



毛利率持续提升 财务保持稳健

——电子城 (600658) 中期财报点评

2014年09月14日

推荐/首次

电子城

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 010-66554021	

事件:

公司发布 2014 年中报。报告期内，公司实现营业收入 11.05 亿元，同比增长 3.33%，归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元，同比增长 14.66%。基本每股收益 0.70 元/股，同比增长 14.75%。

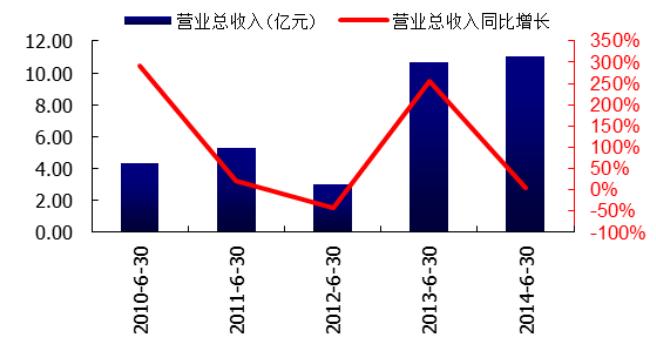
公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入 (百万元)	1034.06	846.85	222.64	331.35	69.13	726.56	378.53
增长率 (%)	370.93%	1465.03%	-9.92%	423.10%	-93.31%	-14.20%	70.02%
毛利率 (%)	58.77%	67.28%	58.90%	70.80%	5.07%	70.15%	70.60%
期间费用率 (%)	-0.12%	-0.07%	-1.09%	4.48%	-15.37%	-0.11%	-0.75%
营业利润率 (%)	37.67%	45.21%	36.04%	57.10%	9.23%	49.23%	45.89%
净利润 (百万元)	296.05	290.04	61.80	139.18	5.41	272.14	130.48
增长率 (%)	288.15%	1491.36%	-27.93%	440.80%	-98.17%	-06.17%	111.13%
每股盈利 (季度, 元)	0.51	0.50	0.11	0.24	0.01	0.47	0.23
资产负债率 (%)	42.66%	39.36%	38.07%	33.77%	31.83%	31.29%	26.63%
净资产收益率 (%)	12.87%	11.10%	2.43%	5.19%	0.20%	9.22%	4.45%
总资产收益率 (%)	7.38%	6.73%	1.51%	3.44%	0.14%	6.33%	3.26%

观点:

- **园区地产销售与出租收入小幅增长。** 报告期内，公司实现营业收入 11.05 亿元，同比增长 3.33%。其中，园区地产销售收入 9.64 亿元，同比增长 1.93%，园区地产出租收入 0.61 亿元，同比增长 0.73%。报告期内，实现销售面积 5.7 万平方米，结算面积 5.7 万平方米；实现租赁面积 12.3 万平方米，其中产业类 11.8 万平方米，出租率 99%，平均基本租金 2.5 元/平方米·天，商业及配套类 0.5 万平方米，出租率 100%，平均基本租金 3.2 元/平方米·天。
- **工业区改造利润高，且毛利率持续提升。** 公司作为大城市老工业区改造的开发与经营者，享受北京老工业区拆迁改造而来的低廉的土地成本，且老工业区地理位置优越，土地升值潜力明显。公司在营业收入小幅上涨的情况下，营业成本却降低了 11%。公司园区地产销售的毛利率达到 73%，提高 6 个百分点，园区地产出租毛利率 85%，同比提高 4 个百分点。

- **财务保持稳健。**公司实际控制人北京电子控股集团（下称北京电控集团）是北京市国资委在电子信息产业领域的专业投资控股公司。公司是北京电控集团房地产业务唯一平台。公司的国资背景带给公司稳健的财务表现。公司无长、短期借款，报告期末，公司的资产负债率仅27%。
- **工业用地升值空间大，异地扩张促公司发展。**北京电控集团拥有大量位于东、北四环至五环之间的工业用地，靠近CBD，地理位置优越，升值空间大。公司作为北京电控集团房地产业务唯一平台，将很有可能享受到工业用地升值。此外，报告期内，公司推进了“电子城·天津西青科技产业园项目”和“电子城·秦皇岛酒店项目”，完成项目合作协议的签署，实现新项目的资源储备，异地扩张保障公司发展。

