

# 大名城 (600094)

## 福建低空、港数闽算，新质名城、聚力创新

买入 (首次)

2024年08月12日

证券分析师 王紫敬

执业证书: S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7361	11695	5848	4094	3275
同比 (%)	(3.91)	58.88	(50.00)	(30.00)	(20.00)
归母净利润 (百万元)	171.22	222.55	209.31	160.72	145.27
同比 (%)	141.52	29.98	(5.95)	(23.22)	(9.61)
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.07	0.09	0.08	0.06	0.06
P/E (现价&最新摊薄)	49.59	38.15	40.56	52.83	58.45

### 股价走势



### 投资要点

- 主业房地产再出发，转型布局福建低空和“港数闽算”：**公司以房地产为主业，专业从事住宅地产、商业地产的开发，同时涉足工业地产及旅游地产。2023年，公司实现营收116.95亿元；归母净利润2.23亿元。地产业务多次计提存货跌价减值，剩余在手项目主要为华东地区，质地较好，能为转型提供一定资金支持。俞培德为公司实控人，现担任香港乐群慈善基金会主席、香港福州社团联合会主席、香港福建社团联合会荣誉顾问、福州市慈善总会永远名誉会长等社会职务。创始人背景雄厚，眼光前瞻，2024年开始布局低空经济和“港数闽算”，开始全面自我转型。
- 福建低空建设意义重大，大名城掌握枢纽机场，低空运营前景可期：**福建省丘陵地貌、海岸线长；紧邻台湾省，边海空防建设需求迫切。枢纽机场是低空产业的关键环节，是后续运营各项服务的基础，谁掌握枢纽机场，谁就有望掌握低空运营主导权。2024年6月，大名城公告拟和航发公司、中航金城成立合资公司布局低空业务，分别持股56%/34%/10%。中航金城是低空经济国家队，提供技术支持和协调军方、民航。航发公司是国有独资企业，提供地方行政资源。合资公司拟在福州新区投资建设“低空城际智慧枢纽机场”项目，先发优势明显。**大名城后续有望在福建多地建设低空枢纽机场，建设选址具有排他性，掌握低空运营核心竞争力。**
- 加码“港数闽算”，为低空业务提供优质现金流：**香港算力资源紧张，数据跨境流动政策颁布，福建省算力成本相比香港优势明显，海底光缆直通香港，具备免税、补贴等政策优势，福建可以为香港提供优质算力。2024年5月，公司公告拟与福建大数据产投、商筹科技成立合资公司，布局“港数闽算”，分别持股44%/51%/5%。商筹科技是商汤科技的合并联属实体，提供技术支持。大数据产投是福建省大数据集团有限公司（福建省国资委100%持股）的控股子公司，提供数据跨境服务和政府资源。合资公司第一批2000P算力已交付，香港客户已经开始测试，预计项目盈利能力较强，为公司低空业务提供优质现金流。
- 盈利预测与投资评级：**公司主业是房地产业务，现逐步转型低空经济和算力，营收空间和商业模式有望迎来质的变化，基于此，应当给予估值溢价。截至2024年8月11日，大名城PB(LF)估值为0.68倍，略低于可比公司，安全边际较高。公司港数闽算业务第一批2000P算力已交付，香港客户已经开始测试，预计项目盈利能力较强，加上公司在福建省的低空经济中具备明显先发优势和资源优势，若两大新业务开展顺利，公司估值有望提升。基于此，我们给予公司2024-2026年归母净利润预测为2.09/1.61/1.45亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**转型进度不及预期；低空产业政策支持力度不及预期；AI应用发展不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	3.43
一年最低/最高价	2.28/5.20
市净率(倍)	0.68
流通A股市值(百万元)	7,808.76
总市值(百万元)	8,490.36

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.05
资产负债率(% ,LF)	47.80
总股本(百万股)	2,475.33
流通A股(百万股)	2,276.60

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 低空和算力业务开启，主业财务质量优化</b> .....	<b>4</b>
1.1. 主业房地产开发，新布局低空经济和算力 .....	4
1.2. 地产景气度影响业绩表现，报表质量逐步优化 .....	6
<b>2. 福建低空建设意义重大，大名城掌握枢纽机场</b> .....	<b>7</b>
2.1. 低空经济元年，顶层设计稳步推进 .....	7
2.2. 福建低空战略意义重大，枢纽机场是核心 .....	10
2.3. 联合低空巨擘，从枢纽机场到资源整合 .....	12
<b>3. 布局算力赛道，加码“港数闽算”</b> .....	<b>13</b>
3.1. AI 时代来临，全球算力需求旺盛 .....	13
3.2. “港数闽算”工程开启，市场前景广阔 .....	15
3.3. 项目盈利能力强，先发优势显著 .....	17
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

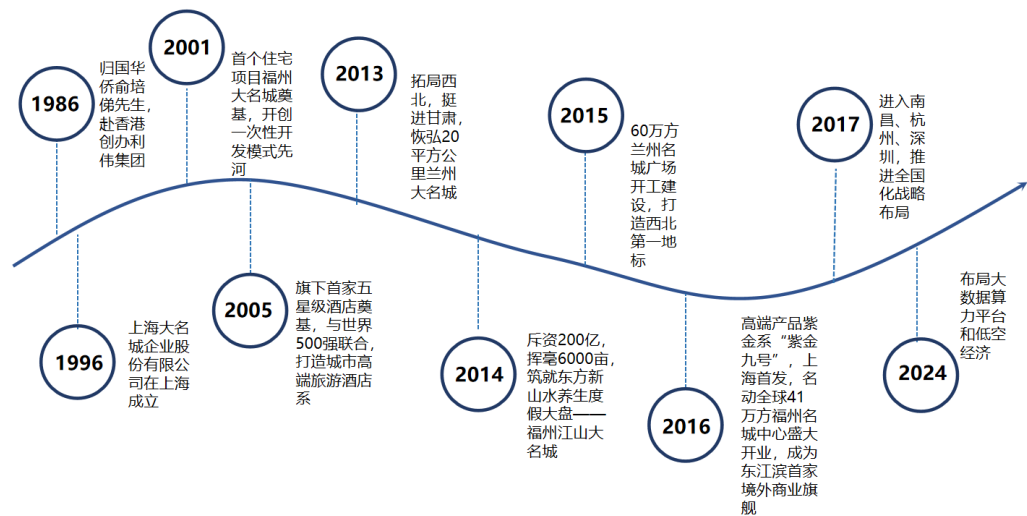
图 1:	大名城发展历程.....	4
图 2:	大名城主营业务.....	5
图 3:	大名城股权结构（截至 2024 年 8 月 11 日）.....	5
图 4:	2019-2023 年公司营收及同比增速.....	6
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速.....	6
图 6:	2019-2023 年公司资产负债率.....	6
图 7:	2019-2023 年公司经营性现金流净额.....	6
图 8:	中国低空经济国家层面政策.....	7
图 9:	中国低空经济市场规模（万亿元）.....	9
图 10:	福州市低空产业发展重要目标预期一览表.....	10
图 11:	福建省地势图.....	12
图 12:	福建省和台湾省地理位置.....	12
图 13:	公司低空业务合资公司股东实力示意图.....	13
图 14:	Claude 3 benchmarks.....	14
图 15:	福建和香港电价对比.....	15
图 16:	中国联通福州国际通信出入局开通仪式.....	16
表 1:	近期低空重大事件汇总.....	8
表 2:	eVTOL 竞争格局.....	10
表 3:	营收预测（百万元）.....	18
表 4:	可比公司估值（截至 2024 年 8 月 11 日）.....	18

