2019 上半年末土地储备 (万方、亿元)**

地块名称	所在地区	物业类型	占地面积	计容建面	土地价格	权益
京朝国用(2007出)第0480号	北京市朝阳区	研发	2.44	7.42	0.65	100%
京朝国用(2015出)第0639号	北京市朝阳区	工业	1.62	2.73	-	100%
京朝国用(2015出)第00119号	北京市朝阳区	工业	1.55	2.86	-	100%
京(2016)朝阳区不动产权第0137341号	北京市朝阳区	-	1.16	-	-	100%
房地证津字第111051500236号	天津市西青区	工业	3.17	6.82	-	100%
房地证津字第111051500345号	天津市西青区	工业	9.74	19.1	-	100%

地块名称	所在地区	物业类型	占地面积	计容建面	土地价格	权益
津(2016)西青区不动产权第1021409号	天津市西青区	工业	2.98	3.75	-	100%
房地证津字第111051500344号	天津市西青区	工业	4.17	8.11	-	100%
闽(2017)厦门市不动产权第0054776号	厦门市集美区	其它商服用地	6.08	25.5	1.94	70%
云(2018)官渡区不动产权第0161733、0231168、0161652号	云南滇中新区临空产业园	工业厂房	9.84	15.51	1.25	100%
苏(2018)宁玄不动产权第0013679、0020938、0013670、0013676、0013675号	南京市玄武区	混合	8.53	38	34.2	100%
秦昌黎国用第00100、00099、00101号	秦皇岛市	-	1.7	-	-	100%
津(2019)西青区不动产权第1059342号	天津市西青区	工业	6.12	18.36	7.17	100%
<b>合计</b>	-	-	59.1	148.16	-	-

资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 2.5 新型科技服务：出租+物管+新型服务

公司自2018年开始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的重要组成部分。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。

2016-2018年，公司新型科技服务业务收入保持稳步增长。其中，物业管理业务收入占比相对较高，16-18年在营业收入中占比分别为13.42%、10.41%和10.21%，在新型科技服务收入中占比分别为54.54%、58.76%和55.09%。新型科技服务业务毛利率近年来有下降趋势，主要因近年来公司可租售面积快速增长，部分新增租户尚处于免租期所致，免租金为物业出租合同的优惠条款，期限一般为3个月左右。

**表 12：公司新型科技服务业务收入构成及毛利率水平（亿元、%）**

项目	2019年1-6月			2018年			2017年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
新型科技服务	2.41	48.28	38.56	4.12	18.57	32.43	3.76	17.69	45.46
园区地产出租	1.24	24.91	51.83	1.86	8.36	44.62	1.55	7.3	70.97
物业管理	1.17	23.37	24.41	2.27	10.21	22.91	2.21	10.41	27.6

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司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。最近三年及2019年半年度，公司投资性房地产账面价值分别为4.76亿元、4.58亿元、15.40亿元和15.57亿元，占总资产比例分别为5.28%、4.04%、11.02%和12.33%。截至2019年半年度，公司投资性房地产约有30万平方米，已出租面积按照账面计算约5000元/平方米，远低于周边区域40000元/平方米的售价。此部分投资性房地产在2019年半年度报告中显示已出租面积为18.83万平方米，取得租金收入1.24亿元，考虑到2018

年末，国际电子总部 5 号楼建筑面积 17 万平方米新转入投资性房地产，出租率目前处于上升阶段，可以预计未来公司此部分投资性房地产出租带来的收益将维持稳定上升状态。

公司下属的北京电子城有限责任公司是园区地产出租业务的经营主体，负责日常对园区地产管理和运行。截至 2019 年 6 月末，各产业园区入驻企业主要有：ABB、日立、北方华创、三星、西门子、中国电信、中国平安、Wework 等，出租客户主要为大中型企业，其中中型以上企业达到 90%，客户承租面积大，平均在 7000-15000 平方米之间，目前客户的租期一般在 2-5 年，客户稳定性较高。

电子城子公司北京电子城物业管理有限公司是园区物业管理业务的经营主体。公司目前物业管理主要集中在电子城 IT 产业园区、国际电子总部、创新产业园、研发中心等园区的物业管理，包括物业维护、停车管理、消防安全等。物业管理收入主要是向产业园区的住户收取物业费。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。

