

投资评级 中性 调低

持续全国拓展，推进科技服务业转型

股票数据

05月08日收盘价(元)	5.48
52周股价波动(元)	4.14-9.54
总股本/流通A股(百万股)	1119/1119
总市值/流通市值(百万元)	6130/6130

相关研究

《三季报业绩靓丽，全国拓展有序进行》
2018.11.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.6	-5.4	12.1
相对涨幅(%)	-7.0	-5.6	-0.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

分析师:杨凡

Tel:(021)23219812

Email:yf11127@htsec.com

证书:S0850518070003

投资要点:

- **2018年营业收入持续上涨，京外区域贡献加强。**公司2018年营业总收入22.34亿元，同比增加4.71%，其中房产营业收入17.39亿元，同比增加3.58%；新型科技服务收入4.12亿元，同比增加9.78%，占比18.55%，较2017年占比增加0.86个百分点；文化传媒收入0.72亿元，同比增加4.95%。从收入的区域分布来看，北京市营业收入18.86亿元，同比下降1.2%，占比84.82%，较2017年占比下降5.08个百分点；天津市贡献营业收入1.13亿元，同比上涨477.54%，朔州市营业收入2.24亿元，同比上升14.92%。
- **毛利率维持高位，资产规模稳增长。**截至2018年底，公司毛利率64.55%，相对18Q3回归60%高位，同比增加37.69个百分点，净利润3.97亿元，同比下降22.30%，归母净利润4.10亿元，同比下降19.40%，每股收益0.37元，同比下降42.19%，公司总资产达到139.82亿元，较上年同期增长23.52%，归属上市公司股东净资产65.89亿元，较2017年底增加3.68%。2018年5月10日，公司成立资产支持专项计划，发行额度为18亿元。2018年6月29日，公司经董事会审议通过，在厦门组建的子公司采用多家银行联合贷款的方式，融资人民币3亿元整。
- **推进向科技服务业的战略转型。**公司推进构建科技服务转型产业格局，在“一主链，多分支”的产品体系和“区域+事业群”的科技服务组织体系的基础上，着力打造以“科技空间服务体系”及“科技发展服务体系”两大体系为主的产业发展新格局。天津社区顺利开业，深入推进科技孵化服务平台；投资设立电子城华平东久(宁波)资产管理有限公司，推动建设科技金融服务平台；科技公共服务平台及科技文化融合服务平台不断拓展。
- **稳步实施区域项目建设，不断深化全国战略布局。**2018年电子城集团稳步推进重点项目，包括电子城·国际电子总部项目、电子城·IT产业园项目、电子城·数字新媒体创新产业园项目、电子城·临空经济创新产业基地等多个项目，覆盖北京、天津、厦门、昆明等多个城市。此外，在持续推进北京和华北、华南、西南项目的基础上，公司取得江苏省南京市玄武区红山新城核心位置土地使用权，有利于华东区域的项目布局。
- **投资建议：“中性”。**公司持续推进“立足北京，辐射全国”的发展策略，向科技服务业转型。我们预计公司2019年EPS为0.42元每股，给予公司2019年10-12倍PE估值，对应市值约为48-57亿元，对应合理价值区间为4.25-5.10元，对应2019年的PEG为0.69-0.83。**风险提示：**公司房地产销售占收入主要部分，结转速度低于预期可能导致公司业绩低于预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2134	2234	2398	2673	3009
(+/-)YoY(%)	40.8%	4.7%	7.3%	11.5%	12.6%
净利润(百万元)	508	410	470	531	605
(+/-)YoY(%)	21.1%	-19.4%	14.7%	13.1%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	0.45	0.37	0.42	0.48	0.54
毛利率(%)	62.0%	64.6%	65.4%	65.5%	65.6%
净资产收益率(%)	8.0%	6.2%	6.7%	7.2%	7.8%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

(%)	2017	2018	Ppt	海通分析
毛利率	62.00%	64.55%	2.54	
净利率	23.92%	17.75%	-6.17	净利润同比下滑
资产负债率	42.59%	50.81%	8.22	
有息负债率	15.19%	27.06%	11.87	1 年内到期的长期借款重分类
三项费用占收入比	5.58%	10.69%	5.10	
(百万元)	2017	2018	YOY%	海通分析
总资产	11320.09	13982.21	23.52%	
净资产	6355.10	6589.05	3.68%	
货币现金	5954.01	3888.12	-34.70%	购入土地及建设成本投入增加
预收账款 (包括合同负债)	427.55	209.47	-51.01%	预收购房款结转收入导致余额降低
经营活动现金流净额	507.99	-3835.24	-854.99%	购地付现同比增加