图 1: 营业收入情况


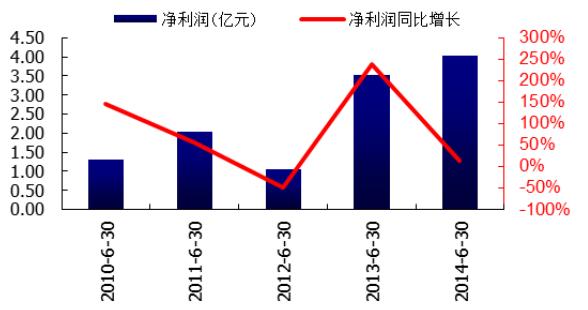
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2: 每股收益情况

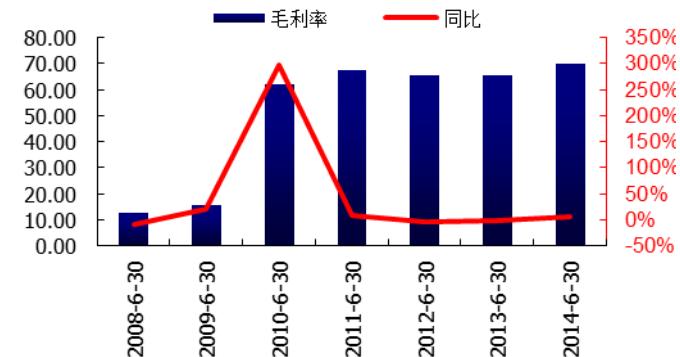

资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 货币和预收款情况

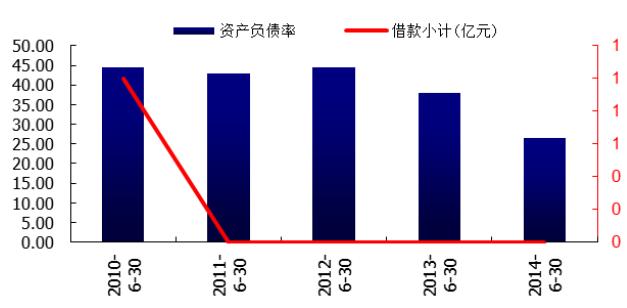

资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 净利润情况


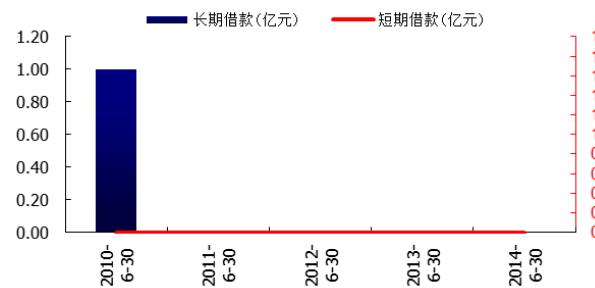
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 销售毛利率情况


