



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 产业服务优势增强 积极外拓前景可期

### ——电子城（600658）调研简报

2018年09月14日

推荐/首次

电子城

调研简报

#### 报告摘要：

**产业升级下产业地产大有可为。**随着我国经济由高速增长阶段进入高质量发展阶段，优化经济结构和推进产业升级是大势所趋。从产业升级和城镇化两个维度，我们看好产业地产，特别是服务科技类新经济产业的产业地产在未来的表现。产业升级角度，产业地产通过改善生产环境，提供充足而多样的设施，对吸引科技创新企业具有重要作用；城镇化角度，产业发展有望成为未来推动城镇化的更主要的驱动力量，产业地产大有可为。

**公司专注科技产业服务，竞争优势不断增强。**公司多年专注科技产业服务，积累了丰富的经验和客户资源，形成了较强的品牌效应。北京电控和联想控股位列第一二大股東，资源丰富助力公司长期发展。公司在专注科技产业园区开发、运营和服务的同时，**积极在轻重资产两种模式上发力布局。**积极推进“产城一体化”和科技教育业务。

**调控政策影响小，盈利水平有保证。**严调控背景下，传统住宅开发业务盈利空间受到压制，未来销售毛利率有可能面临下行风险。公司产品主要为科技园区内的产业地产，地价上涨和售价受压的概率和强度均相对较小，加之公司产品本身毛利率和净利率水平很高，抗冲击能力较强，盈利水平有保证。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 37.5 亿元、60.8 亿元和 91.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.79 元、0.91 元和 1.53 元，对应 PE 分别为 6.1 倍、5.2 倍和 3.1 倍。我们给予公司 12 倍 PE，对应 2018 年每股收益的股价为 9.5 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**全国化拓展不及预期，经营现金流趋于紧张，销售及回款不及预期。

#### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,516	2,134	3,747	6,082	9,177
增长率（%）	-12.9%	40.8%	75.6%	62.3%	50.9%
净利润（百万元）	420	508	882	1,021	1,711
增长率（%）	-19.2%	21.1%	73.5%	15.7%	67.5%
净资产收益率（%）	7.0%	8.0%	11.8%	12.6%	18.7%
每股收益（元）	0.64	0.64	0.79	0.91	1.53
PE	7.47	7.47	6.06	5.24	3.12
PB	0.64	0.60	0.71	0.66	0.59

#### 分析师：

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 研究助理：

任鹤

010-66554089

renhe07@163.com

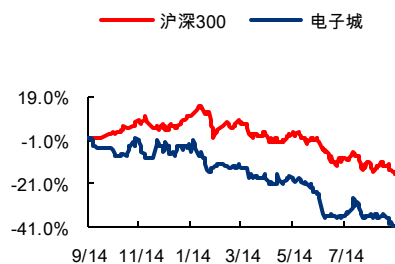
执业证书编号：

S1480118020022

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	4.8-11.63
总市值（亿元）	53.69
流通市值（亿元）	53.69
总股本/流通 A 股（万股）	111859/111859
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.3

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 产业升级大势所趋 产业地产大有可为 .....	3
1.1 高质量发展下 产业升级大势所趋 .....	3
1.2 从改善居住到改善生产 产业地产大有可为 .....	3
2. 专注科技产业服务 竞争优势不断增强 .....	4
2.1 专注科技产业服务 深刻理解产业需求 .....	4
2.2 股东资源丰富 助力长期发展 .....	5
2.3 轻重模式相结合 服务能力不断增强 .....	5
3. 调控政策影响小 盈利水平有保证 .....	6
3.1 严调控背景下 传统住宅开发业务盈利水平受压 .....	6
3.2 政策影响小+固有毛利高 调控之下业绩有保证 .....	7
4. 投资建议 .....	8
风险提示 .....	8