## 1. 低空和算力业务开启，主业财务质量优化

### 1.1. 主业房地产开发，新布局低空经济和算力

大名城再出发，从房地产开发到低空经济和算力。公司以房地产为主业，专业从事住宅地产、商业地产的开发，同时涉足工业地产及旅游地产。公司成立于1996年，2001年在福州开发首个住宅项目，2013年拓展西北房地产项目，2017年推进全国战略布局，2024年布局低空经济和算力业务。

图1：大名城发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

#### 公司传统主业是房地产，2024年新布局低空经济与算力。

公司以房地产为主业，从事住宅地产、商业地产的开发，同时涉足工业地产及旅游地产。公司至今已拓展上海、福州、兰州等17个城市，开发高尚住宅、城市综合体、5A写字楼、星级酒店、旅游文化园区等多种物业业态，打造了“福州大名城”、“名城港湾”、“东方名城”等数十个精品项目。布局长三角、大福建、大西北、大湾区四大区域。累计建设面积超千万平方米，土地储备超4万亩。

低空经济业务旨在布局从基建到空域管理、规划和低空运营全产业链业务。2024年6月，大名城公告拟和航发公司、中航金城成立合资公司布局低空业务，分别持股56%/34%/10%。中航金城是低空经济国家队，提供技术支持和协调军方、民航。航发公司是国有独资企业，提供地方行政资源。合资公司拟在福州新区投资建设“低空城际智慧枢纽机场”项目，先发优势明显。大名城后续有望在福建多地建设低空枢纽机场，建设选址具有排他性，掌握低空运营核心竞争力。

算力业务布局“港数闽算”工程，让福建省的算力资源充分支撑香港的数据运算。2024年5月，公司公告拟与福建大数据产投、商筹科技成立合资公司，布局“港数闽

算”，分别持股 44%/51%/5%。商筹科技是商汤科技的合并联属实体，提供技术支持。大数据产投是福建省大数据集团有限公司（福建省国资委 100%持股）的控股子公司，提供数据跨境服务和政府资源。合资公司第一批 2000P 算力已交付，香港客户已经开始测试，项目盈利能力较强，为公司低空业务提供优质现金流。

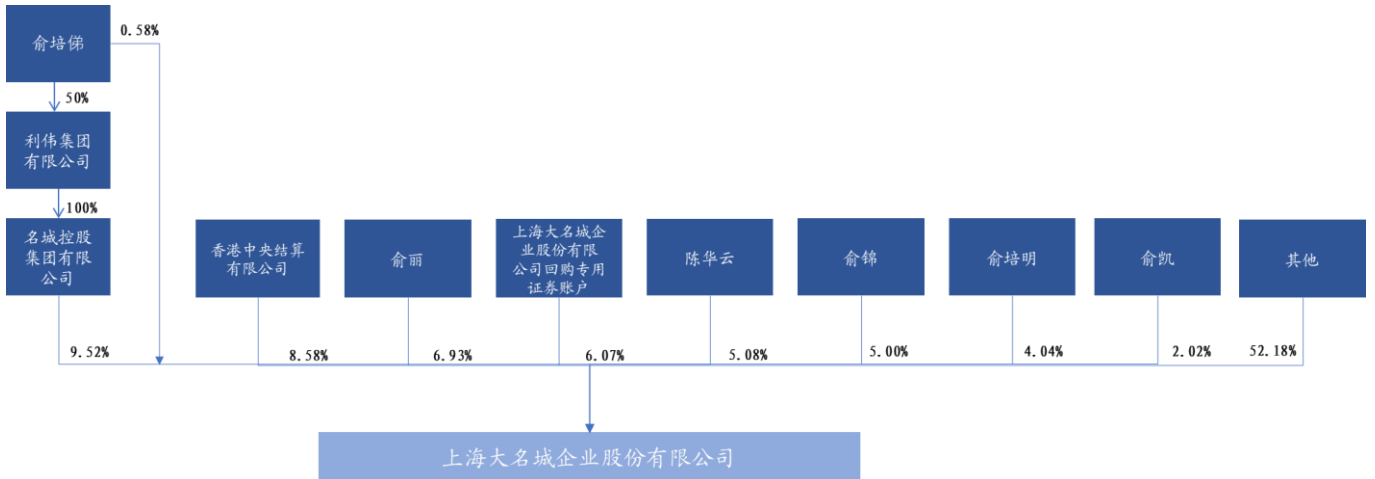
图2：大名城主营业务



数据来源：Wind，东吴证券研究所

俞培梯先生为实控人，在福建和香港具备深厚资源。现担任香港乐群慈善基金会主席、香港福州社团联合会主席、香港福建社团联合会荣誉顾问、福州市慈善总会永远名誉会长等社会职务。陈华云女士、俞锦先生、俞丽女士、俞凯先生、俞培明先生分别系俞培梯先生的配偶、儿子、女儿、儿子、兄弟。

图3：大名城股权结构（截至 2024 年 8 月 11 日）

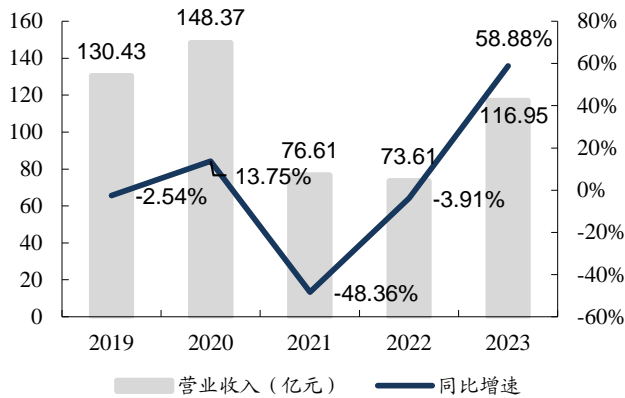


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 地产景气度影响业绩表现，报表质量逐步优化

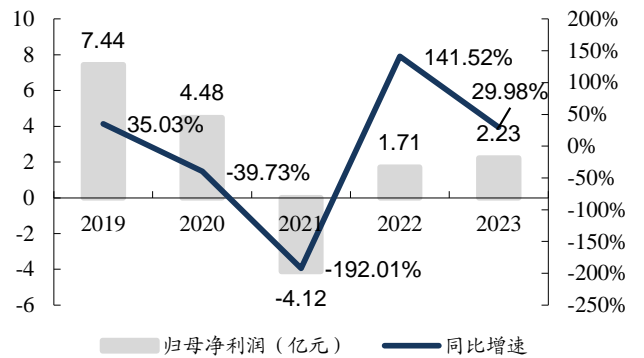
跌价减值计提导致利润波动，地产景气度下行影响销售规模。2023年，公司实现营业收入116.95亿元，同比增长58.88%；归母净利润2.23亿元，同比增长29.98%。2020-2023年，公司归母净利润波动较大，主要系公司主要系计提存货减值准备、部分项目土地增值清算带来变动影响等因素（例如2021/2023年分别计提存货跌价金额7.71/3.68亿元）。房地产仍处于下行周期，企业利润规模和盈利水平继续呈现下降趋势，公司销售规模收缩。

