

2010-08-19

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 更新报告

电子城 (600658)

平淡之中仍有亮点

—2010 年中报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB10.74

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

肖肖

SAC 执业证书编号:S1000210070029

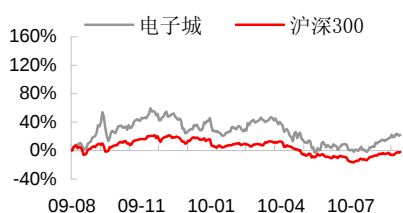
+755-82492495 xiaoxiao@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	580
流通 A 股(百万股)	167
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1794

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司今日公布 2010 年中报：上半年实现营业收入 4.37 亿，归属母公司的净利润 1.29 亿，EPS 为 0.22 元。收入主要来自地产销售的 3.61 亿，结算项目主要为丽水嘉园小区的 9 号楼部分房源。
- 报告期期末预收账款 7.36 亿，较年初增长 69.3%，预计其中的 60% 将于今年结转，其中下半年具备结转条件的项目分别为 IT 产业园 B1、B2 号楼以及 M3 西侧 1-4 层。此外丽水嘉园 8 号楼作为拆迁安置房，已于 7 月份签订整体销售协议，9 号楼目前也已基本销售完毕。随着丽水嘉园 8、9 号楼年内将逐步结转，将为 2010 年下半年至 2011 年将合计贡献至少 7.5 亿的销售收入。
- 盈利能力有望继续保持较高水平。公司 10 年上半年总体的毛利率为 62.1%，净利率为 29.6%，销售和出租的毛利率分别为 67% 和 66%，基本符合我们此前的预期。随着下半年高利润率的丽水嘉园 8、9 号楼的逐步结转，预计公司的整体利润率仍将维持在较高水平。
- 资产负债率较低，资金较为充裕。公司期末货币资金为 6.62 亿，占总资产的比重为 24.9%，较年初增加 1.7 个百分点，目前资金状况较为宽裕，再融资暂停对公司目前的开发进度影响不大。期末资产负债率 44.6%，其中预收款占负债的比例高达 62.1%，剔除预收款后的资产负债率仅为 23.4%。
- 北京电控五环内工业地储备丰富，未来注入仍是重要看点。实际控制人北京电控在北京有 400 万平米占地的工业用地，其中 68% 位于东四环及北四环以内，23% 位于东、北四至五环之间，目前的整体容积率约为 0.7，多为一些旧厂房，具有较大的土地开发价值和升级改造的可能性。基于公司是北京电控发展房地产业务的唯一平台，我们判断公司可在上述土地未来可能的开发进程中受益。
- 鉴于公司的业绩锁定性较高和独特的增长模式，我们维持公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.85 元和 0.98 元，对应的 PE 分别为 13 和 11 倍，维持增持评级。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1291.5	1323.4	1835.5	2155.2
(+/-%)	288.5	2.5	38.7	17.4
归属母公司净利润(百万元)	317.2	490.6	567.1	693.2
(+/-%)	595.7	54.7	15.6	22.2
EPS(元)	0.55	0.85	0.98	1.19
P/E(倍)	19.6	12.7	10.9	9.0

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

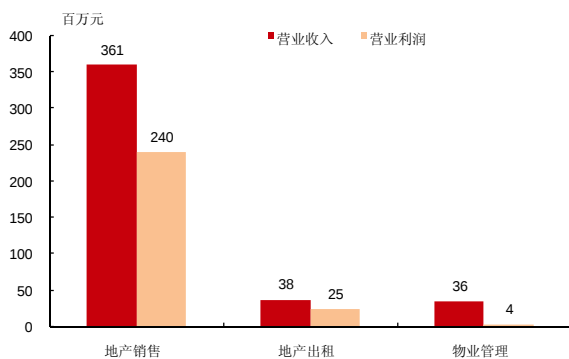
公司今日公布 2010 年中报：上半年实现营业收入 4.37 亿，归属母公司的净利润 1.29 亿，EPS 为 0.22 元。上半年的营业收入主要来自地产销售的 3.61 亿，结算项目主要为丽水嘉园小区的 9 号楼部分房源。

预收账款保障业绩，丽水嘉园年内将逐步结转

报告期期末预收账款 7.36 亿，较年初增长 69.3%，预计其中的 61% 将于今年结转，具体结转项目分别为 IT 产业园 B1、B2 号楼以及 M3 西侧 1-4 层。

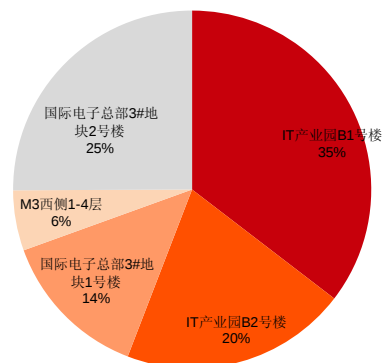
丽水嘉园 8 号楼作为拆迁安置房，已于 7 月份签订整体销售协议，中期报表中并未体现。9 号楼目前也已基本销售完毕。丽水嘉园 8、9 号楼年内将逐步结转，10 年下半年至 11 年将合计贡献至少 7.5 亿的销售收入。