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

表 2 公司利润表对比

单位: 百万元	2017	2018	YOY%	海通分析
一、营业总收入	2133.97	2234.44	4.71%	
二、营业总成本				
营业成本	810.83	792.17	-2.30%	
营业税金及附加	613.47	637.14	3.86%	
销售费用	33.83	50.10	48.13%	广告费、销售代理费增加
管理费用	122.10	119.78	-1.90%	折旧摊销费减少与人员费用增加
财务费用	-36.83	68.86	-286.98%	支付的筹资利息支出增大
资产减值损失	-16.99	13.57	-179.86%	支付保证金增加导致计提的坏账准备增加
投资净收益	2.25	2.38	5.48%	
三、营业利润	677.65	595.86	-12.07%	
加: 营业外净收入	-0.03	14.63	-43079.84%	客户违约金收入增加
四、利润总额	677.61	610.49	-9.91%	
减: 所得税	167.13	213.85	27.96%	
五、净利润	510.49	396.64	-22.30%	营收增幅平缓, 三项费用同比增加
减: 少数股东损益	2.00	-13.22	-761.50%	
归属母公司净利润	508.49	409.87	-19.40%	
六、每股收益				
基本每股收益 (元)	0.64	0.37	-42.19%	

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

表 3 公司股权投资时间表

时间	被投资方	出资额与持股比例
2018 年 3 月 28 日	北京燕东微电子有限公司	北京电控、电子城集团联合国家集成电路产业投资基金股份有限公司等多方组成“联合投资人”, 增资人民币 40 亿元, 电子城集团持有北京燕东微电子有限公司 3.95% 股权
2018 年 4 月 25 日	电子城华平东久 (宁波) 资产管理有限公司	新公司注册资本为人民币 1000 万元, 电子城集团以自有资金出资人民币 500 万元, 持股比例 50%
2018 年 6 月 13 日	北京电子城 (南京) 有限公司	公司注册资本为人民币 10000 万元, 电子城有限以自有资金出资人民币 5100 万元, 持有 51% 的股权
2019 年 3 月 27 日		电子城有限受让上海久魏持有的南京电子城股权, 南京电子城将成为电子城有限的全资子公司
2018 年 7 月 30 日	北京电控产业投资有限公司	本次增资人民币 57000 万元, 电子城集团认缴现金出资人民币 10000 万元, 增资完成后, 电子城集团将持有其 16.67% 的股权
2018 年 12 月 14 日	北京科创空间投资发展有限公司的昆明全资子公司	电子城集团的控股子公司在昆明市设立全资子公司, 注册资本为人民币 300 万元

资料来源: 公司 2018 年报, 海通证券研究所

表 4 公司分项业务拆分

	2018	2019E	2020E	2021E
房地产销售				
收入 (百万元)	1739.33	1933.59	2163.40	2449.77
同比增长/减少 (YoY%)	3.58%	11.17%	11.89%	13.24%
毛利率 (%)	73.73%	74.00%	74.00%	74.00%
广告传媒				
收入 (百万元)	71.87	75.46	79.24	83.20
同比增长/减少 (YoY%)	4.95%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	25.32%	25.00%	25.00%	25.00%
新型科技服务				
销售收入 (百万元)	412.36	453.60	498.96	548.85
同比增长/减少 (YoY%)	9.78%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	32.43%	32.00%	32.00%	32.00%
其他				
收入 (百万元)	10.88	10.88	10.88	10.88
同比增长/减少 (YoY%)	1.97%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	72.11%	72.00%	72.00%	72.00%

资料来源: Wind, 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

表 5 公司盈利预测表

	2018	2019E	2020E
一、营业总收入 (百万元)	2234.44	2473.53	2752.47
二、营业总成本 (百万元)	792.17	870.81	964.23
三、营业利润 (百万元)	595.86	681.48	769.87
加: 营业外收支 (百万元)	14.63	-0.35	-0.35
四、利润总和 (百万元)	610.49	681.13	769.52
五、净利润 (百万元)	396.64	476.79	538.67
减: 少数股东损益 (百万元)	-13.22	1.43	1.62
六、归属母公司所有者净利润 (百万元)	409.87	475.36	537.05
股本 (百万股)	1118.59	1118.59	1118.59
基本每股收益 (元/股)	0.37	0.42	0.48

资料来源: Wind, 公司 2018 年年报, 海通证券研究所

表 6 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2019) 2019PE/(2018-20 年净利润复合增速)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
600895.SH	张江高科	281.09	0.35	0.48	0.56	51.86	37.81	32.41	1.43
600736.SH	苏州高新	81.86	0.48	0.62	0.77	17.34	11.47	9.23	0.31
	均值					34.60	24.64	20.82	0.87
600658.SH	电子城	61.30	0.37	0.42	0.48	14.96	12.90	11.41	0.89