图4：2019-2023年公司营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2023年公司归母净利润及同比增速

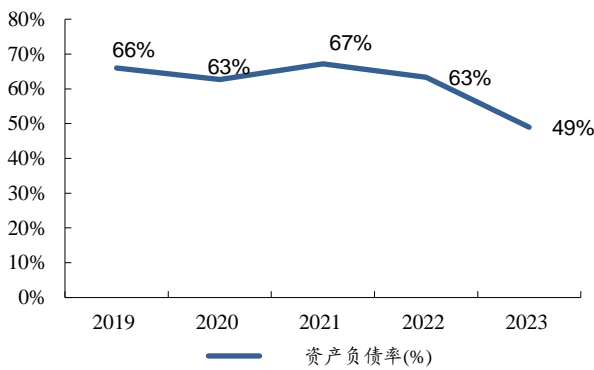


数据来源：Wind，东吴证券研究所

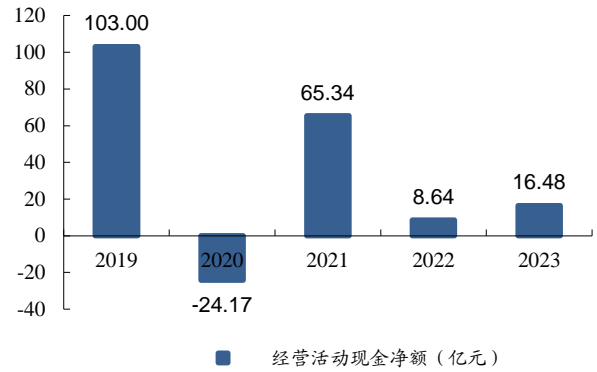
公司负债率持续降低，现金流连续三年为正。公司严格遵守房地产企业“三道红线”要求，2021-2023年资产负债率逐步下降，2023年为49%，扣除预收账款资产负债率33.78%，净负债率8.60%。2021-2023年，公司经营性现金流净额连续3年为正，2023年年底，公司货币资金22.20亿元。截至2024年8月，公司在手房地产项目主要来自华东地区，项目质量较高。

图6：2019-2023年公司资产负债率

图7：2019-2023年公司经营性现金流净额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



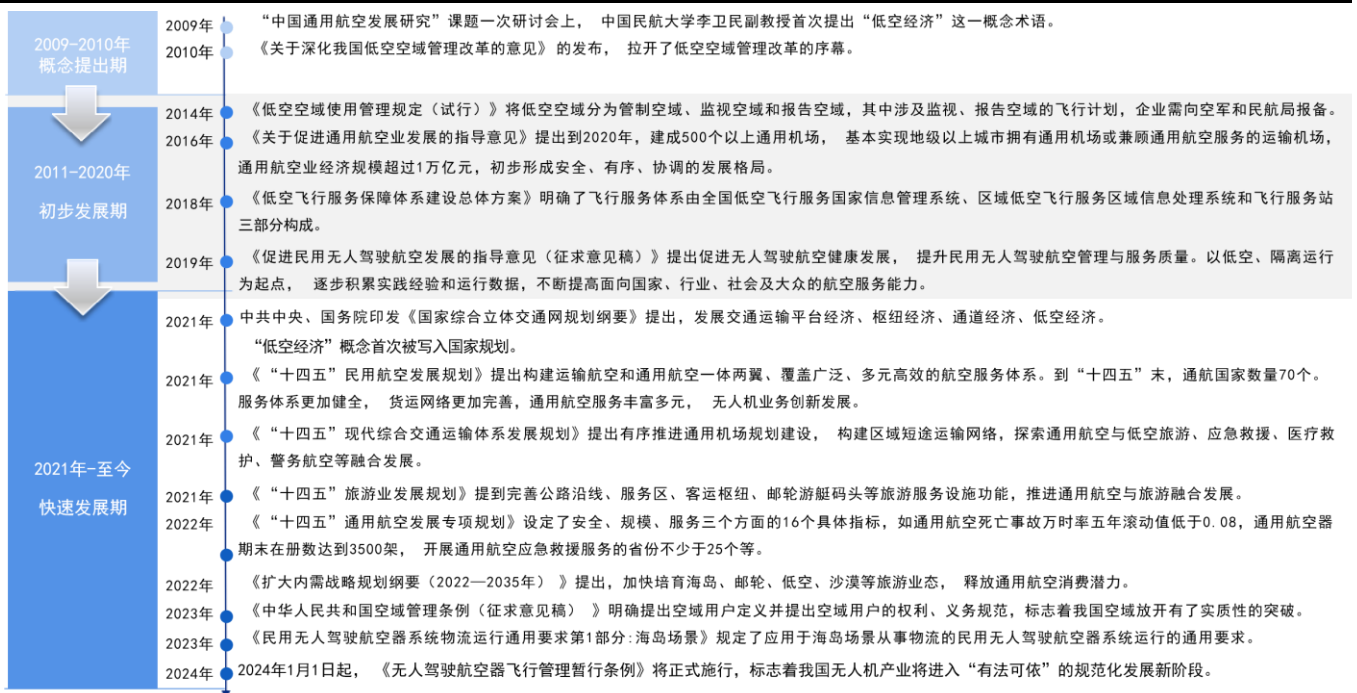
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 福建低空建设意义重大, 大名城掌握枢纽机场

### 2.1. 低空经济元年, 顶层设计稳步推进

**2024年有望成为低空经济发展元年。**2010年以来, 国家为推动低空经济发展先后颁布了一系列政策法规。2021年2月, 中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》, 提出“发展交通运输平台经济、枢纽经济、通道经济、低空经济。”首次将“低空经济”概念写入国家规划。2023年12月中央经济工作会议指出, 打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业。2023年5月31日, 国务院、中央军委公布《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》, 已经于2024年1月1日起施行, 这标志着我国无人机产业将进入规范化发展新阶段, 有望成为低空经济的发展元年。

图8: 中国低空经济国家层面政策



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**低空经济纳入新质生产力范畴，首次写入政府工作报告。**2024年3月5日，政府工作报告出炉。报告提出，大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力，积极培育新兴产业和未来产业，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。本次政府工作报告也是首次将低空经济定义为增长引擎。同时，今年全国各地两会密集召开，各省、市、自治区2024年政府工作报告相继公布，据不完全统计，已有26个省（区、市）将“低空经济”有关内容写入2024年政府工作报告。

**低空经济领域持续升温，成为市场焦点。**政策层面频现利好，三中全会印发的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》中明确提到要“发展通用航空和低空经济”；民航局成立促进低空经济发展工作领导小组及工作组。同时，多地政府也在推进各自的低空经济的建设方案/行动计划，对起降点、航线、空域、飞行架次等都提出了明确的量化目标。此外，国内头部企业也在积极探索应用场景/运营牌照的落地。