## 表格目录

表 1: 公司部分已投入使用项目及入驻企业 .....	4
表 2: 公司盈利预测表 .....	9

## 插图目录

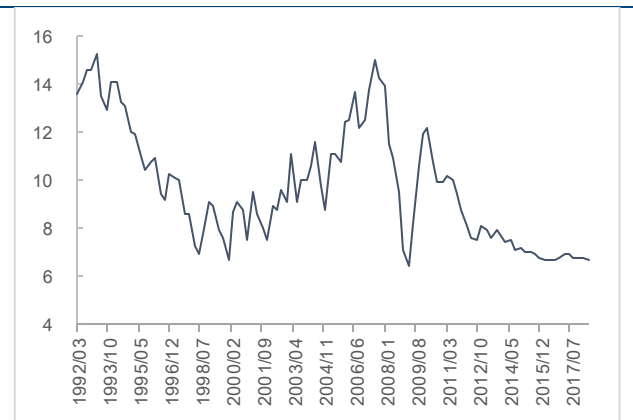
图 1: GDP 不变价当季同比 单位: % .....	3
图 2: 固定资产投资完成额累计同比 单位: % .....	3
图 3: 公司项目: IT 产业园 (北京) .....	5
图 4: 公司项目: 科技研发中心 (北京) .....	5
图 5: 公司朔州项目 .....	6
图 6: 70 城住宅价格指数: 当月同比 .....	7
图 7: 公司历年毛利率 单位: % .....	7
图 8: 公司历年净利率 单位: % .....	7

## 1. 产业升级大势所趋 产业地产大有可为

### 1.1 高质量发展下 产业升级大势所趋

随着我国经济由高速增长阶段进入高质量发展阶段，GDP 增速长期维持在平稳较高水平的同时，优化经济结构和推进产业升级，将成为经济增长之外的又一重要任务。同时，在出口不确定性增加、消费增速放缓、民间投资低迷的背景下，单独依靠基建投资和房地产投资来拉动经济，既不现实，又有进一步提升杠杆的风险。发展科技产业，在传统路径之上找到新的经济增长点，也越发紧迫。

图 1: GDP 不变价当季同比 单位：%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2: 固定资产投资完成额累计同比 单位：%



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 1.2 从改善居住到改善生产 产业地产大有可为

从产业升级和城镇化两个维度，我们看好产业地产，特别是服务科技类新经济产业的产业地产在未来的表现。

从产业升级的角度讲，科技创新具有国家层面的系统重要性，国家对科技创新产业的扶持力度预计将继续增大。地方政府在旧发展模式日渐失效的压力之下对科技产业本身就有较强的需要。产业地产通过改善生产环境，提供充足而多样的设施，对吸引科技创新企业具有重要作用。

从城镇化角度，从过去的市场表现来看，住宅市场快速增长而产业地产市场增长相对缓慢。但住宅市场快速发展催动的城镇化仅仅是居住和消费的城镇化，与产业地产相关的工作城镇化相对滞后。产业发展有望成为未来推动城镇化的更主要的驱动力，产业地产大有可为。

## 2. 专注科技产业服务 竞争优势不断增强

### 2.1 专注科技产业服务 深刻理解产业需求

公司前身是 1994 年成立的北京电子城有限责任公司，是电子城老工业基地改造的规划、投资和开发建设的主体。多年来，公司专注于科技产业园区开发及配套服务，在中关村电子城科技园区成功开发运营了“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·IT 产业园”、“电子城·国际电子总部”等主题科技产业园。多年的专注使公司积累了科技产业园区开发和运营的丰富经验和客户资源，并形成了较强的品牌效应。

全国拓展方面，公司充分利用自身的产业资源、品牌优势，发力全国复制，先后拓展了“电子城·朔州数码港”、“电子城·大数据及互联网金融产业园”、“电子城·国际创新中心（天津）”、“电子城·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、“电子城·南京国际数码港”、“电子城·空港国际创新中心”、“电子城·数字新媒体创新中心”、“电子城·来广营 89 号院”等多个全国性项目先后成功开发和运营了“电子城·IT 产业园”、“电子城·科技大厦”等主题科技产业园。目前公司在全国化布局上已初见成效。