**表 13: 公司主要项目定位**

城市	项目名称	项目定位
北京	电子城·科技大厦	定位为跨国企业分支机构、科技企业服务机构聚集平台。
北京	电子城·创新产业园	定位为高科技创新产业发展基地。
北京	电子城·科技研发中心	定位为电子及相关产业科技研发聚集区。
北京	电子城·IT 产业园	定位为电子信息及互联网高科技研发等高端产业聚集区。
北京	电子城·国际电子总部	定位为大型高科技电子信息企业、跨国公司企业总部、研发总部聚集区。
北京	电子城来广营 89 号院	定位为北京市棚户区改造的定向安置房。
北京	电子城·临空经济创新产业基地	定位为航空经济和航空服务产业聚集区。
北京	电子城·数字新媒体创新产业园	定位为科技创新与文化创新融合发展的新媒体创新产业园。
北京	电子城创 E+	定位为发展新互联网时代下的新生态社区，提供全形态办公空间、全链条增值服务、全周期融资渠道，并服务于以创业团队及创新型规模化企业为主的客户群体。
天津	电子城·天津西青科技产业园	定位为高科技产业聚集平台、创新产业聚集平台及综合性商业配套的高科技产业园，包括大数据及互联网金融产业园、国际创新中心（天津）、国际电子总部（天津）。
朔州	电子城·朔州数码港	集“智慧住宅、时尚商业、优质教育、科技体验、儿童游乐”为一体的新产城一体化项目。
昆明	电子城·昆明科技产业园	定位为为西南地区现代科技服务企业集聚区、面向东盟及南亚的临空制造企业集聚区、跨境电商及科技服务企业集聚区、生命健康装备智造企业集聚区、虚拟现实硬件产业集聚区，以及承接中关村科技产业转移、华东及华南科技产业转移的科技企业集聚区。
厦门	电子城·厦门国际创新中心	定位为重点推动移动互联网、移动通信、大数据、云计算、人工智能、VR/AR、动漫游戏、文化创意等高端产业的聚集。
南京	电子城·南京国际数码港项目	定位为创新总部、创新加速区、创新蜂巢、创新街区以及创新智库相结合的全产业链科技创新聚集区。（办公、商业豆油）。
北戴河	电子城·北戴河新区企业汇	定位为北京科技企业集创业、工作、度假相结合的新型海岸创新园区项目

资料来源：公司官网、公司公告，长城证券研究所



## 3. 核心竞争力

### 3.1 国企背景，控股股东实力与资源丰富

电子城为北京市国资委控股的北京电控集团旗下科技服务主平台，公司大股东及其子公司在北京皆有大量工业用地储备可供未来开发，国企背景也有助于其以较低的价格取得优质地产。有强有力的股东作支撑，对于高杠杆的房地产企业来说资金问题得到了缓解，2019年电子城向控股股东北京电控申请额度不超过人民币7亿元的银行委托贷款，有效降低了其资金方面的压力，公司的资产负债率也显著低于同行业的其他企业。

### 3.2 专注园区地产多年，拥有历史积淀与优势

电子城自2009年与兆维科技股份置换后，以协议转让的方式接手了原有的大量地产，随后多年进行工业地产开发，经验丰富。公司在北京打造了中关村电子城科技园东区的电子城系列高科技园区，积累了园区开发经验和优质的客户资源，为其在全国继续开展这类模式提供了支撑。

根据目前的布局状况，公司在天津、厦门等地都投入运营了新的工业园区，并且计划在昆明打造联系东南亚的国际性工业园区。

### 3.3 结合国企改革，实施股权激励

我国的国企改革主要分为三个阶段，第一阶段为1978-1992年：“放权让利”与承包责任制开启改革进程，将企业所有权和经营权分离。第二阶段为1993-2003年：建立现代企业制度、引入竞争淘汰机制，提升市场效率，充分发挥市场的资源配置作用，第三阶段为2003年至今：成立国资委，规范管理和深化产权制度改革。目前北京市正在逐步推进国有企业的改革，加速国有企业向现代化企业的转变，逐步搭建激励机制，提高运行效率。

**表 14: 北京市国企改革内容**

时间	会议/文件	内容
2014年8月	北京市委发文	2014年8月，北京市出台《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，提出市国有资本集中度将大幅提高，80%以上的国有资本集中到提供公共服务、加强基础设施建设、发展前瞻性战略性新兴产业、保护生态环境、保障民生等领域。
2016年8月	国务院发文	国务院颁布《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》，明确要求每个省、直辖市等应该选定5家到10家国企进行试点；员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的1%；在员工入股前，应按照有关规定对试点企业进行财务审计和资产评估，员工入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值；不得使用杠杆融资。
2016年12月	北京国资委发文	北京国资委出台《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》，确立了五项基本原则，要求开展员工持股试点应坚持依法合规、公开透明，坚持试点先行、稳妥推进。制定了试点企业的三个条件，分别从基本条件、优先条件和禁止条件等三个维度对试点企业的条件进行了制定，同时划定员工持股试点的企业范围。
2017年1月	北京市人民政府工作报告	2017年北京市将深化国企国资改革，研究推出职业经理人、员工持股等改革试点。以混合所有制改革为突破口，加大企业调整重组力度。
2018年8月	北京市国资委	北京市国资委当前正在拟定《进一步深化国资国企改革 推动高质量发展的三年行动计划》

时间	会议/文件	内容
	议	以及 15 个配套文件，未来将进一步加快国有资本进退调整，积极推进分层分类混改，稳妥有序扩大员工持股试点范围。
2018 年 11 月	北京市委全面深化改革委员会召开第三次会议	会议审议了《进一步深化国资国企改革推动高质量发展三年行动计划（2018 年-2020 年）》，指出要极稳妥推进重点领域改革，规范国有企业投资决策行为，统筹各类国资国企改革
2019 年 1 月	北京市政府工作报告	提出要深化国资国企改革，加快实现从管企业向管资本转变，抓好国有资本投资、运营公司试点。推动国有经济战略性重组，压缩企业管理层级，推进混合所有制改革，提升国有企业科技创新能力。
2019 年 8 月	国资委副主任报告	国资委副主任在《全面深化北京市国资国企改革》的报告中透露，北京市的国企改革方案将把握首都“四个中心”的战略定位，制定出具体的时间表、路线图，分步骤、分阶段，确保 2019 年完成改革目标。