**表1：近期低空重大事件汇总**

时间	部门/城市/公司	事件
2024年8月3日	峰飞科技	宁德时代与峰飞航空签署战略投资与合作协议，宁德时代独家投资数亿美元，成为峰飞航空的战略投资者。
2024年8月2日	深圳市	深圳市发改委发布《深圳市低空起降设施高质量建设方案(2024-2025)》，到2025年底，建成1000个以上低空飞行器起降平台，航线1000条以上；2025年全市开放无人机适飞空域占比力争突破75%，低空商业航线总数破千条。
2024年8月1日	峰飞航空	峰飞航空盛世龙eVTOL电动垂直起降航空器完成跨长江首飞，从位于南京浦口区的南京市无人机基地起飞，飞越长江并沿江盘旋巡航后返回基地，航程25公里，往返飞行时长10分钟。
2024年7月31日	中共中央政治局	总书记要求：努力建设强大稳固的现代边海空防，做好国家空中交通管理工作，促进低空经济健康发展。
2024年7月31日	南京市	南京市政府出台《低空飞行服务保障体系建设三年行动计划（2024—2026年）》（以下简称《行动计划》）。《行动计划》提出，至2026年，南京市将建成240个以上低空航空器起降场（点）及配套的低空信息化基础设施，划设1500平方公里以上空域，开通120条以上低空航线。
2024年7月30日	上海市	市经济信息化委印发《上海市低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）》，方案重点支持10家以上电动垂直起降航空器、工业级无人机和新能源通航飞机研发制造领军企业落地发展，培育20家左右运营服务领军企业，集聚100家以上关键配套企业，打造30个以上标志性产品，实现“100+”低空飞行服务应用，建立低空空域开放协调机制，完善低空基础设施建设，建成无人驾驶航空器综合监督管理服务一体化平台，联合长三角城市建设全国首批低空省际通航城市，初步建成“海-岸-城”低空智慧物流商业体系，积极申请城市空中交通管理试点，建成全国低空经济产业综合示范引领区，核心产业规模达到500亿元以上。
2024年7月27日	法国巴黎	法国政府已经批准，奥运期间，巴黎地区将推出测试和展示性质的飞行出租车服务，飞行线路至少有两条，一是往返于戴高乐机场和勒布尔歇机场，二是往返于巴黎西南方向伊西莱穆利诺市内的直升机坪和塞纳河边奥斯特利茨码头附近的垂直起降场。

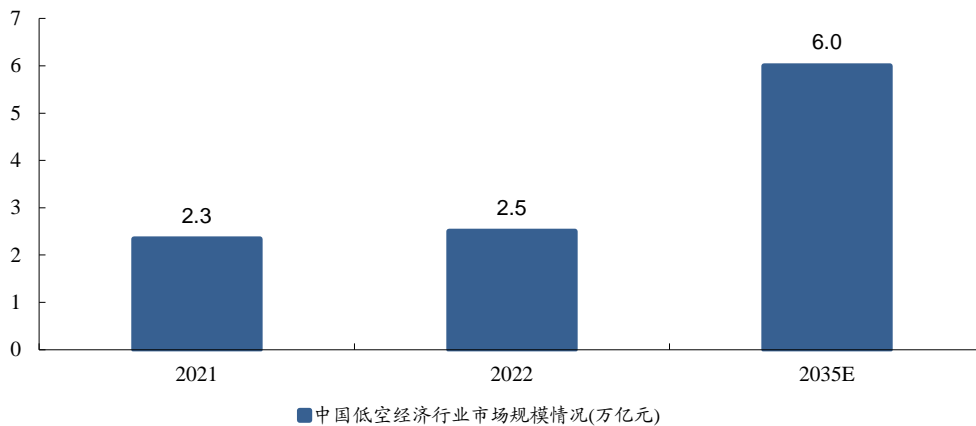


2024年7月26日	无锡	7月26日，无锡硕放机场“空中巴士航线”正式开通。
2024年7月22日	亿航智能	亿航智能无人驾驶载人航空器运营合格证(OC)申请获得中国民航局受理。
2024年7月21日	中共中央人民政府	中国政府网、新华社发布了党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》，“发展通用航空和低空经济”被明确写入《决定》。
2024年7月13日	苏州市	7月13日，苏州市发布全国首部地方性低空空交通规则《苏州市低空空交通规则（试行）》。
2024年7月10日	民航局	民航局成立促进低空经济发展工作领导小组及工作组，领导小组由民航局局长宋志勇担任组长，副局长胡振江、韩钧、马兵担任副组长，成员包括民航局各司局、直属单位的负责同志。
2024年7月1日	杭州市	杭州市发布《杭州市低空经济高质量发展实施方案（2024—2027年）》，计划到2027年，建成低空航空器起降场（点）275个以上（其中公共无人机起降场40个以上，末端无人机起降点220个以上，试飞测试场3个以上，各类直升机起降点15个以上），开通低空航线500条以上，建成统一管理服务平台，基本实现“三张网”全覆盖（基础网、航线网、飞服网），实现无人机安全运行超百万架次/年，低空物流总量进入全国前5位，低空飞行量超过180万架次/年，低空经济产业规模突破600亿元。

数据来源：各地政府/公司官网，东吴证券研究所

**未来中国低空经济市场 6 万亿元蓝海。**根据云图智行披露的信息，2022 年中国低空经济行业市场规模为 2.5 万亿元，预计到 2035 年，中央对国家低空经济的产业规模预期达 6 万多亿元。

图9：中国低空经济市场规模（万亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

**eVTOL 是低空经济的关键载体。**eVTOL（Electric Vertical Take off and Landing，电动垂直起降飞行器）是指以电力作为飞行动力来源，且具备垂直起降功能的飞行器。相对传统飞行器，eVTOL 在安全性、智能性、经济性和环保性等方面优势显著，可在低空快速流动与灵活作业，有效缓解地面交通拥堵问题。随着各类上游材料端和中游配套的不断发 展，eVTOL 飞行器作为低空经济的首选工具和最重要的载体之一，潜在发展空间巨大。

**三大势力布局 eVTOL 赛道，大部分处于适航取证早期阶段。**近年来，中国和欧美国家积极布局 eVTOL 赛道，参与企业主要包括三类：1) 以亿航智能为首的新型科技企业，已逐步成为面向城市空中交通的 eVTOL 研发主力军；2) 汽车企业：吉利、奥迪、现代、丰田、小鹏等汽车企业纷纷加入 eVTOL 研发行列；3) 传统航空巨头：波音、空客、贝尔、巴西航空、中航工业等传统航空企业也在逐步探索 eVTOL 领域。目前除了亿航智能已取得型号合格证 (TC)、标准适航证 (AC) 和生产许可证 (PC) 外，大部分企业均处于原型机认证或适航取证早期阶段。