表 1:公司部分已投入使用项目及入驻企业

项目	所在城市	定位	入驻企业
创新产业园	北京	高科技创新产业发展基地	大豪科技、日立、世纪互联等
科技研发中心	北京	电子及相关产业科技研发聚集区	西门子、三星、米其林等
科技大厦	北京	跨国企业分支机构、科技企业服务机构	海尔云厨、优集品等
IT 产业园	北京	高科技创新企业发展基地	58 同城、携程、佳能、ABB 等
国际电子总部	北京	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	360、wework、中国平安等

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司项目：IT 产业园（北京）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 4：公司项目：科技研发中心（北京）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 2.2 股东资源丰富 助力长期发展

公司第一大股东为北京电子控股有限责任公司，持股比例为 45.5%。除公司外，北京电控还控制或参股多家电子科技类企业，包括京东方、北方华创等高科技上市公司。北京电控在高科技领域资源丰富，有望进一步助力公司未来发展，推进全国化布局。

公司 2016 年通过定向增发引入联想控股，目前联想控股持股比例为 13.8%，位列公司第二大股东。联想控股成立于 2001 年，经过多年发展，目前已形成涵盖 IT、金融、创新服务、先进制造与专业服务、农业与食品五大板块的综合性控股平台。联想控股的 IT、创新服务、先进制造与专业服务三大板块与公司业务关系紧密，未来协同效应可期。

## 2.3 轻重模式相结合 服务能力不断增强

在专注科技产业园区开发、运营和服务的同时，公司积极在轻重资产两种模式上发力布局。

**重资产模式方面**，公司积极推进“产城一体化”，朔州数码港项目落地并实现销售。项目位于山西省朔州市，分位京城湾和星悦湾两部分，分别对应高科技智慧社区和高端商业中心。

**轻资产模式方面**，公司着力轻资产型创新园区和科技文化板块。轻资产型创新园区方面，公司与北京电控、58 集团和盈润基金共同设立科创空间投资平台，试水轻资产运营。同时，公司充分利用现有资源，开展 798 儿童艺术节等科技文化活动，提升品牌价值的同时，培育新的增长点。



图 5:公司朔州项目



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

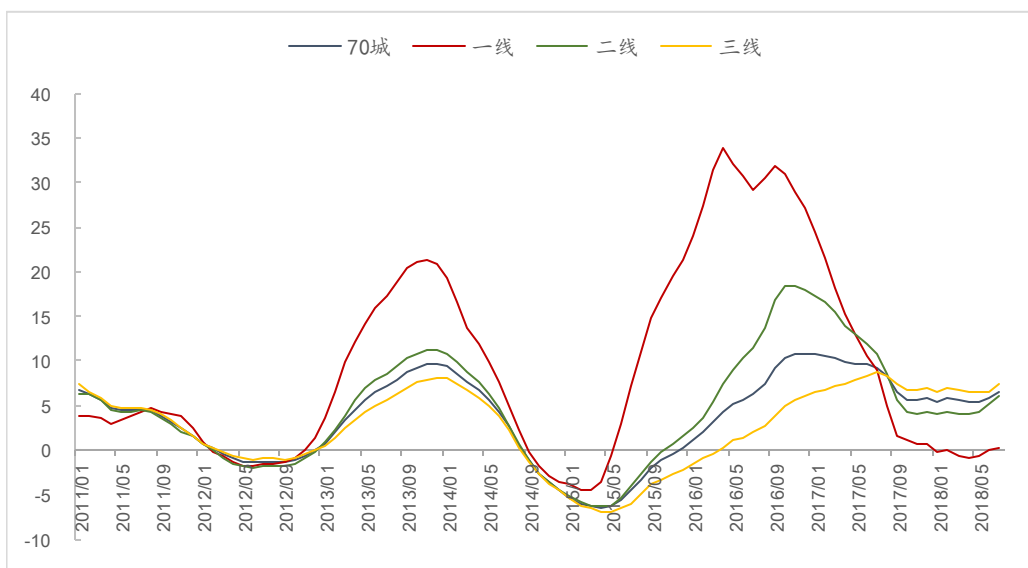
### 3. 调控政策影响小 盈利水平有保证

#### 3.1 严调控背景下 传统住宅开发业务盈利水平受压

从 2016 年下半年开始，随着一二线城市房价的快速上涨，各地调控政策相继出台，并持续收紧。同时，随着房地产去库存基本完成和棚改货币化推动，三四线城市房价在一二线之后也开始快速上涨，预计未来三四线城市调控将进一步收紧。

