

2020年05月07日

# 业绩高速增长，转型成果丰硕

## 电子城(600658)

### 事件概述

电子城发布 2020 年一季报，公司一季度实现营业收入 7.8 亿元，同比+134.9%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+83.7%。

#### ► 转型成果显现，经营质量提升

2020Q1 公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 134.9%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 83.7%，公司推进科技创新服务体系建设，加强内外资源协同，努力转型新型科技服务业取得了显著成效。报告期内，净资产收益率和毛利率分别为 2.40%和 67.81%，较上年同期分别上升 1.06pct 和 37.79pct，经营质量提升。

#### ► 土储充沛，布局合理

2019 年公司实现销售收入 22.5 亿元，销售面积 35.5 万平方米。截至 2019 年末，公司拥有待开发面积 106.6 万平方米，在建面积 144.9 万平方米，合计是当期销售面积的 7.1 倍，土储充沛支撑销售增长。同时，公司作为科技产业地产的龙头公司，项目布局在科教能力强、经济状况好的一二线城市，土地储备优质。

#### ► 财务状况良好，低成本融资优势显著

报告期末，公司剔除预收账款后的资产负债率和净负债率为 52.49%和 43.64%，杠杆率处于行业低位。2020 年 2 月 27 日公开发行 8 亿元 3 年期公司债券，利率低至 3.35%。2019 年整体融资成本 4.76%，得益于良好的财务状况和优质的资产储备，公司融资成本处于行业较低水平。

### 投资建议

电子城业绩高速增长、坚持科技服务战略引领带动公司发展模式创新、财务状况良好。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.38/0.46/0.54 元，对应 PE 为 14/11.7/9.9 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

转型不及预期，销售规模下滑，计提存货减值准备影响业绩。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,234	1,825	2,070	2,348	2,570
YoY (%)	4.7%	-18.3%	13.5%	13.4%	9.5%
归母净利润(百万元)	408	351	425	511	602
YoY (%)	-19.9%	-13.9%	21.1%	20.1%	18.0%
毛利率 (%)	64.5%	49.2%	52.2%	52.0%	52.0%
每股收益(元)	0.36	0.31	0.38	0.46	0.54
ROE	6.1%	5.3%	6.0%	6.8%	7.4%
市盈率	14.60	16.96	14.00	11.66	9.88

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	5.32
股票代码:	600658
52 周最高价/最低价:	5.6/4.1
总市值(亿)	59.51
自由流通市值(亿)	59.51
自由流通股数(百万)	1,118.59



分析师: 于子沛  
邮箱: youzpz@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100005

研究助理: 侯希得  
邮箱: houxd@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 转型成果显现，经营质量提升 .....	3
2. 土储充沛，布局合理 .....	4
3. 财务状况良好，低成本融资优势显著 .....	5
4. 盈利预测与投资建议 .....	5
5. 风险提示 .....	6

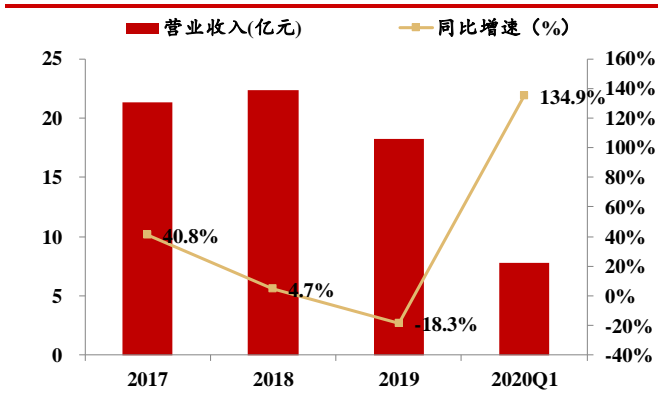
## 图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速 .....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速 .....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率 .....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率 .....	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率 .....	4
图 6 公司历年财务费用率 .....	4
图 7 公司 2019 年末待开发面积区域分布 .....	4
图 8 公司 2019 年末在建项目区域分布 .....	4
图 9 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债 .....	5
图 10 公司历年现金短债比 .....	5
图 11 公司历年货币资金及增速 .....	5
图 12 公司历年经营性现金流净额及增速 .....	5
图 13 可比公司估值 (2020/05/07) .....	6