资料来源：网络，长城证券研究所整理

2019 年 4 月 10 日，公司发布股票期权激励计划草案，拟向激励对象授予股票期权 1118.6 万股，占比公司已发行股本总额的 1.0%，其中首次授予 1006.8 万股，占股本总额的 0.9%，占激励计划股票期权授予总数的 90.0%；预留 111.8 万股，占股本总额的 0.1%，占激励计划股票期权授予总数的 10.0%。首期授予的激励对象共计 92 名，具体包括：高级管理人员、核心骨干和核心业务人员。2019 年 6 月 15 日，该股权激励计划获得北京市国资委批复，成为北京市国资委旗下第一家推进股权激励的房企。

2019 年 8 月 5 日，首次实施股权激励，向 91 名激励对象授予 999.74 万份股权激励权益，满足行权条件后，激励对象获授的每份股票期权可以 6.78 元的价格购买一股公司股票。

**表 15：公司股权激励业绩考核目标**

行权期	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	33%	(1) 2020 年营业总收入不低于 26.62 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ），且不低于对标企业 75 分位值
		(2) 2020 年 EOE $\geq 12\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值
		(3) 2020 年新型科技服务收入不低于 4.598 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ）
		(4) 以 2017 年总资产为基数，2020 年总资产复合增长率不低于 5%；
第二个行权期	33%	(1) 2021 年营业总收入不低于 29.26 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ），且不低于对标企业 75 分位值
		(2) 2021 年 EOE $\geq 12\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值
		(3) 2021 年新型科技服务收入不低于 5.0578 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ）
		(4) 以 2017 年总资产为基数，2021 年总资产复合增长率不低于 5%；
第三个行权期	33%	(1) 2022 年营业总收入不低于 32.21 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ），且不低于对标企业 75 分位值
		(2) 2022 年 EOE $\geq 12\%$ ，且不低于对标企业 75 分位值
		(3) 2022 年新型科技服务收入不低于 5.56358 亿元（以 2018 年授予目标值为基准，年复合增长率 $\geq 10\%$ ）
		(4) 以 2017 年总资产为基数，2022 年总资产复合增长率不低于 5%；

资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 3.4 对外投资合作多样

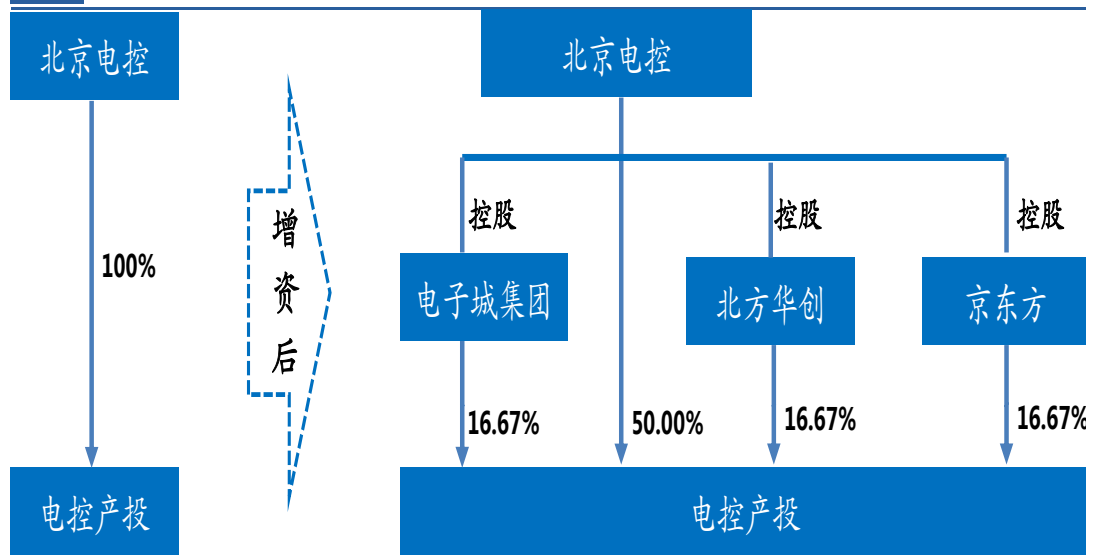
电子城直接参控股的共有 22 家公司，其中 20 家为电子城的子公司，经营范围主要为房地产开发、物业管理、投资管理、科技服务和广告传媒。

2018 年开始，公司逐步跨出股权投资的重要两步。

2018 年 3 月，公司在大股东北京电控主导下，联合国家集成电路产业投资基金（简称大基金）、亦庄国投、京国瑞、盐城高投、组成联合投资人向燕东微电子增资合计增资 40 亿元，其中北京电控、大基金、亦庄国投分别增资 10 亿元，京国瑞、盐城高投分别增资 4 亿元，公司增资 2 亿元。增资完成后，北京电控持股比例为 38.4%，大基金和亦庄国投分别持股 19.8%，京国瑞和盐城高投分别持股 7.9%，公司和长城资管分别持股 4.0%、2.3%。