**表2: eVTOL 竞争格局**

公司	亿航智能		Joby	Archer	Lilium	Vertical	EVE	峰飞	沃飞长空	时的	沃兰特	小鹏汇天
成立时间	2014		2009	2018	2015	2016	2017	2017	2020	2021	2021	2020
总部	广州		美国	美国	德国	英国	巴西	上海	成都	上海	上海	广州
主要产品	EH216-S	VT-30	S4	Midnight	Lilium-Jet	VX4	-	盛世龙	AE-200	E20	VE25	陆地航 母/飞行 汽车
产品构型	多旋翼	复合翼	倾转旋翼	倾转旋翼	倾转旋翼	复合翼	复合翼	复合翼	倾转旋翼	倾转旋翼	复合翼	多旋翼
是否无人驾驶	是	是	否	否	否	否	否	是	否	否	否	是/否
最大起重量	620kg	-	2404kg	3175kg	-	-	1000kg	2000kg	2500kg	-	-	2500kg
TC 取证	2023.10	-	2025	2024H2	2025H2	2026H2	2026	-	2026	2025	2026	-
审查局方	CAAC	-	FAA	FAA	EASA	CAA	ANCA	EASA/ CAAC	CAAC	CAAC	CAAC	CAAC
取证进度	已取证	尚未提交 TC 申请	第四阶段验证实施	第三阶段符合性计划制定	第三阶段符合性计划制定	第二阶段要求确定	第二阶段要求确定	第一阶段提交 TC 申请	第二阶段要求确定	第一阶段提交 TC 申请	第一阶段提交 TC 申请	第一阶段提交 TC 申请

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

**2.2. 福建低空战略意义重大，枢纽机场是核心**

**福州市低空规划已于 2024 年 5 月推出。**2024 年 5 月，福州市发布了《福州市关于加快推动低空产业发展行动方案（2024-2026）》（征求意见稿）。**明确提出全方位推进福州市低空产业发展。2024 年底**，在全省率先开展低空空域管理改革试点，经军方同意，由地方政府发布无人机适飞空域，建设军、地、民低空空域协同管理机制，打造低空经济产业链。**2025 年底**，布局无人机飞行服务站、临时起降点，建设低空产业创新平台，全市低空产业链能级跃升，技术创新能力明显增强，形成低空产业战略性新兴产业集群，争创民用无人驾驶航空器试验基地。**2026 年底**，围绕打造高能级无人机产业体系，飞行服务更加优质。低空经济相关企业数量突破家，组织筛选低空经济大创新场景，争创国家低空经济示范区。

**图10: 福州市低空产业发展重要目标预期一览表**

类别	指标名称	单位	2023 年 指标值	预期累计值	
				2024 年	2026 年
基础设施	通用机场数量	个	1	1	2
	低空空域管理平台	个	0	1	2-3
	无人机临时起降机场	个	4	10	15-20
	无人机飞行航线	条	0	5	10
产业规模	产业集群	个	0	1	1(省级)
	企业数量	家	100	200	400
	生态主导型企业	家	0	1-2	3-5
	示范工程项目	个	0	10	20
创新能力	国家级创新平台	个	0	1	2
	省级创新平台	个	0	5	10
场景示范	低空创新场景	个	0	5	10
	产业发展示范区	个	0	1	5
	低空应用场景	个	4	10	20

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

**枢纽机场是福建低空产业的关键环节。**枢纽机场是一个城市或者地区的低空基础设施核心，是低空航线的重要节点，以及载人载物的核心中转点。**谁掌握了枢纽机场，谁就有望掌握低空运营的主导权。**

1) **枢纽机场能够提供必要的起降点和维护服务。**随着低空飞行活动的日益频繁，无人机物流、空中出租车、紧急医疗服务等新兴业务对起降设施的需求不断增长。枢纽机场可以为这些活动提供安全、高效的起降空间，确保飞行活动的顺利进行。

2) **枢纽机场在促进低空经济产业链发展中扮演着关键角色。**机场可以成为无人机和 eVTOL 飞行器的研发、制造、测试和培训中心，吸引相关企业和人才集聚，形成产业集群，推动技术创新和产业升级。同时，枢纽机场还可以提供飞行器的维修、保养、升级等服务，为低空飞行器的长期运营提供保障。

3) **枢纽机场对于低空经济的监管和安全至关重要。**低空飞行活动的安全监管需要依托于先进的空中交通管理系统，而枢纽机场可以作为这一系统的核心节点，实现对低空飞行器的有效监控和管理。通过在枢纽机场部署先进的雷达、通信和导航设备，可以

提高低空飞行的安全性，减少飞行冲突和事故风险。

#### 福建发展低空有两大驱动因素：

**福建省丘陵地貌、海岸线长。**福建省以山地、丘陵地形为主，丘陵山地面积约占福建省总面积的 80%。福建省东部沿海，海岸线十分曲折漫长，海岸线总长度约为 3572 千米，多海湾、半岛和岛屿。低空经济的发展可以极大改善福建省内部交通不便的问题，促进经济发展。

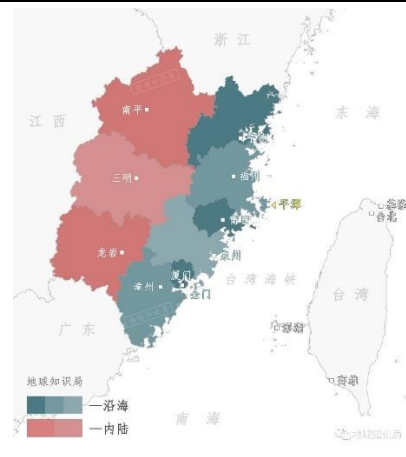
**福建省紧邻台湾省，边海空防建设需求迫切。**福建紧邻台湾海峡，距离台湾本岛不足 200 公里。7 月 30 日，习近平总书记于会议指出，要推动边海空防建设创新发展，做好国家空中交通管理工作，促进低空经济健康发展。

图11：福建省地势图



数据来源：中国地图，东吴证券研究所

图12：福建省和台湾省地理位置



数据来源：地球知识局，东吴证券研究所

### 2.3. 联合低空巨擘，从枢纽机场到资源整合

**福建地理位置关键，涉及边海空防，低空建设需要协调军方、民航和政府三方。**

大名城拟与专业股东成立合资公司，完善相关核心能力，进军福建低空产业。2024 年 6 月 26 日，公司公告与福州新区航空城发展投资有限公司（以下简称“航发公司”）、中航金城无人系统有限公司（以下简称“中航金城”）三方共同签署《战略合作框架协议》（以下简称“《合作协议》”），其中明确拟共同设立合资公司福建名城航发低空产业投资有限公司。合资方暂定注册资本 1 亿元，股权比例暂定为大名城持股 56%、航发公司持股 34%、中航金城持股 10%。