## 1. 转型成果显现，经营质量提升

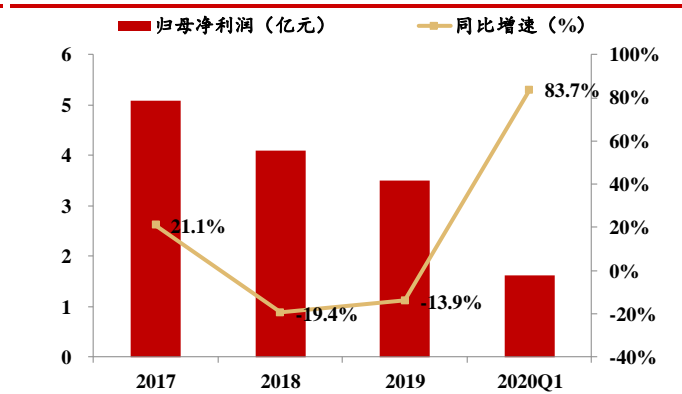
2020Q1 公司实现营业收入 7.8 亿元，同比增长 134.9%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 83.7%；公司持续推进科技创新服务体系建设，加强内外资源协同，努力转型新型科技服务业取得了显著成效。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

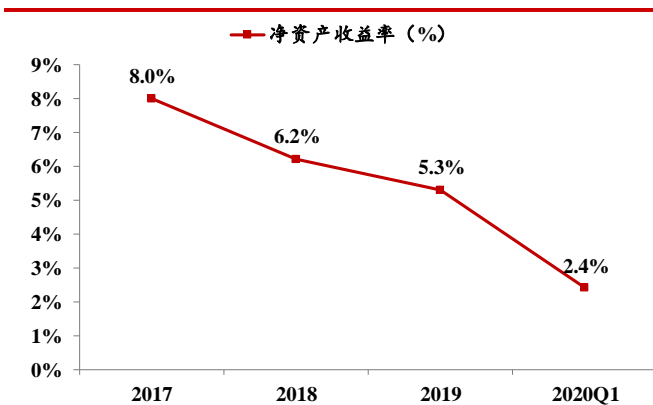
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

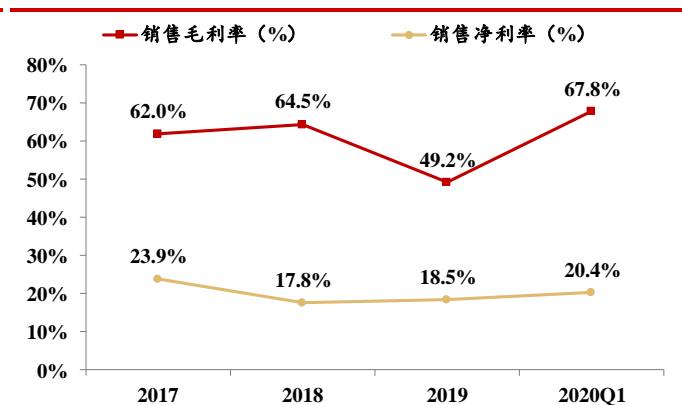
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 2.40%、67.81%、20.41%，较上年同期上升 1.06pct、37.79pct 和下降 6.99pct。整体公司盈利能力有所改善，经营质量进一步提高。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

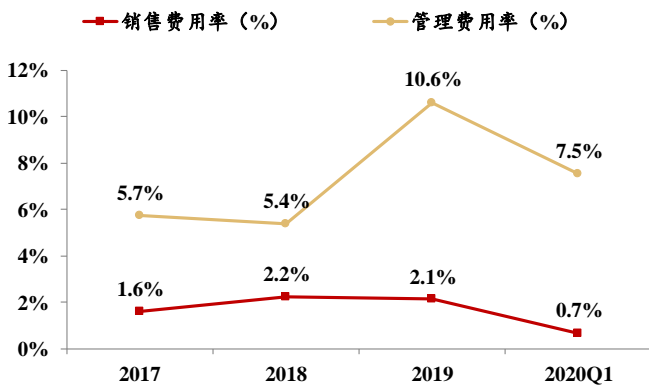
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