2018 年 7 月，在大股东北京电控主导下，公司联合京东方、北方华创拟共同增资原由北京电控 100% 控股的电控产投。本轮增资总额达 5.7 亿元，其中北京电控增资 2.7 亿元，电子城、京东方、北方华创分别增资 1 亿元，增资完成后，电控产投注册资本达 6 亿，北京电控、电子城、京东方和北方华创分别持股占比 50.0%、16.7%、16.7%、16.7%。公司投资电控产投，希望未来通过其间接投资于科技创新的高新企业，实施园区产业链的前向一体化，吸引更多高新技术入驻。同时公司作为电控产投的股东，不必背负全部投资风险，有利于快速积累投资经验，并寻找新的增长点。主投方北京电控高科技行业资源丰富，并且联合投资方京东方、北方华创分别属于全球半导显示领域、集成电路高端工艺装备领域的领先企业，依托其在电子科技行业多年经验积累以及产业链上下游优势，将保障电控产投在赛道选择、标的的质量、投前决策、投后管理等创投各个环节提供有力支持，打造较深的产业投资护城河。

图 6：电控产投股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司参与跟投国家芯片龙头企业燕东微电子并参与投资电控产投，充分体现了大股东北京电控对于公司的支持，公司未来有望凭借其北京国资委旗下国企优势，进入高门槛投资标的。

此外，公司也积极在打造“创 E+”科技孵化服务品牌。至今，已在全国布局运营社区 5 家，社区覆盖北京、天津、昆明等地，运营面积超 3 万平方米。创 E+ 凭借电子城集团在科技服务领域优势，致力于打造创新型生态社区。

图 7: 北京创 E+ 酒仙桥社区



资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司 2019 年 11 月 4 日披露董事会决议且在 2019 年 11 月 21 日获得股东大会通过，公司拟以自有资金与电子城华平东久（宁波）投资管理有限公司、中国人寿保险股份有限公司通过入伙方式加入国寿置业投资管理有限公司设立的有限合伙企业（基金公司）。该基金拟募集总规模不超过 43 亿元，国寿置业为基金的普通合伙人，认缴 100 万元，占比 0.02%；电子城华平东久为基金的普通合伙人及执行事务合伙人，认缴 100 万元，占比 0.02%；中国人寿保险为基金的有限合伙人，认缴 30.1 亿元，占比 69.97%；电子城集团为基金的有限合伙人，认缴 12.9 亿元，占比 29.99%。

该基金公司成立后，拟收购电子城持有的北京电子城 IT 产业园 B5 厂房项目、中关村电子城国际电子总部三期项目及电子城 IT 产业园 C2A 厂房项目、电子城西青 7 号地西区项目（鼎峰中心）4#项目、电子城西青 7 号地西区项目（鼎峰中心）5#项目、电子城西青 7 号地东区项目（鼎创中心）1#项目，收购总价款约为 40.39 亿元人民币。

电子城集团通过基金快速实现投资项目的资金回笼，有利于盘活存量资产、有效提高资金周转率。

### 3.5 致力于向科技服务企业转型

自 2018 年以来，公司积极推进向科技服务业深度战略转型，未来将依托其园区物理空间优势、产业集合优势，围绕“构筑创新发展环境、促进区域转型增长”使命，以“科技发展空间营造、科技发展助推服务”为发展模式，以“科技空间服务、科技创新服务”两大发展体系为支撑，打造“科技发展空间营造能力、科技发展助推服务能力、科技资



源资本运作整合能力”三大核心竞争力，完善科技服务体系，创新科技服务模式，优化科技服务布局，提升科技服务能力，促进科技服务专业化、规模化发展。

2018年9月17日，北京市委书记蔡奇到电子城IT产业园走访调研，了解了企业发展史，察看了科技服务和入驻企业科技创新成果，并参观了荣之联、东方园林、360、58、华高科技、超图六家企业的展台。

2019年以来，电子城分别与中美合作中心、北科院、国寿资本、新松机器人等优质资源形成战略合作关系，同时，继续深挖和整合中关村国家自主创新示范区、中关村京企电梯科技创新联盟、联合国项目事务署、朝阳区总部企业联合会、中科院等多方科技创新资源。

图 8: 公司合作企业



资料来源：公司官网，长城证券研究所

## 4. 财务分析

### 4.1 盈利能力：受三费率提升拖累盈利水平有所下降

公司 2017 及 2018 年营收分别为 21.3 亿元及 22.3 亿元，同比分别升 40.8% 及 4.7%，2019 年前三季度营收 9.6 亿元，同比降近 30%，主要受开发及结算项目周期影响导致园区地产销售收入大幅下降。正如上文所提到，电子城的收入主要由园区地产销售、科技服务收入（物业管理和园区地产出租）组成，其中园区地产销售占比最大，2018 年近 78%，而 2019 年上半年降至 48%，科技服务收入比重升至 47%。从投资性房地产的持有数量来看，2018 年开始公司自持地产数量大幅增加，且区位较好，预计未来的租金收入也会继续上升，为收入的增加提供支持。

从业绩来看，2017 及 2018 年公司实现归母净利润 5.1 亿元及 4.1 亿元，同比分别升 21.1% 及降 19.4%，2019 年前三季度实现归母净利润 1.4 亿元，同比降 54.3%，主要受营收及毛利率下降、三费率提升影响，其中公司加大融资力度，财务费用大幅增加。