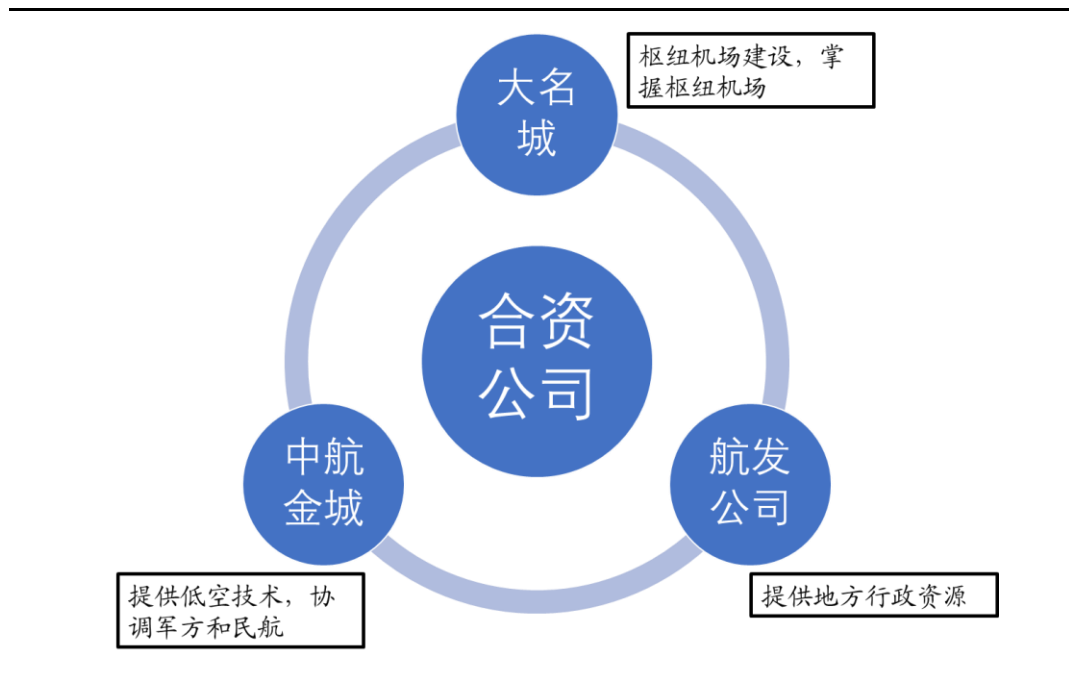
股东中航金城提供低空专业技术和与军队、民航协调能力。协调能力上，中国航空工业集团有限公司控股的下属公司，是低空经济国家队，是少数有能力同时跟部队和民航进行沟通的主体。专业技术上，中航金城是国家发改委“全空间无人体系建设”项目牵头单位，国内首屈一指的低空经济基础设施系统解决方案提供商。

航发公司是政府平台，带来地方行政资源。其是国有独资企业，注册资金 10 亿元。

航发公司隶属福州新区管委会，低空经济枢纽机场及产业布局、战略发展及产业运营具备较强政府资源协调能力，具有地方行政资源优势。

**大名城掌握枢纽机场，有望成为低空运营核心受益方。**根据《合作协议》，各方拟通过设立合资公司首期在福州新区共同投资建设“低空城际智慧枢纽机场”项目，该项目一期主要以跨城际中途快递、货物航路为核心，同时兼具短途快递、货物终端配送能力及支撑拓展 eVTOL 的一体化综合性低空机场。**大名城后续有望在福建多地建设低空枢纽机场，建设选址具有排他性，掌握低空运营核心竞争力。**

图13：公司低空业务合资公司股东实力示意图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

公司低空枢纽机场涵盖机场服务、空域服务、物流运输和数据服务四个业务方向。

- 1) **机场服务**：为各类 eVTOL 提供起降、装卸、停机维护等提供专业的运维服务。
- 2) **空域服务**：为飞行设备提供通信导航、指挥调度和起降保障等专业服务。
- 3) **物流运输**：利用自营的无人机队来优化运输流程。
- 4) **数据服务**：为城市规划、道路交通、环境监控、灾害管理等领域提供精确的常态化的及时测绘数据服务。

### 3. 布局算力赛道，加码“港数闽算”

#### 3.1. AI 时代来临，全球算力需求旺盛

全球 AI 模型和应用不断发展。

2024 年 2 月 16 日，OpenAI 发布了首个文生视频模型 Sora。Sora 可以直接输出长达 60 秒的视频，并且包含高度细致的背景、复杂的多角度镜头，以及富有情感的多个角色。

2024年3月4日，Anthropic 发布了新一代 AI 大模型系列——Claude 3。该系列包含三个模型，按能力由弱到强排列分别是 Claude 3 Haiku、Claude 3 Sonnet 和 Claude 3 Opus。其中，能力最强的 Opus 在多项基准测试中得分都超过了 GPT-4 和 Gemini 1.0 Ultra，在数学、编程、多语言理解、视觉等多个维度树立了新的行业基准。Claude 首次带来了多模态能力的支持（Opus 版本的 MMMU 得分为 59.4%，超过 GPT-4V，与 Gemini 1.0 Ultra 持平）。

图14: Claude 3 benchmarks

	Claude 3 Opus	Claude 3 Sonnet	Claude 3 Haiku	GPT-4	GPT-3.5	Gemini 1.0 Ultra	Gemini 1.0 Pro
Undergraduate level knowledge MMLU	86.8% 5-shot	79.0% 5-shot	75.2% 5-shot	86.4% 5-shot	70.0% 5-shot	83.7% 5-shot	71.8% 5-shot
Graduate level reasoning GPQA, Diamond	50.4% 0-shot CoT	40.4% 0-shot CoT	33.3% 0-shot CoT	35.7% 0-shot CoT	28.1% 0-shot CoT	—	—
Grade school math GSM8K	95.0% 0-shot CoT	92.3% 0-shot CoT	88.9% 0-shot CoT	92.0% 5-shot CoT	57.1% 5-shot	94.4% Maj1@32	86.5% Maj1@32
Math problem-solving MATH	60.1% 0-shot CoT	43.1% 0-shot CoT	38.9% 0-shot CoT	52.9% 4-shot	34.1% 4-shot	53.2% 4-shot	32.6% 4-shot
Multilingual math MGSM	90.7% 0-shot	83.5% 0-shot	75.1% 0-shot	74.5% 8-shot	—	79.0% 8-shot	63.5% 8-shot
Code HumanEval	84.9% 0-shot	73.0% 0-shot	75.9% 0-shot	67.0% 0-shot	48.1% 0-shot	74.4% 0-shot	67.7% 0-shot
Reasoning over text DROP, F1 score	83.1 3-shot	78.9 3-shot	78.4 3-shot	80.9 3-shot	64.1 3-shot	82.4 Variable shots	74.1 Variable shots
Mixed evaluations Big-Bench-Hard	86.8% 3-shot CoT	82.9% 3-shot CoT	73.7% 3-shot CoT	83.1% 3-shot CoT	66.6% 3-shot CoT	83.6% 3-shot CoT	75.0% 3-shot CoT

数据来源：Anthropic，东吴证券研究所

2024年3月18日，马斯克开源大模型 Grok-1。马斯克旗下 AI 初创公司 xAI 宣布，其研发的大模型 Grok-1 正式对外开源开放，用户可直接通过磁链下载基本模型权重和网络架构信息。xAI 表示，Grok-1 是一个由 xAI 2023 年 10 月使用基于 JAX 和 Rust 的自定义训练堆栈、从头开始训练的 3140 亿参数的混合专家（MOE）模型，远超 OpenAI 的 GPT 模型。

2024年5月13日，OpenAI 发布新模型 GPT-4o。而相比于上一代的 GPT-4 Turbo，GPT-4o API 的速度快了 2 倍、费用便宜了 50%、速率限制上，也比前者高了 5 倍。

海外科技巨头纷纷建设更大规模算力。为了成为 AI 时代的造物主，OpenAI/微软、xAI、Meta 等科技巨头都在竞相建立一个由 10 万块 H100 构成的超级 AI 算力集群。GPU 数量决定了 AI 公司的生死线。当前 AI 公司第一梯队的门票是 3.2 万卡集群，明年第一梯队的门票可能会提升到 10 万卡（H100）集群。