图 1 2010 年中期营业收入和营业利润分布



资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

图 2 2010 年中期期末预收款的分布情况



资料来源：华泰联合证券研究所，公司 2010 年中报

盈利能力有望继续保持较高水平

公司 10 年上半年总体的毛利率为 62.1%，净利率为 29.6%，销售和出租的毛利率分别为 66.6% 和 65.9%，基本符合我们此前的预期。随着下半年高利润率的丽水嘉园 8、9 号楼的逐步结转，预计公司的整体利润率仍将维持在较高水平。

资产负债率较低，资金较为充裕

公司期末货币资金余额为 6.62 亿，占总资产的比重为 24.9%，较年初增加 1.7 个百分点，目前的资金状况较为宽裕，再融资整体暂停对公司目前的开发进度影响不大。

公司期末资产负债率 44.6%，其中预收款占负债的比例高达 62.1%，剔除预收款后的资产负债率仅为 23.4%。目前的财务状况较为健康。

北京电控五环内工业地储备丰富，未来注入仍是重要看点

实际控制人北京电控在北京有 400 万平米占地的工业用地，其中 68%位于东四环及北四环以内，23%位于东、北四五环之间，目前的整体容积率约为 0.7，多为一些老旧厂房，具有较大的土地开发价值和升级改造的可能性。基于公司是北京电控发展房地产业务的唯一平台，我们判断公司可在上述土地未来可能的开发进程中受益。

随着广佛三旧改造和深圳城市更新逐步推进并取得成效，北京未来以政策支持的方式推动五环内工业地改造可能性较大，鉴于公司为北京电控下属唯一做地产开发的平台，我们预计这些工业用地在未来由电子城开发的概率较大，一旦这些地块开始由电子城进行改造，将使得公司自身价值得到巨大提升。

鉴于公司的业绩锁定性较高和独特的增长模式，我们维持公司 10、11 年的 EPS 分别为 0.85 元和 0.98 元，对应的 PE 分别为 13 和 11 倍，维持增持评级。

图 3 IT 产业园 A、C 地块效果图



资料来源：华泰联合证券研究所搜集

图 4 电子城国际电子总部俯视图



资料来源：华泰联合证券研究所搜集

盈利预测表
资产负债表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2128	2522	3136	3880
现金	622	876	1333	1907
应收账款	6	6	9	11
其他应收款	5	5	7	8
预付账款	107	107	107	107
存货	1388	1527	1679	1847
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	552	627	716	824
长期投资	55	55	55	55
固定资产	52	51	49	47
无形资产	36	36	36	36
其他非流动资产	409	485	577	686
资产总计	2681	3148	3852	4704
流动负债	1216	1067	1172	1297
短期借款	200	200	200	200
应付账款	113	113	113	113
其他流动负债	903	754	858	984
非流动负债	118	218	218	218
长期借款	100	200	200	200
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	1335	1285	1390	1515
少数股东权益	0	26	59	93
股本	580	580	580	580
资本公积	717	717	717	717
留存收益	49	539	1106	1800
归属母公司股东权益	1346	1837	2404	3097
负债和股东权益	2681	3148	3852	4704

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	157	240	558	688
净利润	317	517	599	727
折旧摊销	21	2	2	2
财务费用	-15	10	9	4
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-187	-288	-53	-46
其他经营现金流	22	-0	0	0
投资活动现金流	4	-76	-92	-110
资本支出	1	0	0	0
长期投资	-1	76	91	110
其他投资现金流	3	-0	-0	-0
筹资活动现金流	243	90	-9	-4
短期借款	180	0	0	0
长期借款	99	100	0	0
普通股增加	413	0	0	0
资本公积增加	660	0	0	0
其他筹资现金流	-1108	-10	-9	-4
现金净增加额	403	254	457	574

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1291	1323	1836	2155
营业成本	513	390	698	794
营业税金及附加	119	174	243	286
营业费用	218	25	35	41
管理费用	15	40	55	65
财务费用	-15	10	9	4
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	-0	-0
营业利润	448	685	795	965
营业外收入	11	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	459	689	799	969
所得税	142	172	200	242
净利润	317	517	599	727
少数股东损益	0	26	32	34
归属母公司净利润	317	491	567	693
EBITDA	454	697	806	971
EPS (元)	0.55	0.85	0.98	1.19

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	288.5%	2.5%	38.7%	17.4%
营业利润	543.7%	52.9%	16.0%	21.4%
归属于母公司净利润	395.7%	54.7%	15.6%	22.2%
获利能力				
毛利率(%)	60.3%	70.5%	62.0%	63.2%
净利率(%)	24.6%	37.1%	30.9%	32.2%
ROE(%)	23.6%	26.7%	23.6%	22.4%
ROIC(%)	52.8%	61.0%	66.6%	76.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.8%	40.8%	36.1%	32.2%
净负债比率(%)	22.48%	31.12%	28.78%	26.40%
流动比率	1.75	2.36	2.68	2.99
速动比率	0.61	0.93	1.24	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.45	0.52	0.50
应收账款周转率	19	196	225	209
应付账款周转率	4.74	3.44	6.17	7.01
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.85	0.98	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.41	0.96	1.19
每股净资产(最新摊薄)	2.32	3.17	4.14	5.34
估值比率				
P/E	17.96	11.61	10.05	8.22
P/B	4.23	3.10	2.37	1.84
EV/EBITDA	11	7	6	5

资料来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com