图 9: 公司营业收入及同比

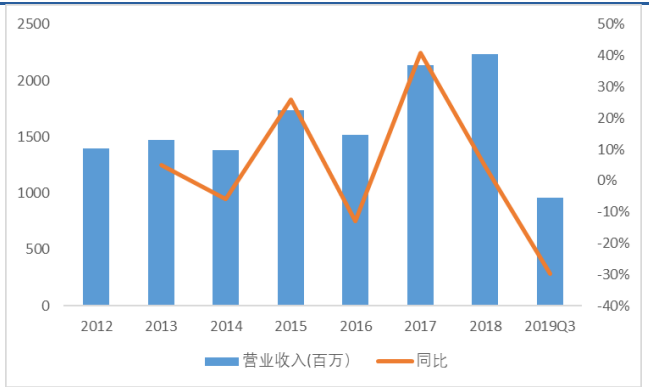


图 10: 公司投资性房地产及同比

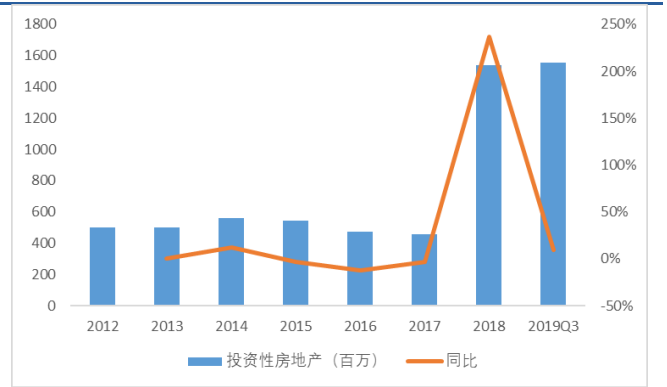


图 11: 公司营业利润及同比

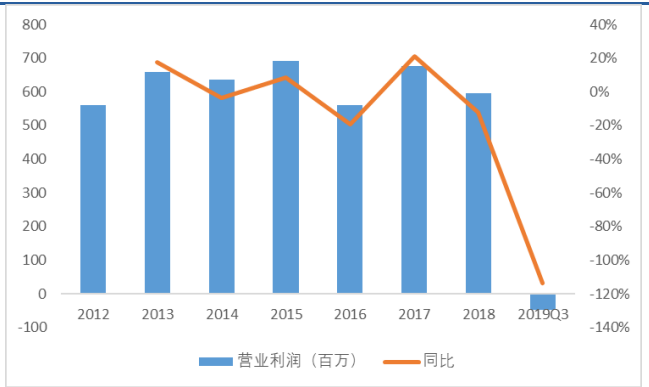
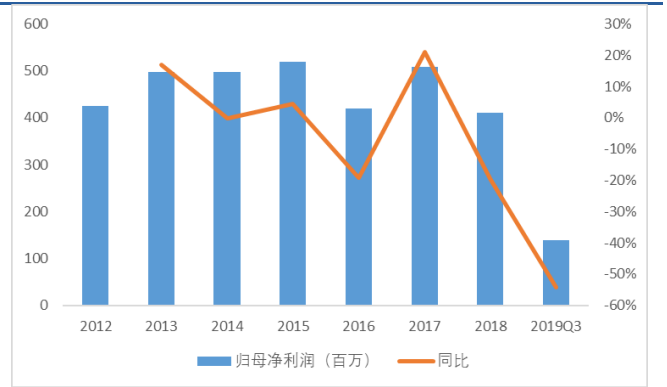


图 12: 公司归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

电子城的毛利率与净利率总体呈下降状态，而三费率近两年快速上升，在三项费用中，管理费用的比重最大，销售费用较为平稳，而财务费用近年来上升较快。过去电子城主要是开发园区地产，工业地块的成本较低，整体融资需求较低，但是在拓展商业地产后，扩大了对外融资，引起财务费用上升，受此拖累净利率有所下降。

图 13: 公司及可比公司毛利率

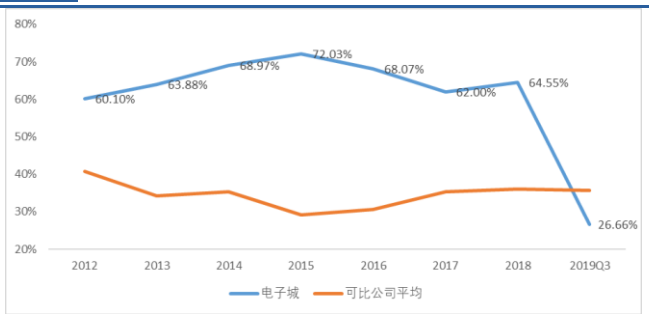


图 14: 公司及可比公司净利率

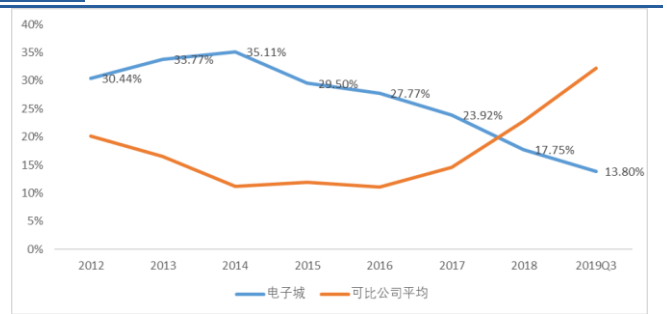
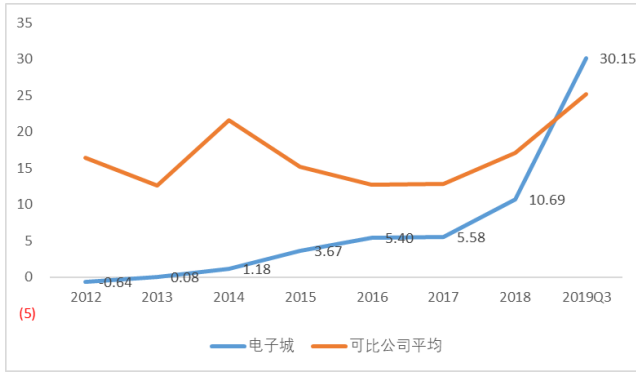