2024年7月22日，马斯克在其官网推特上宣布，旗下 AI 初创公司 xAI 已开始在位于田纳西州的所谓孟菲斯超级集群（training cluster）上进行训练，号称这是“全球最

强大的 AI 训练集群”。据马斯克介绍，这个集群由 100,000 个液冷 H100 GPU 组成，这些芯片是英伟达去年开始提供的。

**2024 年 3 月**，据新智元报道，微软和 OpenAI 正豪掷超千亿美元，欲打造一台「星际之门」超算。最快在 2028 年，「星际之门」就要启动了，这个「星际之门」超算，会配备数百万专用的服务器芯片！项目的成本，预计高达 1150 亿美元。

**2024 年 3 月**，社交科技巨头 Meta 在官网宣布，已成功构建两个 24K H100 GPU 集群，共计 49,152 块 GPU，专门用于训练其大型模型 Llama-3。Meta 预计，到 2024 年底，将拥有高达 600,000 块 H100 的算力。

根据 IDC 数据，2023 全年中国加速服务器市场规模达到 94 亿美元，同比 2022 年增长 104%，预计到 2028 年中国加速服务器市场规模将达到 124 亿美元。

### 3.2. “港数闽算”工程开启，市场前景广阔

**香港算力资源紧张。**近年来，香港积极拥抱人工智能行业，但本土算力资源相对匮乏。2023 年 11 月，根据香港生产力局与香港大学走访了 216 家香港本土 AI 企业后所做的一项调研，有近一半的企业强调公司正面临算力不足的情况，有 31% 的企业目前正在使用位于内地的超算中心，另有 26% 的企业选择使用海外的超算中心。

**数据跨境流动政策颁布，“港数闽算”迎来契机。**2023 年 9 月 28 日，国家互联网信息办公室发布《规范和促进数据跨境流动规定（征求意见稿）》，进一步促进数据依法有序自由流动。这给香港与内地在数据中心方面展开合作提供了契机。香港通过数据跨境流动将数据存储到内地、在内地运算。

**福建省算力成本相比香港优势明显。**1) **电价优势。**福州具有丰富的风电、水电、核电资源，电价便宜且稳定，电价 0.44 元/度（2024 年 7 月）；香港电价受能源价格影响较大，电价不稳定，且电价昂贵，中电 1.42 港元/度，港灯 1.65 港元/度（2024 年 7 月）。2) **土地成本优势。**福州工业用地资源丰富，IDC 机房资源充沛，IDC 单机柜租金（不含电费）不高于 2200 元/月（2024 年 7 月）；香港 IDC 单机柜租金（不含电费）高达 12000-14000 港币/月（2024 年 7 月）。3) **人力成本优势。**AIDC 日常运营需要专业的运维人员。福州依托厦门大学、福州大学等理工科强校，人才储备底蕴深厚。根据 2023 年的数据，福州的平均月薪约为 8,000 元人民币；香港人力资源昂贵，也会推高算力定价，香港的平均月薪约为月约 36,500 元港币，是福州的 4 倍以上。

图15：福建和香港电价对比

## 国网福建省电力有限公司代理购电价格信息表

(2024年7月)

单位: 万千瓦时、元/千瓦时

名称	序号	明细	计算关系	数值
电量	1	代理工商业购电量规模	1=2+3	687902
	2	其中: 采购优先发电电量	2	11501
	3	采购市场化发电电量	3	676401
电价	4	代理工商业购电价格	4=5+6	0.4414
	5	其中: 当月平均购电价格	5	0.4356
	6	历史偏差电费折价	6	0.0058
	7	代理工商业上网环节线损费用折价	7	0.0163
	8	系统运行费用折合度电水平	8=9+10+11+12+13+14	0.0126
	9	其中: 1. 辅助服务费用折合度电水平	9	-
	10	2. 抽水蓄能容量电费折合度电水平	10	0.0113
	11	3. 上网环节线损代理采购损益折合度电水平	11	-0.0017
	12	4. 电价交叉补贴新增损益折合度电水平	12	-0.0006
	13	5. 煤电容量电费折合度电水平	13	0.0130
	14	6. 其他费用折合度电水平	14	-0.0094

### 中電近年電費變化 (仙/度電)

年份	基本電費	燃料費	回扣	平均淨電費
2022	93.7	38.6	-3.4	128.9
2023	93.7	62	-1.3	154.4
2024	96.6	46.3	0	142.9

### 港燈近年電費變化 (仙/度電)

年份	基本電費	燃料費	回扣	平均淨電費
2022	109	27.3	-1	135.3
2023	114.5	82.5	0	197
2024	119.5	46	0	165.5

数据来源: 国网, 港灯, 东吴证券研究所

**福建省海底光缆直通香港。国际通达:** 福州作为国家4个出口节点城市之一, 位于福州新区的海底光缆可连接香港、通达台湾。香港直通光缆为港数闽算提供独占带宽。  
**国内通达:** 福州承接国家“东数西算”战略的“第一朵云”闽宁云的重要节点。**中国联通在福州建设了全国唯一的海峡两岸出入口局**, 以及直达香港和台湾的光缆系统, 这些资源确保了数据传输的高效和安全。

图16: 中国联通福州国际通信出入口局开通仪式





数据来源：中国联通，东吴证券研究所

**福建省具备政策优势。**贴息政策：数字经济发展专项贷款，可对贷款利息补贴 50%；税务政策：智算基地建立在福州新区的保税区内，不需要缴 13% 增值税。重点项目：本项目为“闽港重点合作项目”；强强合作：携手福建大数据集团和商汤科技，共同开拓国内外市场；世界闽商：世界闽商将搭起“两岸三地”乃至全球闽商携手合作。

### 3.3. 项目盈利能力强，先发优势显著

公司拟成立算力合资公司，先行布局“港数闽算”。2024 年 5 月 8 日，公司公告公司与福建大数据产业投资有限公司（以下简称“大数据产投”）、上海商筹科技有限公司（以下简称“商筹科技”）三方协商一致，拟共同投资设立福建省大数据智算投资有限公司（暂定名，以工商注册为准，以下简称“大数据智算”）。积极探索“港数闽存”、“港数闽算”模式，打通内地与香港的数据有序流动，提供先期、先行、先试的智算服务。

标的公司大数据智算注册资本 2 亿元，其中大名城占 44%，大数据产占 51%，商筹科技占 5%。

**商筹科技提供算力集群建设技术支持。**商汤集团通过合约安排控制的合并联属实体，商汤集团拥有商筹科技目前经营的业务所产生的全部经济利益。

**大数据产投提供数据跨境服务和政府资源。**福建省大数据集团有限公司（福建省国资委 100% 持股）的控股子公司。2023 年 6 月 27 日，福建大数据集团于香港签订闽港数字经济一体化新型基础设施建设项目战略合作协议。

**2000P 算力已交付，香港客户已经开始测试，先发优势显著。**2024 年 5 月 23 日，智算公司正式发布在福州市新区投资建设 2000P 智算中心项目（以下简称“智算中心项目”），并在福建省产权交易网开展相关项目的公开采购招标。2024 年 6 月 25 日，上海商汤科技开发向智算公司提供的产品（和/或服务）包括智能算力通用平台、AI 增