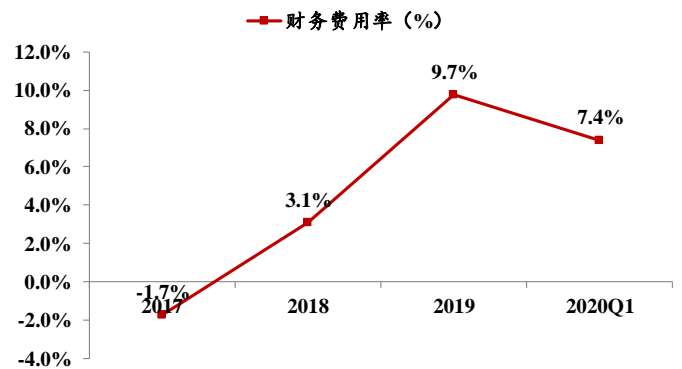
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 0.68%、7.54% 和 7.39%，分别较上年同期下降 1.63pct、6.59pct 和 1.87pct。期间费用率为 15.61%，较去年同期大幅降低 10.09pct。公司推进精细化管理，建立全级次责权汇报体系，重点打造资金集中管理平台，运营管理能力有所提升。

图5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司历年财务费用率



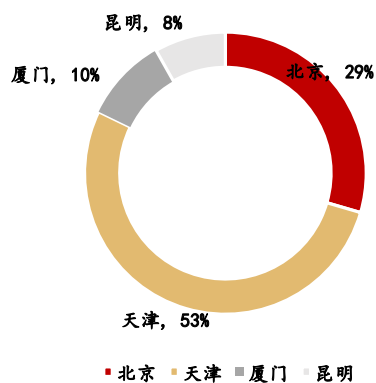
资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 土储充沛，布局合理

2019 年公司实现销售收入 22.5 亿元，销售面积 35.5 万平方米。此外，公司出租面积 22 万平，物业管理面积 218 万平。截至 2019 年末，公司拥有待开发面积 106.6 万平方米，其中北京、天津、厦门和昆明分别占比 29%、53%、10%和 8%；在建面积 144.9 万平方米，其中北京、朔州、厦门、昆明和南京分别占比 2%、12%、29%、30%和 27%。公司待开发面积和在建面积合计高达 251.5 万平方米，是当期销售面积的 7.1 倍，土地储备充沛，有力支撑公司未来销售增长。同时，公司作为科技产业地产的龙头公司，项目主要布局在科教能力强、经济状况好的一二线城市，土地储备优质。

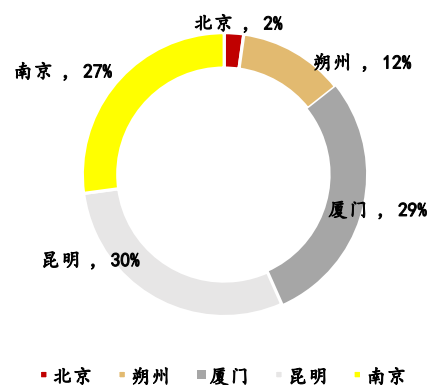
公司持续向科技服务深度转型，是国内领先的科技服务企业，在科技发展空间营造能力、科技发展助推服务能力、科技资源资本运作整合能力方面处于行业前列，建立起了科技空间服务、科技创新服务两大发展体系。2019 年，公司新型科技服务实现营业收入 4.89 亿元，占总营收的 27%，成为公司新的收入增长点。同时，公司在科技服务领域的品牌力和影响力，助力公司能够持续获取优质园区地块，地产销售和新型科技服务业务协同发展。

图7 公司 2019 年末待开发面积区域分布



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司 2019 年末在建项目区域分布



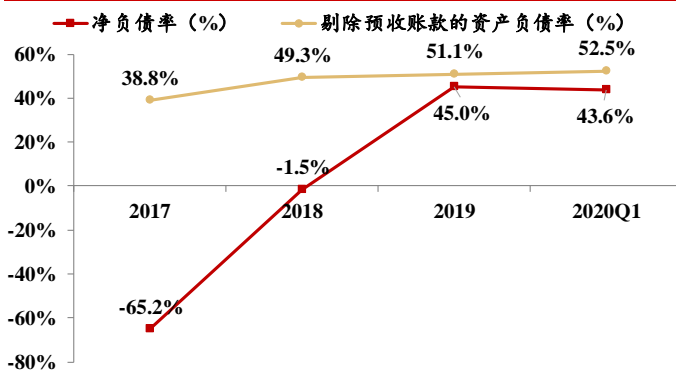
资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 3. 财务状况良好，低成本融资优势显著