图 15: 公司及可比公司期间费用率 (%)

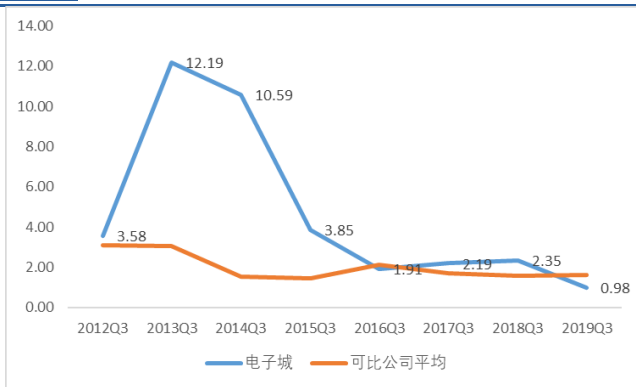


\*可比公司: 华夏幸福、市北高新、南京高科、苏州高新、空港股份, 下同

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

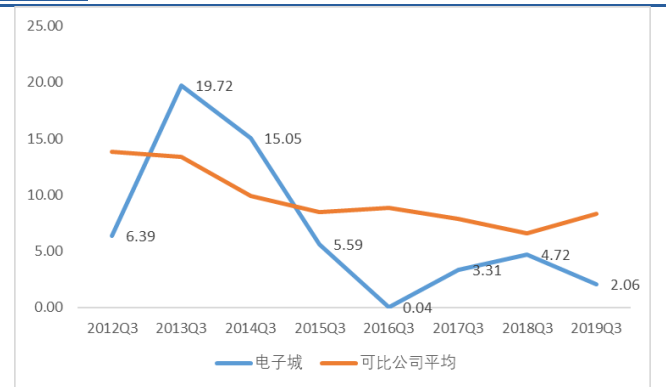
资产收益率方面, ROE 及 ROA 2019 年均有所下降, 2019 年前三季度分别为 0.98% 及 2.06%, 较上年同期分别下降 1.37 及 2.66 个百分点, 根据杜邦分析法, 收益率的下降主要受净利率下滑的拖累。

图 16: 公司及可比公司 ROA (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

图 17: 公司及可比公司 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

## 4.2 负债情况: 负债率处于行业较低水平

随着近一两年融资增加资产负债率有所上升, 截至 2019 年三季度末公司资产负债率为 50.3%, 剔除预收后的资产负债率为 49.8%, 基本与去年末持平。从净负债率来看, 公司前几年几乎没有有息负债, 近两年随着公司债券的发行有息负债快速提升, 净负债率升至 52.13%。总体来看, 公司负债率在行业中仍然处于较低水平。

从平均融资成本来看, 虽然整体对外融资规模扩大, 公司融资成本依然保持在行业较低水平。



图 18: 公司及可比公司资产负债率 (%)

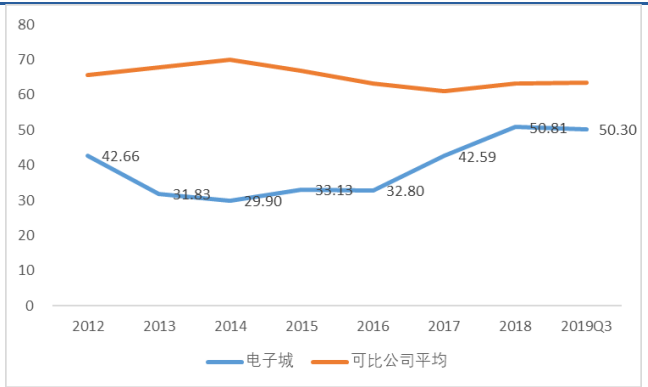


图 19: 公司及可比公司剔除预收后资产负债率 (%)

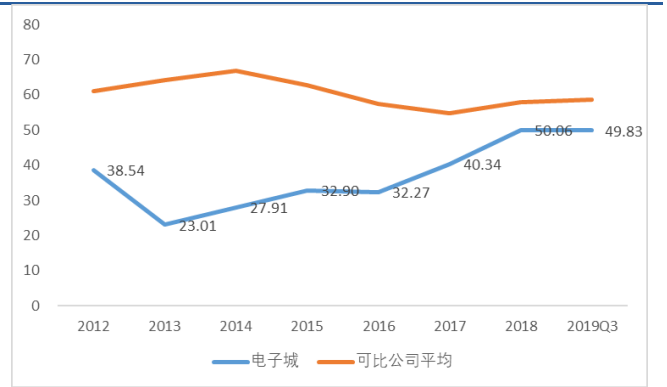


图 20: 公司及可比公司净负债率 (%)