强能力平台、安全体系建设、基础设施智慧管理平台、部署及其他服务、机房机柜及网络租赁，协议总金额为 5.50 亿元。

2024 年 6 月 27 日，福州新区智算中心项目智能算力通用平台所涉的 AI 计算基础设施、AI 存储基础设施、AI 网络基础设施、基础软件能力建设等产品已交付。

由于香港算力成本显著高于福建，公司算力项目盈利能力较强。综合电价、服务器等方面的成本，有人工智能领域的权威专家保守估计，与香港本地的算力资源相比，使用福建省的算力资源将拥有降低 50% 左右价格的优势。

#### 4. 盈利预测

**物业开发销售及运营业务：**房地产下游景气度较低，公司逐步转型低空和算力业务，主业地产业务逐步减少。基于此，我们预计该业务 2024-2026 年营收增速为 -50%/-30%/-20%。

**金融投资及租赁：**该部分非公司核心业务，我们预计 2024-2026 年营收增速均为 0%。

表3：营收预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业开发销售及运营	12,932	14,740	7,620	7,352	11,695	5,848	4,093	3,275
增长率	0%	14%	-48%	-4%	59%	-50%	-30%	-20%
毛利率	27%	18%	18%	18%	16%	16%	16%	16%
金融投资及租赁	0.56	0.29	0.39	0.48	0.16	0.16	0.16	0.16
增长率	0%	-48%	34%	22%	-67%	0%	0%	0%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
其他业务	110.36	97.07	40.34	8.47				
增长率	0%	-12%	-58%	-79%				
毛利率	39%	32%	6%	20%				
收入总计	13043	14837	7661	7361	11695	5848	4094	3275
增长率	0%	14%	-48%	-4%	59%	-50%	-30%	-20%
毛利率	27%	18%	18%	18%	16%	16%	16%	16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**估值：**公司主业是房地产业务，现逐步转型低空经济和算力，营收空间和商业模式有望迎来质的变化，基于此，应当给予估值溢价。根据业务相似性原则，选取保利发展、万科 A、滨江集团、招商蛇口和华发股份为可比公司，可比公司 PB(LF) 估值为 0.71 倍，大名城 PB(LF) 估值为 0.68 倍，略低于可比公司。公司港数闽算业务第一批 2000P 算力已交付，香港客户已经开始测试，预计项目盈利能力较强，加上公司在福建省的低空经济中具备明显先发优势和资源优势，若两大新业务开展顺利，公司估值有望提升。

表4：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 11 日）

股票代码	公司	市值(亿元)	股价(元)	PB(LF)
600048	保利发展	1,023	8.55	0.54
000002	万科 A	784	7.18	0.34
002244	滨江集团	267	8.58	1.03
001979	招商蛇口	822	9.07	0.86
600325	华发股份	166	6.03	0.77
	可比公司估值平均值			0.71
600094	大名城	85	3.43	0.68

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**投资建议：**公司房地产业务运行较为平稳，公司积极转型，布局低空经济和“港数闽算”。依托福建的区位优势和合资公司股东的专业背景，我们认为公司有望迎来全新增长空间。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

## 5. 风险提示

**转型进度不及预期。**公司从房地产转型低空和算力业务，行业跨度较大，如果进度不及预期，会影响公司业绩表现。

**低空产业政策支持力度不及预期。**低空经济产业当前处于早期阶段，仍需要政策支持，如果产业政策支持力度不及预期，会影响公司相关业务开展。

**AI 应用发展不及预期。**AI 应用是算力需求发展的主要推动，如果 AI 持续没有爆款应用产生，会影响算力需求，从而影响公司算力业务前。

## 大名城三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>18,386</b>	<b>13,868</b>	<b>12,663</b>	<b>12,138</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,695</b>	<b>5,848</b>	<b>4,094</b>	<b>3,275</b>
货币资金及交易性金融资产	2,310	5,491	6,586	7,134	营业成本(含金融类)	9,835	4,912	3,438	2,751
经营性应收款项	176	84	59	47	税金及附加	(17)	(9)	(6)	(5)
存货	14,956	7,469	5,228	4,183	销售费用	310	155	90	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	229	111	78	62
其他流动资产	944	824	790	774	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>6,940</b>	<b>6,525</b>	<b>6,094</b>	<b>5,659</b>	财务费用	81	8	(60)	(102)
长期股权投资	1,062	1,062	1,062	1,062	加:其他收益	11	6	4	3
固定资产及使用权资产	632	624	616	608	投资净收益	(77)	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1	1	2	2	减值损失	(414)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11	<b>营业利润</b>	<b>784</b>	<b>676</b>	<b>558</b>	<b>506</b>
其他非流动资产	5,234	4,826	4,404	3,977	营业外净收支	(26)	(22)	(22)	(22)
<b>资产总计</b>	<b>25,326</b>	<b>20,393</b>	<b>18,757</b>	<b>17,797</b>	<b>利润总额</b>	<b>758</b>	<b>654</b>	<b>536</b>	<b>484</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,378</b>	<b>5,735</b>	<b>4,439</b>	<b>3,834</b>	减:所得税	532	445	375	339
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,147	1,101	1,101	1,101	<b>净利润</b>	<b>227</b>	<b>209</b>	<b>161</b>	<b>145</b>
经营性应付款项	2,310	1,101	771	616	减:少数股东损益	4	0	0	0
合同负债	3,526	1,719	1,203	963	<b>归属母公司净利润</b>	<b>223</b>	<b>209</b>	<b>161</b>	<b>145</b>
其他流动负债	3,395	1,814	1,364	1,154	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.09	0.08	0.06	0.06
非流动负债	2,016	1,516	1,016	516	EBIT	936	662	475	383
长期借款	1,925	1,425	925	425	EBITDA	1,119	1,119	947	858
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.91	16.00	16.00	16.00
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	1.90	3.58	3.93	4.44
其他非流动负债	87	87	87	87	收入增长率(%)	58.88	(50.00)	(30.00)	(20.00)
<b>负债合计</b>	<b>12,395</b>	<b>7,252</b>	<b>5,455</b>	<b>4,350</b>	归母净利润增长率(%)	29.98	(5.95)	(23.22)	(9.61)
归属母公司股东权益	12,529	12,738	12,899	13,044					
少数股东权益	402	402	402	402					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,932</b>	<b>13,141</b>	<b>13,302</b>	<b>13,447</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,326</b>	<b>20,393</b>	<b>18,757</b>	<b>17,797</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,648	3,875	1,716	1,145	每股净资产(元)	5.06	5.15	5.21	5.27
投资活动现金流	110	(63)	(63)	(63)	最新发行在外股份(百万股)	2,475	2,475	2,475	2,475
筹资活动现金流	(1,935)	(631)	(559)	(534)	ROIC(%)	1.65	1.34	0.92	0.76
现金净增加额	(174)	3,182	1,094	548	ROE-摊薄(%)	1.78	1.64	1.25	1.11
折旧和摊销	183	456	471	476	资产负债率(%)	48.94	35.56	29.08	24.44
资本开支	(4)	(63)	(63)	(63)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.15	40.56	52.83	58.45
营运资本变动	239	3,103	1,003	468	P/B(现价)	0.68	0.67	0.66	0.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>