报告期末，公司资产负债率、剔除预收账款后的资产负债率和净负债率分别为 53.15%、52.49% 和 43.64%，分别较上年末上升 1.26pct、上升 1.44pct 和下降 1.38pct，杠杆率处于行业低位。此外，公司在手货币资金 18.6 亿元，较去年末减少 13.3%，现金短债比高达 4.91，短债风险低；经营性现金流为-3.5 亿元，同比增长 79.6%，经营性现金流虽然自 2018 年以来为负，但幅度持续收窄，资金状况不断改善。

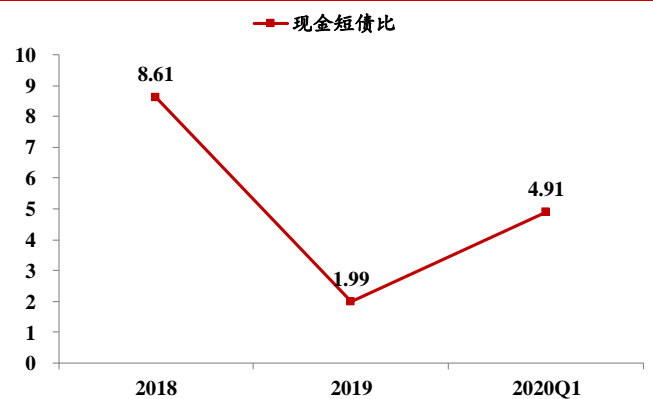
2020 年 2 月 27 日公开发行为 8 亿元 3 年期公司债券，利率低至 3.35%。2019 年整体融资成本 4.76%，得益于良好的财务状况和优质的资产储备，公司融资成本处于行业较低水平。

图 9 公司历年剔除预收账款后的资产负债率和净负债



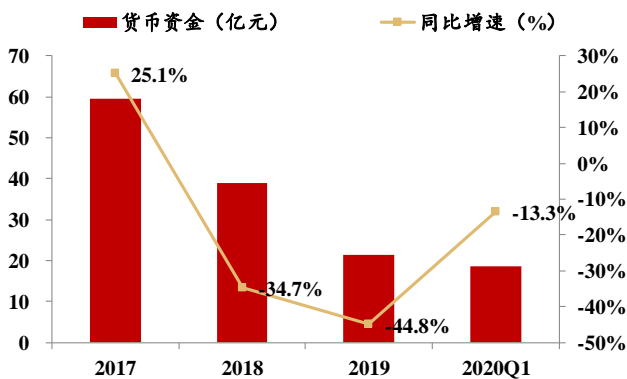
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 公司历年现金短债比



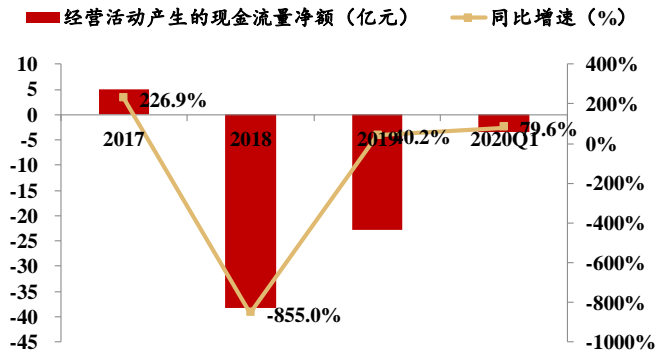
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 公司历年货币资金及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 公司历年经营性现金流净额及增速