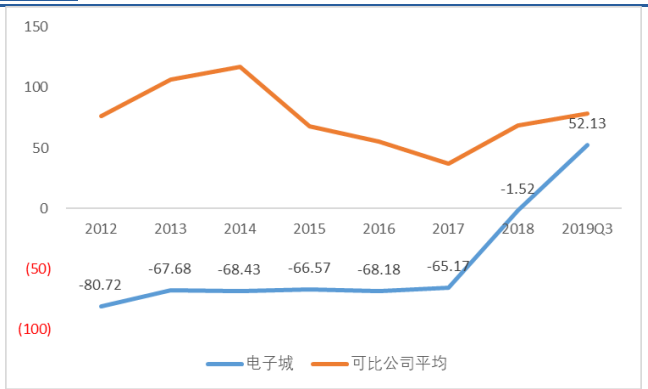
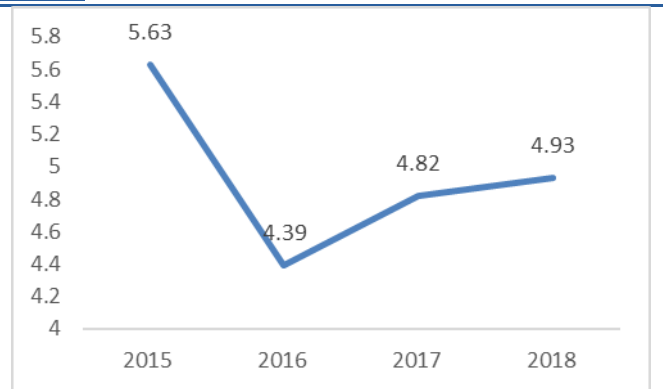


图 21: 公司综合融资成本 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

### 4.3 运营情况: 近几年周转率水平较为平稳

2015 及 2016 年公司存货周转率水平大幅下降, 主要是随着公司全国扩张战略新增商业地产等地块, 近几年周转率水平较为平稳。

图 22: 公司及可比公司总资产周转率

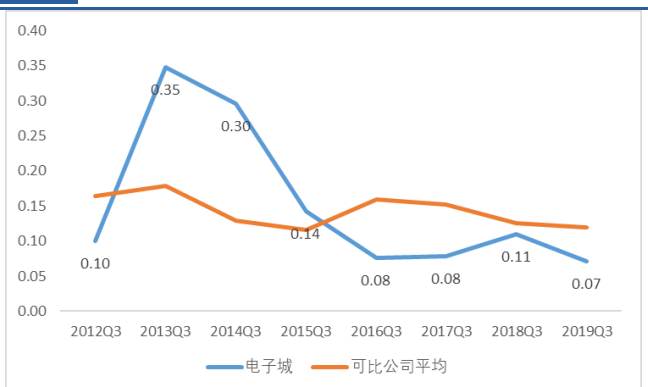
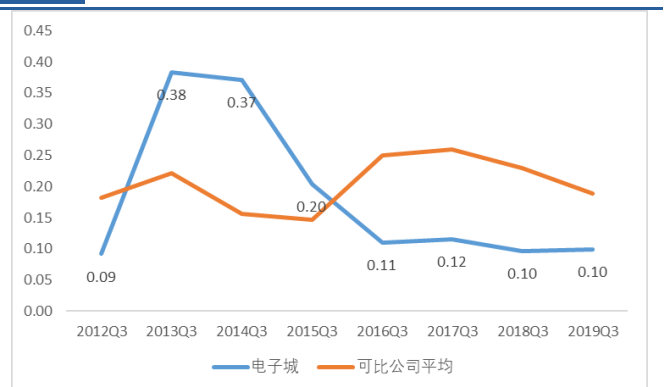


图 23: 公司及可比公司存货周转率



资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

资料来源: 公司公告, Wind, 长城证券研究所

## 5. 公司估值

### 5.1 NAV 估值：每股 NAV 11.64 元，当前股价较其折价 62.3%

表 16: 公司 NAV 估值

项目	金额
开发部分增值（万元）	349,275
自持部分增值（万元）	330,100
账面净资产（万元）	623,222
NAV（万元）	1,302,597
总股本（万股）	111,859
每股 NAV（元/股）	11.64

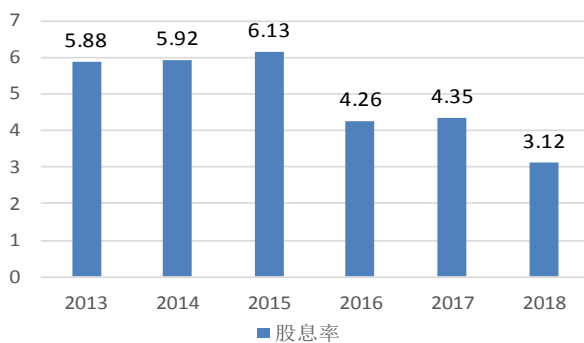
资料来源：Wind，长城证券研究所

我们按出租及开发两部分、14%贴现率对公司进行 NAV 估值，开发部分增值约 34.9 亿元，自持部分增值约 33.0 亿元，重估净资产约 130.3 亿元，对应每股重估净资产 11.64 元/股，按 12 月 16 日公司股价折价 62.3%。