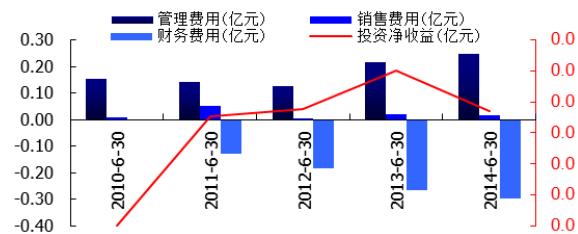
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司是北京市国资委控股的北京电子控股集团唯一房地产业务平台，享受北京老工业区拆迁改造而来的低廉的土地成本，园区地产销售的毛利率达到 73%。公司的工业用地项目储备及大股东的土地资源地理位置优越，升值空间大。国资背景给公司带来稳健的财务表现，公司无长、短期借款，资产负债率仅 27%。我们预计公司今明两年 EPS 分别为 0.95、1.04，对应 PE 分别为 13.6X、12.4X，给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
流动资产合计	3367	3300	4498	5221	6076	营业收入	1399	1470	1664	1814	2101			
货币资金	1856	1818	2955	3553	4616	营业成本	558	531	600	653	735			
应收账款	106	57	55	60	69	营业税金及附加	286	282	333	363	420			
其他应收款	3	0	0	0	0	营业费用	3	6	5	4	4			
预付款项	41	318	330	343	358	管理费用	29	47	33	36	42			
存货	1343	1081	1150	1252	1007	财务费用	-41	-52	-24	-33	-41			
其他流动资产	0	0	8	14	25	资产减值损失	7.01	2.02	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	644	641	638	635	632	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	59	57	57	57	57	投资净收益	4.80	5.15	10.00	10.00	10.00			
固定资产	25.80	24.49	21.58	18.67	15.77	营业利润	561	659	727	801	950			
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	1.89	2.70	3.00	3.00	3.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00			
资产总计	4010	3940	5135	5856	6708	利润总额	563	661	730	804	953			
流动负债合计	1685	1229	2027	2296	2611	所得税	137	165	183	201	238			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	426	496	548	603	715			
应付账款	253	75	164	161	161	少数股东损益	0	-2	-2	0	0			
预收款项	269	452	701	973	1288	归属母公司净利润	426	498	550	603	715			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	539	626	706	771	912			
非流动负债合计	26	25	12	12	12	BPS (元)	0.73	0.86	0.95	1.04	1.23			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
负债合计	1711	1254	2039	2308	2623	成长能力								
少数股东权益	0	18	16	16	16	营业收入增长	68.32%	5.10%	13.21%	8.99%	15.83%			
实收资本(或股本)	580	580	580	580	580	营业利润增长	46.85%	17.35%	10.42%	10.09%	18.65%			
资本公积	739	737	737	737	737	归属于母公司净利润	10.30%	9.69%	10.30%	9.69%	18.58%			
未分配利润	947	1288	1645	2037	2501	盈利能力								
归属母公司股东权	2300	2668	3080	3532	4068	毛利率 (%)	60.10%	63.88%	63.97%	64.00%	65.00%			
负债和所有者权	4010	3940	5135	5856	6708	净利率 (%)	30.44%	33.77%	32.91%	33.23%	34.02%			
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E					10.62%	12.65%	10.70%	10.29%	10.66%
经营活动现金流	578	82	1232	706	1192	偿债能力				18.52%	18.68%	17.84%	17.07%	17.57%
净利润	426	496	548	603	715	资产负债率 (%)	43%	32%	40%	39%	39%			
折旧摊销	18.27	19.03	0.00	2.92	2.92	流动比率	2.00	2.68	2.22	2.27	2.33			
财务费用	-41	-52	-24	-33	-41	速动比率	1.20	1.80	1.65	1.73	1.94			
应收账款减少	0	0	2	-5	-9	营运能力								
预收帐款增加	0	0	250	272	315	总资产周转率	0.38	0.37	0.37	0.33	0.33			
投资活动现金流	-1	1	32	10	10	应收账款周转率	24	18	30	32	33			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.31	8.96	13.89	11.15	13.04			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	5	5	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.86	0.95	1.04	1.23			
筹资活动现金流	-99	-108	-127	-118	-138	每股净现金流(最新)	0.82	-0.04	1.96	1.03	1.83			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.96	4.60	5.31	6.09	7.01			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.66	14.99	13.61	12.40	10.46			
资本公积增加	23	-2	0	0	0	P/B	3.25	2.80	2.43	2.12	1.84			
现金净增加额	478	-26	1137	598	1064	EV/EBITDA	10.43	9.04	6.40	5.09	3.14			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，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。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 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。

杨骞

北京大学城市与区域规划系硕士，3 年证券行业从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。

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。

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。