一面是热点城市限价的同时，土地价格上涨压缩开发商利润空间，另一面是三四线城市受货币化退出影响上涨动力减弱，二者叠加之下未来开发商利润率降低是大概率事件。

图 6:70 城住宅价格指数：当月同比



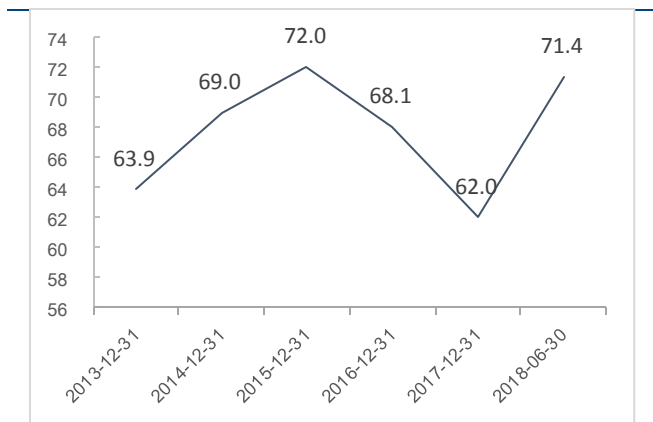
资料来源：wind，东兴证券研究所

### 3.2 政策影响小+固有毛利高 调控之下业绩有保证

公司产品主要为科技园区内的产业地产。一方面，因房地产调控主要针对住宅市场，公司销售端受到调控政策的影响较小，价格下行压力不大；另一方面，公司拿地主要通过产业园区的形式，通过为当地政府引入高新技术企业来获取土地，与一般的住宅用地价格竞争式招拍挂并不相同，地价上涨压力小。在其他成本和相关费用控制得当的情况下，公司盈利能力有较强的稳定性和确定性。

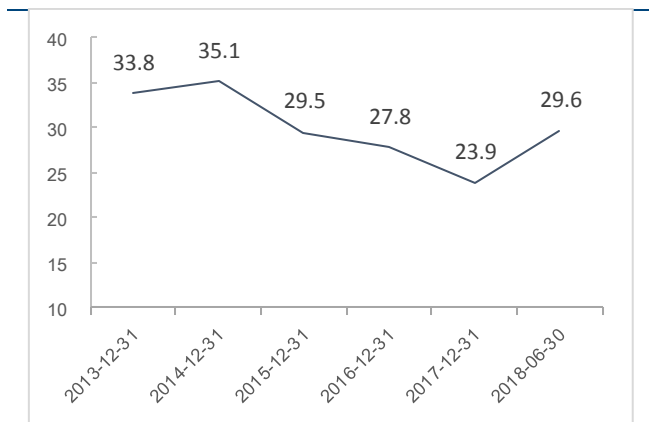
上半年公司实现营业收入 116,544.95 万元，比上年同期增加 293.14%；归属于上市公司股东的净利润 34,667.79 万元，比上年同期增加 386.55%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 32,392.02 万元，比上年同期增加 527.3%；基本每股收益 0.31 元比上年同期增加 244.44%。

图 7：公司历年毛利率 单位：%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司历年净利率 单位：%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 投资建议

我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 37.5 亿元、60.8 亿元和 91.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.79 元、0.91 元和 1.53 元，对应 PE 分别为 6.1 倍、5.2 倍和 3.1 倍。

目前房地产板块平均估值为 10 倍，可比公司平均估值为 24 倍（张江高科 29.3 倍、外高桥 19.3 倍、市北高新 35.7 倍、苏州高新 10.4 倍）。综合考虑，我们给予公司 12 倍 PE，对应 2018 年每股收益的股价为 9.5 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