### 5.2 股息率：近三年维持 3% 以上

按 2019 年 12 月 16 日收盘价，2013-2015 年公司股息率在 6% 左右，随着公司逐步扩张，2016 年开始股息率有所下降但依然在 3% 以上的较高水平。

图 24: 公司股息率（按 12 月 16 日收盘价）/%



资料来源：公司公告，Wind，长城证券研究所

## 6. 投资建议

随着公司开发销售部分逐步结算及自持部分逐步出租，且考虑到公司 2019 年 11 月 21 日股东大会通过的《公司拟入伙基金及全资子公司向基金出售资产暨关联交易的议案》涉及的 40.39 亿元资产包的出售，我们预计公司 19~21 年营业收入分别为 24.76、46.42 及 64.49 亿元，归母净利润 3.64、4.76 及 6.51 亿元，对应 PE 12.9X/9.9X/7.4X。考虑到 1) 公司拥有多年园区开发及运营经验,2) 资产布局及质量优质,3) 未来有望自国企改革中进一步获益,4) 股权激励彰显信心，估值处于较低水平，我们给予“推荐”评级。

## 7. 风险提示

调控政策及信贷政策超预期收紧，行业景气度持续下降，公司扩张效果不及预期。

## 8. 附：财务预测表

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3888.1	4704.4	6160.3	7975.3	销售收入	2234.4	2476.0	4641.9	6448.9
应收帐款	472.7	916.1	1392.6	2063.7	销售成本	-1429.3	-2010.7	-3637.2	-5079.6
库存	6392.6	7083.7	7487.7	7738.7	经营费用	-169.9	-170.8	-343.5	-477.2
其他流动资产	366.2	914.7	1306.1	1490.2	息税折旧前利润	689.1	331.1	710.3	951.3
流动资产总计	11119.6	13618.8	16346.6	19267.9	折旧及摊销	-53.9	-36.6	-49.1	-59.2
固定资产	63.8	61.7	60.8	32.2	经营利润(息税前利润)	635.2	294.4	661.2	892.1
无形资产	29.5	28.0	26.6	25.3	净利息收入/(费用)	-67.4	-150.0	-70.0	-55.0
其他长期资产	2769.3	2818.5	3686.5	4456.1	其他收益/(损失)	42.6	336.4	45.8	34.9
长期资产总计	2862.6	2908.2	3774.0	4513.7	税前利润	610.5	480.9	637.0	872.0
总资产	13982.2	16527.1	20120.6	23781.5	所得税	-213.8	-115.4	-159.3	-218.0
应付帐款	792.4	1472.0	2612.3	2719.7	少数股东损益	13.2	-1.5	-1.9	-2.6
短期债务	451.4	381.9	454.3	534.6	净利润	396.6	365.5	477.8	654.0
其他流动负债	2350.6	2550.6	4118.3	4934.8	归母净利润	409.9	364.0	475.9	651.4
流动负债总计	3594.4	4404.6	7185.0	8189.1	EPS	0.37	0.33	0.43	0.58
长期借款	3332.0	4232.0	5132.0	6032.0					
其他长期负债	177.4	310.0	570.0	677.1					
股本	1118.6	1118.6	1118.6	1118.6	<b>主要比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
储备	5470.5	5749.1	6108.4	6590.6	盈利能力				
股东权益	6589.0	6867.6	7226.9	7709.2	息税前利润率(%)	28.4	11.9	14.2	13.8
少数股东权益	289.5	712.9	6.8	1174.2	税前利润率(%)	27.3	19.4	13.7	13.5
总负债及权益	13982.2	16527.1	20120.6	23781.5	净利率(%)	17.8	14.8	10.3	10.1
					流动性				
<b>现金流量表(百万)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	流动比率(倍)	3.1	3.1	2.3	2.4
经营活动产生的现金流	-3835.2	-719.8	573.8	-240.4	利息覆盖率(倍)	9.4	2.0	9.4	16.2
购买固定资产净值	-30.2	-10.6	-20.7	29.9	速动比率(倍)	1.3	1.5	1.2	1.4
投资减少/增加	-204.1	-250.0	-140.0	65.0	资产负债率(%)	52.9	58.4	64.1	67.6
其他投资现金流	0.0	520.2	35.0	645.6	估值				
投资活动产生的现金流	-234.2	259.6	-125.7	740.5	市盈率(倍)	12.0	13.5	10.3	7.5
净增权益	166.4	0.0	0.0	0.0	市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6
净增债务	2103.3	830.5	972.4	980.3	周转率				
支付股息	-308.5	-109.2	-142.8	-195.4	存货周转天数	1255.7	1223.2	731.1	547.1
其他融资现金流	11.7	600.2	178.1	530.1	应收帐款周转天数	50.0	102.4	90.8	97.8
融资活动产生的现金流	1972.9	1321.6	1007.8	1314.9	应付帐款周转天数	132.8	166.9	160.6	150.9
现金变动	-2096.6	861.4	1455.9	1815.0	回报率				
期初现金	5939.7	3843.0	4704.4	6160.3	股息支付率(%)	37.4	30.0	30.0	30.0
公司自由现金流	-4069.5	-460.2	448.1	500.1	净资产收益率(%)	6.2	5.3	6.6	8.4
权益自由现金流	-1966.2	370.3	1420.5	1480.3	资产收益率(%)	3.1	1.4	2.7	3.0

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>