 注: 收盘价为 2019 年 05 月 08 日价格, 除电子城和张江高科 2019-2020 年 EPS 为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	2234	2398	2673	3009
每股收益	0.37	0.42	0.48	0.54	营业成本	792	831	923	1035
每股净资产	5.89	6.25	6.58	6.97	毛利率%	64.6%	65.4%	65.5%	65.6%
每股经营现金流	-3.43	0.89	0.44	0.51	营业税金及附加	637	683	762	858
每股股利	0.14	0.13	0.14	0.15	营业税金率%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
价值评估 (倍)					营业费用	50	60	67	75
P/E	16.68	13.21	11.68	10.27	营业费用率%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
P/B	1.04	0.89	0.84	0.80	管理费用	120	132	147	166
P/S	2.74	2.56	2.29	2.04	管理费用率%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	9.77	7.70	6.82	5.91	EBIT	635	692	774	876
股息率%	2.2%	2.4%	2.6%	2.7%	财务费用	69	45	39	37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	3.1%	1.9%	1.5%	1.2%
毛利率	64.6%	65.4%	65.5%	65.6%	资产减值损失	14	15	15	15
净利润率	18.3%	19.6%	19.9%	20.1%	投资收益	2	2	2	2
净资产收益率	6.2%	6.7%	7.2%	7.8%	营业利润	596	674	762	867
资产回报率	2.9%	3.2%	3.4%	3.7%	营业外收支	15	0	0	0
投资回报率	6.3%	7.7%	8.3%	9.0%	利润总额	610	674	762	866
盈利增长 (%)					EBITDA	689	715	807	919
营业收入增长率	4.7%	7.3%	11.5%	12.6%	所得税	214	202	228	260
EBIT 增长率	14.7%	9.0%	11.8%	13.2%	有效所得税率%	35.0%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润增长率	-19.4%	14.7%	13.1%	13.7%	少数股东损益	-13	1	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	410	470	531	605
资产负债率	50.8%	50.5%	50.5%	50.6%					
流动比率	3.1	3.0	2.8	2.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.3	1.3	1.2	1.1	货币资金	3888	4485	4495	4566
现金比率	1.1	1.1	1.0	1.0	应收账款及应收票据	45	53	59	66
经营效率指标					存货	6393	6371	6831	7370
应收账款周转天数	8.0	8.0	8.0	8.0	其它流动资产	794	756	866	989
存货周转天数	2265.7	2800.0	2700.0	2600.0	流动资产合计	11120	11665	12250	12991
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	长期股权投资	43	43	43	43
固定资产周转率	24.9	34.6	28.6	28.0	固定资产	55	84	103	112
					在建工程	69	139	209	279
					无形资产	30	28	27	25
					非流动资产合计	2863	3045	3218	3380
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	13982	14710	15468	16371
净利润	410	470	531	605	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-13	1	2	2	应付票据及应付账款	439	546	607	680
非现金支出	67	37	47	57	预收账款	209	240	267	301
非经营收益	39	108	108	108	其它流动负债	2946	3135	3430	3791
营运资金变动	-4338	378	-191	-203	流动负债合计	3594	3920	4305	4772
经营活动现金流	-3835	995	497	569	长期借款	489	489	489	489
资产	-30	-120	-120	-120	其它长期负债	3020	3020	3020	3020
投资	-205	-100	-100	-100	非流动负债合计	3509	3509	3509	3509
其他	1	2	2	2	负债总计	7104	7430	7814	8281
投资活动现金流	-234	-218	-218	-218	实收资本	1119	1119	1119	1119
债权募资	2103	0	0	0	普通股股东权益	6589	6990	7361	7796
股权募资	166	0	0	0	少数股东权益	289	291	292	294
其他	-297	-179	-270	-280	负债和所有者权益合计	13982	14710	15468	16371
融资活动现金流	1973	-179	-270	-280					
现金净流量	-2097	597	9	71					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 08 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业
杨凡 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：我爱我家,中国恒大,浦东金桥,华侨城 A,光大嘉宝,中国国贸,新潮中宝,国创高新,世茂股份,光明地产,中华企业,绿城服务,天健集团,合景泰富集团,旭辉控股集团,中骏集团控股,华发股份,中国海外发展,金融街,蓝光发展,龙湖集团,招商蛇口,融创中国,天保基建,融信中国,外高桥,北辰实业,电子城,张江高科,中南建设

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。