全国化拓展不及预期，经营现金流趋于紧张，销售及回款不及预期。



**表 2：公司盈利预测表**

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	7895	9830	13140	20483	29839	营业收入	1516	2134	3747	6082	9177
货币资金	4761	5954	7495	12164	18355	营业成本	484	811	1237	2007	3029
应收账款	54	50	92	150	226	营业税金及附加	383	613	1012	1642	2478
其他应收款	36	50	43	43	43	营业费用	22	34	60	97	147
预付款项	615	165	300	300	300	管理费用	102	122	232	377	569
存货	2276	3442	5082	7698	10787	财务费用	-41	-37	16	581	647
其他流动资产	146	128	128	128	128	资产减值损失	35	-17	0	0	0
非流动资产合计	1120	1490	1122	1104	1087	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	36	37	37	37	37	投资净收益	28.29	2.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	126.94	124.35	110.21	95.36	80.51	营业利润	559	677	1190	1378	2308
无形资产	31	30	27	24	21	营业外收入	6.28	0.26	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	350	0	0	0	营业外支出	0.13	0.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	9015	11320	14263	21587	30926	利润总额	566	678	1190	1378	2308
流动负债合计	2273	2973	20467	23901	27949	所得税	145	167	304	352	590
短期借款	0	0	17000	19000	21000	净利润	421	510	886	1025	1718
应付账款	360	652	678	1100	1659	少数股东损益	1	2	3	4	7
预收款项	70	428	1027	2000	3469	归属母公司净利润	420	508	882	1021	1711
一年内到期的非	3	1	1	1	1	EBITDA	574	695	1225	1976	2973
非流动负债合计	683	1848	2140	2555	2755	EPS (元)	0.64	0.64	0.79	0.91	1.53
长期借款	82	528	928	1228	1428	主要财务比率					
应付债券	545	1190	1190	1190	1190		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2956	4821	22607	26456	30704	成长能力					
少数股东权益	61	144	147	151	158	营业收入增长	-12.9%	40.8%	75.6%	62.3%	50.9%
实收资本 (或股	799	799	1119	1119	1119	营业利润增长	-19.1%	21.1%	75.7%	15.7%	67.5%
资本公积	2811	2811	2811	2811	2811	归属于母公司净利润	-19.2%	21.1%	73.5%	15.7%	67.5%
未分配利润	2170	2518	2165	1756	1072	获利能力					
归属母公司股东	5997	6355	7490	8103	9129	毛利率 (%)	68.1%	62.0%	67.0%	67.0%	67.0%
负债和所有者权	9015	11320	14263	21587	30926	净利率 (%)	27.8%	23.9%	23.6%	16.9%	18.7%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	7.06%	4.7%	4.5%	6.2%	4.7%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	7.0%	8.0%	11.8%	12.6%	18.7%
经营活动现金流	-400	508	-357	500	1266	偿债能力					
净利润	421	510	886	1025	1718	资产负债率 (%)	33%	43%	75%	76%	77%
折旧摊销	55.73	54.40	0.00	17.90	17.90	流动比率	3.5	3.3	0.6	0.9	1.1
财务费用	-41	-37	16	581	647	速动比率	2.5	2.1	0.4	0.5	0.7
应收账款减少	0	0	-42	-58	-76	营运能力					
预收帐款增加	0	0	600	973	1468	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
投资活动现金流	3	-362	388	0	0	应收账款周转率	30.4	40.8	52.5	50.2	48.8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.4	4.2	5.6	6.8	6.7
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	28	2	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.6	0.6	0.8	0.9	1.5
筹资活动现金流	2813	1059	1510	4169	4926	每股净现金流 (最新	3.0	1.5	1.4	4.2	5.5
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	7.5	8.0	6.7	7.2	8.2
长期借款增加	0	0	400	300	200	估值比率					
普通股增加	219	0	320	0	0	P/E	7.5	7.5	6.1	5.2	3.1
资本公积增加	2131	0	0	0	0	P/B	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
现金净增加额	2416	1204	1541	4669	6191	EV/EBITDA	(0.5)	(0.6)	7.1	7.4	3.6

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。