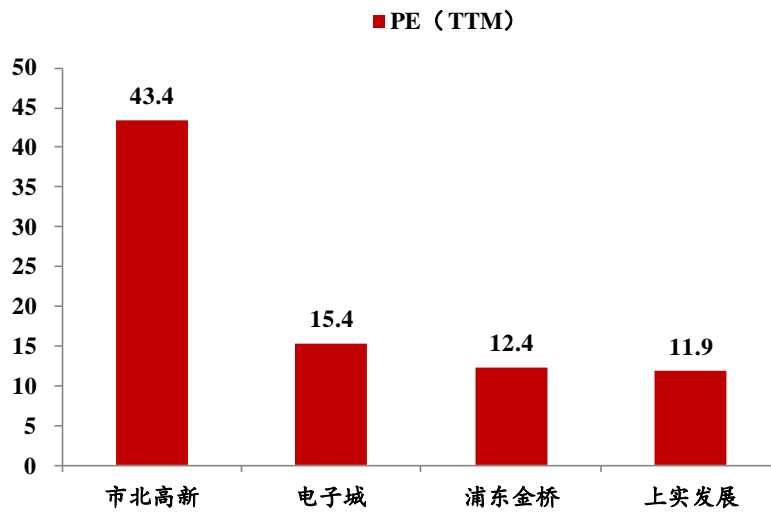


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 4. 盈利预测与投资建议

电子城业绩高速增长、坚持科技服务战略引领带动公司发展模式创新、财务状况良好。我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.38/0.46/0.54 元，对应 PE 为 14/11.7/9.9 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图 13 可比公司估值 (2020/05/07)



资料来源: WIND、华西证券研究所

## 5. 风险提示

转型不及预期, 销售规模下滑, 计提存货减值准备影响业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,825	2,070	2,348	2,570	净利润	338	425	511	585
YoY (%)	-18.3%	13.5%	13.4%	9.5%	折旧和摊销	77	80	82	85
营业成本	927	989	1,127	1,235	营运资金变动	-2,967	-1,514	-809	-1,052
营业税金及附加	191	228	247	244	经营活动现金流	-2,292	-877	-49	-177
销售费用	39	45	50	51	资本开支	-53	34	54	71
管理费用	190	183	207	218	投资	-457	0	0	0
财务费用	178	221	274	327	投资活动现金流	-478	37	58	77
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	9	0	0	0
投资收益	3	3	4	6	债务募资	1,259	1,000	1,100	1,200
营业利润	393	510	577	649	筹资活动现金流	1,017	768	816	858
营业外收支	93	97	113	131	现金净流量	-1,753	-72	825	758
利润总额	486	607	690	780	<b>主要财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
所得税	148	182	179	195	<b>成长能力</b>				
净利润	338	425	511	585	营业收入增长率	-18.3%	13.5%	13.4%	9.5%
归属于母公司净利润	351	425	511	602	净利润增长率	-13.9%	21.1%	20.1%	18.0%
YoY (%)	-13.9%	21.1%	20.1%	18.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.31	0.38	0.46	0.54	毛利率	49.2%	52.2%	52.0%	52.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	净利率	18.5%	20.5%	21.7%	22.8%
货币资金	2,146	1,973	2,688	3,345	总资产收益率 ROA	2.5%	2.6%	2.8%	3.0%
预付款项	292	307	351	384	净资产收益率 ROE	5.3%	6.0%	6.8%	7.4%
存货	8,095	10,030	10,896	12,135	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	843	910	1,021	1,099	流动比率	2.99	3.09	3.35	3.58
流动资产合计	11,376	13,219	14,956	16,963	速动比率	0.78	0.69	0.87	0.99
长期股权投资	114	114	114	114	现金比率	0.56	0.48	0.64	0.76
固定资产	183	203	231	246	资产负债率	51.9%	55.0%	56.7%	58.3%
无形资产	200	200	200	200	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	2,833	2,917	3,003	3,079	总资产周转率	0.13	0.13	0.13	0.13
资产合计	14,209	16,136	17,959	20,042	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	700	700	700	700	每股收益	0.31	0.38	0.46	0.54
应付账款及票据	829	773	923	996	每股净资产	5.92	6.30	6.75	7.29
其他流动负债	2,279	2,837	2,900	3,125	每股经营现金流	-2.05	-0.78	-0.04	-0.16
流动负债合计	3,808	4,310	4,523	4,821	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	583	1,583	2,683	3,883	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,981	2,981	2,981	2,981	PE	16.96	14.00	11.66	9.88
非流动负债合计	3,564	4,564	5,664	6,864	PB	0.89	0.84	0.79	0.73
负债合计	7,373	8,875	10,187	11,686					
股本	1,119	1,119	1,119	1,119					
少数股东权益	218	218	218	200					
股东权益合计	6,837	7,262	7,772	8,356					
负债和股东权益合计	14,209	16,136	17,959	20,042					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。